

Melius Cras

Na Carta anterior, narramos sucintamente a cronologia da trajetória do Mercado Livre, assim como as circunstâncias do nosso primeiro contato com a Companhia no momento do IPO. Em seguida, apresentamos as razões pelas quais adquirimos uma participação relevante em 2016. Nesta Carta, avançamos na análise das especificidades do ambiente e do modelo de negócios do Meli, destacamos os principais riscos que julgamos enfrentar neste investimento e aproveitamos para tecer algumas considerações sobre as dificuldades de aplicarmos cruamente as métricas/conceitos de *valuation* tradicionais neste tipo de empreendimento.

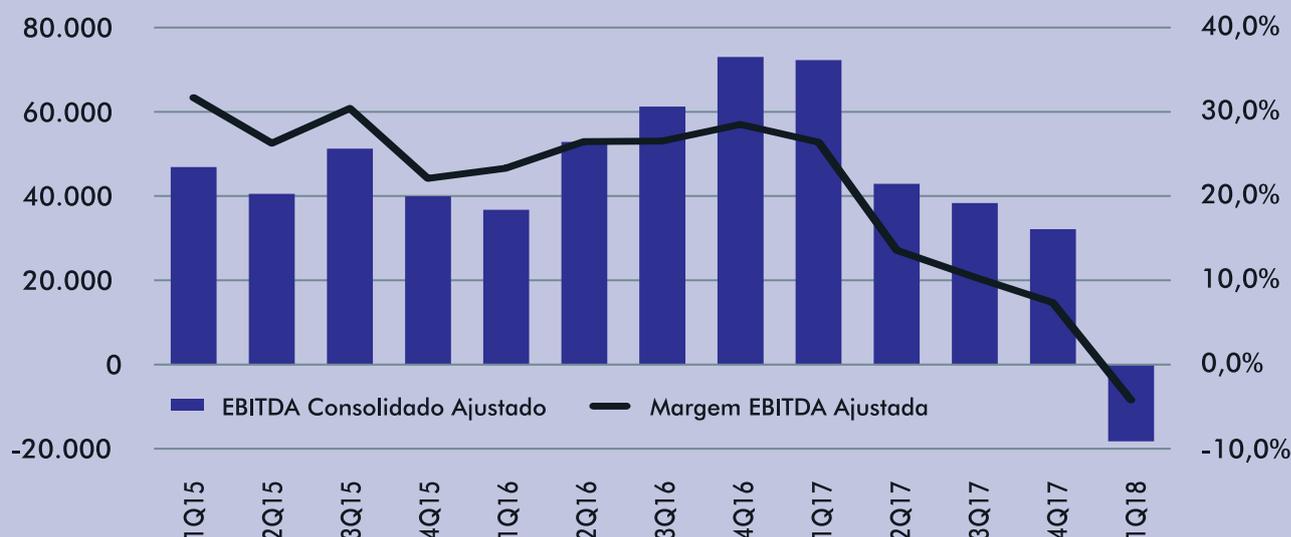
Como vimos, o principal fundamento para o nosso investimento no Meli foi a percepção de que estávamos à frente um grupo de executivos diferenciados, à altura dos imensos desafios e inúmeras oportunidades que se ofereciam para quem se dispusesse erguer do chão uma plataforma pioneira de comércio eletrônico com dimensão continental na América Latina. Isto aliado a compreensão de que proporcionar uma melhor experiência e maior engajamento do usuário na plataforma constitui o princípio básico que dá sentido à narrativa do Meli ao longo do tempo. O DNA da Companhia, a cultura corporativa, o *timing* de lançamento dos projetos internos, a hierarquia das prioridades operacionais

de curto prazo e das decisões estratégicas de longo curso, tudo parece gravitar em torno deste polo magnético que visa estabelecer e aprofundar relações recorrentes e ao mesmo tempo rentáveis com os usuários. A ideia agora é explicarmos de forma mais detalhada a importância e interdependência entre estes dois pilares.

Terminamos a Carta anterior observando que naquele momento do nosso investimento em 2016 já se desenhava uma tendência de deterioração das margens operacionais, o que acabou se intensificando nos trimestres seguintes, conforme o Gráfico 1.

No modelo de negócios da economia tradicional do lado da oferta, margens operacionais em franca deterioração traduzem sinais de que estamos diante de uma situação preocupante. As razões são diversas, surgem de forma isolada ou podem vir combinadas: desaceleração do crescimento, negócio em decadência, competição se acirrando, obsolescência de produtos, marcas declinantes, baixa relevância, problema de reputação, pouca inovação, escassez de projetos internos, incapacidade de recompor preços, perda de participação de mercado, descontrole de custos, fuga de talentos, e por aí vamos.

Gráfico 1 - EBITDA Ajustado (U\$ Milhões)



Fonte: Meli e Dynamo

No caso do Meli, a despeito das margens declinantes nada disso ocorria. Ao contrário, a Companhia apresentava taxas elevadas de crescimento, tornou-se líder nos principais países onde atua, inovava o tempo todo, criou novos segmentos e verticais de negócios, construiu uma marca cada vez mais reconhecida e admirada, soube reter os executivos originais e atrair muitos novos talentos. O Gráfico 2 ilustra este dinamismo através dos dados anuais de participação de mercado e faturamento bruto.

Adicionalmente, a Companhia oferecia uma proposição de valor cada vez mais interessante para os participantes da plataforma que se traduzia na melhoria das métricas de engajamento de compradores e vendedores. De fato, neste mesmo período, os itens vendidos na plataforma, o número de usuários únicos e sua frequência de atuação (recorrência) só fizeram crescer, conforme vemos na Tabela 1.

O aparente paradoxo começa a se resolver à luz das considerações das recentes Cartas Dynamo 95 e 96. Estamos no mundo das plataformas, do ambiente de rede, da lógica da conectividade, dos retornos crescentes, dos mecanismos positivos de autoalimentação. Só como lembrança, lá dizíamos:

Redes são formas de organizações descentralizadas e seu poder vem da extensão e da intensidade das suas conexões. As redes possuem dinâmica própria. Quando se expandem, mais conexões se formam e coisas curiosas começam a acontecer. Enquanto o número de conexões cresce aritmeticamente (n), o valor da rede como um todo se expande exponencialmente (2^n). A chegada de novos membros aumenta dramaticamente a experiência dos demais. Trata-se de uma matemática generosa onde o que se extrai adquire mais valor do que se põe. Estamos na órbita dos retornos

crescentes, uma exceção à regra da economia tradicional onde prevalecem os rendimentos decrescentes. A engrenagem da economia tradicional está baseada na escassez. Incrementos na oferta enfrentam custos de produção superiores, demandas adicionais encontram desutilidades no consumo. Mais é pior. A lógica das redes é diversa. A cada nova adesão, o valor da rede aumenta. E quanto maior o valor da rede, novas adesões são atraídas, formando um mecanismo de autorreforço que compõe efeitos. É a lógica da abundância em ação que segue a lógica da oportunidade. Quanto mais conexões se estabelecem, conceitualmente mais oportunidades proliferam, abrindo caminho para consequências não intencionais.

Redes sempre existiram e se revelam através de configurações diversas. Associadas à tecnologia tornaram-se ubíquas transformando-se na expressão central através da qual nossas relações sociais e econômicas se organizam. Como vimos, plataformas são organizações empresariais estruturadas em forma de rede que usam tecnologia para conectar participantes dispersos. Tão grande sua riqueza que mesmo entre as plataformas digitais encontramos diferenças importantes. Algumas apresentam um padrão de crescimento muito acelerado e num curto espaço de tempo atingem milhões de usuários. Como exemplos deste grupo figuram o Facebook, YouTube e WhatsApp, que conseguiram em seus primeiros seis anos de vida ultrapassar a incrível marca de 500 milhões de usuários. Outras manifestam um perfil de expansão distinto. Começam como uma solução para um grupo restrito de usuários e com o tempo vão melhorando suas funcionalidades de forma a ir ampliando seu “mercado endereçável”. Aqui, os exemplos seriam: a Netflix – que iniciou com um modelo de negócio de aluguel de DVDs evoluindo para uma plataforma global de streaming com uma oferta única de conteúdo proprietário; e

Gráfico 2 - Brasil: Market Share e Crescimento Gross Billings

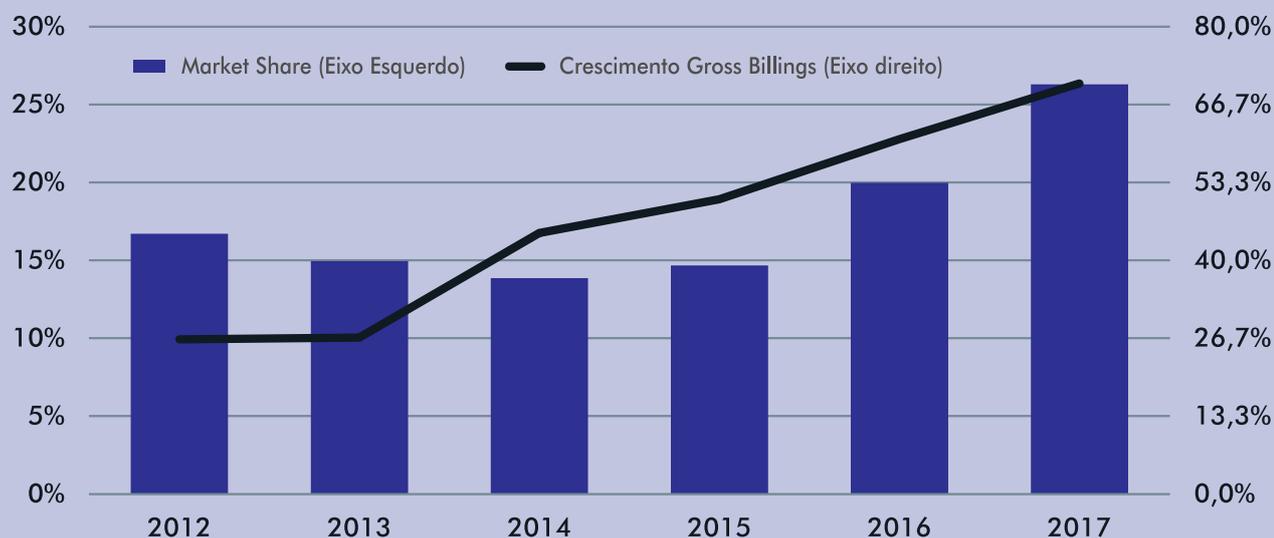


Tabela 1

	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR 2013 - 2017
Dados de Recorrência						
Itens Vendidos/Comprador Único variação anual	4,1	4,6 12,1%	5,4 18,2%	6,5 20,2%	8,0 22,5%	18,2%
Itens Vendidos/Vendedor Único variação anual	11,9	14,3 20,3%	16,5 15,4%	19,3 17,1%	26,7 38,7%	22,5%
Dados Operacionais						
Itens Vendidos ('000) variação anual	83.000	101.300 22,0%	128.400 26,8%	181.200 41,1%	270.100 49,1%	34,3%
Compradores Únicos ('000) variação anual	20.200	22.000 8,9%	23.600 7,3%	27.700 17,4%	33.700 21,7%	13,7%
Vendedores Únicos ('000) variação anual	7.000	7.100 1,4%	7.800 9,9%	9.400 20,5%	10.100 7,4%	9,6%

Fonte: Meli e Dynamo

a Amazon – que na origem era uma varejista online de livros e com o tempo foi expandindo sortimento e funcionalidades até chegar nos dias de hoje, quando já superou inclusive o slogan “the everthing store”, ao passar a oferecer serviços tão variados como *cloud computing* e assistência virtual comandada por voz (Alexa).

No primeiro grupo, a “explosão de crescimento” que ocorre logo no início de vida das plataformas explica-se pela extraordinária combinação de dois atributos raros: i) a presença de elementos digitais puros – mensagens, textos, vídeos, aplicativos; ii) o fato de alcançarem uma expressão fundamental – e, portanto, universal – da vida humana, qual seja, a dimensão social. Com estes dois tecidos alinhavados pela possibilidade de se oferecer um produto/serviço gratuito, estas plataformas puderam superar na prática qualquer restrição de natureza física (orçamentária inclusive). Daí que tenham atingido rapidamente um vasto espectro de usuários em escala global dispostos a dedicar um tempo crescente de seus dias compartilhando. Isso mesmo: na vanguarda digital compartilhar é verbo intransitivo.

Tamanho a velocidade de construção de densidade destas redes que o valor estratégico se cristalizou antes mesmo que as iniciativas de “monetização” maturassem. Daí a perplexidade de grande parte dos observadores diante dos

montantes envolvidos nas transações destas empresas. Em 2006, ao adquirir por US\$ 1,65 bilhão o YouTube, que a época tinha apenas 18 meses de vida, o Google tornou-se um dos pioneiros do movimento de aquisições “precoces” de plataformas. O Facebook tomou o mesmo caminho comprando em 2012 por US\$ 1 bi o Instagram, companhia ainda sem receita que havia iniciado suas atividades dois anos antes. Logo a seguir em 2014, foi a vez do WhatsApp, com apenas cinco anos de vida, adquirido por US\$ 19 bilhões.

Na época consideradas heresias aos olhos dos *value investors* tradicionais, estas transações acabaram se transformando em algumas das maiores barganhas de todos os tempos. Mais uma confirmação da máxima de Darwin de que o pensamento especulativo (abstrato) é o único caminho para se chegar a uma observação adequada e original. O que diferenciou o Google e o Facebook foi uma profunda compreensão acerca da natureza dos fenômenos de rede. Um *insight* que os permitiu enxergar com nitidez que o valor daquelas empresas residia em suas extensas bases de usuários e na enorme quantidade de conexões que aquelas plataformas poderiam atingir. Sob a égide da abundância, uma vez estabelecidas as conexões, as oportunidades de monetização se proliferariam. Só como referência, análises especializadas do *sell side* estimam valores ao redor de US\$D 100 bilhões tanto para o YouTube quanto para o Instagram. Mesmo aplicando

algum grau de ceticismo e impondo o “desconto” que este tipo de exercício merece, fica claro que estamos diante de algumas das aquisições mais rentáveis da história corporativa, seja em termos de taxa interna de retorno quanto também sob o critério de ganho em valores absolutos (*cash on cash*).

Já as plataformas do segundo grupo apresentam um padrão totalmente distinto de crescimento. Sob os mesmos critérios de análise, as diferenças ressaltam e a análise de um *marketplace* como o Meli exemplifica bem as diferenças. Primeiro, o ato de comprar e transacionar encontra-se em um degrau inferior em termos de prioridade e recorrência quando comparado ao nosso desejo de nos comunicarmos e nos relacionarmos. Segundo, *marketplaces* envolvem *tradeoffs* financeiros para vendedores e compradores. Os vendedores precisam avaliar se os valores cobrados pelas plataformas – com comissões e custos de operações – possibilitam a execução de suas vendas de forma lucrativa. Ao passo que os compradores enfrentam restrições orçamentárias inerentes ao ato de consumir. No YouTube, como comparação, tanto os ofertantes (*uploaders*) quanto os consumidores de conteúdo utilizam o produto gratuitamente. Por fim, a operação de um *marketplace* não lida apenas com elementos digitais. Lá são negociados os mais diversos tipos de mercadorias o que supõe diversas movimentações físicas como coleta, manuseio, armazenamento, empacotamento, transporte, etc. Isto implica na necessidade de resolver as restrições do “mundo físico”, processo este que demanda pessoas, treinamento, planejamento, capital e que por consequência não escala na mesma velocidade do que as plataformas de vídeos e fotos.

Tais restrições e dificuldades operacionais tornam o lançamento de uma plataforma diversificada e geograficamente abrangente inviável do ponto de vista financeiro e operacional. Sabe-se que os ambientes de rede pela sua dinâmica de crescimento e de competição comportam-se como organismos vivos, daí serem habitualmente qualificados como ecossistemas. A melhor metáfora para a compreensão da dimensão econômica das plataformas deixou de ser a física e passa a ser a biologia. E aqui encontramos na obra de Geerat Vermeij paralelos extremamente pertinentes¹. Vermeij ensina que quando o orçamento total de energia (neste caso capital financeiro e humano) disponível a qualquer indivíduo é limitado, os *tradeoffs* (evolucionários) favorecem a especialização. Neste caso, o caminho possível é começar pequeno e focado, utilizando a energia disponível de maneira inteligente para a partir daí iniciar um processo de expansão e conquista. À luz desta analogia, não sem propósito a Amazon iniciou

como uma varejista de livros e o Meli como um site de leilão de produtos usados. A ambição de ambos de partida já era muito maior mas o caminho teve de ser trilhado aos poucos. Importante aqui não perder a perspectiva de que continuamos no mundo dos retornos crescentes, apenas a dinâmica de crescimento e a velocidade destes se dá de forma distinta. E se não temos a expansão avassaladora das redes digitais puras, os avanços graduais estabelecem conquistas robustas. Em termos competitivos, a ruptura não acontece de forma repentina, mas se desenha aos poucos, avançando pouco a pouco sobre o mercado endereçável, como bem ilustra o progresso do comércio eletrônico na fatia de comércio total.

A partir de um conceito/produto inicial (leilão de produtos usados) atinge-se um grupo restrito de consumidores que se identifica com esta proposta. Em seguida, inicia-se um ciclo de melhorias contínuas da plataforma como uma força centrífuga de atração, convertendo novos clientes. O relevante aqui é compreender que a cada avanço nas funcionalidades da plataforma seu mercado endereçável – o conjunto potencial de pessoas que apreciarão a experiência de compra – se amplia. Utilizando o próprio Meli como exemplo: a introdução do *MercadoPago* tornou a plataforma utilizável para os consumidores que tinham receio com a segurança do pagamento, o *MercadoEnvios* solucionou o problema para os consumidores que queriam maior segurança na entrega, as *Lojas Oficiais* criaram a opção para os consumidores que não se sentiam confortáveis comprando de pequenos e médios vendedores, e soluções atuais como o *fulfillment* atrelado ao frete expresso estão ampliando a capacidade da plataforma em atender o consumidor que precisa de seus produtos com urgência. Visto desta forma, a história do Meli até então nada mais foi que um crescimento contínuo do mercado endereçável através de melhorias e inovação. Como sintetizou com precisão característica o CFO da Companhia, Pedro Arnt: “A inovação permanente constitui a linha da vida de uma empresa voltada para o consumo na internet”.

Ocorre que as melhorias de uma plataforma demandam recursos e estes investimentos no padrão contábil convencional (IFRS) não são considerados nem como ativo intangível. Em decorrência são levados a resultado como despesas, não deixando vestígio nos balanços patrimoniais. De acordo com a regra IAS 38, intangíveis são ativos não-monetários *identificáveis* sem substância física² (grifo nosso). Um ativo intangível seria identificável quando ele pode ser separado dos demais ativos da empresa e negociado com terceiros sem perda de valor. Um software por exemplo seria um ativo intangível. Na condição de plataforma, o Meli consiste em um coletivo de inúmeros dispositivos interligados, cada qual agregando aperfeiçoamentos justapostos. Quem

1 Biólogo evolucionário, Vermeij dedicou sua pesquisa em estudar como as espécies se adaptam e “escalam” em ambientes restritivos. Cego desde os três anos de idade e fascinado pelos moluscos, Vermeij desenvolveu uma habilidade tátil única, que lhe permite interpretar traços evolutivos bem como episódios da vida destes animais a partir de suas ranhuras, cicatrizes, texturas e linhas morfológicas.

2 Para ser considerado ativo intangível é preciso ainda que os benefícios econômicos futuros sejam prováveis e que os custos do ativo sejam confiavelmente mensuráveis.

se interessaria por adquirir isoladamente o botão de “um-clique” que agiliza enormemente a conclusão da transação financeira no MercadoPago? Quem sabe dizer quanto vale o MercadoColeta Envios separadamente? Uma plataforma é uma rede onde por definição tudo está conectado. A lógica é da conexão, separar não faz qualquer sentido. O que vale é o conjunto e não cada uma das partes isoladas. A rede é sintética, a contabilidade é analítica. Nestes termos, as duas realidades não dialogam. A norma contábil se encarrega de varrer o investimento para o aposento ao lado sujando o P&L e deixando um vazio na sala do patrimônio.

Um segundo tipo de investimento que não encontra um lugar adequado na contabilidade tradicional são os recursos despendidos em atração de clientes. Mas alto lá! Atração de clientes como investimento? Não seria isto uma versão “made in Silicon Valley” da chamada contabilidade criativa, tão praticada recentemente pelos nossos governantes? Acreditamos que não e aqui temos de voltar novamente ao conceito de que o valor da rede está na quantidade da sua base de usuários e na densidade de conexões geradas por esta. Foi exatamente o *insight* que a base de clientes constitui o maior ativo (aqui no sentido econômico como uma unidade que permite ao seu detentor futuros benefícios monetários) de uma plataforma que levou o Google e Facebook a realizarem as aquisições acima. E se pensarmos bem isto não difere de conceitos tradicionais de vários negócios. Quantas vezes não assistimos aquisições da economia tradicional serem justificadas com foco na base de clientes das empresas adquiridas? A diferença é que nas plataformas a base de clientes é o principal ativo e não apenas mais um ativo. No caso do Meli mais especificamente, quanto maior a base de compradores maior é a atratividade da plataforma para cada vendedor individual, pois maior é a probabilidade deste conseguir realizar a venda. E quanto maior a base de vendedores maior o valor para cada comprador individual, pois maior será a probabilidade deste encontrar o produto que deseja a preços competitivos. Daí que Bill Gates teria definido de forma brilhante, numa formulação que captura bem o quão contraintuitivo as plataformas são sob as lentes de análise tradicionais: “Uma plataforma é quando o valor econômico para todos que a usam excede o valor da companhia que a criou. Assim, isto é uma plataforma”.

Estabelecido o conceito da base de clientes como principal ativo da plataforma, cabe a pergunta de como a dinâmica de investimento e retorno se dá na prática. Aqui é importante primeiro notar que o tráfego na internet está concentrado nas plataformas do Google e Facebook, que em conjunto respondem por cerca de 60% do mercado global de propaganda digital. Assim as novas plataformas, principalmente as do “grupo 2” (não totalmente digitais), precisam buscar a maior parte dos seus clientes nestes destinos via anúncios direcionados. Aqui então inicia-se a já conhecida relação matemática entre o CAC (*customer acquisition cost*) que consiste no valor médio despendido em propaganda para a atração de clientes que efetivamente transacionam e o LTV

(*customer lifetime value*) que representa o valor presente médio da lucratividade que a plataforma receberá com as transações feitas pelos clientes adquiridos. Para o cálculo do LTV algumas métricas adicionais são relevantes dentre as quais: i) ticket médio da transação; ii) margem bruta por transação e iii) recorrência de compra. Sinteticamente quanto maior cada um destes itens maior será o LTV do cliente e maior o valor presente do investimento (LTV - CAC) despendido na aquisição dos clientes. Desta forma, por hipótese, se o CAC for R\$ 100, o ticket médio R\$ 200, a margem bruta em relação ao GMV for 5%³, a recorrência for de duas compras por ano e, a fim de simplificar, assumirmos uma perpetuidade e uma taxa de desconto real constante de 9%^{aa}, o LTV será de R\$ 222 e o VPL do investimento de R\$ 122 (R\$ 222 - R\$ 100). Outra forma de ver é que para um investimento médio de R\$ 100 por cliente o lucro marginal advindo deste será de R\$ 20 por ano, implicando em uma taxa de retorno de 20%^{aa}. O exercício hipotético auxilia os seguintes entendimentos:

- i) Quanto maior a recorrência maior o retorno do investimento e/ou maior a capacidade de a companhia atrair novos clientes, mesmo que a um CAC mais alto, sem prejudicar sua rentabilidade. Basta observar que neste exemplo se a recorrência dobrar, isto é passar de duas para quatro compras ao ano, tudo mais constante, a companhia poderia gastar o dobro na aquisição de clientes (CAC = R\$ 200) mantendo o retorno de 20%^{aa}.
- ii) Quanto maior a margem bruta por transação também maior é a capacidade de a companhia atrair novos clientes, mesmo que a um CAC mais alto, sem prejudicar a sua rentabilidade, mesma lógica do item anterior.
- iii) A aquisição de um novo cliente mesmo que com uma taxa de retorno alta (neste caso 20%^{aa}) contabilmente passará no P&L da companhia como um prejuízo. Como o investimento é contabilizado como despesa de marketing no P&L ao olharmos o resultado do ano teremos um prejuízo de R\$ 80 (R\$ 20 de lucro bruto – R\$ 100 de despesas de marketing).

Dado os conceitos expostos acima fica claro que o caminho das plataformas de sucesso envolve ações na direção do aumento da recorrência e engajamento da sua base de usuários, estratégias que promovam maior monetização (através do aumento do *take rate*, da margem bruta, do ticket médio), além de investimentos crescentes (e prejuízos contábeis também!) na aquisição de clientes. Ocorre que trilhar este caminho não é nada trivial. Se o foco em um nicho de consumidores específicos e uma plataforma simples em termos de funcionalidades permite iniciar as operações com poucos recursos, por outro tanto a recorrência quanto

3 Assim, com o ticket de R\$ 200, o *take rate* de 10%, a receita da transação será de R\$ 20. Deduzindo-se R\$ 10 de custos operacionais, a plataforma fica com R\$ 10, ou seja, 5% de margem bruta sobre o GMV ou 50% de margem bruta sobre a receita.

as oportunidades de monetização ficam bem limitadas. Um *marketplace* que inicia suas atividades apenas intermediando transações de, por exemplo, artigos para a casa (Cama, Mesa e Banho) terá seus *economics* (ticket médio e frequência de compra) limitado a comissão por transação e ao volume e frequência de compra desta categoria. Sem aperfeiçoamentos as possibilidades de crescimento serão limitadas. Logo, a maneira de superar esta barreira é a de priorizar o esforço técnico para o desenvolvimento de novas funcionalidades e atributos que primeiro aumentem a capacidade de monetização e a recorrência da base atual. Uma vez implementadas as funcionalidades, a companhia deve então investir na ampliação da sua base de consumidores. Em nosso exemplo isto poderia ser alcançado com o lançamento de um serviço de publicidade para os vendedores (monetização), seguido de uma ampliação de sortimento via o lançamento de uma nova categoria e uma redução no prazo de entrega (iniciativas que ampliam o mercado endereçável). Implementadas estas novas funcionalidades, a plataforma estará apta a atacar uma base maior de consumidores. Quando estes estiverem a bordo, o processo inicia-se novamente. Se bem executado, inicia-se um novo ciclo virtuoso de crescimento.

Companhias que por algum motivo, seja por estratégia ou por falhas de execução, não consigam desenvolver esta engrenagem virtuosa acabam não atingindo o crescimento desejado. Ou caso obtenham acesso a recursos financeiros em abundância, acabam queimando vastas quantidades de capital sem no entanto construir uma base de ativos que tenha valor. Em outras palavras, clientes adquiridos para uma plataforma que não ofereça uma experiência compatível com suas expectativas não se tornaram usuários recorrentes. Sendo assim, a equação LTV - CAC será negativa. Neste caso, a contabilidade não mente: os recursos despendidos na atração de clientes foram de fato uma despesa. O P&L e o demonstrativo do fluxo de caixa passam a refletir um retrato fiel do prejuízo econômico incorrido.

E é sob a luz desta dinâmica de investimentos em funcionalidades na plataforma e em aquisição de clientes que o paradoxo das margens decrescentes concomitantes a indicadores de negócios saudáveis acaba por se resolver por completo. Não estamos, de forma alguma, em um cenário em que o negócio esteja se deteriorando. Ao contrário, no caso do Meli, o lucro declinante nada mais é que uma contrapartida a talvez a maior onda de inovações e investimentos feitos pela Companhia em um curto espaço de tempo. As evoluções nas funcionalidades do *Pago* e do *Envio* – notadamente o início do frete grátis, o *Coleta*, o *Fullfilment (MercadoFull)* – a plataforma de fidelidade (*MercadoPontos*), as *Lojas Oficiais* e o *MercadoCrédito* são todas iniciativas que melhoram a experiência e atraem novos usuários (vendedores e compradores) transformando o Meli em uma estrutura cada vez mais robusta do ponto de vista competitivo e rentável do ponto de vista econômico. No mundo de retornos crescentes, margens

decrescentes não necessariamente indicam deterioração econômica.

No entanto, como num “labirinto de labirintos” borregoano, onde passado e futuro caminham em paralelo e se entrelaçam, o Meli em conjunto com todo o ciclo de investimento no seu *marketplace* iniciou uma ofensiva no mundo das “fintechs” e pagamentos. Como citamos em nossa última carta, o negócio de MPOS, o lançamento do pagamento via QR Code e a plataforma de investimentos (*Mercado Fondos*⁴) representam uma grande aposta na capacidade da indústria de tecnologia em de fato democratizar o acesso de produtos financeiros à população não bancarizada da América Latina. E tal qual outras iniciativas, o desenvolvimento da plataforma financeira constitui uma demanda adicional de recursos humanos e financeiros em um momento em que o Meli já estava bem atarefado com os investimentos em seu *marketplace*. Cabe então perguntar de onde vem este ímpeto e ambição, que por um lado leva a Companhia a atacar uma oportunidade potencialmente algumas vezes maior do que seu próprio *marketplace*, ao mesmo tempo em exponencia o risco de execução?

Aqui recorreremos ao Brian Arthur, engenheiro e economista, com passagens por Stanford e pelo Santa Fe Institute, que desde 1979 vem se dedicando aos estudos dos fenômenos de retornos crescentes, não-convexidades, *feedbacks* positivos e padrões de dependência na economia. Em seu texto clássico de 1996, *Increasing Returns and the New World of Business*, Arthur descreveu com precisão as características psicológicas e comportamentais dos verdadeiros “tycoons” digitais: “A competição é diferente nas indústrias baseadas em conhecimento porque o *economics* é diferente. Se as companhias baseadas em conhecimento estão competindo em mercados do tipo o vencedor-leva-a-maior-parte, então a gestão se redefine em uma série de *buscas a respeito do próximo vencedor tecnológico* – o próximo *cash cow*. O objetivo se transforma na busca pela Próxima Grande Coisa (*Next Big Thing*). Neste contexto, a administração passa a ser orientada não mais para a produção mas para a missão”. Ou seja, em um ambiente marcado pela instabilidade, por retornos crescentes e *payoffs* assimétricos, o atributo mais desejável para o empresário seria sua capacidade de antecipação, de fazer a leitura adequada da próxima onda, e se posicionar de forma apropriada para aproveitá-la. Arthur traz aqui a imagem do cassino, não no sentido especulativo do jogo de azar, mas como um lugar que oferece um amplo espectro de escolhas (mesas) a serem enfrentadas, sem que se domine na partida as regras dos negócios (jogos), nem mesmo se conheça de antemão os concorrentes (demais jogadores). No “*Technology Casino*” é necessário não apenas saber jogar

4 Por enquanto, a plataforma de investimentos foi lançada apenas na Argentina. Acreditamos que caso seja bem-sucedida o caminho natural será a extensão para os demais mercados.

bem, mas igualmente escolher bem em quais mesas se sentar. O empresário precisa ter traços psicológicos específicos como desenvoltura e coragem para apostar em suas convicções. Como bem sumariza Arthur: “A alta tecnologia, perseguida neste nível, não é para os tímidos” (*High technology, pursued at this level, is not for the timid*).

E no caso do Meli reconhecemos estas características não apenas no fundador, Marcos Galperin, mas também nos demais membros da diretoria executiva que vêm construindo a Companhia desde o seu início, como o Stello Tolda, Daniel Rabinovich, Oswaldo Gimenez e Pedro Arnt. Com o privilégio de há tantos anos acompanhado companhias de perto, reconhecemos que estamos diante de executivos corajosos, qualificados e diferenciados. Além do quê, compartilhamos com a Companhia o diagnóstico de que a América Latina oferece um vasto mercado endereçável mal atendido, já que os bancos não estão presentes em todo lugar (ainda é alta a penetração do papel moeda) e/ou oferecem serviços precários (exemplos da Argentina e do México onde a penetração de cartão de crédito ainda é muito inferior que a do Brasil). As experiências internacionais semelhantes e bem sucedidas como o Paypal nos Estados Unidos (adquirido pelo eBay) e o Ant Financial na China (desenvolvido pelo Alibaba) indicam ainda que um *marketplace* grande e estruturado como o Meli constitui um excelente ponto de partida para esta iniciativa. De fato, acreditamos que com a dimensão do seu *marketplace* e a solidez dos serviços de pagamentos oferecidos na plataforma, a Companhia tem à sua frente uma oportunidade única de viabilizar a carteira digital (*wallet*) e produtos financeiros com escala. É lógico que por aqui também é preciso vencer a inércia dos clientes. Mas se isso se materializar, estamos falando de outro Meli dentro do Meli.

Os parágrafos acima revelam uma percepção recorrente em nossas discussões internas de análise aqui na Dynamo, traduzidas em uma espécie de *inside joke*: “o que mais nos anima no Meli é que a Companhia tem muito projetos e o que mais nos preocupa é justamente que ela tem muitos projetos”. E esta perspectiva nos enseja a oportunidade de entramos neste momento da Carta na análise dos principais riscos que enxergamos neste investimento. O primeiro é exatamente a dificuldade e o risco de execução que uma companhia multi-negócios, multi-projetos e multi-países enfrenta. Nos últimos cinco anos, o número de colaboradores do Meli saltou de 2,2 mil para 5,6 mil. Qualquer Companhia que atinge estas taxas de expansão enfrenta desafios para manter a vibração original, o “espírito de garagem”, bem como sua identidade cultural. A complexidade gerencial funciona como os radicais livres no organismo corporativo provocando oxidação e mutações indesejadas nos metabolismos que engendram inovação e espírito empreendedor. Quando o crescimento se dá em diversas geografias as dificuldades se multiplicam. Tensões clássicas entre o controle centralizado das ações versus maior autonomia de decisões em cada país costumam surgir. Aparecem então, por exemplo, os questionamentos sobre qual o melhor modelo

de gestão de gente, o de expatriar executivos da “matriz” ou recrutá-los localmente. Neste caso, a dúvida é ainda mais pertinente já que o país mais complexo e desafiador, onde o Meli vem apresentando um desempenho bastante favorável, contou nestes anos todos com um líder diferenciado: Stello Tolda, COO da Companhia e CEO do Brasil. Da mesma forma, a Argentina, onde se encontra a sede da Companhia e o núcleo dos executivos-fundadores, vem experimentando uma dinâmica vibrante. No entanto, em outros países da América Latina, principalmente no México, nossa análise se deparou com erros de execução, principalmente na expansão da estrutura de *fulfillment* e no baixo crescimento do negócio de MPOS.

Esta questão se exacerba pelo fato do Meli, em cada negócio e país onde atua, enfrentar competidores locais focados ou gigantes mundiais da tecnologia que estão iniciando seus processos de expansão na América Latina. No Brasil, por exemplo, B2W (Americas.com., Submarino, Shoptime) e CNova (Grupo Pão de Açúcar, Via Varejo) são empresas oriundas do varejo tradicional contando com acionistas com grande capacidade financeira. Assim como a Magazine Luiza, varejista tradicional de eletrodomésticos, estão tentando fazer a transição crítica de um modelo 1P para 3P – migrando de um site de venda de produtos próprios para um *marketplace* – com todas as dificuldades inerentes. O movimento em conjunto destas companhias, ao mesmo tempo em que valida o acerto do posicionamento estratégico do Meli, intensifica a competição no espaço dos *marketplaces*. No segmento de crédito, a competição é dura, entre *players* sofisticados. De um lado, os próprios bancos incumbentes dispoem de muitos recursos para se movimentarem. De outro, as plataformas locais, mais ágeis e focadas como PagSeguro e Nubank.

Do lado dos “gigantes digitais” o risco mais eminente é mais que conhecido, trata-se da Amazon, que iniciou suas

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até julho de 2018

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	95,6%	65,8%	65,8%
36 meses	47,6%	50,4%	52,3%
24 meses	21,3%	38,2%	38,9%
12 meses	11,1%	19,8%	21,0%
No ano (2018)	-0,2%	2,4%	2,8%

Valor da cota em 20/07/2018 = R\$ 779,848325600

atividades no Brasil em 2012 e desde então vem manifestando um aprofundamento de interesses no país, aumentando os verticais de atuação, contratando gente e destinando recursos em infraestrutura própria, como no caso do centro de distribuição em Cajamar. Até agora não há sinais de que a estratégia na região será agressiva à la Índia, onde a companhia se comprometeu investir US\$ 5 bilhões (número que diversas análises já indicam que foi superado), mas certamente este é um risco que não podemos desprezar. De fato as duas companhias já medem forças no mercado mexicano, onde o Meli apresenta um número bem mais expressivo de vendedores locais, mas a Amazon equilibra o jogo em termos de GMV, pois conta com uma relevante vantagem competitiva: a possibilidade do *cross border* com o Estados Unidos, o que amplia enormemente a profundidade da sua oferta de produtos e a qualidade dos serviços, dada a escala da sua base instalada.

Tamanho é documento neste negócio e a Amazon com um valor de mercado 58 vezes o do Meli, com um lucro operacional de US\$ 4,1 bilhões e empregando 566 mil funcionários ao final de 2017, configura uma ameaça letal permanente. De qualquer forma, a Amazon buscará estabelecer competência específica na região. Para tanto, precisa enfrentar os desafios típicos de quem se lança fora de suas fronteiras originais: investir na marca, descentralizar o processo de tomada de decisão, customizar sistemas e contratos com os vendedores, estabelecer parcerias ágeis com os fornecedores, entender as necessidades de um consumidor com um perfil sócio-econômico distinto, lidar com as idiosincrasias institucionais e culturais, como burocracia, informalidade, e por aí vamos. Nada que não possa ser transposto pela segunda maior companhia do mundo. Mas no final do dia, o jogo vai ser definido por quem oferecer a melhor experiência para o usuário e não temos dúvidas de que estes dezoito anos de trajetória consistente credenciam o Meli como competidor qualificado, ao mesmo tempo em que conferem à Companhia um valor estratégico único. Adicionalmente, o aumento da penetração do *ecommerce* numa região extensa e bastante diversa, com grande amplitude de aspirações e perfis de consumidores, pode perfeitamente acomodar dois players competentes e especializados.

Da mesma forma, outro competidor que configura perigo potencial é o Alibaba. Gigante chinês, oferece no Brasil as plataformas de atacado e de varejo, mas ainda não tem operação local e inclusive contrata os serviços do Meli na solução de pagamentos. Embora o discurso também seja de expansão geográfica, na prática o Alibaba parece mais preocupado em manter ou expandir sua posição hegemônica no rentável e promissor mercado chinês. Ainda assim, também merece monitoramento cuidadoso. Da mesma forma a Wish, plataforma de *cross border*, fundada em 2011, já aparece entre as maiores plataformas de *ecommerce* do mundo e vem crescendo no Brasil.

Fora o ambiente competitivo e a complexidade operacional já citada, nosso radar de detecção de riscos volta-se

novamente para dentro da Companhia. E aqui um risco ainda presente é a dependência logística do Meli em relação aos Correios no seu principal mercado, o Brasil. O episódio do aumento extemporâneo na tabela de preços dos Correios neste primeiro trimestre, deflagrando uma reação pública da Companhia, evidenciou a sensibilidade da questão. No curto prazo, o reajuste implicou não apenas em um aumento direto na linha de custos da Companhia, mas também repercutiu no crescimento de vendas, já que algumas categorias de produtos, geografias e rotas, onde antes fazia sentido financeiro oferecer o frete grátis, deixaram de ser rentáveis.

Além disto, como em uma linha de produção tradicional, a velocidade de entrega do Meli fica determinada pelo caminho crítico menos produtivo de sua cadeia de fornecimento, neste caso justamente os Correios. Apesar de ainda ser de longe o maior provedor de logística fracionada do país e ter a maior rede de recebimento de mercadorias (*pick-up*), o fato é que as notórias dificuldades financeiras que a entidade vem passando nos últimos anos vêm comprometendo de forma relevante sua performance operacional. Baixo investimento no *last mile* (contratação de entregadores e veículos), greves recorrentes do quadro de funcionários e índices crescentes de atrasos nas entregas são algumas das notas negativas. Quando colocamos em perspectiva as taxas de crescimento do Meli com a capacidade de atendimento dos Correios o descompasso torna-se ainda mais preocupante. O Meli tem à sua frente a difícil tarefa de estruturar uma rede logística alternativa que lhe permita diversificar parte de seu volume a fim de suportar as taxas elevadas de expansão do *marketplace*.

O crescimento acelerado também traz risco para o controle do conteúdo na plataforma. Como vimos na primeira Carta, plataformas abertas têm como principais benefícios elevadas taxas de crescimento e profundidade de conteúdo. Em contrapartida, têm que lidar com participantes indesejados que aproveitam suas funcionalidades para se infiltrar, camuflados pela boa fé dos demais e pela boa reputação que estas companhias construíram. Diariamente nos deparamos com novas notícias de como as principais plataformas digitais do mundo vêm sendo utilizadas de forma imprópria, seja nos vídeos de conteúdo racista postados no YouTube, em notícias e perfis falsos postados no Facebook ou nos produtos falsificados dentro do *marketplace* da Amazon. Infelizmente a mesma estrutura de rede que é tão poderosa na disseminação de conhecimentos, possibilita o contato entre amigos distantes e oferece oportunidades para novos empreendedores como os já conhecidos "youtubers" e os vendedores dos *marketplaces* é também uma arma incrivelmente potente para a nova classe de contraventores digitais.

O Meli com seus mais de 10 milhões de vendedores e 30 milhões de compradores vem também sofrendo das mesmas mazelas. Qualquer visitante no *marketplace* inevitavelmente irá se deparar com casos de infrações de propriedade intelectual e com vendedores e ou produtos de origem duvidosa. Embora este problema esteja longe de ser resolvido

diversas salvaguardas já existem e ajudam a controlar esta questão. A começar pelos próprios mecanismos tradicionais de *feedback* e ranqueamento da plataforma indo para ações implementadas mais recentemente como o Programa de Propriedade Intelectual (PPI) e a Compra Garantida. O PPI, integrado com as APIs do Meli, estabelece um canal através do qual detentores de propriedade intelectual podem denunciar infrações que estejam sendo vítimas. Já o Programa de Compra Garantida consiste no ressarcimento do valor pago caso o produto não chegue ou esteja fora da especificação. Adicionalmente, estas questões também se reduzirão de forma natural conforme o *fulfillment* for se tornando relevante no volume da Companhia. Neste caso, a capacidade de controle e de *compliance* do Meli aumentará sensivelmente quando o estoque estiver depositado em um centro de distribuição da Companhia. Por último, cabe lembrar que em uma plataforma eletrônica as transações ficam registradas, o que permite o rastreamento e a análise de irregularidades inclusive pelas autoridades. Neste ponto a secretaria de fazenda do Estado de São Paulo, para fins de controles fiscais, disciplinou através de portaria (CAT 156/2010) a obrigação de envio dos dados das transações de vendedores que tenham realizado mais de R\$ 60 mil em vendas no trimestre.

O fato é que a influência das plataformas em nosso cotidiano será crescente e da mesma forma o escrutínio da sociedade e dos governos sobre suas atividades, como bem ficou evidenciado no caso da Cambridge Analytica com o Facebook. Como estamos diante de um risco inerente ao modelo de negócios das plataformas abertas, acreditamos que os esforços do Meli para aperfeiçoar seus mecanismos de controle e *compliance* também farão parte da pauta permanente de diligências da Companhia.

O comércio eletrônico avança de forma consistente. Livre das limitações dos espaços físicos das lojas, viabiliza uma oferta potencial infinita encontrando do outro lado do dispositivo (celular ou desktop) um consumidor com todas as suas necessidades expostas. Endereçando continuamente os problemas das fricções, a proposição de valor do ambiente digital cresce em taxas muito superiores às possibilidades de melhorias do varejo físico. E o diferencial da qualidade das experiências só deve aumentar. Cada obstáculo vencido – falta de confiança, problema de infraestrutura, ruído de pagamento, escassez de crédito – atrai um volume extraordinário de transações, o que explica o crescimento vertiginoso por tanto tempo.

O Mercado Livre é hoje um investimento relevante em nosso portfólio. Chegar aqui não foi tarefa trivial. Exigiu muito tempo de análise, um esforço coletivo concentrado, já que estamos Tateando um ambiente de negócios muito distinto do habitual. Como vimos nas Cartas anteriores, a tecnologia protagoniza transformações profundas que nos deslocam para uma dinâmica de crescimento e de oportunidades/riscos

completamente diferente. Como gestores de recursos, estamos passando por aqueles momentos críticos de reconfiguração das estruturas moleculares que antecedem as mudanças de fase das substâncias. Um processo sem volta, onde algo diferente emergirá. A fim de compreender tais transformações, precisamos nos atualizar, o que supõe colocar em contexto alguns parâmetros tradicionais.

Apesar de termos citado as dificuldades que alguns investidores tradicionais enfrentam em relação aos valores das plataformas, acreditamos que o conceito de *value investing* permanece exatamente o mesmo, a expressão deste valor muda. Como vimos, o valor não deriva mais da capacidade instalada, do controle da oferta e da distribuição, mas deslocou-se para o outro lado, para a fronteira da experiência do consumidor/cliente/assinante/membro/usuário. As métricas importantes a serem compreendidas agora são intensidade do relacionamento, engajamento e lealdade. E a partir daí, a capacidade de explorar outros verticais das extensas necessidades destes clientes. Os múltiplos tradicionais, fotografias instantâneas dos lucros & perdas, devem ser contextualizados. As convenções contábeis não capturam adequadamente as sementes enterradas do esforço financeiro do investimento passado e presente que podem germinar considerável valor no futuro. O valor presente dos fluxos futuros vem agora de baixo para cima, do *economics* do cliente existente e da captura do cliente marginal. O valor do negócio reside na capacidade de gerar interações e aprofundar relacionamentos. Sendo assim, a despeito do elevado crescimento destes últimos anos, o Meli é hoje uma plataforma que oferece um portfólio de oportunidades mais extenso do que na época do IPO. Nosso excesso de cautela naquela ocasião tornou-se uma lição aprendida com introspecção e decantada por muito esforço no trabalho de análise desde então.

Naquela época nos deparávamos com uma empresa de fato muito nova, com pouco *track Record*, com um valor de mercado de US\$ 790 milhões, diante de uma enorme oportunidade no *ecommerce* na América Latina. Hoje estamos diante de uma companhia líder nos seus principais mercados, com um histórico consistente de execução e posicionamento estratégico de dar inveja aos melhores *businessmen* idealizados por Brian Arthur. Os dados indicam ainda que estamos apenas no início da caminhada no *ecommerce*⁵. Além disso, vemos o Meli como um forte candidato a novo entrante no que é provavelmente o principal *profit pool* corporativo da região, a indústria de produtos financeiros. Será que o valor de mercado de US\$ 15 bilhões frente ao tamanho da oportunidade e à probabilidade da Companhia em capturá-la é maior ou menor do que na época do IPO? Em termos mais simples, a ação é hoje mais cara ou mais barata? Digressão

5 Vale lembrar que a penetração do consumo *online* dentro do consumo total ainda é de apenas 4,9% no Brasil, os mesmos 4,9% na Argentina e 3,1% no México.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%

2018	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	8,6%	8,6%	16,3%	16,3%
FEV	-3,1%	5,2%	-2,0%	13,9%
MAR	-4,5%	0,4%	-2,4%	11,2%
ABR	-5,2%	-4,8%	-3,7%	7,1%
MAI	-12,7%	-16,9%	-17,0%	-11,1%
JUN	-6,3%	-22,1%	-8,1%	-18,3%
JUL***	12,1%	-12,7%	10,2%	-10,0%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 3.201.884.976

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver.
 (**) Ibovespa Fechamento. (***) Rentabilidade acumulada até 20 de julho.

intelectual obviamente sem resposta objetiva, mas é importante dizer que desde então nossa compreensão sobre o tamanho da oportunidade evoluiu mais do que nossa dúvida sobre a pertinência do valuation.

Um marketplace que oferece inúmeras categorias, que “vende quase tudo”, possui um enorme potencial. E se esse *omni* mercado digital volta-se para uma região com carências estruturais, encontrando um consumidor com inúmeras demandas não satisfeitas, as oportunidades se multiplicam, o espectro potencial de captura de valor é considerável.

E ainda, se esse mapa do tesouro cai em mãos de um grupo de pioneiros competentes e experientes, que sabem trabalhar em equipe, que conhecem profundamente a região e aprenderam ao longo do percurso a confeccionar equipamentos adaptados, que largaram na frente e constituíram boa vantagem sobre os demais, parece razoável acreditar que estão qualificados para seguir na vanguarda desta jornada.

“Empreender é tomar riscos e não dar-se por vencido”, costuma definir Galperin. A afirmação é uma biografia sucinta do Mercado Livre. Sabemos dos riscos envolvidos neste investimento, mas conhecemos também a competência de execução da Companhia que é a melhor síntese desta tenacidade empresarial. Não temos acesso ao Aleph borgeano com que iniciamos a Carta anterior para espirmos a totalidade das variáveis e iniciativas que determinarão o resultado final desta jornada pelo comércio *online* na América Latina. Mas a julgar pelo que vem acontecendo, acreditamos que estaremos muito bem tripulados pela turma da garagem de Saavedra, e o futuro promete ser ainda melhor (*melius cras*).

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2018.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720