

ESTEVAN BOR LUEN HUANG

Adaptação estratégica e reavaliação econômica para
uma empresa brasileira de adquirência no contexto da
Nova Economia

São Paulo
2022

ESTEVAN BOR LUEN HUANG

**Adaptação estratégica e reavaliação econômica para
uma empresa brasileira de adquirência no contexto da
Nova Economia**

Trabalho apresentado à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obten-
ção do Diploma de Engenheiro de Produção.

São Paulo
2022

ESTEVAN BOR LUEN HUANG

**Adaptação estratégica e reavaliação econômica para
uma empresa brasileira de aquisição no contexto da
Nova Economia**

Trabalho apresentado à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obten-
ção do Diploma de Engenheiro de Produção.

Orientador:

Prof. Dr. Fernando José Barbin Lau-
rindo

São Paulo
2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo-na-publicação

Huang, Estevan

Adaptação estratégica e reavaliação econômica para uma empresa brasileira de adquirência no contexto da nova economia / E. Huang -- São Paulo, 2022.

107 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Nova economia 2.Planejamento estratégico 3.Avaliação econômico financeira 4.Adquirência I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

Aos meus pais, amigos e familiares

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que sempre forneceram o suporte emocional para continuar seguindo em frente, financeiro para garantir uma saúde, alimentação e educação digna, e ensinamentos para uma vida mais rica e diversa. Sempre estarão em minha mente e coração.

Aos meus avós e tios, que apesar de não estarem sempre presentes em meu cotidiano, sempre se dispuseram a ajudar da melhor forma que julgavam.

À minha tia Juliana, uma inspiração que sempre me faz lembrar dos valores e importância da vida. Guerreira, dedicada, carinhosa, mãe, irmã e filha. Uma modelo a ser seguida. Nunca desistiu, nem mesmo na incansável luta contra o câncer. Você faz falta na vida de todos da família, e especialmente na minha. Que Deus a tenha.

A todos os meus amigos e colegas da faculdade que me ajudaram nessa jornada até a graduação. Uma menção especial aos meus queridos colegas Lucas, Pedro, Gabriel e Beatriz. Que a nossa amizade se estenda para além dessa curta fase na universidade.

Aos meus amigos de infância e do colégio, Ricardo, Nicolas, Marcel, Denis, Alex e Yasmin. Muito obrigado por sempre estarem presentes nos momentos felizes, e ainda mais nos momentos difíceis pois são neles que descobrimos o verdadeiro caráter da pessoa. Que a nossa amizade persista pelo resto de nossas vidas.

Aos professores e educadores que tive na Escola Happy Kids, no Colégio Etapa e na Escola Politécnica. Sem educação estaríamos fadados a viver eternamente incompletos. Como já dizia Epicteto: “Só a educação liberta”.

Por fim, ao professor, doutor e orientador deste humilde trabalho de formatura, Fernando José Barbin Laurindo. Pela tamanha organização, paixão, dedicação e profissionalismo nas aulas ministradas, bem como pela honrosa oportunidade de me ter como aluno orientado, meu eterno agradecimento.

*“É bom comemorar o sucesso, mas é
mais importante prestar atenção às
lições do fracasso.”
- Bill Gates*

RESUMO

A tecnologia tem evoluído de maneira cada vez mais acelerada, gerando uma maior integração econômica em escala global, tornando, assim, o mercado mais competitivo. Esse novo contexto tem criado uma dinâmica em que a lógica manufatureira vem sendo substituída por uma focada na inovação e investimentos em automatização, visando uma maior escalabilidade e retenção de clientes, a chamada Nova Economia. No mercado de pagamentos brasileiro, especificamente na indústria de adquirência, o acirramento da competição foi mais expressivo. Movimentando mais de R\$ 3,0 trilhões em 2022, equivalente a mais de 30% do Produto Interno Bruto do país, o setor passa por uma "guerra de preços" nos últimos anos, evento que ficou conhecido como "Guerra das Maquininhas". Diante desse cenário, a indústria de adquirência como um todo tem se tornado menos rentável, e os principais *players* do Brasil têm sido penalizados pelo mercado. Assim, para se manterem relevantes a longo prazo, as empresas do setor se veem obrigadas a se adaptar a esse novo contexto, passando por diversas reestruturações internas. Os tomadores de decisão, porém, têm tido dificuldades em estabelecer um novo objetivo estratégico, principalmente pela falta de análises pertinentes tangente ao seu portfólio de produtos, bem como conceitos de economia unitária de suas operações. Este trabalho, portanto, visa suprir essas demandas através do aprofundamento da análise estratégica do ambiente competitivo, bem como formas de realizar uma melhor gestão econômico-financeira, utilizando textos científicos, referências literárias, livros, informações divulgadas pelos *players* do mercado, e relatórios divulgados por empresas especializadas.

Palavras-Chave – Nova Economia, Adquirência, Objetivo estratégico, Economia unitária, Gestão econômico-financeira.

ABSTRACT

Technology has evolved at an ever-increasing pace, generating greater economic integration on a global scale, thus making the market more competitive. This new context has created a dynamic in which the manufacturing logic has been replaced by one focused on innovation and investments in automation, aiming at greater scalability and customer retention, the so-called New Economy. Brazilian payments market, specifically in the acquiring industry, the competition was more fierce. Moving more than R\$ 3.0 trillion in 2022, equivalent to more than 30% of the country's Gross Domestic Product, the sector has been going through a "price war" in recent years, an event known as the "Card Machine War". Given this scenario, the acquiring industry has become less profitable, resulting in market value loss for the leading players in Brazil. Therefore, to remain relevant in the long term, companies in the sector are forced to adapt to this new context, undergoing several internal restructurings. However, decision makers have had difficulties establishing a new strategic objective, mainly due to the lack of pertinent analyzes related to their product portfolio and concepts of unitary economics of their own operations. For that reason, this work aims to deepen the strategic analysis of the competitive environment, as well as ways to provide better economic and financial management, using scientific texts, literary references, books, information released by market players, and reports released by specialized companies.

Keywords – New Economy, Acquiring, Strategic objective, Unit economics, Economic and financial management.

LISTA DE FIGURAS

1	Evolução temporal de marcos tecnológicos	14
2	Matriz de Análise SWOT	23
3	Matriz BCG	26
4	Matriz Desempenho versus Importância	27
5	Funcionamento do Mercado de Cartões	46
6	Fluxo de capital de uma transação	47
7	Evolução de <i>Market Share</i> das bandeiras no mercado de cartão de débito .	49
8	Evolução de <i>Market Share</i> das adquirentes	50
9	Evolução do TPV	51
10	Evolução da Penetração do Cartão no Consumo das Famílias	52
11	Ativação de novos clientes por vendedor por dia útil	55
12	Principal critério na escolha de um PDV	64
13	Evolução do volume de transações por meios de pagamento	67
14	Evolução relativa do volume de transações por meios de pagamento	67
15	Evolução do número de cartões de crédito emitidos	71
16	Penetração de cartões versus Renda Familiar per capita em 2022	72
17	Análise SWOT da Acquirer	74
18	Evolução da Penetração dos Produtos de Prazo da Acquirer	79
19	Evolução do Volume Total Antecipado pela Acquirer	79
20	Crescimento no Comércio <i>Online</i> esperado entre 2022 e 2025	80
21	Penetração de Compras <i>Online</i> (uma compra <i>online</i> nos últimos 12 meses .	81
22	Matriz BCG da Acquirer	82
23	Modelo dos Gaps dos segmentos de negócios da Acquirer	85

24	Novo modelo de negócios proposto em relação a outros negócios	87
----	---	----

LISTA DE TABELAS

1	Tabela comparativa de estratégia Oceano Vermelho vs. Oceano Azul	28
2	Exemplo de Múltiplos de Mercado	36
3	Rentabilidade dos produtos de prazo pela meta SELIC	60
4	Cinco Forças de Porter: Atual x Projeção	68
5	Taxa de <i>Net MDR</i> médias cobradas pelos <i>players</i> do Brasil	76
6	Fluxo de Caixa - 2023 a 2027	91
7	Fluxo de Caixa - 2028 a 2032	92
8	Custo da Dívida da Acquirer	92
9	Taxa Livre de Risco, Beta da Acquirer, e Prêmio de Mercado	94
10	Custo de Capital Próprio da Acquirer	95
11	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da Acquirer	95
12	Fluxos de Caixa Descontados - 2023 a 2027	96
13	Fluxos de Caixa Descontados - 2028 a 2032	96
14	Valor Residual da Acquirer - 2033 em diante	96
15	<i>Valuation</i> da Acquirer	97
16	Múltiplo EV/EBITDA da indústria de aquisição	98
17	Comparação entre metodologias de avaliação	99
18	Margem de contribuição unitária dos segmentos de negócio da Acquirer . .	100
19	Custo de aquisição de cliente dos segmentos de negócio da Acquirer	101
20	Taxa de <i>Churn</i> dos segmentos de negócio da Acquirer	102
21	Cálculo do CLV dos segmentos de negócio da Acquirer	103
22	Cálculo do LTV dos segmentos de negócio da Acquirer	103

SUMÁRIO

1	Introdução	14
1.1	Contexto Histórico	14
1.2	Velha e Nova Economia	15
1.3	Motivação do Trabalho	17
1.4	Estrutura do Trabalho	18
1.5	Objetivo do Trabalho	18
2	Revisão Bibliográfica	20
2.1	Análise Estratégica do Ambiente Competitivo	20
2.1.1	Cinco Forças de Porter	20
2.1.1.1	Forças competitivas internas: poder de negociação com clientes e fornecedores	20
2.1.1.2	Forças competitivas externas: concorrentes diretos, ame- aça de novos entrantes e produtos substitutos	21
2.1.2	Análise SWOT	22
2.2	Análise Estratégica da Organização	24
2.2.1	Estratégias Competitivas Genéricas	24
2.2.2	Matriz BCG	24
2.2.3	Método dos GAPs	26
2.2.4	Estratégia do <i>Blue Ocean</i>	28
2.3	Avaliação Econômico-Financeira de Empresas	28
2.3.1	Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)	29
2.3.1.1	Fluxo de Caixa Livre	30
2.3.1.2	Taxa de Desconto	31

2.3.1.3	Valor Residual (Perpetuidade de Empresas)	34
2.3.2	Método da Avaliação por Múltiplos	35
2.3.3	Método do Lifetime Value (LTV)	36
2.3.3.1	Margem de Contribuição Unitária	37
2.3.3.2	<i>Customer Acquisition Cost</i>	38
2.3.3.3	<i>Churn Rate</i> , Taxa de Retenção e Tempo Médio de Vida	39
2.3.3.4	<i>Customer Lifetime Value</i>	40
2.3.3.5	<i>Lifetime Value</i>	42
3	Proposta de Metodologia	43
3.1	Readequação Estratégica da Acquirer	43
3.2	Reavaliação Econômico-Financeira da Acquirer	44
4	Aplicação da Metodologia à Estratégia	45
4.1	Apresentação do mercado	45
4.2	Contextualização histórica do mercado	48
4.3	Apresentação da empresa	54
4.3.1	Estratégias e Diretrizes Gerais	55
4.3.2	Segmentos de Negócio	56
4.3.2.1	Operação de Adquirência	57
4.3.2.2	Produtos de Prazo	58
4.3.2.3	Soluções de <i>E-commerce</i>	60
4.3.2.4	Serviços Gerenciais e Transacionais	62
4.4	Análise do Ambiente Competitivo	63
4.4.1	Forças de Porter	63
4.4.2	Análise SWOT	68
4.5	Análise Estratégica da Acquirer	74
4.5.1	Estratégia Competitiva Genérica	75

4.5.2	Matriz BCG	77
4.5.3	Método dos <i>GAPs</i>	82
4.6	Readequação do modelo de negócios	85
4.6.1	Estratégia do <i>Blue Ocean</i>	85
4.7	Readequação das diretrizes estratégicas	88
5	Aplicação da Metodologia às Finanças Corporativas	90
5.1	Avaliação Econômico-Financeira da Acquirer	90
5.1.1	Método do Fluxo de Caixa Descontado	90
5.1.1.1	Premissas adotadas	90
5.1.1.2	Fluxos de Caixa projetados da Acquirer	91
5.1.1.3	Custo de Capital da Acquirer	92
5.1.1.4	Cálculo do Valor Residual da Acquirer	96
5.1.1.5	<i>Valuation</i> da Acquirer	97
5.1.2	Método da Avaliação por Múltiplos	97
5.1.3	Método do <i>Lifetime Value</i>	99
5.1.3.1	Premissas adotadas	99
5.1.3.2	Margem de Contribuição Unitária	100
5.1.3.3	<i>Customer Acquisition Cost</i>	101
5.1.3.4	<i>Churn Rate</i>	101
5.1.3.5	<i>Customer Lifetime Value</i> dos segmentos da Acquirer . . .	102
5.1.3.6	<i>Lifetime Value</i> dos segmentos da Acquirer	103
6	Conclusão	104
	Referências	105

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto Histórico

Desde os primórdios, o ser humano, assim como a ciência, tem evoluído continuamente. A criação da agricultura, o surgimento da escrita, o advento da indústria, todos são marcos relevantes que criaram um paradigma e protagonizaram um novo contexto da humanidade.

Contudo, é interessante notar que o tempo necessário para a criação de tecnologias inovativas, como as mencionadas anteriormente, tem se dado em um período sempre cada vez menor, conforme indicado na figura 1 (KURZWEIL, 2014).

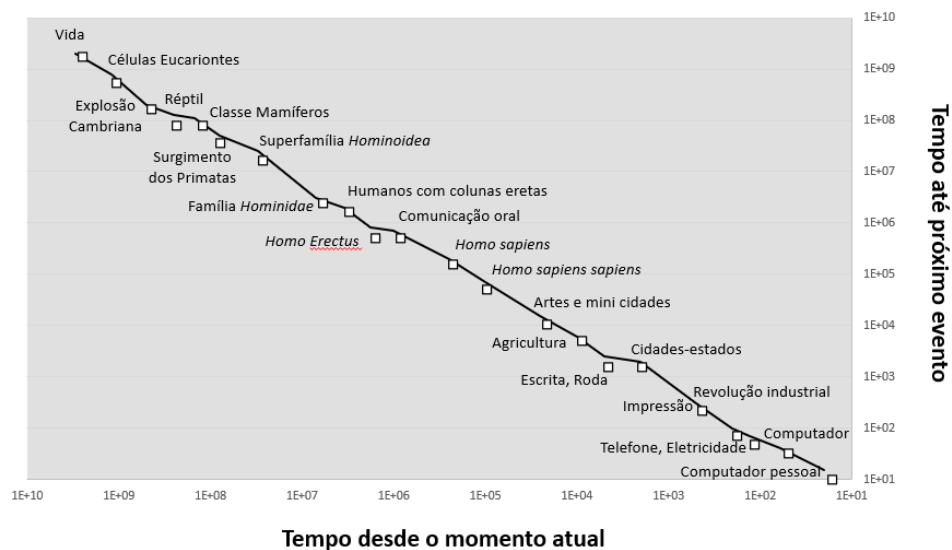


Figura 1: Evolução temporal de marcos tecnológicos

Fonte: adaptado de (KURZWEIL, 2014)

A evolução tecnológica sempre ocorreu e sempre existiu, mas somente em meados do século XX, quando a velocidade das mudanças chegou a tamanho nível, que o fenômeno já não podia passar despercebido.

No contexto geopolítico turbulento com a Segunda Guerra Mundial e a Guerra Fria,

surgiu em Palo Alto, estimulado pelo governo americano, um parque de ciências e pesquisa cujo intuito era o desenvolvimento de novas tecnologias. Esse tecnopolis viria a ser conhecido como o Vale do Silício (BARRETO, 2021).

Muitas das tecnologias que moldaram o percurso da humanidade atualmente surgiram nos anos seguintes, como a criação do transistor e dos microprocessadores, que possibilitaram a popularização dos computadores pessoais e dos smartphones. Aos poucos, as empresas ali fundadas iam chamando atenção do país, devido ao seu caráter de crescimento agressivo em um ritmo acelerado totalmente descomunal para a época (BARRETO, 2021).

Contudo, foi apenas no final da década de 1960 que surgiria a peça final capaz de conciliar a inovação com escalabilidade: a internet. Não foi a internet por si só que tornou isso possível, mas sim as consequências que ela traria para o mundo em um fenômeno denominado globalização, com a crescente integração econômica, social, cultural e tecnológica (WITKOWSKI, 2017).

Desde então vivemos as consequências de um mundo cada vez mais interligado e, do ponto de vista mercadológico, competitivo. Nos esforços para se ajustar à economia global e manter a relevância dentro deste cenário, os investimentos em tecnologia se mostraram imprescindíveis (BARRETO, 2021).

A humanidade se depara com um momento nunca presenciado, em que a lógica de fabricação manufatureira é substituída agora por uma de investimentos em inovação e tecnologia proprietária, resultando em empresas com modelos de negócio digital (BARRETO, 2021). Conclui-se, doravante, a entrada em um novo paradigma, ou ainda, uma nova era. A era da Nova Economia.

1.2 Velha e Nova Economia

Antes de entender o que é “velha” ou “nova” economia, deve-se antes conceituar o que é economia. Economia é uma ciência que procura analisar a produção, distribuição e consumo de bens e serviços ligados à sobrevivência e qualidade de vida (STOCKMAN, 1999). Dessa forma, iremos abordar o tema a partir dessa ótica e dos termos que a definem.

O termo “Nova Economia” foi utilizado pela primeira vez por Charles Alexander em seu artigo na revista “Time”. Nele, afirma-se o surgimento de uma economia marcada por rápidas mudanças e contrastes acentuados, se contrapondo ao modelo da época de indús-

trias tradicionais que sofriam cada vez mais com o aumento da competição estrangeira (ALEXANDER, 1983).

De fato, durante a “Velha Economia” a produção era predominantemente manufatureira devido aos modelos de produção visando o menor custo. Contudo, a evolução da tecnologia e a consequente mudança nos hábitos de consumo das pessoas levaram à substituição dessa lógica para uma baseada na criação de valor e desenvolvimento de tecnologia proprietária (BARRETO, 2021).

Além disso, a internet e globalização permitiram o encurtamento do espaço-tempo das informações e das cadeias logísticas (FARIA, 1999), possibilitando o surgimento de empresas cuja distribuição se baseia no modelo de negócios digital (BARRETO, 2021).

Por fim, o foco das empresas da “Velha Economia” era voltado para a oferta de produtos e serviços que buscavam sempre o melhor retorno financeiro, mesmo que isso significasse uma relação comercial desbalanceada para as partes envolvidas. Com o aumento da competitividade, estabeleceu-se uma nova dinâmica cujo foco era de estabelecer uma relação de longo prazo com o cliente, levando-o a um consumo recorrente de seus produtos (BARRETO, 2021).

A essa nova lógica de produzir, distribuir e forma de consumo que denominamos “Nova Economia”. (BARRETO, 2021)

Nesse contexto, os mercados e as indústrias têm se tornado cada vez mais competitivos, com empresas e investidores dispostos a aceitarem uma menor lucratividade (ou até prejuízos) no curto prazo, pensando em um retorno apenas no longo prazo.

Assim, por conta da globalização, e a crescente cultura de inovação, criou-se um cenário em que o apetite pelo risco e o potencial de escalabilidade se tornam cada vez maiores. Não obstante, uma simples ideia com bastante potencial de retorno no futuro, e um investidor disposto a financiá-la, é o suficiente para se criar uma empresa cujos retornos financeiros, no curto prazo, são inexistentes.

Com isso, visando manter sua base de clientes e consequentemente sua participação de mercado, desenvolve-se uma lógica de modelo de negócios baseada na fidelização de clientes, em que as empresas procuram criar um relacionamento a longo prazo com o cliente, afinal, conquistar novos clientes custa entre 5 a 7 vezes mais do que manter os já existentes (KOTLER; ARMSTRONG, 2014).

Para o mercado de pagamentos brasileiro, especificamente o de cartões, a lógica não foi diferente. A constante evolução tecnológica e a introdução de empresas com maior

apetite para o risco geraram um distúrbio em um mercado que era marcado por acordos de exclusividades e monopólios (RAGAZZO, 2020).

Na indústria de adquirência, comumente conhecida como a indústria das "maquininhas de cartão", o efeito foi mais impactante. Sendo a principal ponta do mercado de cartões que era beneficiado pelo antigo sistema, a entrada das *fintechs*, que são empresas que utilizam da tecnologia e inovação aplicadas na solução de serviços financeiros, competiram diretamente com o modelo tradicional ainda prevalente do setor (LOO, 2018).

É exatamente nessa indústria e contexto em que a Acquirer, nome fictício utilizado com o fim de preservar a identidade da companhia, se enquadra. Já passado os momentos áureos da empresa, ela se encontra em uma indústria marcada pela alta competição e que vem perdendo rentabilidade constantemente nos últimos anos.

1.3 Motivação do Trabalho

A motivação do trabalho se deu essencialmente por dois motivos: o genuíno interesse do autor deste trabalho sobre o tema e desdobramentos da Nova Economia, e a possibilidade de auxiliar a companhia em que estagia no momento de confecção deste trabalho.

O primeiro contato com o tema da Nova Economia ocorreu em um estágio anterior, no qual o autor desempenhava a função de assessorar empresas de porte médio em processos de fusões e aquisições. Durante esse tempo, eram discutidos vários conceitos e ferramentas de estratégia e finanças que eram utilizados pelas empresas assessoradas, despertando um certo interesse pelo assunto.

O estopim, porém, ocorreu alguns meses depois em uma aula ministrada pela professora doutora Bruna Losada sobre as métricas da Nova Economia. Nela, a professora articula brilhantemente um embate entre as principais métricas da economia tradicional e da Nova Economia.

Atualmente, o autor do texto estagia na superintendência de planejamento estratégico e econômico-financeiro da Acquirer, onde possui bastante contato com os principais tomadores de decisão da companhia.

A Acquirer passa por um momento extremamente delicado devido à crescente competitividade que assola o setor, e o mercado vem penalizando o valor de mercado da companhia desde então. Com isso, fica claro a necessidade de uma readequação a um novo contexto da indústria, bem como a reavaliação da estratégia e indicadores econômi-

cos.

Assim, motivado pela possibilidade de poder contribuir positivamente para a empresa, bem como o gosto e interesse do tema pelo autor, surge então a proposta de criar um *framework* de análise, considerando a vigente estratégia e métodos de avaliação financeira da empresa, para então propor novas métricas, bem como adicionar e/ou revisitar alguns *drivers* estratégicos para a Acquirer.

1.4 Estrutura do Trabalho

A estrutura do trabalho foi feita em cinco partes, começando por este capítulo, em que é introduzido o contexto histórico das mudanças pertinentes ao mercado de cartões, passando pela motivação, estruturação, e objetivo do trabalho.

Na segunda parte, são apresentadas todas as revisões bibliográficas que serão abordados ao longo do trabalho, iniciando pelas análises estratégicas, divididas em ambiental e competências internas, e finalizando com métodos de avaliação econômico-financeiras.

A terceira parte do trabalho é o desenvolvimento da proposta da metodologia, que será feita em duas etapas. A primeira etapa consiste na realização de um *framework* de análise da Acquirer. A segunda etapa será, a partir da análise feita, propor melhorias e/ou novas métricas de avaliação econômica para a companhia.

A quarta parte do trabalho consiste na aplicação da metodologia apresentada para a estratégia da companhia, sendo necessário o detalhamento do mercado e indústria da Acquirer, bem como sobre a própria companhia.

A quinta parte do trabalho também consiste na aplicação da metodologia apresentada, mas dessa vez tomando como base os métodos de avaliação econômico-financeiros utilizados pela Acquirer.

A sexta e última parte é apenas a conclusão do trabalho, em que retomamos os principais pontos trazidos, e é apresentado de forma consolidada se os objetivos do trabalho foram satisfeitos.

1.5 Objetivo do Trabalho

Como objetivos do trabalho, espera-se duas coisas: que a metodologia aqui proposta, bem como as referências utilizadas, possam ser aproveitadas pela Acquirer e corroborem

para o escopo de análise interno da companhia; e a propostas sugeridas para a readequação da estratégia da companhia sejam levadas em pauta para deliberação junto aos tomadores de decisão da Acquirer.

O time de estratégia da Acquirer, no momento de confecção deste trabalho, realiza bastantes estudos e análises sobre mudanças de mercado, além de acompanhamento de movimentos competitivos dos concorrentes.

Vale comentar, porém, que pouco é feito em relação à análise estratégica dos produtos e serviços da empresa, o que pode ser prejudicial na tomada de decisão da companhia, considerando o atual portfólio oferecido.

Assim, um dos objetivos deste trabalho é realizar as análises internas da companhia, a fim de complementar as análises já conduzidas pelo time de estratégia da Acquirer, que possui um foco muito maior nos fatores externos à empresa.

Espera-se, portanto, que o estudo aqui conduzido possa ser aproveitado pela direção companhia, e ao menos tenha influência nas futuras tomadas de decisão pela diretoria executiva da Acquirer.

Sobre as propostas de melhoria da estratégia da Acquirer, espera-se que o estudo seja levado em consideração para a deliberação em reunião com a alta diretoria de estratégia e finanças da companhia.

Assim, se acatado as ideias, ou ao menos parcialmente, é esperado que os estudos aqui conduzidos sejam atualizados na base semestral, visando manter os estudos sempre renovados, além de revisar a metodologia a fim de incrementá-la, caso necessário.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Análise Estratégica do Ambiente Competitivo

2.1.1 Cinco Forças de Porter

Para se ter uma visão sobre o ambiente competitivo no qual uma empresa está inserida, recorre-se ao mapeamento das cinco forças de Porter (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

Existem várias partes envolvidas quando se trata do funcionamento de uma empresa, mas tendo como objetivo uma análise ambiental e o funcionamento da dinâmica competitiva do setor, deve-se sobretudo reconhecer as principais forças externas que norteiam a relevância e o potencial retorno financeiro e econômico da empresa (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

Para isso, Porter (1979) elenca cinco forças principais que compõe a dinâmica competitiva de um setor: poder de negociação com clientes, poder de barganha com fornecedores, rivalidade de concorrentes diretos, ameaça de novos entrantes no mercado, e ameaça de produtos substitutos.

2.1.1.1 Forças competitivas internas: poder de negociação com clientes e fornecedores

A lucratividade de uma empresa pode ser explicada de maneira genérica pela diferença entre as receitas e os custos e despesas da sua operação, porém, existem fatores externos que influenciam diretamente nessa capacidade de gerar resultados. São eles o poder de negociação com seus clientes e com seus fornecedores (PORTER, 1979).

Na ponta do faturamento, a força que prevalece é a dinâmica de relação com seus clientes. Mercados em que existem uma quantidade mais limitada de clientes dispostos a comprar o seu produto ou serviço tendem a ter um poder de barganha maior. Analogamente, havendo uma disponibilidade maior de clientes, a balança tende a se inverter (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

Outro ponto importante que afeta a dinâmica negocial é a concentração das receitas em poucos clientes. Empresas cujo faturamento advém de poucos clientes indica uma dependência muito grande deles, gerando um desequilíbrio no poder de negociação tendendo aos compradores (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

Já na ponta dos gastos, a principal força estabelecida é a relação com os fornecedores. De maneira similar, mercados que possuem poucos fornecedores disponíveis tendem a enfraquecer o poder de barganha da empresa. Contudo, quando há uma disponibilidade maior de fornecedores, é esperado que a balança se inverta e penda para o lado da empresa (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

De forma geral, quando existe desequilíbrio no poder de barganha de uma empresa com seus agentes da cadeia produtiva, existe a possibilidade de aumento e diminuição da lucratividade a depender das oscilações de mercado, sendo responsabilidade da empresa traçar sua estratégia para se posicionar dentro dessa dinâmica (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

2.1.1.2 Forças competitivas externas: concorrentes diretos, ameaça de novos entrantes e produtos substitutos

Se por um lado a empresa precisa se atentar com a gestão de partes relacionadas ao funcionamento de sua cadeia produtiva, ela também deve estar sempre de olho em possíveis ameaças à sua existência (PORTER, 1979).

Uma empresa apenas é relevante quando seus clientes enxergam valor em seus produtos ou serviços, e havendo a possibilidade de surgir concorrentes que consigam mitigar ou até extinguir esse valor percebido por eles, é de suma importância que a empresa esteja pronta para tomar ações e avaliar sua posição competitiva (PORTER, 1992).

Em uma economia em que o conceito de livre mercado prevalece, é natural que exista empresas que apresentem propostas de valor e negócios similares, sendo esses classificados como concorrência direta. Em setores mais consolidados e com baixo potencial de crescimento, é comum observar disputas por fatias de mercado (market share), uma vez que as empresas precisam roubar parcelas de concorrentes para continuar crescendo organicamente (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

É importante ressaltar que a rivalidade não se limita apenas aos atuais concorrentes diretos. A possibilidade de novos entrantes na mesma indústria são uma ameaça pois podem levar a um aumento da competitividade do setor e a consequente intensificação das disputas, como uma “guerra” de preços, em que o setor como o todo perde lucratividade

(PORTER, 1979).

Produtos e serviços substitutos também constituem uma ameaça pois, apesar de não pertencerem à mesma indústria da empresa, costumam apresentar bastante similaridades funcionais. Na ótica do cliente é indiferente de qual setor parte a solução. Ele optará pelo produto que ofereça um melhor valor considerando custo e benefício (PORTER, 1979).

No contexto da Nova Economia, o estímulo ao desenvolvimento de tecnologias proprietárias como vantagem competitiva tem levado a um aumento de produtos e serviços substitutos nas indústrias, e a diminuição de barreiras de entradas têm ampliado cada vez mais a competição, tornando possível a entrada de novos entrantes. Portanto, deve-se sempre analisar a rivalidade e as forças competitivas externas de um viés ampliado (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

2.1.2 Análise SWOT

Se por um lado a análise das cinco forças de Porter nos permite entender como funciona a dinâmica entre a empresa e os agentes de uma determinada indústria, a análise SWOT nos auxilia a identificar o posicionamento estratégico da empresa dentro da indústria (PANAGIOTOU, 2003).

Para isso, a análise SWOT se baseia na delimitação de quatro principais segmentos dispostos na forma de uma tabela, cada qual representando um quadrante. São eles: Strengths (Forças), Weaknesses (Fraquezas), Opportunities (Oportunidades) e Threats (Ameaças) ((SHAHIR et al., 2008).



Figura 2: Matriz de Análise SWOT

Fonte: elaborado pelo autor

As forças e fraquezas se referem às características internas na qual a empresa possui controle, enquanto as oportunidades e ameaças estão ligadas com fatores externos, que fogem do escopo do controle exclusivo dela.

- Forças: tange os pontos fortes que a empresa possui frente aos seus concorrentes. Deve-se identificar as vantagens competitivas que competem à empresa e os motivos que a elegem como a principal escolha dos clientes ((WEIHRICH, 1982).

- Fraqueza: de maneira analogamente inversa às forças, as fraquezas são os principais pontos que tornam a empresa vulneráveis em relação à rivalidade, o que levam a uma rejeição por parte dos clientes ((WEIHRICH, 1982).

- Oportunidades: são fatores externos que possibilitam a criação de vantagens competitivas pela empresa. Cabe à empresa ter a percepção das oportunidades no contexto para aproveitá-las ((WEIHRICH, 1982).

- Ameaças: são fatores externos que colocam em risco a operação da empresa. É de sua responsabilidade estar atenta às mudanças de mercado para se adequar e garantir sua sobrevivência ((WEIHRICH, 1982).

2.2 Análise Estratégica da Organização

Uma vez finalizado a análise ambiental da indústria em que a empresa está inserida, é de suma importância entender também quais são as principais estratégias que norteiam os aspectos internos da empresa, bem como possíveis análises que podem auxiliar no direcionamento visando manter sua relevância à longo prazo.

2.2.1 Estratégias Competitivas Genéricas

Tomando como base as cinco forças competitivas de Porter, ela possibilita entender a relação de forças entre a empresa frente aos agentes da indústria, mas não fornece insumos sobre como ela deve se posicionar para balancear o equilíbrio de forças em prol de si mesma. Para isso, recorre-se à análise da estratégia competitiva genérica de Porter (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

Segundo Porter, existem duas principais estratégias genéricas que as empresas podem adotar no que compete à indústria como um todo: diferenciação e liderança em custos dos seus produtos ou serviços oferecidos. Quando a empresa procura dominar um segmento específico dentro da indústria, surge também a estratégia de enfoque em um nicho (PORTER, 1986).

- Diferenciação: o fundamento principal dessa estratégia é a empresa oferecer um produto ou serviço diferenciado que possua uma percepção de valor maior para os seus clientes. Isso garante a relevância da operação da empresa mesmo cobrando preços maiores que a concorrências (PORTER, 1986).

- Liderança em custo: o foco dessa estratégia é simplesmente cobrar preços menores que a concorrência. Isso pode se dar através de uma compressão de margens – resultando em uma menor lucratividade – ou por um grande esforço pela empresa em se tornar mais eficiente – reduzindo custos e despesas (PORTER, 1986).

- Enfoque: também chamada de estratégia de nicho, consiste em dominar um determinado segmento da indústria através de alguma vantagem competitiva específica de forma a garantir sua liderança (PORTER, 1986).

2.2.2 Matriz BCG

Uma vez delimitada a estratégia genérica adotada pela empresa, é importante realizar também uma análise dos seus produtos e serviços para gerenciar seu portfólio de forma

a manter uma coerência com a estratégia definida. Para isso, recorre-se à Matriz BCG (MOHAJAN, 2017).

A Matriz BCG permite compreender o potencial e a relevância que cada produto ou serviço ofertado possui na atual conjuntura da empresa, e é assim denominada pois consiste em uma tabela dividida por dois eixos perpendiculares entre si:

- Eixo de Crescimento do Mercado (eixo y): representa quanto o mercado do produto que está sendo analisado vem crescendo e possui espaço se desenvolver (MOHAJAN, 2017).

- Eixo de Participação Relativa (eixo x): representa quanto deste mercado é dominado pela empresa dentro do nicho do produto (MOHAJAN, 2017).

Formam-se, portanto, quatro quadrantes que auxiliam na segmentação dos produtos, cada qual com uma denominação, sendo eles ponto de interrogação, estrela, vaca leiteira e abacaxi:

- Ponto de Interrogação (1° quadrante): também é denominado de “dilema”, pois é o quadrante que apresenta um alto potencial de crescimento de mercado, mas no momento a empresa possui pouca relevância. A depender de mudanças nas dinâmicas de mercado ao longo do tempo e da quantidade de investimentos realizadas por parte da empresa, os produtos deste quadrante podem se tornar tanto uma estrela quanto um abacaxi (HEDLEY, 1977).

- Estrela (2° quadrante): é o quadrante que apresenta os produtos com grandes potenciais de crescimento e a empresa já possui uma participação considerável do mercado. Os produtos alocados nesse quadrante são destaque, dado a alta capacidade de crescimento (e de geração de valor econômico, conseqüentemente) e o posicionamento já estratégico da empresa neste mercado. Vale ressaltar, contudo, a necessidade de investimentos e atenção às mudanças no mercado para que a empresa se mantenha em uma posição privilegiada, podendo se tornar uma vaca leiteira caso ela falhe em manter sua participação (HEDLEY, 1977).

- Vaca Leiteira (3° quadrante): é o quadrante cujos produtos já não possuem alto potencial de crescimento, mas a empresa continua bem-posicionada em seu mercado. Costumam ser os produtos que sustentam e servem como base para a empresa a partir da geração de fluxos de caixa positivos e constantes. É importante comentar, porém, que caso ocorram mudanças no mercado (como a entrada de um produto substituto, por exemplo), o “leite pode secar”, implicando em uma piora significativa nos fluxos de caixa

gerados (HEDLEY, 1977).

- Abacaxi (4º quadrante): chama-se assim pois representam problemas para a empresa, uma vez que seus produtos não possuem uma alta taxa de crescimento e a ela também não possui uma participação considerável em seu mercado. Cabe a empresa entender se vale manter em seu portfólio um produto com baixo potencial de crescimento, pois isso acaba gerando um dispêndio de recursos que podiam ser mais bem aproveitados em outros lugares (HEDLEY, 1977).



Figura 3: Matriz BCG

Fonte: adaptado de (REEVES et al., 2014)

2.2.3 Método dos GAPs

Outro direcionador relevante para a análise de cada produto que compõe o portfólio da organização, dessa vez voltado para a ótica do consumidor, são os denominados critérios competitivos (SLACK et al., 2009).

Os critérios competitivos propõem a criação de uma ordem de prioridade relativa de cada produto da organização, considerando os aspectos da qualidade, rapidez, confiabilidade, flexibilidade e custo. Assim, cabe à organização conseguir traduzir para a produção as necessidades de seus consumidores, desenvolvendo estratégias visando esse objetivo (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

Existem dois tipos de critérios competitivos: critérios ganhadores de pedidos, e os

critérios qualificadores. Há também uma terceira categoria denominada "critérios menos importantes", e como o próprio nome infere, possui pouco impacto sobre os consumidores (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

- Critérios Ganhadores de Pedido: são os que mais contribuem para a organização, se bem executados. Assim, esses são os aspectos que efetivamente diferenciam o negócio em relação à concorrência, definindo a posição competitiva da empresa frente a aos demais (LAURINDO; CARVALHO, 2012);

- Critérios Qualificadores: são os considerados mínimos para qualificar a organização em um mercado ou indústria. Portanto, são os aspectos que não o diferenciam da concorrência, e somente apresentam contribuição para a competitividade quando a operação supera o nível qualificador de desempenho (LAURINDO; CARVALHO, 2012).

A fim de identificar os principais critérios competitivos por uma empresa frente aos seus pares dentro de um mercado, recorre-se ao Modelo das Lacunas (*GAPs* de Slack (2008)).

A metodologia parte de uma matriz cujo eixo das abscissas representa o grau de importância do critério competitivo da empresa para os seus clientes; enquanto as ordenadas são o desempenho obtido neste critério face aos seus concorrentes (LAURINDO; CARVALHO, 2012). Por esse motivo também lhe é atribuído o nome de Matriz Desempenho versus Importância.

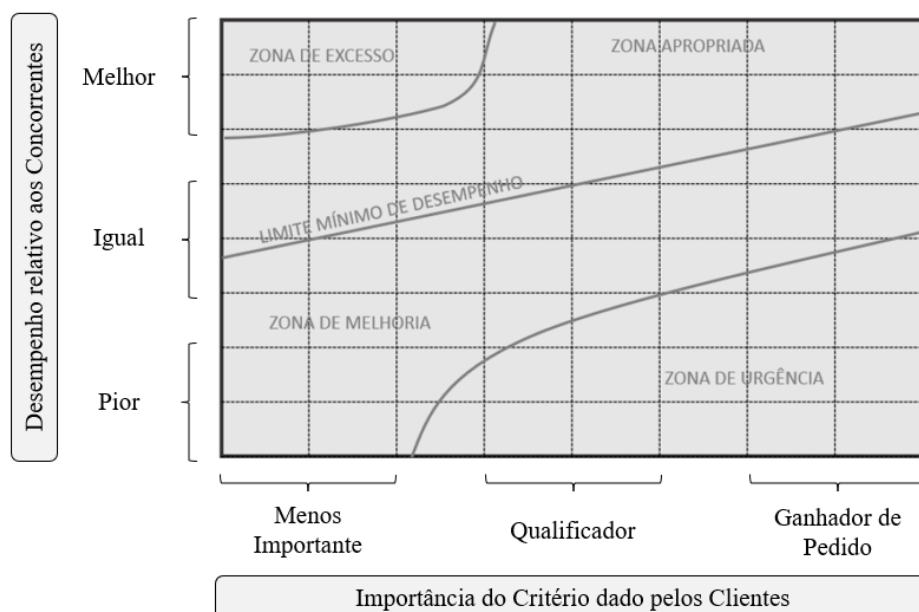


Figura 4: Matriz Desempenho versus Importância

Fonte: adaptado de (SLACK et al., 2009)

2.2.4 Estratégia do *Blue Ocean*

A estratégia do Oceano Azul, é assim denominada, pois estabelece uma analogia entre a vida marítima e a competitividade dos mercados. Conforme preconizado por Kim e Maubourgne (2005), há o conceito do oceano azul e o do oceano vermelho.

O oceano azul faz alusão ao local em que os animais podem nadar livremente, sem medo de colidir com potenciais predadores. Trazendo para o lado da estratégia, analogamente, refere-se a locais não explorados, em que a empresa possui liberdade para inovar e abrir espaço para estabelecer um novo mercado a partir da criação de uma nova demanda (CHAM; MAUBORGNE, 2019).

Já oceano vermelho insinua um ambiente extremamente predatório, onde existe uma alta competitividade por recursos e prevalece o mais apto. Do ponto de vista da estratégia, esse conceito se refere a mercados com competição elevada, em que as empresas buscam a todo tempo ampliar sua parcela de mercado superando ou eliminando sua concorrência (CHAM; MAUBORGNE, 2019).

Tabela 1: Tabela comparativa de estratégia Oceano Vermelho vs. Oceano Azul

Oceano Vermelho	Oceano Azul
- Constitui um mercado estabelecido	- Constitui um mercado inexistente
- Visa superar a concorrência	- Visa tornar a concorrência irrelevante
- Explora uma demanda existente	- Cria uma nova demanda
- Exercer o trade-off valor/custo	- Romper o trade-off valor/custo
- Alinhar todo o sistema de atividades da empresa em busca de diferenciação ou baixo custo	- Alinhar todo o sistema de atividades da empresa com sua escolha estratégica de diferenciação ou baixo custo

Fonte: (CHAM; MAUBORGNE, 2019)

2.3 Avaliação Econômico-Financeira de Empresas

Apesar do contexto ter mudado, com a Nova Economia, ainda existem diversas companhias que permanecem com estratégias operacionais e de vendas mais ligadas à “Velha Economia”. Dessa forma, apesar dos modelos de avaliação tradicionais ainda serem pertinentes, eles nos fornecem informações sobre a organização como um todo, mas não para segmentos específicos.

Dessa forma, vamos continuar abordando nas próximas seções as duas principais metodologias de avaliar o valor de empresas: o método do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow* - DCF) e o método de avaliação por múltiplos (*Trading Comparables*).

Visando agora uma melhor gestão interna das diferentes atividades e operações que uma empresa de grande porte possui, é importante ter métricas que possibilitem o cálculo da geração de valor para cada cliente e unidade de negócio. Para isso, recorre-se ao método do Valor de Tempo de Vida (*Lifetime Value* - LTV).

2.3.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

A metodologia do fluxo de caixa descontado consiste essencialmente em uma estimativa de preço considerado “justo” de uma companhia. Para isso, deve-se projetar os fluxos de caixa de uma empresa, e descontá-los a um custo de capital estimado para trazê-los a valor presente (NETO, 2014).

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

Equação 1: Método do Fluxo de Caixa Descontado

Fonte: adaptado de (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006)

Onde:

- FC_t: fluxo de caixa livre no período t; valores em [R\$]
- i: taxa de desconto; valores em [%]
- n: tempo de vida útil do ativo; valores em [anos]

Apesar de ser a metodologia mais aceita pelo mercado para análises de estimativa de valor (*Valuation*) de empresas, vale ressaltar, porém, a complexidade em tomar como base premissas para a projeção dos resultados da empresa. Como se tratam de estimativas, não obstante, as expectativas de receitas e gastos estabelecidas no começo raramente se concretizam, sendo necessário ajustar as premissas conforme se ganha visibilidade dos cenários mais prováveis (FRENCH; GABRIELLI, 2005).

2.3.1.1 Fluxo de Caixa Livre

Para se estimar o fluxo de caixa de um ativo, é necessário tomar como base algumas premissas para sua projeção. Quando o ativo a ser avaliado é simples, não é necessário assumir muitas premissas para a modelagem, mas se tratando de uma empresa, por exemplo, a análise começa a tomar uma forma bem menos clara (DAMODARAN, 2011).

Existe mais de uma forma para se chegar no fluxo de caixa livre de uma empresa. Iremos apresentar aqui a metodologia mais utilizada pelo mercado: o método indireto. O fluxo de caixa indireto é um método que explora o regime de competência da empresa para certificar-se de todas as variações ocorridas no caixa em determinado período. Dessa forma, utilizando a fórmula do *Free Cash Flow to Firm*, parte-se do lucro operacional (EBIT) e realizam-se ajustes a partir das entradas e saídas de caixa durante o exercício a ser analisado (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

$$\begin{aligned}
 &= \text{Lucro Operacional (EBIT)} \\
 &\quad (-) \text{ Impostos sobre Lucro} \\
 &\quad (-) \Delta \text{ Capital de Giro Líquido} \\
 &\quad (-) \text{ CAPEX} \\
 &\quad (+) \text{ Depreciação/Amortização} \\
 &= \text{Fluxo de Caixa Livre}
 \end{aligned}$$

Equação 2: Método do *Free Cash Flow to Firm*

Fonte: adaptado de (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006)

Onde:

- Impostos sobre Lucro: Impostos incidentes sobre o lucro; valores em [R\$]
- Δ Capital de Giro Líquido: Variação do capital de giro líquido no exercício; valores em [R\$]
- CAPEX: Investimentos em ativos intangíveis e imobilizados; valores em [R\$]
- Depreciação/Amortização: Depreciação dos ativos e amortização de dívidas no exercício; valores em [R\$]

Vale destacar que em uma empresa existem muitas complexidades e especificidades que permeiam sua operação, além de fatores externos que podem impactar seus resultados.

Por exemplo, a conjuntura macroeconômica pode impactar as vendas de uma empresa, enquanto a relação que a empresa possui com seus fornecedores podem influenciar a previsibilidade de custos. Assim, deve-se estar sempre atento às condições da indústria e do mercado para projeções com maior acurácia (FRENCH; GABRIELLI, 2005).

2.3.1.2 Taxa de Desconto

A taxa de desconto a ser utilizada depende do risco intrínseco ao ativo avaliado. Para o caso de empresa, os principais riscos financeiro-econômicos envolvidos estão relacionados à capacidade de ela conseguir remunerar adequadamente os seus credores e proprietários (NETO, 2014).

Dessa forma, utiliza-se a metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC), que consiste em uma média ponderada entre custo de capital dos credores e custo de capital próprio, considerando a estrutura de capital de financiamento da empresa (DAMODARAN, 2014).

$$WACC = K_d \times W_d + K_e \times W_e$$

Equação 3: Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital

Fonte: adaptado de (DAMODARAN, 2014)

Onde:

- WACC: Custo médio ponderado de capital; valores em [%]
- K_d: Custo de capital efetivo de terceiros; valores em [%]
- W_d: Capital de terceiros sobre capital total investido; valores em [%]
- K_e: Custo de capital próprio; valores em [%]
- W_e: Capital próprio sobre capital total investido; valores em [%]

O custo de capital efetivo de terceiros (K_d) é assim chamado pois existe um custo de capital teórico de terceiros (R_d). A diferença entre eles se dá somente pela dedutibilidade fiscal permitida aos encargos financeiros, denominada de benefício fiscal (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

Essa vantagem fiscal é mais clara quando partimos do demonstrativo do resultado de exercício de uma empresa e apuramos o imposto devido ao governo pelo resultado apresentado por ela. Visto que se abatem as despesas financeiras da base de cálculo do

imposto de renda, existe um ganho por parte da empresa, uma vez que ela deixa de pagar mais impostos (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

Para se calcular o custo de capital teórico de terceiros, por sua vez, basta elencar o montante de todos os passivos onerosos que a empresa possui em um dado período e realizar uma média ponderada pelos seus respectivos custos (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

$$K_d = R_d \times (1 - IR)$$

Equação 4: Cálculo do Custo Efetivo de Terceiros

Fonte: adaptado de (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006)

Onde:

- Kd: Custo de capital efetivo de terceiros; valores em [%]
- Rd: Custo de capital teórico de terceiros; valores em [%]
- IR: Alíquota de imposto incidente sobre o lucro; valores em [%]

Para o cálculo do custo de capital próprio (Ke) usualmente recorre-se ao Modelo de precificação de ativos financeiros (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Essa metodologia estabelece como base um retorno mínimo exigido pelo investidor a partir de um ativo livre de risco (taxa livre de risco - Rf) somado a um prêmio para compensar o risco adicional do ativo a ser avaliado (prêmio de risco - Pr) (DAMODARAN, 2014).

$$K_e = R_f + P_r$$

Equação 5: Cálculo do Custo de Capital Próprio

Fonte: adaptado de (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006)

Onde:

- Ke: Custo de capital próprio; valores em [%]
- Rf: Taxa livre de risco; valores em [%]
- Pr: Prêmio de risco; valores em [%]

O prêmio de risco é usualmente calculado pela multiplicação entre duas variáveis: o prêmio de mercado histórico e o coeficiente Beta do ativo a ser avaliado (β).

Como o próprio nome diz, o prêmio de mercado histórico procura calcular o retorno adicional que o mercado teve sobre um retorno livre de risco dentro de um período. Dessa forma, basta realizar uma diferença entre o retorno do mercado e a taxa livre de risco (DAMODARAN, 2014).

$$P_r = \beta \times (R_m - R_f)$$

Equação 6: Cálculo do Prêmio de Risco

Fonte: adaptado de (DAMODARAN, 2014)

Onde:

- β : Beta de mercado; adimensional
- R_m : Retorno de mercado; valores em [%]
- R_f : Taxa livre de risco; valores em [%]

Vale ressaltar, porém, a complexidade em delimitar os ativos que irão compor o cálculo do seu risco de mercado e o período que devemos considerar para apurar os seus respectivos retornos. Quando o ativo a ser avaliado é uma empresa de capital aberto listada, é de praxe considerar as demais empresas que estão listadas na mesma bolsa de valores que ela. Quanto ao período, costuma-se considerar todo o período de existência da bolsa de valores até o presente dia (NETO, 2014).

O coeficiente Beta, por sua vez, possui mais de uma forma para se estimar seu valor. Esse indicador procura mostrar a relação de risco entre o mercado que ele está inserido. Uma possibilidade de calculá-lo é utilizar conceitos estatísticos como variância e covariância, mas neste trabalho será utilizada outra metodologia (DAMODARAN, 2014).

Devido à complexidade em realizar os cálculos, somados à falta de informações sobre as empresas do mercado, uma forma alternativa é calcular o Beta do ativo a ser avaliado a partir de um Beta médio de empresas comparáveis (DAMODARAN, 2014). Existem empresas especializadas que apuram esses dados e comercializam para o mercado.

Entretanto, é possível que os retornos das empresas comparáveis consideradas estejam impulsionados pela quantidade de dívidas em sua composição de capital, além de possíveis benefícios fiscais adicionais. A fim de mitigar essas possíveis deturpações, criou-se também o conceito de Beta alavancado e desalavancado. As Betas em que estão consideradas os efeitos das dívidas e alíquotas de imposto do país, denomina-se Beta alavancado (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

Para se ter um Beta do ativo avaliado com distorções minimizadas, deve-se primeiro “desalavancar” os Betas alavancados de cada uma das empresas comparáveis (Beta desalavancado), e em seguida “realavancar” pela estrutura de capital da empresa avaliada (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

$$\beta_{alav.} = \frac{1}{n} \times \sum_{n=1}^n \beta_{desalav.n} \times \left(1 + (1 - IR_n) \times \left(\frac{W_{d_n}}{W_{e_n}} \right) \right)$$

Equação 7: Cálculo do Coeficiente Beta

Fonte: adaptado de (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006)

Onde:

- $\beta_{alav.}$: Beta alavancado pela estrutura de capital da empresa; adimensional
- n: Número de empresas comparáveis utilizadas como amostra; adimensional
- IR: Alíquota de imposto de renda da empresa; valores em [%]
- W_d : Capital de terceiros sobre capital total investido; valores em [%]
- W_e : Capital próprio sobre capital total investido; valores em [%]

2.3.1.3 Valor Residual (Perpetuidade de Empresas)

Quando se faz avaliações econômico-financeiras de empresas, é comum estabelecer um limite de tempo para as projeções de "maior previsibilidade" (usualmente 10 anos), afinal, há muitas incertezas que podem impactar os fluxos de caixa futuros (FRENCH; GABRIELLI, 2005).

Tendo isso em vista, independente da imprevisibilidade, as empresas não necessariamente deixam de funcionar após o escopo de projeção, sendo necessário estimar também o valor advindo dos fluxos de caixa após o período projetado (LUNDHOLM; O'KEEFE, 2001). Para isso, recorre-se ao Modelo de Gordon (GORDON, 1959).

O modelo de Gordon (ou método de Gordon e Shapiro) prevê que, a partir de certo ponto temporal, é sensato estimar um crescimento constante (g) nos fluxos de caixa futuros, contanto que utilizada uma premissa coerente.

Assim, utilizando o modelo matemático de uma série infinita com taxa de crescimento entre 0 e 1, é possível convergir a somatória a um valor descontado (LUNDHOLM;

O'KEEFE, 2001). A esse valor denomina-se valor residual, ou também de perpetuidade (Equação 8).

$$\textbf{Valor Residual} = \frac{FC_{final} \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Equação 8: Cálculo do Valor Residual

Fonte: adaptado de (LUNDHOLM; O'KEEFE, 2001)

Onde:

- FC final: Fluxo de Caixa do último período de projeção; valores em [R\$]
- g: Taxa de crescimento perpétuo dos fluxos de caixa futuros; valores em [%]
- WACC: Custo médio ponderado de capital; valores em [%]

2.3.2 Método da Avaliação por Múltiplos

A avaliação por múltiplos é o método que apura o valor de um ativo por análise comparativa com o desempenho econômico-financeiro de outras ativos similares. Esse tipo de avaliação baseia-se no conceito de valor relativo, ou seja, o valor do ativo analisado dependerá do valor dos demais ativos comparáveis (DAMODARAN, 2014).

Nessa metodologia, o valor do ativo é definido a partir de uma variável em comum entre eles. Tratando-se de avaliação de empresas, na grande maioria dos casos essa variável servirá como o denominador de uma fração, enquanto o numerador será uma métrica de valor da empresa (DAMODARAN, 2014).

Tabela 2: Exemplo de Múltiplos de Mercado

Múltiplo	Numerador	Denominador
- P/L	Valor de Mercado	Lucro Líquido
- $EV/EBITDA$	Valor da Firma (EV + Dívida Líquida)	Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
- $Dividend Yield$	Dividendos Distribuídos	Valor de Mercado
- $EV/Receita$	Valor de Mercado	Receita Líquida

Fonte: adaptado de (DAMODARAN, 2014)

Existem dois segmentos de múltiplos que costumam ser usados como base comparativa: múltiplos de empresas comparáveis e múltiplos de transações comparáveis.

O primeiro segmento pressupõe que o valor da empresa deve estar proporcionalmente relacionado à múltiplos de valor de empresas comparáveis do mesmo setor ou indústria. O segundo segmento, por sua vez, baseia-se nos múltiplos de transações em que empresas do mesmo setor foram negociadas.

De todo modo, é imprescindível elencar de antemão as empresas que serão consideradas comparáveis do mesmo setor, indústria ou atividade. É necessário também, não obstante, ter os valores das métricas que serão consideradas para a análise. Usualmente utiliza-se informações de empresas listadas na bolsa de valores, uma vez que suas informações são públicas.

2.3.3 Método do Lifetime Value (LTV)

Tomando como base as metodologias apresentadas anteriormente, elas funcionam muito bem para empresas que possuem uma estrutura de capital mais robusta e pouco variável – considerando o custo de capital – e uma relativa previsibilidade nos resultados – considerando os fluxos de caixa projetados.

Apesar da Acquirer se enquadrar no critério acima, saber avaliar o valor de uma empresa é essencial para investidores externos, independente do negócio. Entretanto, no aspecto da gestão a interna, calcular o *Valuation* de sua empresa não possui um significado prático tão relevante.

Mesmo utilizando as melhores premissas e projeções possíveis para o cálculo do valor justo de mercado da companhia, não se tratará mais do que uma estimativa. A Nova Economia tem nos mostrado que o futuro é incerto, e novas tecnologias estão sempre surgindo para mudar o *status quo* das indústrias.

Surge, portanto, a necessidade de utilizar novas métricas para avaliar o valor de um negócio, mas além disso, surge também a necessidade de métricas capazes de fornecer informações relevantes sobre os diferentes negócios que uma companhia oferta aos seus clientes (KUMAR et al., 2008).

Assim, a métrica escolhida foi a do *Lifetime Value*. Com ela, é possível mensurar quanto valor é gerado para cada uma das linhas de negócio de uma empresa, servindo, portanto, como um insumo pertinente para o direcionamento estratégico e tomada de decisão (KUMAR et al., 2008).

O objetivo do *Lifetime Value* é calcular quanto valor um segmento de negócio vale para a organização. Seu cálculo deriva da métrica de *Customer Lifetime Value* - *CLV*, que procura dimensionar quanto um cliente irá gerar de valor à organização durante o seu tempo de relacionamento com ela (LOSADA, 2020).

Antes de explicarmos o método de cálculo do *Lifetime Value*, deve-se antes introduzir outros conceitos que serão imprescindíveis em sua formulação lógica.

2.3.3.1 Margem de Contribuição Unitária

A Margem de Contribuição é uma métrica de extrema importância para se avaliar o ganho bruto de uma companhia na Velha Economia, e continua sendo de grande importância durante a Nova Economia (LOSADA, 2020). Antes de calculá-lo, porém, é importante introduzir os conceitos de gastos que vamos utilizar:

- **Gasto Fixo:** Os gastos considerados fixos são aqueles quando sua existência é independente da quantidade produzida ou vendida pela companhia (FERREIRA, 2008).

- **Gasto Variável:** Os gastos são classificados como variáveis quando ele é mutável conforme cada unidade a mais ou a menos é produzida ou vendida (FERREIRA, 2008).

Dessa forma, para efeitos de cálculo de Margem de Contribuição, deve-se considerar todas as receitas advindas do negócio da organização, e subtrair todos os gastos variáveis incorridos.

Para se encontrar a Margem de Contribuição Unitária (MCU), basta dividir todos os

componentes da equação pelo número de clientes totais do segmento de negócios:

$$MCU = \frac{\textit{Rec. Líquida} - \textit{Gastos Variáveis}}{\textit{Número de Clientes}}$$

Equação 8: Cálculo da Margem de Contribuição Unitária

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- MCU: Margem de Contribuição Unitária do segmento de negócio; valores em [R\$]
- Rec. Líquida: Receita Líquida do segmento de negócio; valores em [R\$]
- Gastos Variáveis: Todos os Custos e Despesas Variáveis do segmento de negócio; valores em [R\$]
- Número de Clientes: Número de clientes do segmento de negócio; adimensional

2.3.3.2 Customer Acquisition Cost

Independente do segmento de negócio, para se ter uma estimativa de fluxo de caixa, deve se considerar tanto os gastos variáveis quanto os fixos. Assim, surge a necessidade de uma métrica que consiga mensurar essa segunda parcela de gastos.

Não obstante, o Custo de Aquisição do Cliente (CAC) entra para suprir essa demanda. Ele é estimado considerando todos os esforços financeiros necessários para a aquisição do cliente no momento de sua afiliação, considerando normalmente gastos com marketing, vendas e administrativas (LOSADA, 2020).

$$CAC = \frac{\textit{Gastos de Mkt, Vendas e Adm}}{\textit{Número de Clientes}}$$

Equação 9: Cálculo da Custo de Aquisição do Cliente

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- CAC: Custo de Aquisição do Cliente do segmento de negócio; valores em [R\$]

- Gastos de Mkt, Vendas e Adm: Todos os Custos e Despesas com marketing, vendas e administrativas do segmento de negócio; valores em [R\$]

- Número de Clientes: Número de clientes do segmento de negócio; adimensional

2.3.3.3 *Churn Rate*, Taxa de Retenção e Tempo Médio de Vida

Por fim, a última variável restante para ser conceituada é o tempo médio de relacionamento que o cliente de um segmento de negócio terá com a organização. Com isso surge a métrica do *Churn Rate* (*Churn*), que se refere à perda de clientes em determinado período de tempo (usualmente por mês ou por ano) (GUPTA et al., 2006).

$$\text{Churn} = \frac{\text{N}^\circ \text{ de Clientes Perdidos no período}}{\text{Número de Clientes}}$$

Equação 10: Cálculo do *Churn*

Fonte: adaptado de (GUPTA et al., 2006)

Onde:

- *Churn*: Taxa de *Churn* de um segmento de negócio; valores em [%]

- N° de Cliente Perdidos no período: Número de Clientes que se perdeu em um determinado período de tempo; adimensional

- Número de Clientes: Número de clientes do segmento de negócio; adimensional

Apesar dessa ser a fórmula oficial do cálculo do *Churn*, outra métrica que também é utilizada é a Taxa de Retenção (TR) dos clientes. Seu cálculo é simplesmente dado pela diferença da totalidade de clientes (100%) do *Churn*:

$$\text{Taxa de Retenção} = 1 - \text{Churn}$$

Equação 11: Cálculo da Taxa de Retenção

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- Taxa de Retenção: Taxa de Retenção de um segmento de negócio; valores em [%]

- *Churn*: Taxa de *Churn* de um segmento de negócio; valores em [%]

De forma inversamente análoga ao *Churn*, o Tempo Médio de Vida procura delimitar o tempo de relacionamento que os clientes terão com a organização. Logo seu cálculo é dado pelo inverso do Churn:

$$\textbf{\textit{Tempo Médio de Vida}} = \frac{\mathbf{1}}{\textbf{\textit{Churn}}}$$

Equação 12: Cálculo do Tempo Médio de Vida

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- Tempo Médio de Vida: Tempo Médio de Vida de um cliente de um segmento de negócio; valores em [anos]
- Churn: Taxa de *Churn* de um segmento de negócio; valores em [%]

2.3.3.4 *Customer Lifetime Value*

O *Customer Lifetime Value (CLV)* é um agregado de todos os conceitos apresentados anteriormente. Partindo da mesma lógica da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, deve-se trazer a valor presente uma estimativa de fluxos de caixa futuros trazidos pelo cliente de um segmento de negócios (LOSADA, 2020).

Para se calcular o *CLV*, parte-se da Margem de Contribuição Unitária, e desconta-se a uma taxa de desconto (usualmente pelo Custo Médio Ponderado de Capital). É importante notar, porém, que o número de clientes ativos frente ao total que foi adquirido em primeiro momento, vai se reduzindo. Por essa razão, para cada intervalo de tempo, deve-se diminuir a margem de contribuição (que também pode mudar, a depender do preço praticado) pelo *Churn*.

Contudo, como comentando no tema de CAC, ainda restam gastos envolvidos na aquisição do cliente que não foram consideradas nessa análise. Logo deve-se subtrair os custos de aquisição do cliente para efetivamente termos um fluxo de caixa mais correto. Vale comentar que não se deve descontar a valor presente pois o custo de aquisição do cliente considerado já está a valor presente (gasto considerado no momento da aquisição).

$$CLV = -CAC + \sum_{n=1}^1 \frac{MCU_n \times (1 - Churn)_n}{(1 + WACC)^n}$$

Equação 13: Cálculo do *Customer Lifetime Value*

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- CLV: *Customer Lifetime Value* de um segmento de negócios; valores em [R\$]
- CAC: Custo de Aquisição do Cliente; valores em [R\$]
- MCU: Margem de Contribuição Unitária; valores em [R\$]
- *Churn*: Taxa de *Churn*; valores em [%]
- WACC: Custo Médio Ponderado de Capital; valores em [%]

Uma forma de simplificar essa fórmula é considerar que, a longo prazo, como a taxa de retenção dos clientes tende a zerar, as parcelas de margem de contribuição (constantes, ao longo do tempo, nesse caso) serão irrisórias (LOSADA, 2020). Logo, utilizando a mesma lógica do modelo de Gordon, é possível chegar na seguinte fórmula:

$$CLV = \frac{MCU \times (1 - Churn)}{WACC + Churn} - CAC$$

Equação 14: Cálculo simplificado do *Customer Lifetime Value*

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- CLV: *Customer Lifetime Value* de um segmento de negócios; valores em [R\$]
- CAC: Custo de Aquisição do Cliente; valores em [R\$]
- MCU: Margem de Contribuição Unitária; valores em [R\$]
- *Churn*: Taxa de *Churn*; valores em [%]
- WACC: Custo Médio Ponderado de Capital; valores em [%]

2.3.3.5 *Lifetime Value*

Para finalizar, o cálculo do *Lifetime Value* de um segmento de negócio pode ser calculado considerando as métricas para cada diferente segmento de uma organização. Por exemplo, se uma empresa atua em dois segmentos diferentes, muito provavelmente a Margem de Contribuição e o *Churn* dos clientes de cada segmento serão diferentes.

Assim, calculando-se um *Customer Lifetime Value* para cada um dos segmentos da empresa, é possível ganhar bastante informação a respeito do valor gerado por cada uma das unidades de negócio de uma organização (LOSADA, 2020).

$$LTV = CLV \times \text{Número de Clientes}$$

Equação 15: Cálculo do *Lifetime Value*

Fonte: adaptado de (LOSADA, 2020)

Onde:

- LTV: *Lifetime Value* de um segmento de negócio; valores em [R\$]
- CLV: *Customer Lifetime Value* de um segmento de negócios; valores em [R\$]
- Número de Clientes: Número de clientes do segmento de negócio; adimensional

3 PROPOSTA DE METODOLOGIA

O intuito deste trabalho é auxiliar a Acquirer, empresa em que o autor estagia, a adequar suas diretrizes estratégicas e métricas econômico-financeiras ao contexto da Nova Economia. Para isso, a metodologia proposta será dividida em duas etapas, iniciando pela delimitação de um *framework* de análise, para em seguida realizar sugestões para adequação.

Essa metodologia será realizada duas vezes: uma considerando a visão estratégica do portfólio de produtos ofertados pela Acquirer, e a outra considerando os modelos de avaliação econômico-financeira praticadas pela companhia.

3.1 Readequação Estratégica da Acquirer

A metodologia iniciará com a parcela estratégica e a primeira parte será uma análise estratégica dos atuais segmentos de negócio da companhia englobando um total de cinco partes:

- Apresentação do mercado e indústria;
- Contextualização do mercado e indústria.
- Apresentação da empresa;
- Análise do ambiente competitivo;
- Análise estratégica dos segmentos da Acquirer.

Em seguida, a fim de avaliar o portfólio de produtos, bem como readequar o modelo de negócio da Acquirer, o escopo de sugestão é dado em duas partes:

- Readequação das diretrizes estratégicas;
- Readequação do modelo de negócio.

3.2 Reavaliação Econômico-Financeira da Acquirer

Uma vez finalizada a parcela estratégica, parte-se para a reavaliação econômico-financeira da Acquirer. A metodologia iniciará com a análise dos métodos tradicionais de avaliação de empresas, dividida em duas partes:

- Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado;
- Avaliação pela metodologia por múltiplos de mercado.

Uma vez finalizada, propõe-se a adição de uma metodologia para uma melhor gestão interna dos segmentos que compõem a Acquirer:

- Avaliação pelo método do *Lifetime Value*.

4 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA À ESTRATÉGIA

4.1 Apresentação do mercado

O sistema de pagamentos sempre esteve presente na sociedade mercantil, tendo evoluído significativamente desde o seu nascimento a fim de facilitar a praticidade do comércio. Inicialmente baseava-se apenas em um sistema simples de trocas e escambo, passando pela criação da moeda como um meio legítimo de troca, e chegando atualmente a modelos muito mais complexos de fluxo de informação por meio dos cartões de crédito.

Surge, assim, a necessidade de uma estrutura robusta e confiável para atestar a veracidade de recursos para se realizar uma transação por meio do cartão. Isso, somado à evolução exponencial da tecnologia ao longo do tempo, permitiu a criação de um sistema de pagamentos em rede, possuindo vários agentes envolvidos para o seu funcionamento, sendo eles: consumidores, estabelecimento comercial, emissores, bandeiras e adquirentes.

Os consumidores são todos os agentes de uma sociedade que consomem e, portanto, utilizam do dinheiro ou crédito para esse fim, podendo ser tanto pessoas físicas quanto jurídicas. No sistema de pagamentos de cartões, considera-se as pessoas que possuem um cartão como forma de pagamento (RAGAZZO, 2020).

Os estabelecimentos comerciais, como o próprio nome infere, são todos os estabelecimentos que possuem algum tipo de comércio. Para o sistema de pagamentos de cartões, considera-se apenas como estabelecimento comercial aquele ofereça algum meio de pagamento por cartão (RAGAZZO, 2020).

Já os emissores são os agentes responsáveis por emitir os cartões de crédito e oferecer aos consumidores. São instituições financeiras, usualmente bancos comerciais, que mantêm o relacionamento com os consumidores a partir da aprovação e liberação de crédito, bem como possíveis encargos e cobranças sobre eles (RAGAZZO, 2020).

Os adquirentes ou credenciadores são os agentes que fornecem toda a infraestrutura

em rede para garantir a comunicação entre os estabelecimentos comerciais, os emissores, e as bandeiras. São os responsáveis também por credenciar os estabelecimentos comerciais por meio das chamadas "máquinas de cartão"(RAGAZZO, 2020).

Por fim, as bandeiras são consideradas a "espinha dorsal" do mercado de cartões, pois são os agentes responsáveis por sua regulação. Além disso, eles possuem a função de servir como "ponte" entre os emissores e os adquirentes para garantir a legitimidade e efetivação de uma transação de cartão (RAGAZZO, 2020).

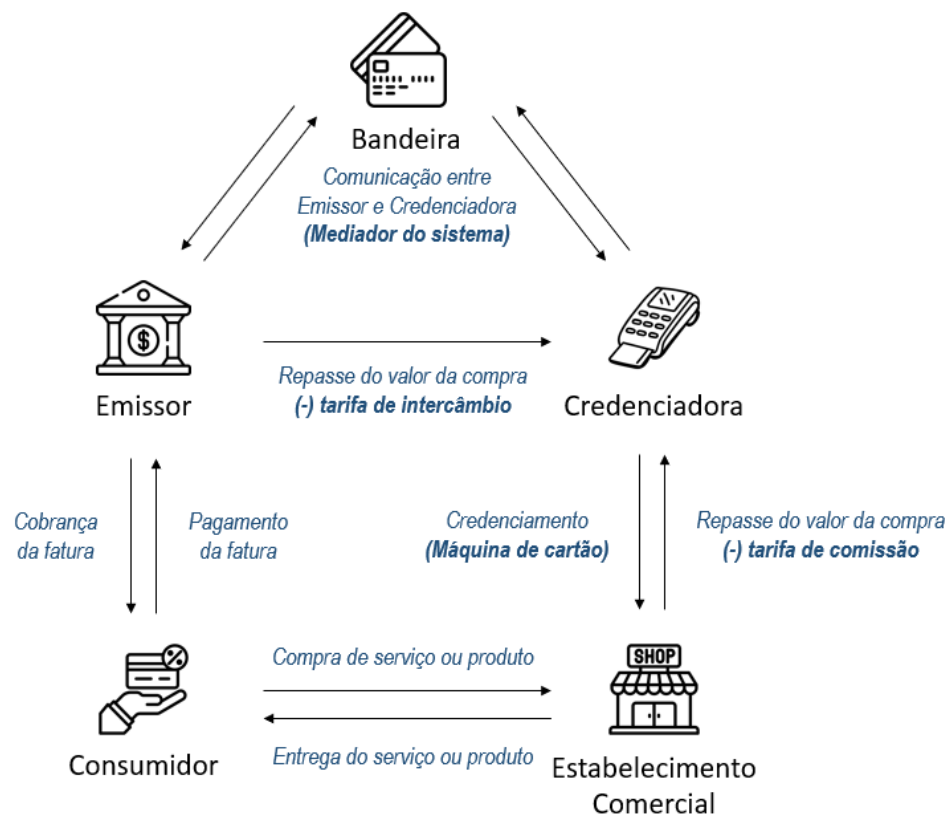


Figura 5: Funcionamento do Mercado de Cartões

Fonte: adaptado de (RAGAZZO, 2020)

Vale ressaltar que existem algumas formas de gerar receitas dentro do escopo de uma transação, muitas delas envolvendo prazos. Iremos abordar as formas com mais detalhes sobre a Acquirer mais à frente. Contudo, a principal forma de faturamento continua sendo a cobrança de taxas por cada um dos agentes dentro do processo de uma transação com cartão.

A figura anterior auxilia no entendimento do funcionamento geral do mercado de pagamentos, mas é pouco intuitiva para entender o fluxo de capital dentro da dinâmica do setor. Para facilitar o entendimento, iremos trazer abaixo um exemplo de transação

de débito.

É preciso antes, porém, introduzir o conceito de volume (capturado) de transação (ou faturamento da transação). No mercado de pagamentos, volume ou faturamento é o montante total de capital de uma transação, enquanto a receita será apenas uma parcela disso.

O fluxo de capital dentro do mercado de pagamentos se inicia pelo consumidor, que realiza o pagamento no débito por um produto ou serviço no cartão. O volume fica em posse do emissor do cartão, que cobra uma tarifa de intercâmbio, e desloca o capital (já abatido do intercâmbio) para a credenciadora. Essa, por sua vez, cobra uma tarifa de comissão (ou tarifa de desconto), e possui a responsabilidade também de fazer o repasse à bandeira do cartão. Por fim, a credenciadora faz o repasse do volume remanescente ao estabelecimento comercial, finalizando o fluxo.

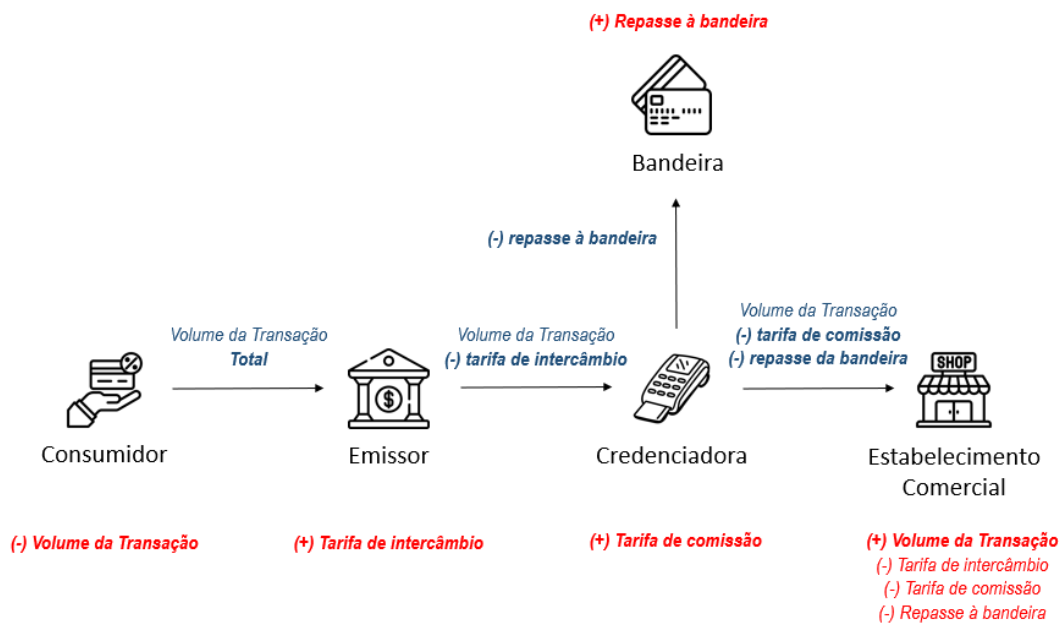


Figura 6: Fluxo de capital de uma transação

Fonte: elaborado pelo autor

Em uma transação de crédito, o funcionamento é exatamente o mesmo, diferindo apenas no período de recebimento de cada agente. Nesse caso, o fluxo de capital só começa quando o consumidor realiza o pagamento do boleto ou fatura para o banco emissor. Usualmente é acordado com o estabelecimento comercial um prazo de 28 dias após a data de transação (D+28) para o recebimento do volume livre de todas as tarifas e repasses.

4.2 Contextualização histórica do mercado

O início do mercado de cartões, no Brasil, se deu em 1956 pela emissão do primeiro cartão de crédito a partir da bandeira Diners. O cartão, que era aceito apenas em um grupo bem restrito de restaurantes, foi o precursor de um mercado que movimenta trilhões de reais na economia brasileira.

A popularização do cartão de crédito e do mercado de cartão aconteceu ao final dos anos 1990 e 2000, junto com o movimento de bancarização da população. Segundo o Ibmecc, haviam mais de 80 milhões de cartões de crédito e 190 milhões de cartões de débitos em circulação em 2006 (COELHO, 2007).

Mesmo passando por um período de grande expansão, o mercado de cartões era marcado principalmente pelo duopólio de duas credenciadoras: a Visanet (atual Cielo) e a Redecard. Esse duopólio ocorria devido a um acordo de exclusividade com as maiores bandeiras da época, a Visa e a Mastercard, respectivamente. Juntas, as duas bandeiras detinham 90% do mercado de cartão de débito e 80% do mercado de cartão de crédito (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

Nessa conjuntura, ambas empresas se mantiveram no mercado sem haver interoperabilidade entre as adquirentes, ou seja, não havia a possibilidade de troca de dados ou comunicação entre os sistemas. Essa ausência de interoperabilidade foi fator inibidor da concorrência e como consequência, consolidando e garantindo o duopólio no mercado de cartões (RAGAZZO, 2020).

Diante desta situação, as autoridades brasileiras concluíram que havia um impacto negativo sobre a competição da indústria, levando a duas mudanças marcantes no setor em 2010: fim da prática de relação de exclusividade homologada pela Secretaria de Direito Econômico (SDE) a partir da assinatura de um Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC), e imposição de transparência nas práticas comerciais das bandeiras pelo Banco Central do Brasil (Bacen) (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

As medidas surtiram um rápido impacto nos anos seguintes, principalmente para o setor de aquisição. O fim dos contratos de exclusividade permitiram um mercado mais dinâmico em termos de concorrência, marcado pela interoperabilidade do sistema e a regulamentação do mercado, o que permitiu aos credenciadores a aceitação de todas as bandeiras e a viabilização das transações de compra e venda (CAVALCANTI; SANTOS, 2021).

Para as bandeiras, o impacto foi pouco expressivo. O único ponto de destaque foi no

mercado de cartões de débito com o crescimento da bandeira Elo, atingindo cerca de 25% da participação de mercado em 2016 (Figura 7).

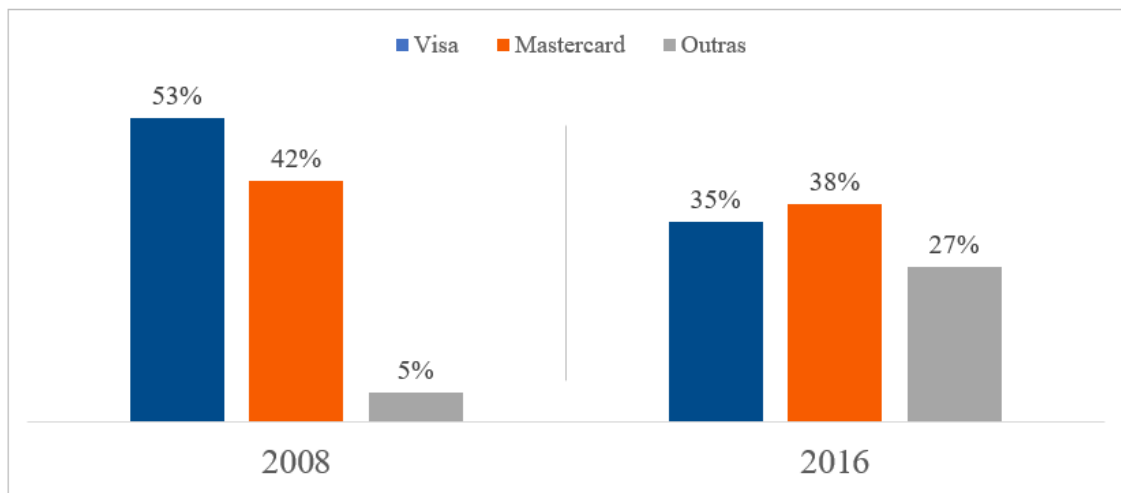


Figura 7: Evolução de *Market Share* das bandeiras no mercado de cartão de débito

Fonte: adaptado de Banco Central

Já para o mercado de aquisição, o impacto foi muito maior. Com o fim da principal vantagem competitiva garantida pelos acordos de exclusividade, houve uma mudança radical na dinâmica do setor de aquisição, com o surgimento de novos entrantes. Em 2020, haviam mais de 25 credenciadoras e 200 subcredenciadoras em atividades (CAVALCANTI; SANTOS, 2021).

Ainda no contexto da Nova Economia, surgiu a oportunidade perfeita para a entrada das startups no mercado de cartões, com o advento das *fintechs* de meios de pagamento. Empresas como Stone, GetNet e PagSeguro iniciaram as suas operações de aquisição em meados dos anos 2000 e 2010, trazendo inovação e preços mais competitivos à indústria. (CAVALCANTI; SANTOS, 2021).

Durante esse momento houve uma forte disputa entre as adquirentes a fim de manter ou conquistar participação de mercado. A ideia era simples, quem oferecia o melhor preço conquistava o cliente. A esse movimento denominou-se "guerra das maquininhas", ou seja, uma "guerra de preços" nas tarifas de comissão cobradas (PRUDENCIO et al., 2020).

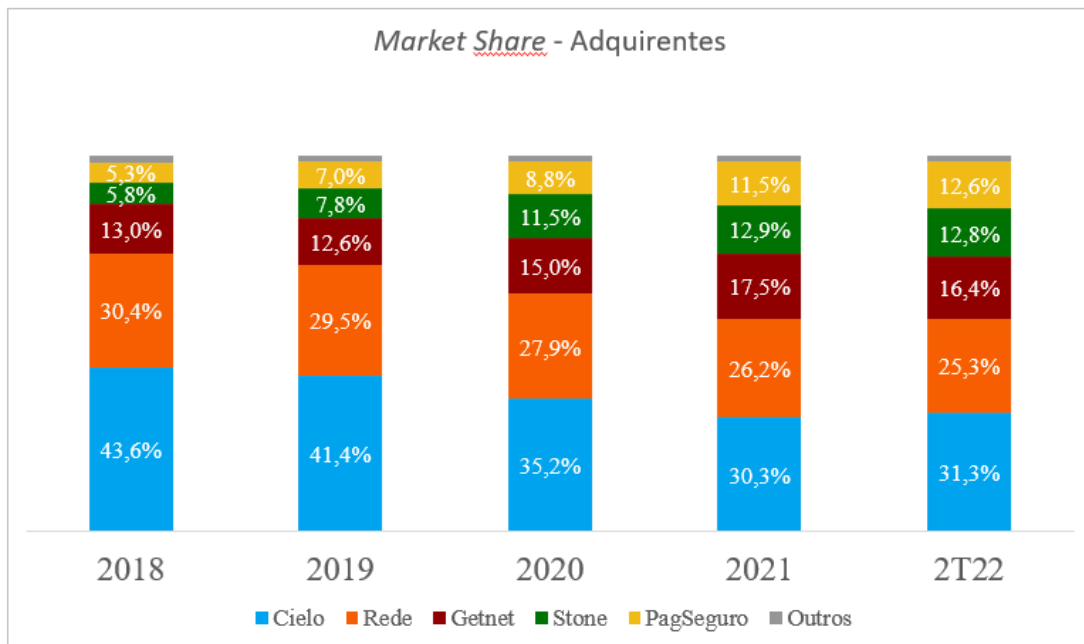


Figura 8: Evolução de *Market Share* das adquirentes

Fonte: elaborado pelo autor

Essa disputa de preços mudou o patamar das taxas de comissão cobradas pelas adquirentes. A taxa média de comissão cobrada na modalidade de crédito partiu de 2,9% em 2008 para 2,7% em 2016, na modalidade de débito o valor foi de 1,59% para 1,51%, no mesmo período. Apesar da aparente pequena variação, ao se tratar de taxas cobradas sobre montantes na casa das centenas de bilhões, o impacto no setor se torna extremamente relevante (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

Já a taxa de intercâmbio cobrada pelos emissores seguiu exatamente o caminho oposto. A taxa cobrada figurava em valores próximos de 1,3% em 2008, sofrendo um aumento considerável durante os anos consecutivos e se situando em valores próximos de 1,55% em 2016 (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

A consequência dessa mudança foi o aumento substancial da razão entre a taxa de intercâmbio e a taxa de comissão dentro de uma transação. Houve um decréscimo considerável na relevância da tarifa de comissão quando comparado no total de tarifas cobradas pelo mercado, que vinha aumentando por conta da tarifa de intercâmbio (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

Atualmente, no início da década de 2020, o mercado de cartões continua extremamente relevante na economia brasileira. Segundo estimativa da Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (ABECS), espera-se que o mercado apresente

um Volume total de pagamentos (*Total Payment Volume* - TPV) de 3,2 trilhões de reais em 2022.

Ainda pensando no setor como um todo, o mercado de cartões tem crescido gradativamente e de forma consistente durante os últimos 10 anos. É possível verificar, também, que o TPV vem crescendo de maneira cada vez mais acelerada, partindo de uma Taxa de crescimento anual composta (*Compound Annual Growth Rate* - CAGR) de 14% entre 2012 e 2017, para um CAGR de 25% apenas nos últimos três anos.

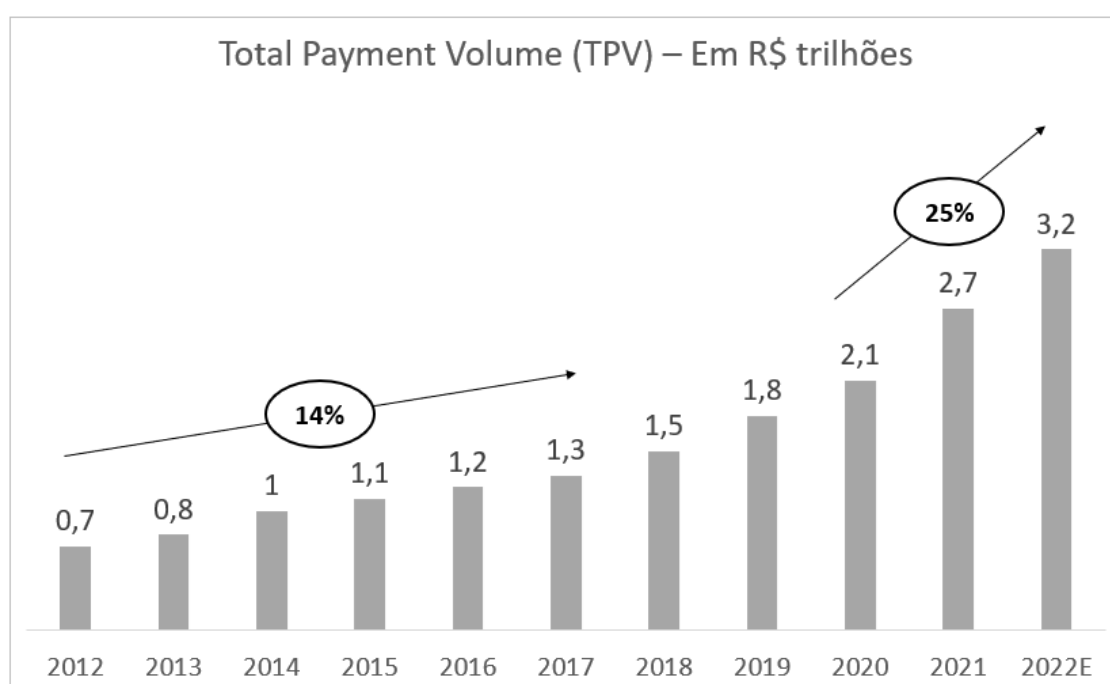


Figura 9: Evolução do TPV

Fonte: elaborado pelo autor

Outro indicador importante para mensurar o crescimento do mercado é a penetração da utilização de cartões como forma de pagamento no consumo das famílias. É possível ver na figura abaixo como essa penetração também tem crescido de forma acelerada nos anos recentes, apresentando um CAGR de 17% entre 2020 e 2022, ante um CAGR de 6% entre 2012 e 2017.

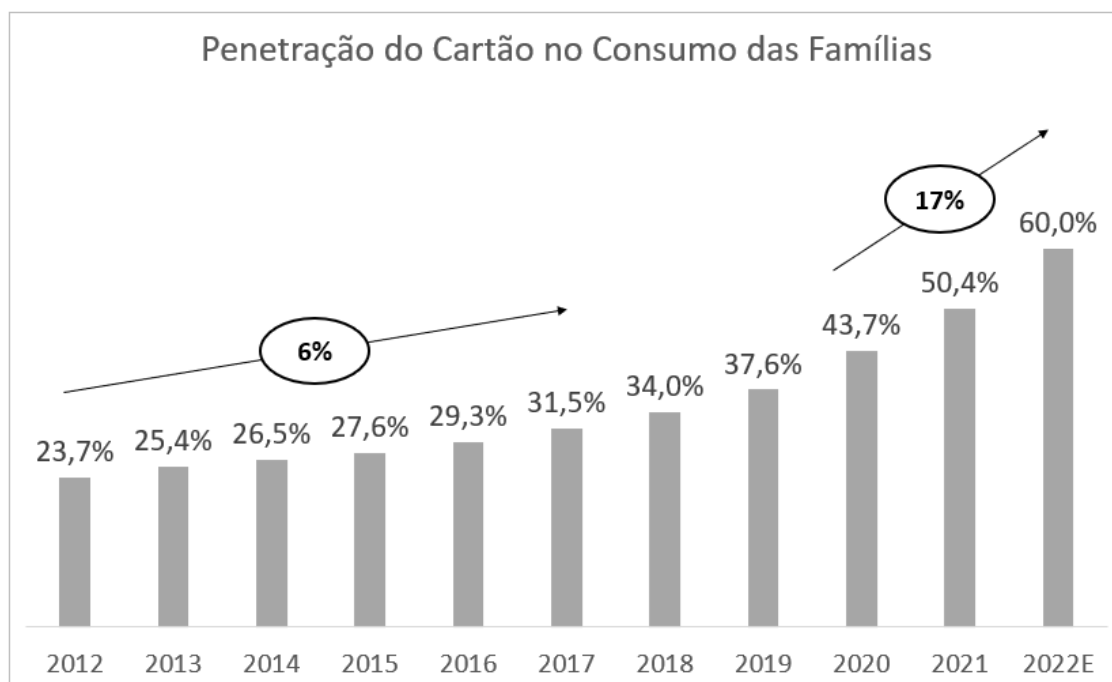


Figura 10: Evolução da Penetração do Cartão no Consumo das Famílias

Fonte: elaborado pelo autor

Uma vez dimensionado o tamanho de mercado que vamos trabalhar e o seu potencial, é de extrema importância mapear os principais participantes do mercado para entender a dinâmica competitiva atual. Primeiramente será introduzido os principais emissores de cartões do Brasil, indo para as bandeiras, e por fim, as adquirentes.

Os principais emissores do mercado continuam sendo os maiores bancos do país, que oferecem crédito a partir dos cartões de crédito. Dentre os principais participantes, pode-se citar o Itaú (controlador da Rede), Banco do Brasil e Bradesco (controladores da Cielo), Santander (controlador da GetNet) e Caixa.

Os chamados bancos digitais também ganharam bastante relevância nos últimos anos. *Players* como o Nubank e Banco Inter vieram com propostas de "democratizar" a oferta de cartões, ou seja, incluir também um público mais popular na sua base de clientes. Esse modelo de negócios permitiu o processo de "bancarização" do país, impulsionando e expandindo o desenvolvimento do mercado de pagamentos por cartões.

Dentre as bandeiras que merecem destaque no Brasil, há ainda uma predominância das bandeiras internacionais como a Visa e Mastercard, que disputam a liderança em todos os segmentos e em todas as classes sociais. Em segundo lugar, bandeiras como a *American Express*, focada em um público mais *premium*, ou seja, com patrimônios maiores, também são relevantes.

Por fim, bandeiras de maior enfoque nacional como a Hipercard, focada na modalidade de crédito, e a Elo, focada na modalidade de débito e no crédito rural, também possuem participações consideráveis.

Em relação às adquirentes do país, de maneira geral existe ainda uma concorrência bem acirrada entre os principais participantes do setor. A Cielo e a Rede continuam se mantendo na liderança muito por conta da ampla rede de distribuição e tecnológica herdada do período de exclusividade entre adquirentes e bandeiras.

Há, contudo, grandes desafios no modelo de negócios de ambas empresas. Frente à competição que se estabeleceu no setor, há a necessidade das pioneiras em inovar e manter sua relevância em um setor em que elas vêm perdendo participação de mercado nos últimos anos.

Outra adquirente que continua expandindo suas operações desde a sua criação em 2003 é a Getnet. A empresa foi a primeira credenciadora a fazer frente ao duopólio da estabelecido por Rede e Visanet. Sua estratégia foi, e continua sendo na melhor interoperabilidade entre bandeiras e as máquinas de credenciamento. O negócio se mostrou tão bem sucedido na época que foi comprada integralmente pelo banco Santander em 2014.

Enquanto a maior parte das adquirentes possui um grande banco por trás, o que traz uma relativa vantagem competitiva devido à rede de distribuição e maior alcance no país, a PagSeguro surgiu em 2007 como sendo uma solução de pagamento (inspirada no modelo de negócios da PayPal).

A empresa foi idealizada pela UOL, que necessitava expandir as suas fontes de receita e viu o setor como uma possível oportunidade de diversificar sua renda. A estratégia da empresa continua tendo foco na oferta de soluções de pagamento na internet, e aposta também na ponta de banco digital da controladora como forma de gerar sinergias, segundo Alexandre Magnani (CEO da companhia).

O último participante que vale menção é a Stone, empresa nascida em 2012. Diferentemente das competidoras, a companhia iniciou suas atividades com foco em adquirência, e mais recentemente deu início a uma nova fase de diversificação das atividades, com foco em *Banking as a Service - BaaS*.

A sua proposta é criar todo um ecossistema de soluções de pagamento para auxiliar na gestão dos negócios de seus clientes. O maior exemplo de sua estratégia foi a aquisição integral da Linx pela Stone em 2020, uma empresa focada em *software* para o segmento de varejo.

4.3 Apresentação da empresa

A empresa Acquirer, sobre a qual o trabalho está sendo desenvolvido, trata-se de uma das maiores credenciadoras do Brasil. Com mais de 10 anos de história, ela se consolidou como uma das líderes do mercado, sendo reconhecida em âmbito nacional e internacional.

Havendo um histórico de altos e baixos, a Acquirer sempre se mostrou relevante no cenário nacional, empregando mais de 1000 funcionários e apresentando um valor de mercado acima de 1 bilhão de reais. A atividade central de negócios (*core business*) da empresa sempre foi o processo de aquisição, possuindo a tecnologia necessária para atuar em todos os espectros da operação.

Mais recentemente, no contexto da "guerra das maquininhas", a Acquirer foi severamente impactada pela guerra de preços, se vendo obrigada a reformular e desenvolver novas estratégias a fim de manter sua relevância em um setor que se tornou extremamente competitivo.

Com a estratégia de diversificar seu portfólio em uma indústria que vinha constantemente se tornando menos rentável, ao final da década de 2010 a Acquirer fez uma série de investidas focadas em expandir os seus negócios para além da aquisição. Contudo, muitas das aquisições realizadas foram feitas com pouco intuito de buscar sinergias, e mais focadas em entrar em novos setores.

Segundo diretor de finanças e melhoria de performance da Acquirer, esse foi o maior erro recente da empresa, uma vez que muitas dessas investidas possuíam operações totalmente independentes ao *core business*, havendo poucas formas de trazer a *expertise* da Acquirer para incrementar e escalonar as aquisições.

Após o fracasso na estratégia de crescimento inorgânico, a Acquirer passou por um período de desinvestimentos e reestruturação interna, havendo trocas na diretoria da empresa e uma forte pressão por otimização de gastos melhoria de performance.

No momento em que este trabalho está sendo desenvolvido, a Acquirer possui apenas quatro principais linhas de operação que geram receitas: aquisição, produtos de prazo, comércio online (*e-commerce*), e serviços gerenciais e transacionais.

Sobre os custos e despesas incorridos da operação da Acquirer, os principais gastos são os custos com aquisição, o custo de captação para financiar os produtos de prazo, e despesas com folha de pagamento.

4.3.1 Estratégias e Diretrizes Gerais

Com o recente fracasso em diversificar o portfólio e expandir suas operações para além do Brasil, a Acquirer passa por um momento de otimização das operações centrais.

Atualmente a Acquirer segue focada em três principais pilares estratégicos: eficiência operacional, foco no negócio de adquirência, e adequação ESG e tecnológica.

O primeiro pilar consiste em melhorar a eficiência do time comercial e logístico da Acquirer. Com um novo modelo de organização interna e adequação do mapeamento de contato com estabelecimentos comerciais, a empresa conseguiu elevar significativamente o número de ativação dos Pontos de Venda (PDV), comumente denominados de "maquininhas de cartão", por vendedor por dia útil nos últimos trimestres (Figura 11).

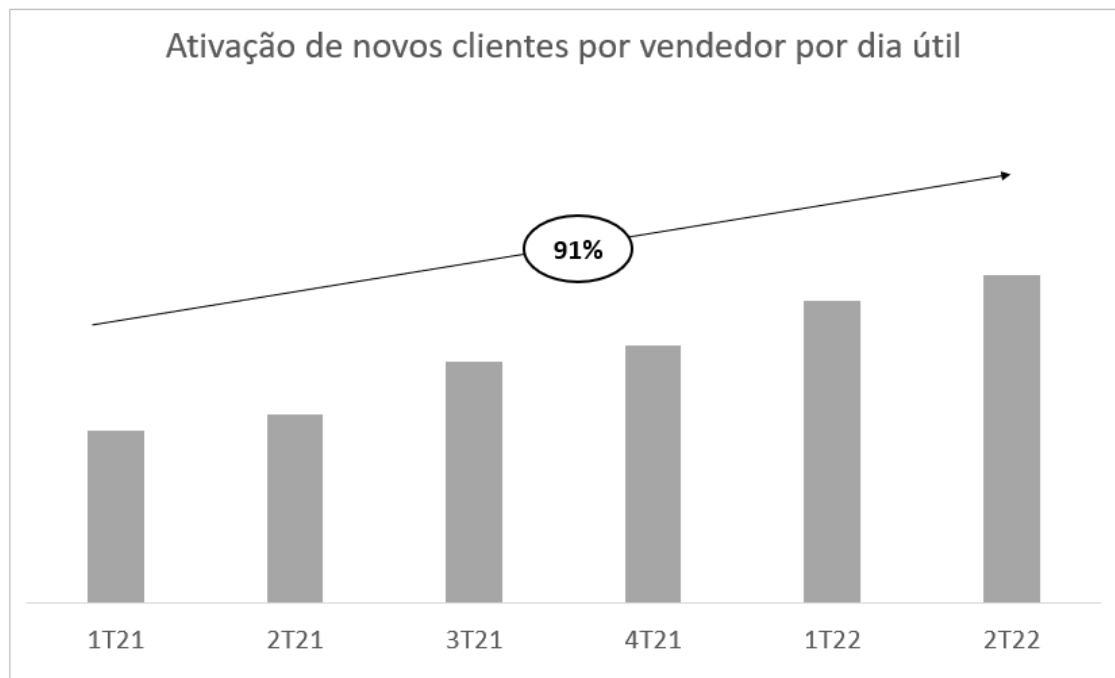


Figura 11: Ativação de novos clientes por vendedor por dia útil

Fonte: elaborado pelo autor

Outro aspecto relevante em linha com a estratégia operacional da Acquirer foi a conclusão de projetos relacionados à logística e instalação do parque de terminais. O novo projeto resultou uma otimização do tempo gasto por funcionário do time comercial da Acquirer, uma vez que o processo de venda, fechamento de contrato e instalação do PDV era feito no mesmo dia, diminuindo a necessidade de uma segunda visita.

Por fim, visando aumentar a capilaridade e a área de atuação da Acquirer, foi aprovado uma expansão do time comercial, resultando na contratação de mais de 400 funcionários,

representando um aumento de quase 20% do time total vigente.

Quanto ao segundo pilar estratégico de enfoque na operação de aquisição, a Acquirer realizou diversos desinvestimentos ao longo dos últimos anos. Como comentado anteriormente, houve uma frustrada tentativa da empresa em diversificar suas linhas de receita, resultando em aquisições que nunca geraram valor para a Acquirer.

Assim, desde o começo da década de 2020, iniciou-se um ciclo de desinvestimentos de quase cinco investidas realizadas pela Acquirer, desde empresas que oferecem plataformas de meios de pagamentos digitais para distribuição de recarga de celulares, quanto uma empresa de tratamento e valorização de resíduos.

Mais recentemente, a Acquirer realizou a venda total da empresa que era seu braço de soluções de pagamento em outro país, indicando a intenção da Acquirer em focar no processo de aquisição, mas apenas no Brasil. Segundo grandes bancos de investimentos como o Itaú BBA e o Credit Suisse, a venda foi vista como positiva, dado que a empresa adquirida sempre contribuiu negativamente para o lucro da Acquirer.

Por fim, em relação ao terceiro pilar estratégico da Acquirer, focado em adequar sua governança para os padrões ESG (Governança ambiental, social e corporativa) e tecnológicas, a companhia tem criado diversos programas de inclusão social e de inovação, a fim de manter a sustentabilidade no longo prazo.

Um marco importante em linha com essa estratégia foi a criação de um hub de inovação que compartilha e fomenta informações e potencial humano para resolver problemas, destravar processos e desenvolver soluções, segundo especialista de inovação dentro da Acquirer.

Na prática, o hub de inovação procura formas de destravar valor para a Acquirer. Como exemplo, uma forma que está em pauta é entender as necessidades das startups e dos clientes e mostrar o quanto a Acquirer tem a oferecer em relação a dados e tecnologias de inteligência, com Big Data e APIs. Afinal, a companhia há anos deixou de ser uma empresa puramente de maquininhas de cartão para ser uma empresa de novas tecnologias e meios de pagamento eletrônico, com acesso a muitas informações pertinentes que podem ser valiosas.

4.3.2 Segmentos de Negócio

A Acquirer possui apenas quatro segmentos de negócio, sendo elas a aquisição, principal linha de receita da empresa; produtos de prazo, linha que vem se mostrando cada

vez mais relevante nos últimos anos; comércio digital (também denominado de soluções *E-commerce*), e serviços gerenciais e transacionais (também denominado "Outros Serviços"). A seguir, serão detalhados quais produtos e serviços abrangem cada um dos segmentos listados.

4.3.2.1 Operação de Adquirência

A operação de adquirência é a atividade-foco (*core business*) da Acquirer, atuando em todas as pontas da operação. Essa linha abrange toda a receita advinda das tarifas de comissão cobradas pela Acquirer em transações que passaram por um PDV da companhia.

De forma simplificada, para todo volume transacionado em uma máquina da Acquirer, é cobrado uma taxa de comissão, ou seja, caso seja transacionado um montante total de 100 reais e, supondo uma taxa de comissão de 3%, a Acquirer teria como receita retida um valor de 3 reais. Vale comentar que, apesar da taxa aparentar pequena, ao se tratar de uma indústria que gira trilhões de reais por ano, o montante começa a se tornar bem relevante.

Um ponto importante de ressaltar é o conceito de taxa de comissão livre de intercâmbio (*Net Merchant Discount Rate - Net MDR*). Como explicado no fluxo de pagamento de uma transação, o capital que inicialmente está com o consumidor passa para o emissor da operação. Esse, por sua vez, cobra uma tarifa de intercâmbio, e repassa o capital restante para a adquirente.

Logo, a Acquirer, ao cobrar a taxa de comissão sobre o montante restante, está na prática cobrando uma tarifa sobre um volume já reduzido. Por essa razão o principal indicador utilizado para se acompanhar a taxa efetivamente cobrada é o *Net MDR*.

Outra receita que também possui certa relevância na composição da linha de adquirência da Acquirer é a receita com o aluguel dos PDV. Como o próprio nome infere, a Acquirer realiza a cobrança mensal de valores para cobrir os custos envolvidos na manutenção e instalação dos PDV nos estabelecimentos comerciais. Como adendo, existem casos em que a companhia oferece isenção dessa cobrança, mas como são casos extremamente específicos, não detalharemos adiante.

Em relação aos gastos com a operação de adquirência, segundo diretor de Relações Internacionais da Acquirer, os gastos com adquirência são substancialmente representados por custos de tarifa de intercâmbio, repasse de bandeiras, despesas com captura e processamento de operações, de logística e manutenção de equipamentos de captura de

transações, suprimentos a estabelecimentos comerciais, credenciamento e atendimento a clientes e serviços de telecomunicações.

De forma administrativa, a Acquirer segrega os seus gastos com adquirência de três formas: gastos gerenciáveis, gastos atrelados ao volume e gastos atrelados ao credenciamento. Os dois últimos, por sua vez, podem ser classificados conjuntamente como "gastos não gerenciáveis".

Os gastos gerenciáveis são todos os custos e despesas que estão sob controle da empresa e não dependem diretamente do número ou volume de transações, como por exemplo, as despesas com folha de pagamento, de *marketing*, administrativas, entre outros.

Os gastos atrelados ao volume, por sua vez, se tratam de custos ou despesas que estão além do controle da Acquirer, e estão diretamente relacionados ao volume total transacionado. As principais linhas que se enquadram nessa categoria são os custos com a tarifa de intercâmbio e repasse da bandeira.

Isso se deve ao modelo de negócios do mercado de pagamento por cartões, uma vez que as taxas de intercâmbio e de repasse cobradas não são determinadas pela adquirente e incidem sobre o volume da operação.

Por fim, existem os gastos atrelados ao credenciamento e estão diretamente ligados ao número de transações e de credenciamentos. Os principais gastos dessa categoria são os custos com canais de distribuição e custos transacionais de operação (incluindo processamento, manutenção e logística).

4.3.2.2 Produtos de Prazo

Sobre o segmento dos produtos de prazo, a forma de gerar receita é um pouco menos intuitiva. O conceito por trás dos produtos de prazo está diretamente relacionado com o valor do dinheiro no tempo e o descasamento entre recebimento e pagamento de uma transação por cartão.

Apenas lembrando, um estabelecimento comercial, ao cobrar do cliente por um PDV, receberá o valor já abatido de todas as tarifas incorridas durante o processo. Para exemplificar, se é transacionado um valor de 100 reais, o valor a ser recebido pelo estabelecimento comercial será algo próximo de 95 reais.

Contudo, outro ponto extremamente relevante é o prazo que o estabelecimento recebe após realizado a transação. Como já mencionado, usualmente o valor é recebido apenas 28 dias após efetuado a operação, podendo variar a depender da modalidade de pagamento

(crédito, débito ou pré-pago).

Vendo essa lacuna entre recebimento e pagamento de uma transação, foram criados produtos de prazo para suprir a defasagem temporal existente. A esse produto é atribuído também o nome de antecipação de recebíveis, uma vez que a Acquirer está antecipando direitos de recebimento que o cliente possui.

A receita advinda desse produto é simples: o estabelecimento ao contratar a antecipação de recebíveis com a Acquirer, receberá o seu dinheiro em até dois dias úteis. Em contrapartida, será cobrado (além do Net MDR) uma taxa de antecipação pelo processo.

Para exemplificar, imagine que um consumidor transacionou 100 reais na máquina da Acquirer e o estabelecimento comercial deveria receber 95 reais após 28 dias. O estabelecimento, ao antecipar os recebíveis com a Acquirer, receberá em até dois úteis, mas não mais 95 reais, e sim 92 reais (supondo uma taxa de antecipação de 3%).

Em linhas gerais, existem duas modalidades de antecipação oferecidos pela Acquirer: uma modalidade de adiantamento na forma de assinatura, ou seja, o recebimento antecipado ocorrerá todo mês até que o cliente cancele o plano, e o outro na modalidade "à vista", em que o cliente antecipa todo o volume que ele ainda tem para receber no momento da compra do serviço.

A diferença dessas duas modalidades, apesar de parecer mínima, é bem importante, pois entra em linha com o conceito de receita recorrente. Na antecipação por assinatura, a Acquirer possui mais previsibilidade de receita nos meses consequentes, conseguindo precificar uma taxa de antecipação de forma mais precisa.

Sobre os gastos desse segmento, vale destacar principalmente o custo de captação para o financiamento das operações de antecipação que a companhia oferece aos seus clientes.

Para a Acquirer, é imprescindível que a empresa consiga manter um estoque de caixa saudável, visando ter capital suficiente para prover aos seus clientes pelos produtos de antecipação, mas ao mesmo tempo não exagerar e correr o risco de ficar com um acúmulo de caixa sem rendimentos.

Com isso em mente, a Acquirer optou por financiar as operações de antecipação através da captação por fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs), de maneira a retirar capital conforme a demanda pelos produtos de prazo variam.

De forma sucinta, os FIDCs são um fundo de investimento cuja finalidade é a aplicação em títulos de crédito criados a partir de contas a receber de uma determinada empresa, exatamente o propósito da Acquirer com os produtos de prazo.

O fundo é fechado e oferecido para investidores profissionais apenas, e a remuneração é híbrida, ou seja, possui uma parcela pós-fixada atrelada à taxa DI como indexador, além de um rendimento fixo adicional.

Assim, a rentabilidade da Acquirer pelos produtos de prazo é dada pela diferença (*spread*) entre o custo da captação e a taxa de antecipação cobrada.

Vale comentar que a rentabilidade da antecipação de recebíveis está diretamente ligada à conjuntura macroeconômica do país, principalmente na definição da política monetária do país pelo Banco Central.

Tomando como base uma taxa de antecipação cobrada constante, em momentos de política expansionista (meta SELIC baixa), é esperado uma maior rentabilidade, mas em momentos de política contracionista (meta SELIC alta), espera-se uma rentabilidade menor (Tabela 3).

Tabela 3: Rentabilidade dos produtos de prazo pela meta SELIC

	Meta SELIC Alta	Meta SELIC Baixa
Custo de Captação	Aumento	Diminuição
Taxa de Antecipação	Inalterado	Inalterado
Rentabilidade	Diminuição	Aumento

Fonte: elaborado pelo autor

Logo, cabe à Acquirer determinar a taxa de antecipação de acordo com a estratégia vigente a companhia. Em um primeiro momento, ajustar a taxa a fim de manter uma rentabilidade pode ser interessante, mas é necessário entender o impacto que isso terá na base de clientes, como por exemplo na taxa de *churn* da antecipação de recebíveis por assinatura.

Tanto no aspecto quantitativo de reprecificação da taxa de antecipação quanto no aspecto qualitativo de quais estabelecimentos devem ser reprecificados são pautas de extrema complexidade e de importância para a Acquirer. Dito isso, como o intuito deste trabalho não é esse, o tema não será aprofundado além disso.

4.3.2.3 Soluções de *E-commerce*

As receitas relacionadas aos serviços de *e-commerce*, por sua vez, são relativamente recentes para a Acquirer, possuindo pouca relevância no momento. As linhas de serviços

ofertadas estão diretamente ligadas com o comércio digital, permitindo que o estabelecimento comercial possa realizar cobranças de pagamento de forma *online*.

Existem três soluções de pagamento oferecidas atualmente, e o propósito de cada um dos serviços varia de acordo com a necessidade do cliente. A primeira opção parte de um conceito mais básico, onde o estabelecimento realiza a cobrança de pagamento do consumidor por meio de um *link* da internet.

Essa solução costuma ser utilizada mais para micro e pequenos empreendimentos, em que o estabelecimento possui um porte ainda baixo e usualmente possui um comércio simples, através de redes sociais famosas.

Em se tratando de comércios um pouco mais robustos, em que o próprio estabelecimento já possui uma própria página de vendas na internet, a segunda solução é a recomendada. Esse serviço possibilita ao estabelecimento criar uma página de pagamentos, que antecede imediatamente ao fechamento de uma transação (usualmente chamado de *checkout*).

Essa solução é focada para comércios que precisam integrar o seu site de produtos com alguma forma de cobrança de pagamento, além de passar uma imagem de robustez e segurança de seu negócio aos seus clientes.

A última solução de *e-commerce* oferecida pela Acquirer é a mais completa, destinada para clientes que desejam possuir uma ferramenta que permita a personalização na interface de pagamentos. Esse produto se trata de uma Interface de Programação de Aplicação (API), em que o cliente consegue integrar com o seu site e oferecer uma página de pagamentos personalizável.

Outro diferencial desse serviço é a entrega de códigos de programação que auxiliam o cliente na integração com diversas linguagens, como Java, Android, IOS, entre outros. Além disso, são ofertadas também ferramentas predefinidas, cada uma com interface e funções diferentes.

Como exemplo pode-se citar a ferramenta que possibilita a recompra em um mesmo site pelo consumidor sem a necessidade de preencher os dados novamente. Outra ferramenta oferecida é a renovação automática de um plano por assinatura, em que é cobrado do consumidor automaticamente.

4.3.2.4 Serviços Gerenciais e Transacionais

Esse último segmento ainda é pouco relevante para a Acquirer, referindo-se a serviços que auxiliam na gestão do negócio ou que possibilitem ao estabelecimento ter mais recursos durante uma transação.

Antes de detalhar o funcionamento dos serviços ofertados, vale comentar a vantagem competitiva do porte da Acquirer, que processa bilhões de transações por ano, permitindo o acesso a muitos dados sobre o varejo no país.

Com isso, a Acquirer enxergou a possibilidade em converter esses dados colhidos e transformá-los em informações, podendo gerar valor tanto para o uso interno (informações de mercado), quanto para o comércio (venda de informações pertinentes).

Assim surgiram os serviços gerenciais, ou seja, informações que oferecem Inteligência de dados para os seus clientes para que eles possam tomar a melhor decisão tendo como base a utilização de dados.

O principal serviço gerencial oferecido pela Acquirer é um relatório acerca do varejo do país, possuindo como diferencial um indicador calculado a partir de informações reais do varejo, obtidas das soluções de pagamento físicas e digitais da Acquirer.

Outro serviço gerencial relevante também se trata de informações de mercado, mas em uma escala muito mais micro e focada no negócio do cliente. A interface da ferramenta se dá no aplicativo da Acquirer, permitindo que o estabelecimento comercial entenda melhor o posicionamento do seu negócio em relação a negócios do mesmo porte, setor e região.

Além disso, a ferramenta também fornece informações sobre o perfil de renda, comportamento e frequência de compra dos seus consumidores, e faturamento médio de estabelecimentos próximos, para comparar com a média de negócios parecidos.

Em relação aos serviços transacionais, vale comentar que não são serviços isolados e por assinatura, como no caso dos gerenciais. Tratam-se de serviços incrementais aos PDV da Acquirer, complementando a operação de aquisição já oferecida.

Pode-se citar, por exemplo, o conversor de moedas oferecido como forma adicional de opção de pagamento. Ou seja, no momento da efetuação de pagamento por cartão pelo consumidor, irão aparecer algumas opções possíveis de moedas para pagamento. A Acquirer cobra uma taxa adicional por fazer o papel de conversor de moedas.

Por fim, outro serviço transacional relevante é a possibilidade de ofertar recarga de celulares pré-pagos nos PDV da Acquirer.

4.4 Análise do Ambiente Competitivo

Uma vez realizada a introdução do histórico e momento atual do mercado de pagamentos por cartões, bem como uma breve contextualização das estratégias e produtos da Acquirer, parte-se efetivamente para a análise estratégica da companhia.

4.4.1 Forças de Porter

Ter conhecimento do ambiente e o posicionamento da empresa frente aos outros agentes do mercado é essencial para a formulação de uma estratégia efetiva. Para isso, recorre-se às forças competitivas de Porter.

Poder de negociação com clientes: iniciando a análise pelas forças competitivas internas, com destaque para a negociação com os clientes, é importante retomar o recente passado da indústria de cartões e o atual momento do setor de adquirência.

Pela guerra de preços que se estabeleceu desde 2014, no contexto da "guerra das maquininhas", o setor de adquirência como um todo perdeu muito poder de barganha com os seus clientes, que nesse caso são os estabelecimentos comerciais.

A regra que prevalecia era do "menor preço", ou seja, a adquirente que oferecia as menores taxas conseguia credenciar o estabelecimento. Isso se deve pela falta de diferenciação entre os serviços oferecidos pela indústria de adquirência como um todo.

Em um momento anterior, o principal diferencial seria a exclusividade com as bandeiras. Dessa forma, o estabelecimento comercial era obrigado a ter mais de um PDV para conseguir oferecer todas as soluções de pagamento por cartões para os seus clientes.

Uma vez que isso se perdeu, com a possibilidade de interoperabilidade das bandeiras e das adquirentes, no quesito operacional e de eficiência, quase não já diferença entre os PDV oferecidos pelas adquirentes da indústria.

Conforme afirma o diretor de finanças e melhoria de performance da Acquirer, não há inovação radical na indústria de adquirência já faz mais de uma década, com raras exceções que são debatíveis.

O maior nível de inovação que é possível verificar são incrementais, como os PDVs sem a necessidade de deixar conectados às tomadas, ou a tecnologia *Near Field Communication*(NFC) que possibilita o pagamento apenas pela aproximação do cartão.

Assim, pela falta de diferenciação entre os modelos de PDV oferecidos pelas empresas

do setor, o critério mais importante continua sendo a taxa *Net MDR*, conforme afirma estudo da Mobile Transaction, empresa de análises estatísticas sobre a indústria de pagamentos.

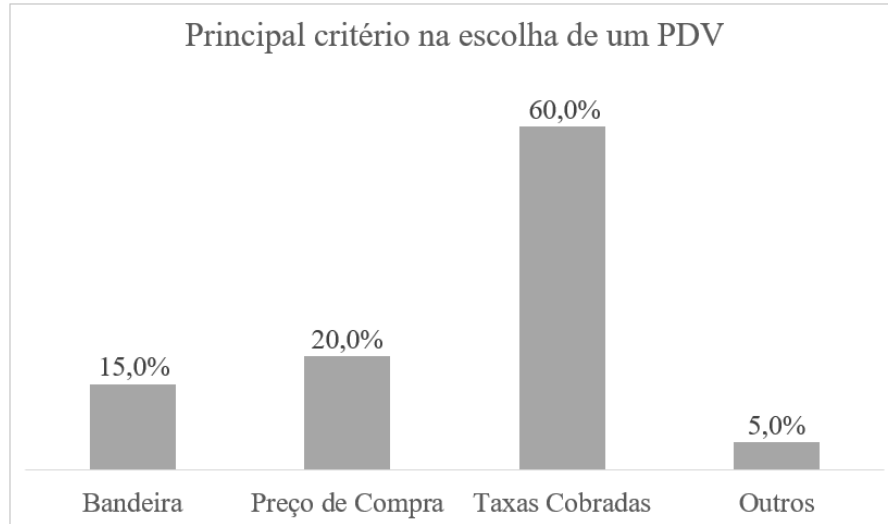


Figura 12: Principal critério na escolha de um PDV

Fonte: adaptado de *Mobile Transaction*

Portanto, considerando a forte concorrência consolidada no mercado de cartões, considera-se que os clientes possuem um alto poder de barganha, uma vez que o principal critério utilizado para o processo de escolha do PDV costumam ser as próprias taxas cobradas.

Poder de negociação com fornecedores: partindo para a análise da relação de poderes dos fornecedores, é importante salientar que a indústria de adquirência precisa de diferentes tipos de insumos para funcionar, desde matérias-primas até produtos acabados (a depender da estratégia da companhia), englobando também servidores ou tecnologia em nuvem (*Cloud Computing*).

Pensando no aspecto dos materiais físicos, tendo como exemplo os fornecedores dos PDV, é possível observar uma ampla concorrência, impulsionada principalmente pela globalização.

Atualmente os principais fornecedores com melhores custos usualmente se encontram em outros países. Dessa forma, considera-se um alto poder de barganha com os fornecedores para a parcela física do processo de adquirência.

Indo para a parcela tecnológica da operação de adquirência, existem vários outros agentes específicos da indústria que podem ser substitutos, compor apenas uma parcela, ou complementam os adquirentes. Como exemplo temos as subadquirentes e os *gateways*

de pagamento.

De maneira geral, eles não são relevantes para o entendimento do mercado de cartões, e existem poucos fornecedores independentes que atuam especificamente em algumas etapas do processo de aquisição como um todo.

Como todos principais participantes do setor já incorporam em sua companhia as etapas do processo de aquisição, não necessitando de fornecedores externos para realizar suas operações, considera-se uma baixa intensidade para fornecedores tecnológicos.

Rivalidade entre concorrentes diretos: considerando agora as forças competitivas externas, apesar da indústria possuir poucos *players* relevantes no cenário brasileiro, existe uma intensa competição entre os participantes.

Pensando tanto na operação de aquisição quanto no processo de Anticipation, todas principais empresas de pagamento por cartões oferecem ambos os serviços para os seus clientes.

A principal diferença entre os participantes de mercado costuma ser o foco estratégico do nicho de clientes. Existem empresas que focam no segmento de estabelecimentos com volumes transacionados maiores que um milhão de reais por ano, enquanto outros prezam por um número maior de credenciamentos, independente do faturamento.

Outro ponto importante de se comentar seria a recente arrefecida da "guerra das maquininhas", devido às maiores taxas de juros definidas pelo Banco Central a partir de 2022. Pela primeira vez, dentro de um escopo de quase sete anos, as adquirentes voltaram a reprecificar suas taxas praticadas para cima.

Contudo, temos observado uma rápida evolução de inúmeros modelos negócios diferentes. Apesar de improvável, é possível que surja um modelo que utilize o mercado de cartões como porta de entrada para criar uma base de clientes.

Além disso, a depender do futuro da indústria de cartões, é possível que mudanças no modelo de negócios do atual processo de aquisição possa fazer com que empresas passem a considerar entrar no setor.

De todo modo, considerando todos os segmentos de clientes e não sabendo o futuro comportamento da indústria, a competição continua sendo bastante acirrada. Assim, classifica-se a força de rivalidade entre concorrentes diretos como bem elevada, sendo provavelmente a força mais intensa no mercado de cartões.

Ameaça de novos entrantes: em relação à possibilidade da entrada de novos com-

petidores relevantes no mercado de cartões, especificamente em aquisição, considera-se um cenário bem improvável.

Ao pensar no passado recente, com a já recém entrada de três grandes *players* e práticas de mercado definidas pela indústria, é pouco provável que as empresas se sintam atraídas em entrar nesse mercado.

O principal motivo é a rentabilidade geral da indústria, que vinha caindo consistentemente. Para que um novo participante consiga se consolidar e roubar *market share* dos atuais líderes do mercado, seria necessário que o entrante praticasse taxas ainda menores, o que seria insustentável para o setor e para a própria empresa (no médio / longo prazo).

Outro motivo pertinente são as barreiras de entrada divididas em: aspectos legais, como a regulação frente ao Banco Central; o aspecto financeiro, como a necessidade de altos investimentos iniciais; e aspectos intangíveis e de marca, dado que existem empresas já muito bem posicionadas e com marcas muito mais conhecidas.

Por essas razões classifica-se a possibilidade de ameaça de novos entrantes como baixa, sendo sem dúvidas a força de menor intensidade do mercado de cartões.

Ameaça de produtos substitutos: sobre a ameaça de produtos que podem substituir o mercado de pagamentos por cartões, considera-se um risco relativamente alto, mas principalmente em um futuro mais distante.

Um claro exemplo de produto ameaça o mercado de cartões é o PIX, um meio de pagamento instantâneo brasileiro criado pelo Banco Central em que os recursos são transferidos entre contas em poucos segundos. A sua segurança e eficiência é garantida pelo próprio Banco Central.

O advento do PIX e a sua implementação em 2020 é um apenas um caso de como o mercado de cartões está em constante ameaça devido à novas tecnologias que podem surgir ao longo dos próximos anos.

Segundo dados do Banco Central, o meio de pagamento mais utilizado no segundo trimestre de 2022 no quesito de volume de transações continua sendo os cartões, com aproximadamente 9,5 bilhões. Não obstante o PIX em pouco mais de dois anos já se encontra na segunda posição, com quase 5,5 bilhões (Figura 13).

É interessante notar, porém, que se segmentarmos o mercado de cartões em crédito, débito e pré-pago, o PIX já se encontra em primeira posição, representando 27% do volume total, seguido por crédito com 19,7% e débito com 18,7% (Figura 14).

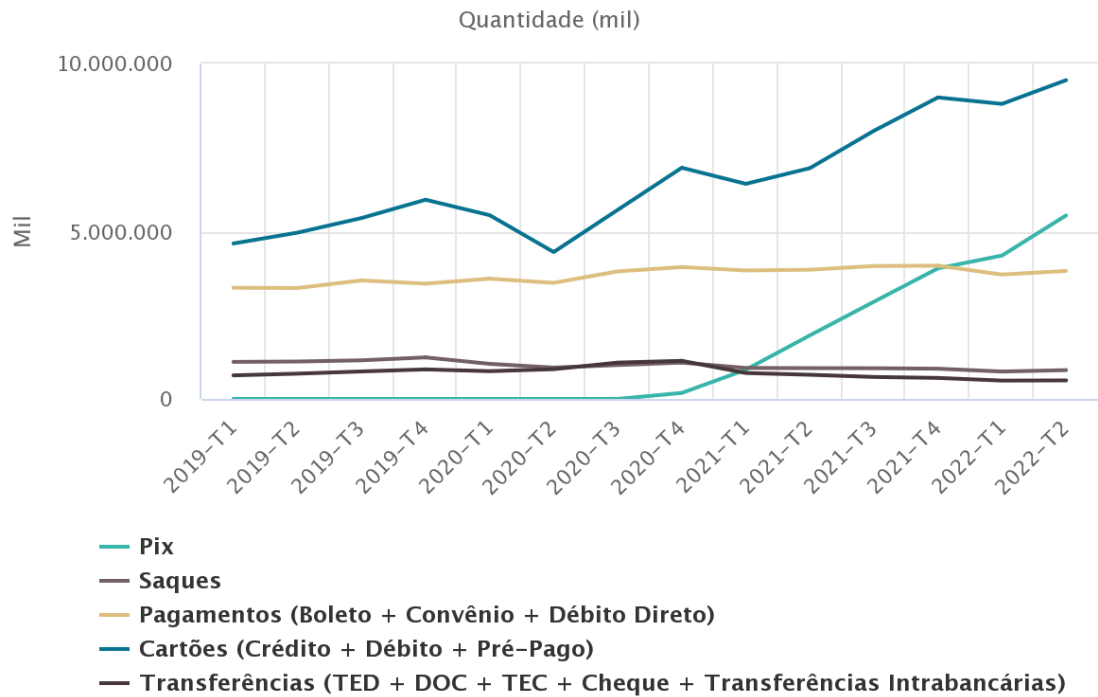


Figura 13: Evolução do volume de transações por meios de pagamento

Fonte: Banco Central

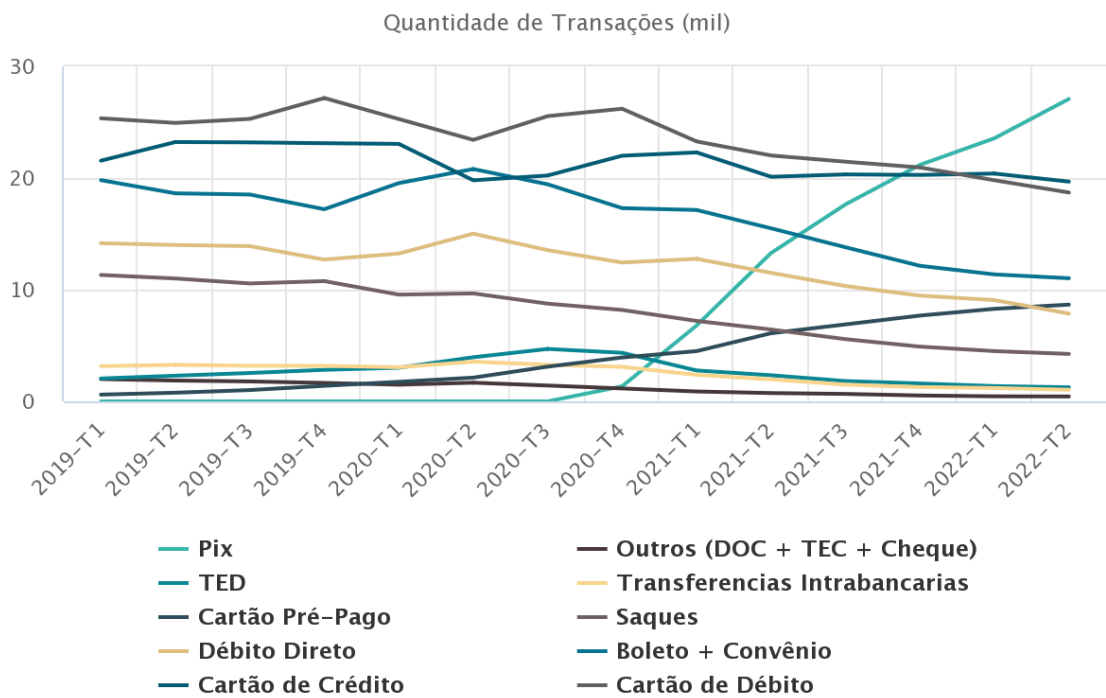


Figura 14: Evolução relativa do volume de transações por meios de pagamento

Fonte: Banco Central

Apesar da rápida penetração do PIX no Brasil, vale comentar um importante diferencial do mercado de cartões que é o prazo. Diferente da modalidade de pagamento por crédito, que apenas deve ser liquidado ao final do mês, ao utilizar o PIX como forma de pagamento, o capital sai imediatamente da conta do usuário (D+0).

Ainda no âmbito de produtos substitutos, diferente do PIX, que ameaça o mercado de cartões como um todo, surgiu recentemente, em 2022, um produto denominado de *Tap on Phone* que pode desafiar a indústria de adquirência.

O produto desenvolvido se baseia na tecnologia de NFC e permite que qualquer dispositivo celular possa se tornar um PDV. Assim, a necessidade do estabelecimento em possuir um PDV físico se torna praticamente irrelevante, mas ainda é imprescindível a contratação de uma adquirente para realizar a comunicação entre os agentes do mercado.

Com isso, classifica-se a ameaça de produtos substitutos como de alta intensidade, sendo atualmente a segunda força mais representante das cinco, mas com alto potencial de se tornar a primeira.

Assim, visando facilitar a consolidação do panorama atual e a perspectiva futura das forças de Porter no mercado de cartões, especificamente na indústria de adquirência, optou-se por criar a seguinte tabela ordenando o *ranking* das principais forças (Tabela 4).

Tabela 4: Cinco Forças de Porter: Atual x Projeção

	Contexto Atual	Perspectiva Futura
Barganha com Clientes	3°	3°
Barganha com Fornecedores	4°	5°
Rivalidade de Concorrentes	1°	2°
Ameaça de Novos Entrantes	5°	4°
Ameaça de Produtos Substitutos	2°	1°

Fonte: elaborado pelo autor

4.4.2 Análise SWOT

Uma vez definida a dinâmica estabelecida no mercado de cartões por meio da análise das forças de Porter, parte-se para uma visão que permite a visualização das forças e fraquezas da Acquirer frente aos seus concorrentes. Para isso, recorre-se à análise SWOT.

Forças: a Acquirer possui diversas vantagens devido aos mais diversos fatores. A fim de facilitar o entendimento, enquadraremos as forças da empresa em três diferentes

categorias: porte e posição no mercado; portfólio de produtos e serviços; e reputação empresarial.

Das forças que são atribuídas ao porte e posicionamento da Acquirer, pode-se elencar o financiamento de suas operações. Uma vez que a companhia possui capital aberto e um valor de mercado acima de 1 bilhão de reais, é possível negociar dívidas e captações a taxas muito mais atraentes em relação aos seus competidores.

Outro aspecto pertinente devido ao seu tamanho é confiança que o mercado enxerga de a Acquirer honrar seus passivos. Um exemplo disso é o seu relacionamento com os fornecedores, que permitem negociar prazos mais longos de pagamentos.

Entrando nas forças atribuídas à diferenciais operacionais e produtos oferecidos, a Acquirer conta com importantes contratos de exclusividade no processo de aquisição para determinadas empresas.

Tomando como exemplo uma empresa que ofereça cartão como meio de pagamento em sua plataforma, o contrato, durante sua vigência, prevê que a Acquirer será a única responsável por cuidar do processo de aquisição.

Ademais, além da operação de aquisição, a Acquirer oferece uma gama de serviços e produtos focadas no comércio digital e em serviços transacionais. Por mais que eles ainda não possuam uma composição relevante na receita da empresa, eles permitem a estratégia de "venda cruzada" de produtos, aumentando a capilaridade dos negócios da companhia.

Por fim, a Acquirer ainda conta com algumas investidas que corroboram em sua operação e servem também para diversificar suas linhas de receita.

Para finalizar a parte de forças, pode-se atribuir algumas vantagens devido à reputação empresarial e divulgação de marca que a Acquirer possui em nível nacional e internacional.

O primeiro ponto é o recrutamento e rentação de funcionários bem qualificados. Por ser uma empresa renomada, o mercado de trabalho também é favorável para a companhia, que consegue atrair talentos de faculdades conhecidas.

Vale ressaltar também a importância que a marca possui na associação com a imagem da empresa e no posicionamento do produto no mercado. Afinal, o posicionamento é a atividade de projetar a imagem de uma empresa com o objetivo de conquistar uma posição privilegiada na escolha de seu público-alvo (KARTAJAYA et al., 2021).

Fraquezas: a Acquirer possui algumas fraquezas frente aos seus competidores, muito relacionado à sua estrutura mais tradicional. De forma análoga às forças, iremos en-

quadrar as fraquezas da empresa em duas categorias: porte da empresa, e estrutura da organização.

Do mesmo jeito que o porte da empresa é uma força para a Acquirer, pensando em aspectos de mercado e em sua reputação, do outro lado da moeda, porém, ela pode também ser uma fraqueza.

No aspecto interno, mais intrínseco à formação da organização, é muito mais desafiador conseguir fazer uma gestão eficiente e eficaz de uma grande empresa em todos os níveis, desde o operacional, passando pelo tático, até o estratégico.

Por possuir vários funcionários alocados em diversas áreas, é necessário uma boa gestão por parte dos líderes para que a empresa como um todo convirja para um mesmo objetivo. A falta de integração e alinhamento entre os diferentes departamentos, por exemplo, podem resultar em desperdício de tempo e recursos.

Isso é um desafio que a Acquirer enfrenta constantemente, e apesar da implementação de diversas metodologias que contribuem na gestão eficiente, com o auxílio de consultorias terceiras (metodologia ágil, por exemplo), a falta de integração entre as diferentes áreas ainda é um problema pertinente.

Nas fraquezas que tangem a estrutura da organização, tratam-se de problemas referentes a aspectos operacionais enfrentados pela Acquirer, muito por conta do seu sistema legado que solidifica muitos processos.

Apesar da Acquirer manter os sistemas antigos por uma questão de confiabilidade e segurança, a manutenção desses sistemas geram maiores custos para a empresa, além de trazer riscos de mal funcionamento de *softwares*, principalmente quando se tenta implementar melhorias nesse processo.

Isso se deve em grande maioria pelo histórico da Acquirer, que já atua na indústria a mais de uma década, além também de sua composição acionária. Por possuir controladores mais tradicionais, vários sistemas são considerados imutáveis, pois estão indiretamente ligados com outras empresas.

Assim, a pouca maleabilidade na estrutura tecnológica da Acquirer geram incompatibilidade com tecnologias mais modernas, impedindo uma maior escalabilidade e automação de processos.

Outro problema significativo é a criação de uma dependência de funcionários que conseguem manusear esses sistemas legados, formando uma cultura em que pessoas com mais experiência na empresa são mais valorizadas que jovens talentos.

Oportunidades: por se tratar de um mercado com pouca inovação que está constantemente sendo ameaçado por outros produtos, no longo prazo, não existem oportunidades óbvias. Contudo, tendo em mente um escopo menor de tempo, é possível observar fatores externos que podem impactar positivamente a Acquirer.

Sobre as oportunidades de curto prazo, e para efeitos de tempo consideramos o escopo de 1 a 2 anos, é possível observar uma maior aderência ao uso de cartão de crédito no passado recente.

Isso se deve à maturação dos bancos digitais, no contexto da Nova Economia, em que houve um significativo crescimento no número de cartões emitidos, que se mantinha praticamente estagnado por quase 5 anos (Figura 15).

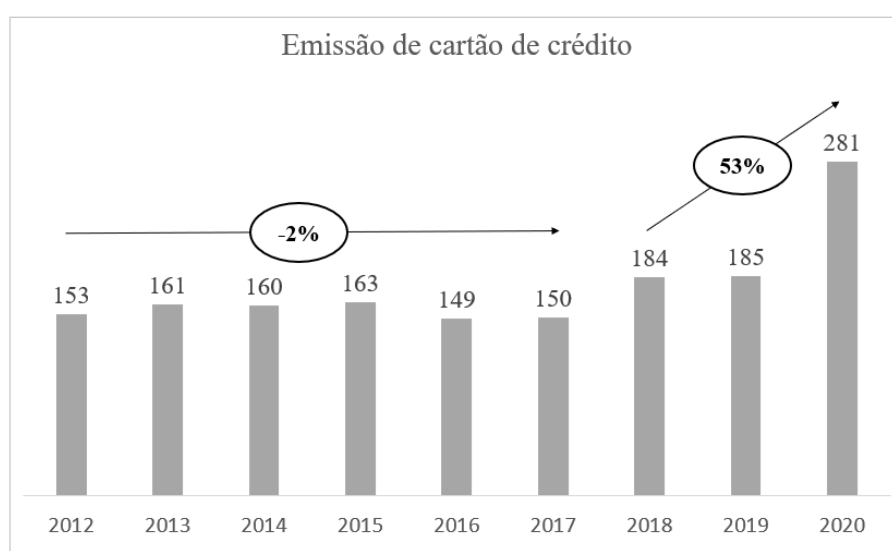


Figura 15: Evolução do número de cartões de crédito emitidos

Fonte: adaptado de Banco Central

Esse fato, somado ao recente aumento da quantidade de transações por cartões, corrobora para uma perspectiva positiva do mercado de cartões como um todo nos próximos anos, inclusive para a Acquirer.

Outra oportunidade que surge para a Acquirer (e a indústria de adquirência como um todo) para os próximos anos é o aumento da renda familiar do Brasil, bem como a penetração de cartões.

Por um lado, a penetração do número de cartões alavanca o número de transações do país, enquanto o aumento da renda familiar per capita alavanca o valor médio gasto pela população do país. Ou seja, as duas variáveis são os principais *drivers* do TPV de um país.

justificada pensando na importância para a inclusão financeira da população de menor renda e para a digitalização da atividade de pagamentos.

Assim, fica evidente como mudanças regulatórias podem surtir impactos no mercado de cartões como um todo, sendo no caso apresentado, a menor rentabilidade por parte dos emissores com cartões pré-pagos.

Outra mudança que pode representar uma ameaça para a Acquirer é o padrão de consumo do Brasil, ou seja, a maneira como uma pessoa adquire produtos e serviços. Dado que o mercado de cartões está dentro do sistema de pagamentos do país, caso uma nova modalidade de pagamento surja como mais vantajosa, é possível que a indústria de aquisição seja prejudicada.

Como comentado nas forças de Porter, o caso do pagamento instantâneo brasileiro (PIX) é um exemplo claro de como essa modalidade tem substituído os cartões como forma de pagamento dentro do mercado interno.

Por fim, a última ameaça clara para a Acquirer acaba sendo o desenvolvimento de produtos que podem substituir parcialmente ou integralmente as operações de aquisição.

Como comentado no capítulo anterior, uma tecnologia que surgiu recentemente e tem potencial de substituir os PDVs da operação de aquisição é o chamado *Tap on Phone*. Apesar de ainda necessitar de uma adquirente para realizar o processo de comunicação entre emissor e bandeira, esse produto deve reduzir drasticamente as receitas com a venda e aluguel dos PDVs para as adquirentes, inclusive a Acquirer.

Assim, uma vez ponderado todos os aspectos positivos quanto negativos, bem como os fatores geradores sendo de cunho interno ou externo, é possível consolidar as informações matriz indicada na figura 17.

	Fatores Positivos	Fatores Negativos
Fatores Internos	<ul style="list-style-type: none"> - Porte e Posicionamento de mercado da Acquirer; - Portfólio de produtos e serviços extenso e termos de exclusividade; - Boa reputação empresarial da Acquirer. 	<ul style="list-style-type: none"> - Porte da Acquirer no quesito organizacional; - Estrutura hierárquica e tecnológica tradicional da Acquirer.
Fatores Externos	<ul style="list-style-type: none"> - Processo de “bancarização” do Brasil devido aos bancos digitais; - Potencial de crescimento do TPV do mercado, impulsionado pela penetração de cartões e aumento da renda familiar do país. 	<ul style="list-style-type: none"> - Mudanças regulatórias no mercado e indústria da Acquirer; - Mudanças no padrão de consumo do Brasil; - Entrada e penetração de produtos substitutos no Brasil.

Figura 17: Análise SWOT da Acquirer

Fonte: elaborado pelo autor

4.5 Análise Estratégica da Acquirer

A análise do mercado e indústria em que a Acquirer está inserida é fundamental para entender o posicionamento da empresa dentro do ambiente competitivo, e serve de insumo para a formulação da estratégia da companhia.

Atualmente o time de estratégia da Acquirer possui um amplo conhecimento sobre a dinâmica da indústria de aquisição, e realiza acompanhamentos frequentes de indicadores pertinentes à operação de aquisição e produtos de prazo de seus concorrentes.

Se por um lado isso pode representar uma vantagem, por outro lado restam poucos recursos e tempo para uma análise mais detalhada sobre a estratégia vigente da Acquirer, considerando os atuais segmentos de negócios.

Diante desse cenário, essa seção dedica-se à análise estratégica da Acquirer, considerando principalmente o seu atual portfólio. Assim, espera-se entender quais são os melhores segmentos de negócios da companhia no momento, bem como seus respectivos potenciais de crescimento para os próximos anos.

4.5.1 Estratégia Competitiva Genérica

A Acquirer, apesar do contexto conturbado em que se encontra devido ao aumento da competitividade da indústria, continua sendo umas das líderes em seu setor. De acordo com estudo conduzido por um dos maiores institutos de pesquisa do Brasil, a Acquirer é a marca mais lembrada na categoria "maquininha de pagamento".

Fica evidente, portanto, a pertinência da companhia na indústria, mas não é claro as causas que levam a isso. Para entender de maneira geral o posicionamento da Acquirer que a tornam uma empresa relevante, recorre-se à análise pela estratégia competitiva genérica de Porter (1986).

Conforme indicado por Porter (1986), existem três estratégias genéricas que podem garantir a competitividade de uma empresa dentro de um mercado: diferenciação, liderança em custo, e enfoque. Analisaremos a Acquirer sob cada uma dessas óticas.

Diferenciação: como já mencionado durante a contextualização do mercado, existe pouca inovação que garanta um diferencial competitivo considerando estritamente o produto oferecido pelas adquirentes (PDVs).

Contudo, da ótica do consumidor, o valor enxergado por ele vai muito além do produto físico oferecido, englobando percepções e impressões que um consumidor possui sobre a empresa durante todo o seu processo de interação com ela (CLATWORTHY, 2019).

A experiência do cliente precisa ser considerada e gerenciada como um processo estratégico holístico para criar valor para o cliente, diferenciação, satisfação do cliente, lealdade e vantagem competitiva (JAIN et al., 2017).

Segundo Diretora de Marketing da Acquirer, a companhia procura sempre oferecer uma melhor experiência ao consumidor, começando com o processo de atendimento, oferta de um ecossistema completo de pagamentos, e a interação mantida após a conversão.

Assim, apesar de não possuir um produto que apresente um diferencial termos de utilidade, é possível inferir que **o poder de marca e o valor enxergado pelos consumidores garantem à Acquirer uma posição de destaque.**

Liderança em Custo: no quesito da oferta de preços oferecidos, a Acquirer não possui as taxas mais competitivas da indústria. Baseado em informações coletadas pelo time de estratégia da Acquirer em 2022, para a operação de adquirência, a companhia cobra as maiores taxas de mercado nas modalidades de crédito à vista e débito (Tabela 5).

Tabela 5: Taxa de *Net MDR* médias cobradas pelos *players* do Brasil

	Acquirer	Peer 1	Peer 2	Peer 3	Peer 4
Net MDR - Débito	2,39%	2,39%	1,99%	1,89%	1,29%
Net MDR - Crédito à vista	4,99%	3,19%	3,19%	3,09%	3,19%
Net MDR - Crédito parcelado	5,59%	4,29%	3,79%	6,40%	4,19%

Fonte: elaborado pelo autor

Em relação à taxa de antecipação cobrada nos produtos de prazo na antecipação de recebíveis, por ser uma informação confidencial, não é possível mostrar as taxas cobradas. Vale comentar, porém, que a Acquirer se encontra próximo da média de mercado, mas não se destacando em nenhum segmento.

Por fim, sobre as taxas de aluguel cobradas, via de regra todas as adquirentes costumam ter a mesma prática: valor fixo cobrado mensalmente, e isenção desse valor a depender do faturamento médio do cliente.

Os preços de aluguel cobrados variam de acordo com o modelo do PDV de cada uma das adquirentes (apenas na Acquirer existem mais de 50 modelos), mas em média, a companhia também cobra valores superiores em relação aos seus competidores.

Portanto, levando em conta todas as taxas cobradas pela Acquirer em relação aos seus *peers*, é possível verificar o posicionamento da companhia como uma marca mais *premium*. Ou seja, **a relevância da Acquirer não se dá pela liderança em custos.**

Enfoque: existem vários tipos de foco a se especializar como regiões geográficas, produto oferecido ou público-alvo. No caso da indústria de adquirência, o produto é essencialmente o mesmo (PDV e operação de adquirência). Logo restam enfoques geográficos ou de clientela.

Analisando a Acquirer, a companhia possui atuação em todos os estados brasileiros, tendo como base ativa de credenciados mais de 500 mil clientes. Atualmente a empresa atende mais de 5500 municípios no Brasil, o que equivale a 99% da totalidade do país.

Segundo diretora de Marketing da Acquirer, a construção de uma marca lembrada pela população se deve ao foco da companhia de expandir sua base de clientes através da capilaridade geográfica, diferenciando-se dos seus principais concorrentes.

Apesar de atuar na quase totalidade do país, a Acquirer aloca mais recursos e esforços em regiões em que o comércio é mais elevado, como as regiões Sudeste e Sul. Porém,

a prática está mais relacionada ao princípio de Pareto (comumente chamada de regra 80/20), em que maior parte do faturamento advém dessas localidades, mas não existe necessariamente uma estratégia de foco geográfico.

Sobre os diferentes tipos de público em que as adquirentes podem se especializar, é comum no mercado a divisão em três segmentos: pequeno porte, médio porte, e grande porte. A estatura de um cliente é definido de acordo com faixas de faturamento total transacionado, usualmente é classificado da seguinte forma: abaixo de R\$ 120 mil por ano para as pequenas, acima de R\$ 1 milhão por ano para as grandes, e o intervalo contido entre as duas para as médias.

Algumas adquirentes possuem grandes bancos como controladores, cujos clientes usualmente são empresas de grande porte. Tendo isso em vista, essas credenciadoras possuem historicamente uma concentração nesse segmento de público. Já para as *fintechs* de pagamento que surgiram nos anos mais recentes, a sua estratégia consistiu em penetrar e atuar nos públicos com menores faturamentos, ou seja, empresas de pequeno e médio porte.

No caso da Acquirer, há uma proporção relativamente equilibrada na sua composição da base de clientes. Existe uma parcela de clientes de grande porte que é em parte deficitária, ou seja, não possuem trazem resultados positivos para a empresa. O único motivo para se manter esses clientes é por uma questão de manutenção de *market share*.

Ainda na base de clientes ativa da Acquirer, existe uma boa representatividade de clientes de médio porte, que vem ganhando bastante relevância na composição total no último ano. Por fim, os clientes de pequeno porte, apesar de serem bastante em termos de quantidade, é bem pouco expressivo no quesito de faturamento total (representa menos de 5% do TPV da companhia).

Logo, devido ao relativo equilíbrio entre os clientes de grande e médio porte da Acquirer, assim como a alta capilaridade geográfica e atuação nos estados brasileiros, é possível afirmar que **não existe uma estratégia de enfoque na Acquirer.**

4.5.2 Matriz BCG

A matriz BCG é essencial para gerenciar o portfólio de produtos e indicar a melhor estratégia de investimentos, uma vez que ela permite compreender a relevância de cada produto no mercado, bem como seu potencial de crescimento no futuro. Para a Acquirer, iremos considerar os quatro segmentos de negócio da companhia.

Operação de Adquirência: a operação de aquisição é sem dúvidas o principal

segmento da Acquirer no momento, representa metade da receita total da companhia nos últimos anos.

Além dos aspectos econômicos, a imensa maioria dos clientes da Acquirer foram credenciados pela companhia por conta da operação de aquisição, sendo posteriormente ofertado outros serviços. Assim, é possível afirmar que a grande parte da base de clientes da empresa se deve ao seu *core business*.

Considerando as perspectivas futuras, porém, há uma incerteza sobre o futuro da indústria. Como já comentando, a constante ameaça de produtos substitutos, bem como a crescente penetração do PIX são grandes desafios a serem superados pela indústria.

O mercado de capitais, por exemplo, não vê com bons olhos essa falta de clareza. Tomando como base o desempenho histórico dos últimos 5 anos das maiores adquirentes do Brasil (ou o histórico máximo, caso não tenha 5 anos como empresa listada na bolsa), elas acumulam em média perda de mais de 70% do seu valor de mercado no período.

A partir dessas grandes incertezas, classifica-se o segmento de aquisição da Acquirer como **Vaca Leiteira**.

Produtos de Prazo: os produtos de prazo, por sua vez, possuem relevância considerável para a Acquirer, representando mais de um quinto da receita total da companhia.

Considerando o histórico desse segmento de negócio da companhia, é possível ver um crescente aumento da penetração desse produto na base de clientes da Acquirer (Figura 18).

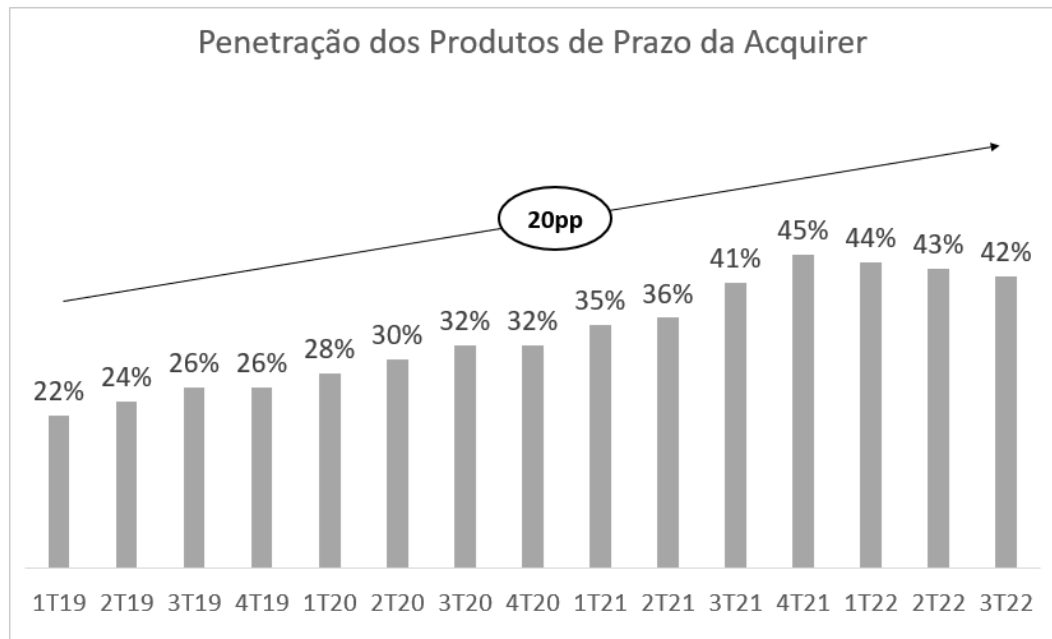


Figura 18: Evolução da Penetração dos Produtos de Prazo da Acquirer

Fonte: elaborado pelo autor

A recente queda da penetração dos produtos de prazo no último ano se deve principalmente pelo efeito de reprecificação da taxa de antecipação. Ainda assim, o volume total antecipado tem crescido nesse ano, devido ao aumento do TPV no mercado de cartões (Figura 19).

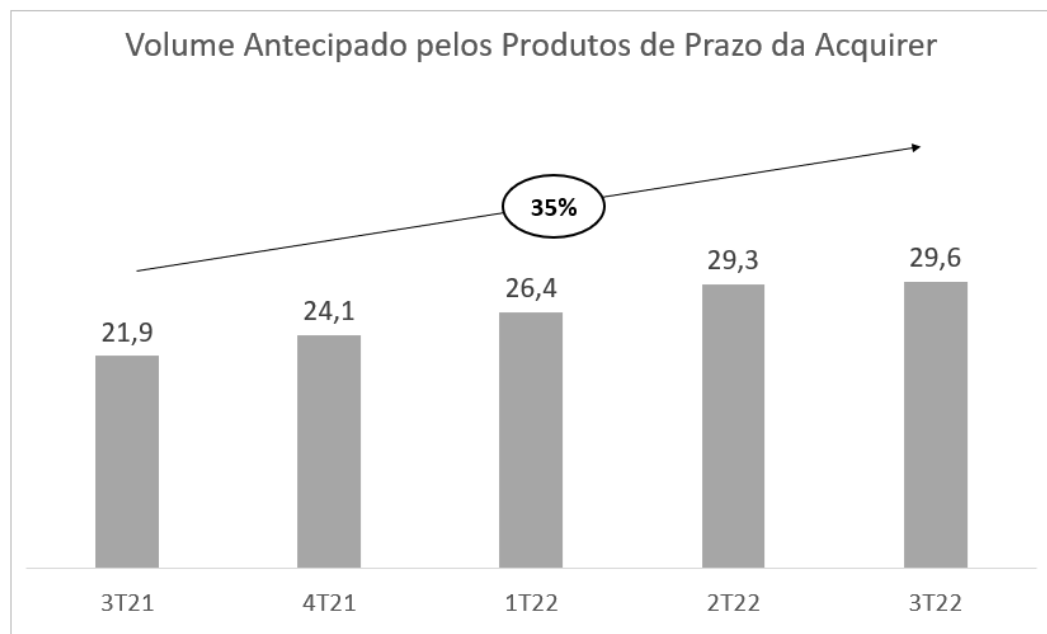


Figura 19: Evolução do Volume Total Antecipado pela Acquirer

Fonte: elaborado pelo autor

Dessa forma, fica claro a expressiva contribuição que esse segmento de negócios possui na Acquirer, dado o crescimento do TPV da indústria e o possível incremento na penetração da base. Classifica-se o segmento de produtos de prazo, portanto, como **Estrela**.

E-commerce: os serviços de soluções digitais oferecidos pela Acquirer são bem recentes, tendo sido criados há menos de 5 anos. Ainda assim, espera-se que esse segmento contribua com cerca de 12% do volume total capturado pela Acquirer em 2022, mas não apresentando relevância significativa na receita.

Isso se deve pelo *boom* do comércio digital nos últimos anos, impulsionado também pela crise sanitária causada pela Covid-19 no ano de 2020 que impossibilitou as compras físicas, durante sua vigência.

Segundo estudo conduzido pela Statista, empresa especializada em dados de mercado, estima-se que o Brasil será o país com maior crescimento anual em termos de volume transacionado pelos próximos 3 anos (Figura 20).

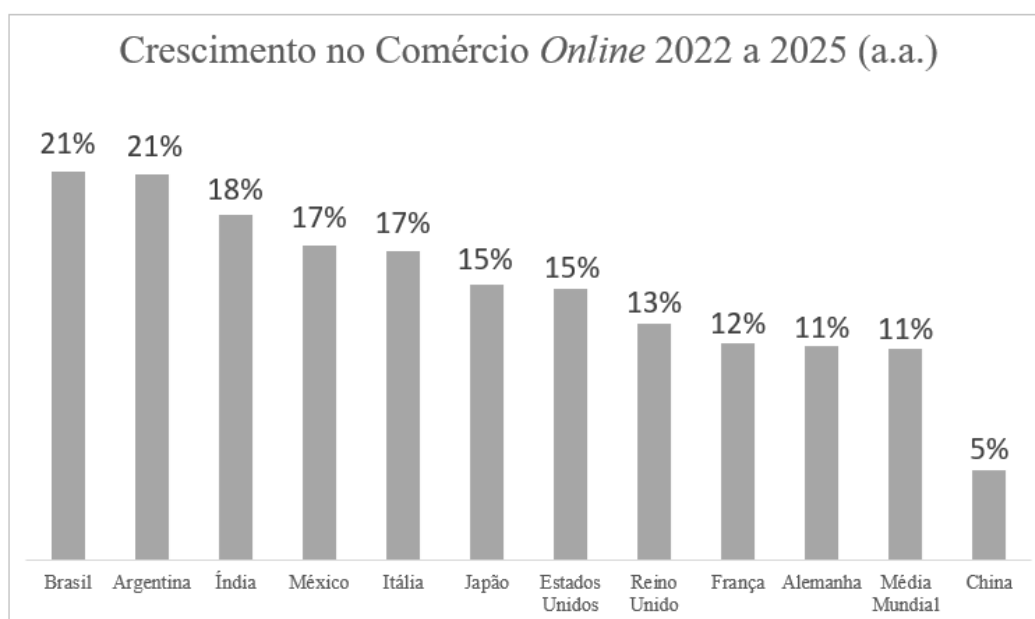


Figura 20: Crescimento no Comércio *Online* esperado entre 2022 e 2025

Fonte: adaptado de Statista

Ainda sobre a pesquisa, o principal fator que influenciou o resultado foi a baixa penetração de compras online do Brasil quando comparado com demais países emergentes e desenvolvidos.

No Reino Unido, 84% das pessoas realizaram pelo menos uma compra nos últimos 12 meses, seguido por Estados Unidos e no Japão, com uma taxa de 77%. Por outro lado,

no Brasil, apenas 49% da população realizou ao menos uma compra online no último ano (Figura 21).

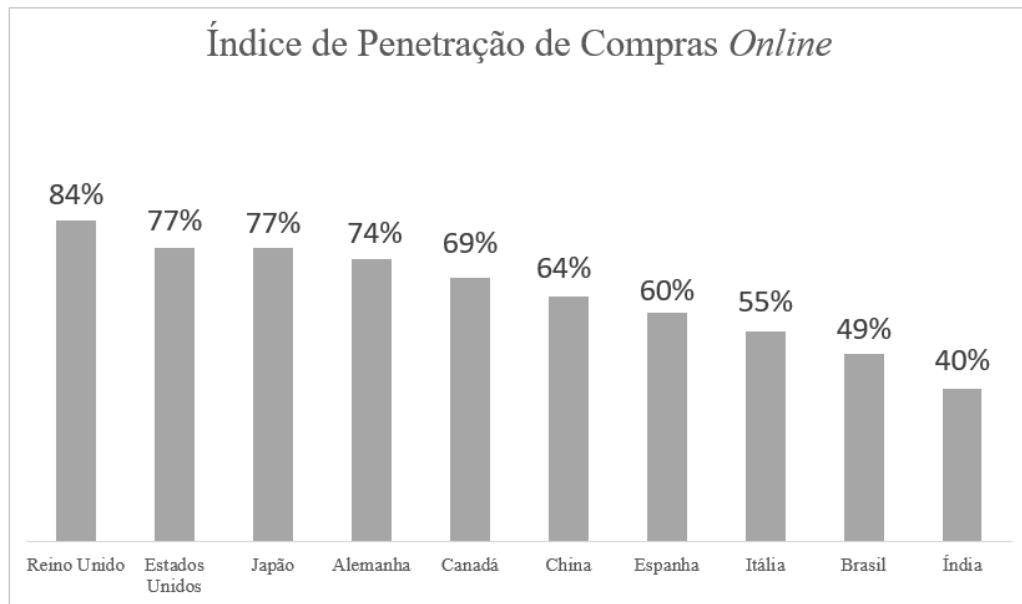


Figura 21: Penetração de Compras *Online* (uma compra *online* nos últimos 12 meses)

Fonte: adaptado de Statista

Portanto, apesar de ainda não ser um segmento pertinente para a Acquirer, é uma unidade de negócios que possui alto potencial de crescimento, sendo classificada atualmente como **Ponto de Interrogação**, mas com boa visibilidade de se tornar uma **Estrela** em um futuro breve.

Serviços Gerenciais e Transacionais: os serviços transacionais da Acquirer, via de regra, são produtos complementares à operação de adquirência, não possuindo relevância por si só. Os serviços gerenciais, por sua vez, conseguem funcionar sem a adquirência, mas também não possuem grande importância em termos de resultado ou volume para a companhia.

A utilidade atual desse segmento de negócios é a adição de valor aos clientes da Acquirer, cujo objetivo é oferecer um ecossistema de soluções completo. Segundo Diretora de Produtos da Acquirer, os clientes que assinam mais de um produto da Acquirer usualmente possuem um *churn* menor, permitindo um relacionamento mais duradouro, gerando valor a longo prazo para a companhia.

Assim, apesar de não contribuir diretamente nos resultados econômicos da companhia, esse segmento pode auxiliar na retenção e rentabilização da base de clientes, mas não se

sabe ainda se o suficiente para gerar valor para a companhia. Dessa forma, classifica-se como **Ponto de Interrogação**.

Contudo, considerando a contribuição econômica direta advindas do segmento, bem como os custos envolvidos para mantê-lo, como times para rodar a operação (despesa com folha de pagamento), desenvolvedores, consultorias, entre outros, as condições de viabilidade econômica não são satisfeitas. Assim, se as condições se mantiverem assim por um tempo prolongado, é provável que esse segmento passe a se tornar um **Abacaxi**.

Considerando todos os segmentos de negócio apresentados, bem como as análises qualitativas embasadas por dados, na medida do possível, consolida-se a matriz BCG conforme indicado na figura 22.

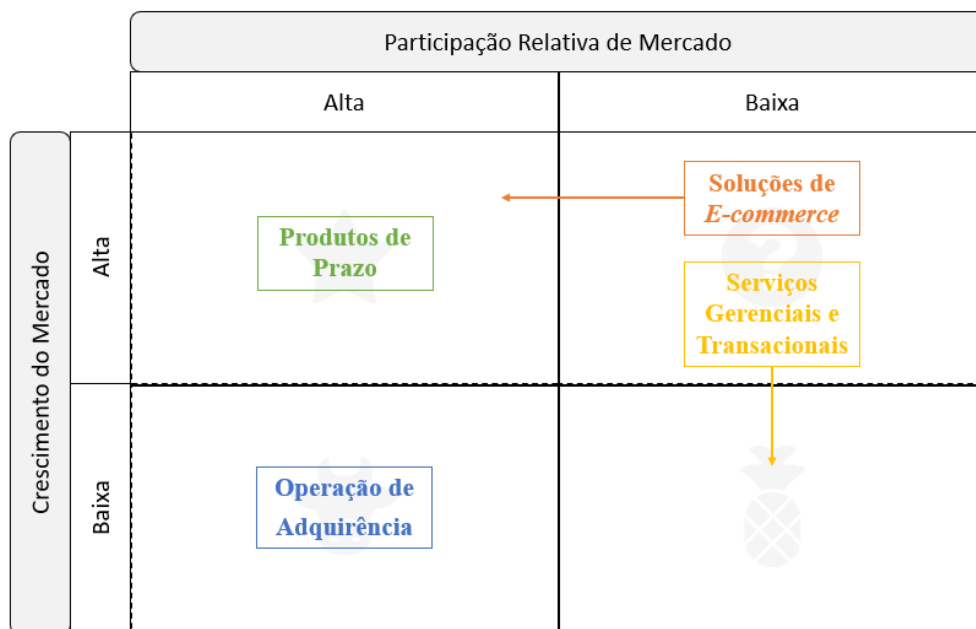


Figura 22: Matriz BCG da Acquirer

Fonte: elaborado pelo autor

4.5.3 Método dos *GAPs*

O Modelo das Lacunas permite encontrar possíveis oportunidades nos produtos oferecidos considerando o desempenho dos concorrentes e a importância na ótica dos clientes. Assim, é de suma importância para a companhia gerenciar o portfólio de produtos visando "preencher as lacunas" encontradas. Novamente, para a Acquirer, iremos tomar como base os quatro segmentos de negócio da companhia.

Antes de aplicar a metodologia, é de suma importância classificar os segmentos de

negócio da Acquirer dentro dos três critérios competitivos, conforme conceituado por Slack (2009): ganhador de pedido, qualificador e menos importantes.

Operação de Adquirência: a Acquirer é incontestavelmente conhecida pela sua operação de aquisição, sendo a principal porta de entrada para os outros produtos ofertados pela companhia. Dessa forma, classifica-se esse segmento de negócio como **critério qualificador**.

Por ser uma das líderes da indústria de aquisição, a Acquirer possui um desempenho relativo aos concorrentes acima da média. Sobre a percepção do clientes, a Acquirer segue uma estratégia genérica de diferenciação devido à sua marca, possuindo também uma posição de destaque.

Produtos de Prazo: a alguns anos atrás, quando o segmento de produtos de prazo na indústria de aquisição ainda não era tão difundido entre os *players* do mercado classificaríamos como um critério ganhador de pedido. Recentemente, com a comprovação de sucesso do produto e a alta prioridade dada pelas empresas do setor nesse segmento, existe o argumento de ter se tornado um critério qualificador.

Contudo, há empresas relevantes na indústria que não ofertam a antecipação de recebíveis, apesar dessa prática não ser bem vista pelo mercado. Independente, a existência de companhias que sobrevivem são qualificadas como adquirentes, mesmo sem o segmento de produtos de prazo em seu portfólio, é o suficiente para classificarmos como **critério ganhador de pedido**.

Para os produtos de prazo, os principais critérios utilizados para se comparar o desempenho e valor enxergado pelo cliente são a taxa de *Spread* e o prazo a ser antecipado. No primeiro critério, a Acquirer costuma cobrar taxas em linha com a média do mercado, variando a depender das condições macroeconômicas. No momento de confecção desse trabalho, a Acquirer cobra uma das menores taxas dentro das maiores adquirentes do mercado. Pensando no prazo de recebimento dos clientes, a Acquirer é uma das poucas companhia que consegue antecipar o recebível dos clientes para o mesmo dia.

Soluções de E-commerce: seguindo o mesmo racional dos produtos de prazo, as soluções digitais para o *E-commerce* tiveram sua importância aumentada apenas nos anos recentes. Apesar de todas as grandes adquirentes do Brasil ofertarem produtos relacionados ao *E-commerce*, a maior parte está relacionada à operação de aquisição digital (subadquirentes, por exemplo). Logo, iremos enquadrar esse segmento como **critério ganhador de pedido**.

Apesar de representar mais de 10% do volume transacionado da companhia, as soluções de *E-commerce* da Acquirer se encontram em linha com as de seus concorrentes. As grandes adquirentes do mercado possuem bastante investimentos na ponta de adquirência digital, e já formam redes de parcerias com grandes empresas de tecnologia e plataformas de negócios digitais.

A Acquirer, por sua vez, conta com contratos que garantem a exclusividade da operação de adquirência digital com algumas empresas que possuem uma plataforma digital bem relevante no mercado, equilibrando a relevância do segmento com a competição.

Serviços Transacionais e Gerenciais: para o segmento de serviços tanto transacionais quanto gerenciais, nenhum dos dois são qualificadores pois não são essenciais para uma empresa de adquirência. Considerando a importância desses serviços para a Acquirer, apesar de poderem servir como alavancas de geração de valor e manutenção de clientes, é difícil mensurar quantitativamente a efetiva relevância deles. Dessa forma, por não contribuírem muito nos resultados da companhia, qualificamos esse segmento como **critério menos importante**.

Apesar disso, na Acquirer existem times e recursos dedicados para o desenvolvimento de novos produtos transacionais e gerenciais complementares, mas os seus principais do mercado também possuem uma ponta de serviços adicionais que não contribuem muito para os seus resultados diretamente.

Uma vez alocados cada um dos segmentos de negócio da Acquirer nos critérios competitivos, aplica-se o modelo das lacunas a fim de verificar possíveis *gaps* entre o desempenho obtido em relação aos concorrentes e a percepção observada pelos clientes (Figura 23).



Figura 23: Modelo dos Gaps dos segmentos de negócios da Acquirer

Fonte: elaborado pelo autor

4.6 Readequação do modelo de negócios

4.6.1 Estratégia do *Blue Ocean*

Uma vez readequada a estratégia dos atuais segmentos de produto da Acquirer, é também de extrema importância que a companhia consiga adequar o seu modelo de fazer negócios a fim de manter sua relevância em uma indústria que vem perdendo bastante força nos últimos anos. Para isso, recorre-se à estratégia do *Blue Ocean*.

A estratégia do Oceano Azul procura encontrar mercados inexistentes ou subexplorados, criando ou formando uma nova demanda. No caso da Acquirer, iremos explorar os principais pontos que a tornam uma empresa pertinente no mercado.

O foco de estratégia genérico da Acquirer é a diferenciação, constituído principalmente pela sua reputação, poder de marca, e capilaridade de atuação, contando com uma base ativa de mais de 500 mil credenciados.

Assim, **criar um relacionamento de confiança assegurado por um nome relevante no mercado, bem como um alcance bem extenso**, pode por si só ser um recurso a ser explorado pela empresa. No momento, a principal utilização dessa força é

para a operação de aquisição e os serviços gerenciais.

Outro aspecto pouco explorado pela Acquirer é **a enorme quantidade de informação que a companhia possui acerca de seus clientes**, tendo utilidade como análise de dados principalmente na precificação de taxas a serem exercidas pela empresa.

Por fim, a Acquirer também conta com uma **enorme força comercial própria, com mais de mil colaboradores dedicados apenas na oferta, afiliação, logística e manutenção** dos PDVs da companhia.

Tendo em vista essas três forças da Acquirer, juntas formam os insumos necessários para que a empresa consiga atuar como um **canal de distribuição indireto completo**, capaz de alcançar os clientes, possuir dados para ter mais efetividade nos clientes a serem ofertados os produtos, e realizar o processo de transporte e relacionamento com os clientes.

O conceito por trás da ideia é simples: ao invés de continuar utilizando suas forças e diferenciais para atuar exclusivamente em uma indústria que tem perdido lucratividade consistentemente, a Acquirer pode abranger ainda mais sua operação e funcionar como um canal indireto para outras empresas também.

Assim, parte-se de um mercado de características de Oceano Vermelho, para um mercado pouco desenvolvido e até inexplorado, ao menos no Brasil. Existem empresas e negócios que atuam em alguns desses segmentos, mas que ofereça um serviço com as três pontas ainda não é conhecida (Figura 24).

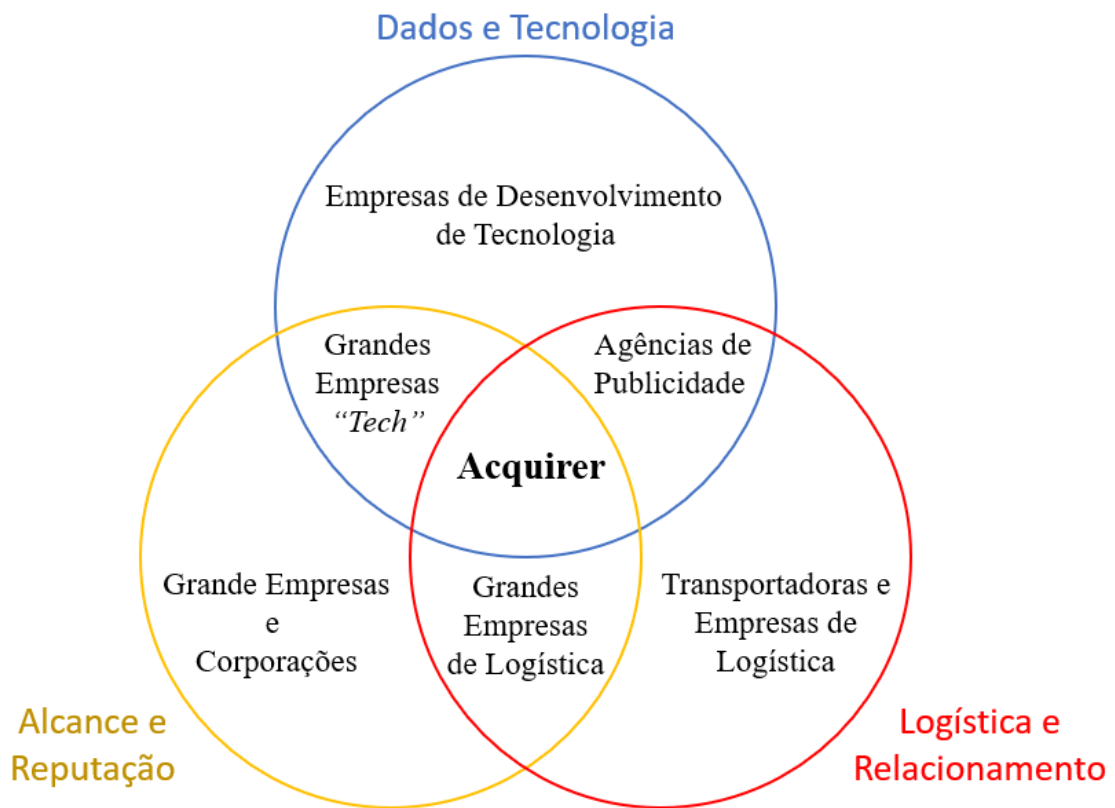


Figura 24: Novo modelo de negócios proposto em relação a outros negócios

Fonte: elaborado pelo autor

Dessa forma, espera-se que a Acquirer utilize de suas já atuais forças e adapte o seu modelo de negócios para um formato mais abrangente de parcerias, baseado agora em uma relação *win-win*, ao invés de uma relação predatória.

Pàra exemplificar, imagine o caso dos bancos digitais, ou até mesmo de empresas de tecnologia focadas em soluções de *E-commerce*. No primeiro caso, exemplos como a empresa Nubank desenvolvendo o *Tap on Phone* é uma forma clara de produtos substitutos dos PDVs. Já no caso das empresas de *E-commerce*, existe uma competição quase direta entre algumas soluções oferecidas pela Acquirer.

Com o novo modelo de negócios proposto, a Acquirer não iria tentar desenvolver produtos e serviços que competissem com as empresas acima, e além disso, serviria como um canal que ajudaria no mapeamento, divulgação e conversão para os seus parceiros. Em contrapartida, é claro, espera-se algum tipo de benefício, seja ele direto ou indireto.

O benefício direto seria um ganho financeiro imediato, como uma espécie de rebate. O benefício indireto, por sua vez, seria, por exemplo, a assinatura de um contrato que garantisse à Acquirer a exclusividade de toda a operação de aquisição daquele parceiro.

Independente do tipo de benefício, o formato de relação permanece sendo, em última análise, complementar, criando-se uma simbiose de cooperação entre a Acquirer e seus parceiros.

4.7 Readequação das diretrizes estratégicas

A readequação será feita tomando como base os três pilares estratégicos vigentes da Acquirer: eficiência operacional, foco em adquirência, e adequação ESG e tecnológica.

Indo por partes, iniciando a análise pelo primeiro pilar, a busca por uma eficiência operacional é de extrema importância para uma empresa, especialmente uma do porte da Acquirer. Além disso, seguindo com a estratégica genérica que garante o seu diferencial como a consolidação da marca, uma melhor gestão usualmente implica também em menores custos, o que corroboraria para melhores resultados da companhia.

Por fim, indo em linha com a proposta de readequação do modelo de negócios, uma maior capilaridade e expansão do time comercial traria uma maior atratividade aos potenciais parceiros, uma vez que um maior alcance e base de clientes iriam garantir uma melhor reputação. Dessa forma, esse pilar deve ser mantido.

Sobre o pilar de foco em adquirência, baseado no recente passado da empresa com aquisições mal-sucedidas, é compreensível a fixação desse pilar. Contudo, como comentado inúmeras vezes, a indústria tem perdido rentabilidade de forma generalizada, e a Acquirer, especificamente, tem perdido *market-share* nos últimos anos.

Com isso, ater-se a um *core business* que, apesar de ainda ser rentável e ser a principal linha de receitas da companhia, pode ser insustentável a longo prazo, ainda mais na dinâmica estabelecida na Nova Economia. Tendo isso em vista, propõe-se a adaptação do pilar para "Manutenção da operação de adquirência" e a adição do pilar "Investimentos em Produtos de Prazo e Soluções E-commerce".

A ideia seria continuar investindo na adquirência visando a conservação do *market-share* e manter a sua principal fonte de receita, mas o foco efetivo deveria estar nos produtos de prazo e na soluções *E-commerce*. Como observado pela Matriz BCG, ambos possuem grande potencial de crescimento, sendo que os produtos de prazo já representam parcela significativa da receita da Acquirer.

Considerando o método dos GAPs, é importante investir nos produtos de prazo para continuar garantindo um melhor desempenho frente aos concorrentes, enquanto as solu-

ções de *E-commerce* ainda possuem espaço para uma evolução de patamar.

Finalmente, tendo em vista o último pilar de estratégico de adequação ESG e tecnológica, dada a defasagem tecnológica, em alguns aspectos da operação, da companhia, somada à tendência de conscientização social e ambiental, opta-se por manter o pilar.

5 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA ÀS FINANÇAS CORPORATIVAS

5.1 Avaliação Econômico-Financeira da Acquirer

5.1.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado

5.1.1.1 Premissas adotadas

Para a aplicação do método do fluxo de caixa descontado da Acquirer, há limitações significativas devido à confidencialidade das informações que seriam apresentadas. A fim de resguardar a companhia, iremos assumir algumas premissas que irão simplificar um pouco o cálculo dos valores:

- **Premissa 1:** O lucro operacional projetado para 2023 foi multiplicado por uma constante. O valor de mercado da Acquirer também foi multiplicado pela mesma constante de forma que os valores encontrados não impactarão na conclusão dos resultados (implicação: os valores estarão distorcidos, mas o resultados obtidos não);

- **Premissa 2:** A alíquota de imposto sobre o lucro da Acquirer é dado pelo imposto de renda e contribuição social, que totalizam 34% (implicação: imposto sobre o lucro é de -34%);

- **Premissa 3:** O reinvestimento em ativos imobilizados e intangíveis da companhia serão equivalente ao valor exato do efeito da depreciação contábil (implicação: CAPEX = Depreciação);

- **Premissa 4:** O capital de giro líquido da empresa se mantém praticamente constante ao longo dos próximos anos (implicação: Δ Capital de Giro = 0);

- **Premissa 5:** O crescimento médio do Lucro Operacional da empresa para os próximos 10 anos é dado pelo leve efeito de ganho de eficiência operacional e crescimento das receitas (próximo da inflação). Assim estima-se um crescimento de 7,0% ao ano (implicação: Lucro Operacional dos próximos 10 anos é 107% maior que o ano anterior);

- **Premissa 6:** Ao final dos 10 anos de projeção, estima-se que o Fluxo de Caixa Livre da Acquirer crescerá segundo a inflação de longo prazo projetada, que equivale a 3,0%, segundo o relatório Focus do Banco Central (implicação: Fluxo de Caixa Livre após 10 anos é 103% maior que o ano anterior).

- **Premissa 7:** O valor presente que estaremos considerando nesse caso é a data base de 01/01/2023 (denominado de início de 2023). As projeções estimadas são todas considerando a data base de 31/12 dos respectivos anos, ou seja, o final do ano. (implicação: o tempo em anos considerado para o fator de desconto serão números naturais, iniciando em 1 para 2023 e finalizando com 10 em 2032).

5.1.1.2 Fluxos de Caixa projetados da Acquirer

Primeiramente, devemos estimar o fluxo de caixa livre para os próximos anos da Acquirer. Utilizando a projeção do Lucro Operacional (EBIT) para 2023 fornecido pelo time de Planejamento Financeiro da Acquirer (multiplicado por uma constante entre 0,20 e 5,00), o Fluxo de Caixa Livre da companhia para os próximos 10 anos pode ser observado nas tabelas 6 e 7.

Tabela 6: Fluxo de Caixa - 2023 a 2027

	2023	2024	2025	2026	2027
= Lucro Operacional (EBIT)	3.500	3.675	3.859	4.052	4.254
<i>(-) Imposto sobre Lucro</i>	<i>-1.190</i>	<i>-1.250</i>	<i>-1.312</i>	<i>-1.378</i>	<i>-1.446</i>
<i>(-) Var. Capital de Giro Líquido</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>(-) CAPEX</i>	<i>-a</i>	<i>-b</i>	<i>-c</i>	<i>-d</i>	<i>-e</i>
<i>(+) Depreciação /Amortização</i>	<i>+a</i>	<i>+b</i>	<i>+c</i>	<i>+d</i>	<i>+e</i>
= Fluxo de Caixa Livre	2.310	2.426	2.547	2.674	2.808

Fonte: time da Acquirer e adaptado pelo autor; valores em [R\$ milhões]

Tabela 7: Fluxo de Caixa - 2028 a 2032

	2028	2029	2030	2031	2032
= Lucro Operacional (EBIT)	4.467	4.690	4.925	5.171	5.430
<i>(-) Imposto sobre Lucro</i>	<i>-1.519</i>	<i>-1.595</i>	<i>-1.674</i>	<i>-1.758</i>	<i>-1.846</i>
<i>(-) Var. Capital de Giro Líquido</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>(-) CAPEX</i>	<i>-f</i>	<i>-g</i>	<i>-h</i>	<i>-i</i>	<i>-j</i>
<i>(+) Depreciação /Amortização</i>	<i>+f</i>	<i>+g</i>	<i>+h</i>	<i>+i</i>	<i>+j</i>
= Fluxo de Caixa Livre	2.948	3.096	3.250	3.413	3.584

Fonte: time da Acquirer e adaptado pelo autor; valores em [R\$ milhões]

5.1.1.3 Custo de Capital da Acquirer

Para o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), deve-se calcular os percentuais de capital próprio e capital de terceiros da Acquirer, bem como os seus respectivos custos.

Começando pelo cálculo dos percentuais, a Acquirer possui como dívidas relevantes os financiamentos de antigas investidas realizadas e o montante referente aos fundos de direitos creditórios das operações de antecipação. A parcela de capital próprio é apenas o capital social da companhia. Assim, a proporção fica próxima de 40% para capital de terceiros e 60% para capital próprio.

O cálculo do custo de capital de terceiros é mais simples, basta realizar a média dos custos de cada uma das dívidas da companhia ponderada pelos seus respectivos custos, totalizando um custo de dívida (R_d) de 14,74% (Tabela 8).

Tabela 8: Custo da Dívida da Acquirer

	Montante	Custo médio	Parcela do Total
= Custo da Dívida	-	-	14,74%
<i>(+) Financiamento Investida</i>	<i>1,0x</i>	<i>7,2%</i>	<i>0,85%</i>
<i>(+) FIDCs</i>	<i>7,5x</i>	<i>15,8%</i>	<i>13,90%</i>

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%] e [R\$ milhões]

Para cálculo do custo da dívida efetivo, basta retirar a parcela referente ao benefício fiscal, ou seja, exclui-se a alíquota incidente sobre o lucro da Acquirer, que é de 34%. Assim, o valor do **custo da dívida efetivo (K_d) da Acquirer é de 9,73%.**

O cálculo do custo de capital próprio é bem mais complexo, necessitando de diversas variáveis, cada com fontes de informações e metodologias de cálculo específicas. Assim, a fim de tornar mais fácil a visualização, optou-se por consolidar todas as componentes em um único lugar, conforme indicado na tabela 9.

Tabela 9: Taxa Livre de Risco, Beta da Acquirer, e Prêmio de Mercado

	Valor	Fonte de Dados	Metodologia Cálculo
= Taxa Livre de Risco	13,75%	Banco Central	Meta SELIC (data-base: 26/10/2022)
= Beta da Acquirer	1,59	-	Beta Desalavancado de Competidores Realavancado pela Estrutura de Capital da Acquirer
= <i>Beta Desalavancado de Competidores</i>	1,11	Bloomberg	<i>Média Aritmética dos Betas de Competidores (data-base: 30/09/2022)</i>
% <i>Alíquota de Imposto da Acquirer</i>	34,0%	Acquirer	<i>Tributação incidida sobre os Resultados da Acquirer</i>
% <i>Capital Próprio da Acquirer</i>	40,0%	Acquirer	<i>Proporção de Equity na Estrutura de Capital da Acquirer (data-base: 30/09/2022)</i>
% <i>Capital de Terceiros da Acquirer</i>	60,0%	Acquirer	<i>Proporção de Dívida na Estrutura de Capital da Acquirer (data-base: 30/09/2022)</i>
= Prêmio de Mercado	3,77%	-	Variação entre Prêmio de Mercado Histórico e Taxa Livre de Risco Histórica
(+) <i>Prêmio de Mercado Histórico</i>	16,17%	B3	<i>Média Geométrica (data-base: 01/03/1994 a 26/10/2022)</i>
(-) <i>Taxa Livre de Risco Histórica</i>	12,40%	Banco Central	<i>Média Geométrica (data-base: 01/07/1996 a 26/10/2022)</i>

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%] e adimensionais

Portanto, a partir do Modelo de precificação de ativos financeiros (Capital Asset Pricing Model – CAPM), o valor do **custo de capital (K_e) da Acquirer é de 19,74%** (Tabela 10).

Tabela 10: Custo de Capital Próprio da Acquirer

	Valor da Variável
= Custo de Capital Próprio	19,74%
<i>(+) Taxa Livre de Risco</i>	<i>13,75%</i>
<i>(+) Prêmio de Risco</i>	<i>5,99%</i>
<i>= Beta da Acquirer</i>	<i>1,59</i>
<i>= Prêmio de Mercado</i>	<i>3,77%</i>

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%] e adimensionais

Com todas as variáveis devidamente calculadas, o Custo de Capital da Acquirer é dado pelo Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost os Capital - WACC*, **resultando em um valor de 17,74%** (Tabela 11).

Tabela 11: Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da Acquirer

	Valor da Variável
= Custo Médio Ponderado de Capital	17,74%
<i>= Custo de Capital de Terceiros</i>	<i>14,74%</i>
<i>% Capital de Terceiros</i>	<i>40,0%</i>
<i>= Custo de Capital Próprio</i>	<i>19,74%</i>
<i>% Capital Próprio</i>	<i>60,0%</i>

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%]

Com o custo de capital devidamente calculado, é possível descontar os fluxos de caixa projetados para os próximos 10 anos da Acquirer (2023 a 2032), trazendo-os a valores de 2023 (início do ano), conforme indicado nas tabelas 12 e 13.

Tabela 12: Fluxos de Caixa Descontados - 2023 a 2027

	2023	2024	2025	2026	2027
= Fluxo de Caixa Livre	2.310	2.426	2.547	2.674	2.808
<i>Fator de Desconto</i>	1,18	1,39	1,63	1,92	2,26
= Fluxo de Caixa Livre (Em Valores de 2023)	1.962	1.750	1.560	1.391	1.241

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhões]

Tabela 13: Fluxos de Caixa Descontados - 2028 a 2032

	2028	2029	2030	2031	2032
= Fluxo de Caixa Livre	2.948	3.096	3.250	3.413	3.584
<i>Fator de Desconto</i>	2,66	3,14	3,69	4,35	5,12
= Fluxo de Caixa Livre (Em Valores de 2023)	1.106	987	880	785	700

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhões]

5.1.1.4 Cálculo do Valor Residual da Acquirer

Para o valor da perpetuidade da Acquirer, ou seja, os fluxos de caixa dos anos 2033 em diante, recorre-se ao modelo de Gordon. O cálculo foi feito trazendo inicialmente os fluxos de caixa dos anos 2033 em diante para valores do ano de 2032 (lembrando-se da Premissa 5), encontrando um valor de R\$ 21,2 Bilhões. Este, trazendo agora a valores de 2023 (início do ano), equivale a um valor de R\$ 4,1 Bilhões (Tabela 14).

Tabela 14: Valor Residual da Acquirer - 2033 em diante

	2033 em diante	WACC	Crescimento da Perpetuidade
= Fluxo de Caixa Livre (Em Valores de 2032)	21.207	17,74%	3,0%
<i>Fator de Desconto</i>	5,12	17,74%	-
= Fluxo de Caixa Livre (Em Valores de 2023)	4.141	17,74%	-

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhões] e [%]

5.1.1.5 *Valuation* da Acquirer

Finalmente, uma vez calculado todos os fluxos de caixa já descontados e trazidos a valores do início do ano de 2023, o *Valuation* da Acquirer é dado pela soma deles, **totalizando um montante de R\$ 16,5 Bilhões** (Tabela 15). Considerando a cotação da companhia na data base de 30/09/2022 (multiplicando pela mesma constante utilizada para estimar o fluxo de caixa entre 0,20 e 5,00), há um potencial *upside* de 12,5% em relação ao valor dado pelo mercado.

Tabela 15: *Valuation* da Acquirer

	Em valores de 2023 (início do ano)
= Valuation da Acquirer	16.503
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2023</i>	<i>1.962</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2024</i>	<i>1.750</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2025</i>	<i>1.560</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2026</i>	<i>1.391</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2027</i>	<i>1.241</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2028</i>	<i>1.106</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2029</i>	<i>987</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2030</i>	<i>880</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2031</i>	<i>785</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2032</i>	<i>700</i>
(+) <i>Fluxo de Caixa Livre 2033</i> <i>em diante (Perpetuidade)</i>	<i>4.141</i>

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhões]

5.1.2 Método da Avaliação por Múltiplos

Outro método para se estimar o valor justo da Acquirer é o da avaliação por múltiplos. Esse método é importante para checar a sanidade do *Valuation* encontrado pelo método do fluxo de caixa descontado, dado que existem variáveis que tornam o modelo sensível.

No caso da indústria de aquisição, utilizaremos principalmente os múltiplos de mercado das empresas comparáveis, dado o baixo número de transações de empresas do setor (além da difícil obtenção desses valores).

Em relação aos principais múltiplos de mercado que são utilizados para se realizar

esse tipo de avaliação, vale comentar que algumas companhias são *fintechs* que surgiram recentemente, ou seja, ainda não possuem lucros positivos, muito menos distribuem dividendos significativos. Dessa forma, utilizaremos como base de comparação a média dos múltiplos de EV/EBITDA de empresas comparáveis.

Existem várias empresas no ramo de aquisição, mas que possuem porte comparável ao da Acquirer e também possuem capital aberto são apenas quatro. Dessas, apenas duas estão possuindo operações no Brasil, enquanto as demais são internacionais e atuam principalmente nos Estados Unidos.

Considerando as similaridades do modelo de negócios, atribuiu-se um peso maior (35%) para cada uma das duas primeiras empresas nacionais devido à aderência e precificação que o mercado atribui para companhias que atuam nas mesmas regiões. Portanto, as companhias internacionais tiveram um peso menor de 15% cada. Com isso estimou-se um **EV/EBITDA de mercado de 6,21x** na data base de 30/09/2022 (Tabela 16).

Tabela 16: Múltiplo EV/EBITDA da indústria de aquisição

	<i>Peer 1</i> <i>Nacional</i>	<i>Peer 2</i> <i>Nacional</i>	<i>Peer 3</i> <i>Internac.</i>	<i>Peer 4</i> <i>Internac.</i>	Total (Estimativa)
= Contribuição no EV/EBITDA	1,11	2,42	1,42	1,26	6,21
<i>% Peso Atribuído</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	-
= Média Simples	3,17	6,90	9,49	8,40	-
<i>EV/EBITDA</i> <i>(Bloomberg)</i>	<i>3,49</i>	<i>11,39</i>	<i>11,54</i>	<i>7,67</i>	-
<i>EV/EBITDA</i> <i>(Yahoo Finance)</i>	<i>0,89</i>	<i>3,71</i>	<i>11,97</i>	<i>9,14</i>	-
<i>EV/EBITDA</i> <i>(FinBox)</i>	<i>5,14</i>	<i>5,61</i>	<i>4,97</i>	<i>8,38</i>	-

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%] e adimensionais

Considerando que na mesma data a Acquirer negociava a um múltiplo EV/EBITDA de 4,31x, é possível verificar que o mercado estava precificando a companhia a um valor menor que a média. Mantendo os valores de EBITDA, para que a Acquirer fosse negociada ao múltiplo de 6,21x estimado, seria necessário um *upside* de 44%.

Portanto, tendo em vista ambas metodologias utilizadas para avaliar o valor justo

da Acquirer, é possível verificar que, apesar do contexto conturbado da indústria e as possíveis ameaças para os próximos anos, nos dois casos o mercado penalizou de maneira excessiva a companhia (Tabela 17).

Tabela 17: Comparação entre metodologias de avaliação

	<i>Valor Justo</i>	<i>Potencial de Upside</i>
= Valor de Mercado Ajustado da Acquirer (data-base: 30/09/2022)	14.671	-
<i>Metodologia do Fluxo de Caixa Descontado</i>	16.503	12,5%
<i>Metodologia da Avaliação por Múltiplos de Mercado</i>	21.126	44,0%

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhões] e [%]

5.1.3 Método do *Lifetime Value*

Para uma melhor gestão empresarial da Acquirer, é imprescindível que a companhia tenha as informações necessárias, tanto em aspectos qualitativos (planejamento organizacional) quanto quantitativos (econômico-financeiros).

A seção 4.6 foi dedicada exclusivamente à análise estratégica do portfólio de produtos oferecidos pela Acquirer, fornecendo informações para que a companhia consiga priorizar seus objetivos e distribuir melhor os seus recursos em nível tático e operacional. Essa subseção, por sua vez, visa dar os insumos econômicos sobre cada segmento de negócio da empresa.

As metodologias de *Valuation* da Acquirer fornecem uma visão holística sobre a interface mercado-empresa, mas são pouco relevante para uma gestão interna mais eficiente. Dessa forma, recorre-se à metodologia do *Lifetime Value (LTV)*.

5.1.3.1 Premissas adotadas

Novamente, vale comentar que a aplicação mais fidedigna possível do *Lifetime Value* na Acquirer exigiria dados extremamente confidenciais da companhia. Além disso, seriam necessárias projeções de preço que a empresa ainda não possui pois dependem muito da política monetária e fiscal do país, algo bastante imprevisível.

Tendo isso em vista, algumas premissas serão assumidas para ao mesmo tempo não relevarem informações sensíveis sobre a Acquirer, mas tentar não limitar muito o efeito prático da proposta deste trabalho:

- **Premissa 1:** Os valores de receita, gastos e número de clientes para cada um dos segmentos foram multiplicados por uma constante de forma que os valores encontrados não impactarão na conclusão dos resultados (implicação: os valores estarão distorcidos, mas os resultados obtidos não);

- **Premissa 2:** Os preços praticados pela Acquirer, o número de vendas, e o número de clientes ativos dos segmentos de negócios se manterão constantes durante todo o escopo de análise (implicação: a margem de contribuição unitária se manterá constante);

- **Premissa 3:** O número de clientes perdidos a cada período se mantém constante durante todo o escopo de análise (implicação: o *Churn* e tempo médio de vida se manterão constantes).

5.1.3.2 Margem de Contribuição Unitária

Para o cálculo do *Lifetime Value* deve-se antes estimar a Margem de Contribuição Unitária (MCU) de cada um dos segmentos de negócio da Acquirer. Os dados de receita líquida foram retirados do time de análise e planejamento financeiro da Acquirer (*Financial, Planning and Analysis - FPA*), e os dados de gastos variáveis foram retirados do time de Gastos da Acquirer.

O número de clientes que iremos considerar durante todo o escopo de análise foi retirado de cada uma das áreas responsáveis pelo acompanhamento da base ativa do respectivo segmento de negócio. Com os dados em mãos, é possível verificar um melhor MCU para o segmento de produtos de prazo (Tabela 18).

Tabela 18: Margem de contribuição unitária dos segmentos de negócio da Acquirer

	Operação de Adquirência	Produtos de Prazo	<i>Soluções</i> <i>E-commerce</i>	Demais Serviços
= MCU	600,0	937,5	800,0	500,0
<i>(+) Receita Líquida</i>	<i>6.000.000</i>	<i>2.500.000</i>	<i>1.000.000</i>	<i>500.000</i>
<i>(+) Gastos Variáveis</i>	<i>(5.400.000)</i>	<i>(2.125.000)</i>	<i>(880.000)</i>	<i>(485.000)</i>
= N° Clientes Ativos	1.000	400	150	30

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhares] e [milhares]

5.1.3.3 *Customer Acquisition Cost*

Para o cálculo do *Customer Acquisition Cost*, foram considerados as despesas com vendas e pessoas (Despesas Vendas), despesas administrativas (Despesas Adm.) e despesas com Marketing e Publicidade (Despesas Mkt.). Todos os dados retirados do time de Gastos da Acquirer.

Por ser o *core business* e consequentemente ter mais recursos dedicados em sua operação, o segmento de aquisição apresenta o maior gasto fixo absoluto. Contudo, devido à baixa penetração dos clientes no segmento de serviços transacionais e gerenciais, o seu CAC acaba sendo o maior (Tabela 19).

Tabela 19: Custo de aquisição de cliente dos segmentos de negócio da Acquirer

	Operação de Aquisição	Produtos de Prazo	<i>Soluções</i> <i>E-commerce</i>	Demais Serviços
= CAC	(718,8)	(781,3)	(1.041,7)	(2.083,3)
<i>(+) Despesas Vendas</i>	<i>(488.750)</i>	<i>(212.500)</i>	<i>(106.250)</i>	<i>(42.500)</i>
<i>(+) Despesas Adm.</i>	<i>(143.750)</i>	<i>(62.500)</i>	<i>(31.250)</i>	<i>(12.500)</i>
<i>(+) Despesas Mkt.</i>	<i>(86.250)</i>	<i>(37.500)</i>	<i>(18.750)</i>	<i>(7.500)</i>
= N° Clientes Ativos	1.000	400	150	30

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhares] e [milhares]

5.1.3.4 *Churn Rate*

A taxa de *Churn* da Acquirer historicamente se mantém em patamares próximos, ou seja, não apresentam grandes variações ao longo do tempo. Vale ressaltar também como o perfil de clientes influencia nesse indicador.

Considerando a maior complexidade das operações e dificuldade em realizar uma mudança estrutural para empresas de grande porte, usualmente são o perfil que apresenta uma menor taxa de evasão.

Para clientes de porte médio e pequeno, dada a operação ainda mutável, busca mais ávida por redução de custos, além de questões organizacionais e culturais (normalmente nascidas já no contexto da Nova Economia), é comum observar um *Churn* maior.

Considerando os diferentes segmentos de negócio, para a operação de aquisição, dada uma concentração de clientes de grande porte legado, o *Churn* tende a ser menor.

Para os produtos de prazo, devido à oferta do modelo de assinatura de antecipação de recebíveis, além de um time dedicado em negociação de preços para a retenção de clientes, é possível verificar também um menor *Churn*.

Nos segmentos de soluções de *E-commerce* e de serviços transacionais e gerenciais, por se tratarem de serviços adjacentes e usualmente atrelados à operação de aquisição, existe um *Churn* maior devido ao perfil de clientes de pequeno porte que compõem sua base ativa (Tabela 20).

Tabela 20: Taxa de *Churn* dos segmentos de negócio da Acquirer

	Operação de Aquisição	Produtos de Prazo	<i>Soluções E-commerce</i>	Demais Serviços
= Churn	7,5%	8,0%	9,0%	10,0%
= N° Clientes Perdidos	75	32	14	3
= N° Clientes Ativos	1.000	400	150	30

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%] e [milhares]

5.1.3.5 *Customer Lifetime Value* dos segmentos da Acquirer

Por fim, reunindo todas as informações calculadas previamente, e considerando o mesmo WACC utilizado na metodologia DCF, é possível calcular o *Customer Lifetime Value* a partir da fórmula simplificada do CLV (premissas 2 e 3).

É interessante notar que apesar da operação de aquisição ser a principal atividade da Acquirer, os produtos de prazo e de soluções *E-commerce* possuem um CLV maior em 73,6% e 13,6%, respectivamente. Já os clientes do segmento de serviços transacionais e gerenciais geram um prejuízo para a companhia devido à baixa base de clientes ativos (Tabela 21).

Tabela 21: Cálculo do CLV dos segmentos de negócio da Acquirer

	Operação de Adquirência	Produtos de Prazo	<i>Soluções E-commerce</i>	Demais Serviços
= CLV	1.480	2.569	1.681	(461)
= <i>MCU</i>	600,0	937,5	800,0	500,0
= <i>Churn</i>	7,5%	8,0%	9,0%	10,0%
= <i>CAC</i>	(718,8)	(781,3)	(1.041,7)	(2.083,3)
= <i>WACC</i>	17,74%	17,74%	17,74%	17,74%

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [%] e [R\$ milhares]

5.1.3.6 *Lifetime Value* dos segmentos da Acquirer

Para finalizar, realizando a multiplicação do CLV de cada unidade de negócio pelos seus respectivos números de clientes ativos, é possível determinar o valor econômico esperado que será trazido por cada um dos segmentos (Tabela 22).

Tabela 22: Cálculo do LTV dos segmentos de negócio da Acquirer

	Operação de Adquirência	Produtos de Prazo	<i>Soluções E-commerce</i>	Demais Serviços
= LTV	1.479.881	1.027.671	252.081	(13.839)
= <i>CLV</i>	1.480	2.569	1.681	(461)
= <i>N° Clientes Ativos</i>	1.000	400	150	30

Fonte: elaborado pelo autor; valores em [R\$ milhares] e [milhares]

6 CONCLUSÃO

Este trabalho foi desenvolvido visando auxiliar a Acquirer, empresa de aquisição do mercado brasileiro, a readequar sua estratégia e reavaliar suas métricas financeiras ao contexto da Nova Economia.

O tema do trabalho surgiu durante o período de vigência de estágio do autor na empresa, somado aos conhecimentos obtidos através de estágios prévios, e também a partir de uma aula ministrada pela professora doutora Bruna Losada sobre Nova Economia.

Tendo em posse os conhecimentos práticos advindos do estágio, juntamente com o referencial bibliográfico adquirido no curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, foi possível compreender de maneira profunda todo o funcionamento do mercado de pagamentos brasileiro, mais especificamente a indústria de aquisição.

Em suma, apesar de ser uma das líderes do setor, a Acquirer tem passado por momentos conturbados, necessitando se adaptar a fim de manter sua relevância em uma indústria que tem perdido rentabilidade nos últimos anos.

Com isso, a estrutura do trabalho se baseou na criação de um *framework* de análise, para ao fim sugerir formas da companhia se readequar, tanto em aspectos estratégicos, quanto em gestão econômico-financeiras.

Visando uma maior veracidade e contribuição prática, o trabalho foi feito utilizando informações e dados fornecidos por diversos profissionais da Acquirer, que estavam cientes de sua confecção.

Após sua finalização, já está acordado com a companhia que as análises aqui feitas e as propostas suscitadas serão levadas em deliberação com a alta diretoria da superintendência de estratégia e finanças da empresa. Dessa forma, pode-se afirmar que o objetivo do trabalho foi cumprido.

REFERÊNCIAS

- ALEXANDER, C. P. The new economy. **Time magazine**, v. 30, p. 62–70, 1983.
- BARRETO, D. **Nova Economia: Entenda por que o perfil empreendedor está engolindo o empresário tradicional brasileiro. 1ª Edição.** [S.l.]: Gente, 2021.
- CAVALCANTI, L.; SANTOS, E. d. Payments 4.0 as forças que estão transformando o mercado brasileiro. **São Paulo: Linotipo Digital**, 2021.
- CHAM, K. W.; MAUBORGNE, R. **A estratégia do Oceano Azul—como criar novos mercados e tornar a concorrência irrelevante. 2ª Edição.** [S.l.]: Sextante, 2019.
- CLATWORTHY, S. D. **The Experience-centric Organization: How to Win Thorough Customer Experience.** [S.l.]: O'Reilly Media, 2019.
- COELHO, M. G. Estratégia de integração vertical no mercado de cartões private label. 2007.
- DAMODARAN, A. **The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit.** [S.l.]: John Wiley & Sons, 2011. v. 34.
- _____. **Applied Corporate Finance. 4ª Edição.** [S.l.]: Wiley, 2014.
- FARIA, L. A. E. Capitalismo, espaço e tempo. **Ensaio FEE**, v. 20, n. 1, p. 261–283, 1999.
- FERREIRA, J. A. S. **Contabilidade de custos.** [S.l.]: Pearson Prentice Hall, 2008.
- FRENCH, N.; GABRIELLI, L. Discounted cash flow: accounting for uncertainty. **Journal of Property Investment & Finance**, Emerald Group Publishing Limited, v. 23, n. 1, p. 75–89, 2005.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, JSTOR, p. 99–105, 1959.
- GUPTA, S.; HANSSENS, D.; HARDIE, B.; KAHN, W.; KUMAR, V.; LIN, N.; RAVISHANKER, N.; SRIRAM, S. Modeling customer lifetime value. **Journal of service research**, Sage Publications Sage CA: Thousand Oaks, CA, v. 9, n. 2, p. 139–155, 2006.
- HEDLEY, B. Strategy and the “business portfolio”. **Long range planning**, Elsevier, v. 10, n. 1, p. 9–15, 1977.
- JAIN, R.; AAGJA, J.; BAGDARE, S. Customer experience—a review and research agenda. **Journal of Service Theory and Practice**, Emerald Publishing Limited, 2017.
- KARTAJAYA, H.; SETIAWAN, I.; KOTLER, P. **Marketing 5.0: Technology for humanity.** [S.l.]: John Wiley & Sons, 2021.

- KOTLER, P.; ARMSTRONG, G. **Princípios de marketing**. [S.l.]: Pearson Educação, 2014.
- KRUSCHWITZ, L.; LÖFFLER, A. **Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms**. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2006.
- KUMAR, V. et al. Customer lifetime value—the path to profitability. **Foundations and trends® in marketing**, NOW Publishers, Inc., v. 2, n. 1, p. 1–96, 2008.
- KURZWEIL, R. The singularity is near. In: **Ethics and emerging technologies**. [S.l.]: Springer, 2014. p. 393–406.
- LAURINDO, F.; CARVALHO, M. **Estratégia Competitiva: dos conceitos à implementação. 2ª Edição**. [S.l.]: Atlas, 2012.
- LOO, R. V. Making innovation more competitive: The case of fintech. **UCLA I. Rev.**, HeinOnline, v. 65, p. 232, 2018.
- LOSADA, B. **Finanças para Startups-O essencial para empreender, liderar e investir em startups**. [S.l.]: Digitaliza Conteudo, 2020.
- LUNDHOLM, R.; O'KEEFE, T. Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model. **Contemporary Accounting Research**, Wiley Online Library, v. 18, n. 2, p. 311–335, 2001.
- MOHAJAN, H. An analysis on bcg growth sharing matrix. 2017.
- NETO, A. A. **Finanças corporativas e valor. 7ª Edição**. [S.l.]: Atlas, 2014.
- PANAGIOTOU, G. Bringing swot into focus. **Business strategy review**, John Wiley & Sons, Incorporated, v. 14, n. 2, p. 8–10, 2003.
- PEREZ, A. H.; BRUSCHI, C. A indústria de meios de pagamento no brasil: movimentos recentes. **São Paulo: Insper**, 2018.
- PORTER, M. E. **How competitive forces shape strategy**. 1979.
- _____. **Estratégia Competitiva—Técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 18ª Edição**. São Paulo-SP: Campus, 1986.
- _____. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. [S.l.]: Rio de Janeiro-RJ: Campus, 1992.
- PRUDENCIO, H. D. et al. As mudanças no sistema brasileiro de pagamento com a entrada das fintechs no mercado. Florianópolis, SC, 2020.
- RAGAZZO, C. E. J. **Regulação de meios de pagamento**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2020.
- REEVES, M.; MOOSE, S.; VENEMA, T. The growth share matrix. **BCG—The Boston Consulting Group**, 2014.

SHAHIR, H. Y.; DANESHPAJOUH, S.; RAMSIN, R. Improvement strategies for agile processes: a swot analysis approach. In: IEEE. **2008 Sixth International Conference on Software Engineering Research, Management and Applications**. [S.l.], 2008. p. 221–228.

SLACK, N.; CHAMBERS, S.; JOHNSTON, R. et al. **Administração da produção**. [S.l.]: Atlas São Paulo, 2009. v. 2.

STOCKMAN, A. C. **Choosing an exchange-rate system**. **Journal of Banking & Finance**, Elsevier, v. 23, n. 10, p. 1483–1498, 1999.

WEIHRICH, H. **The TOWS matrix — A tool for situational analysis**. Elsevier, v. 15, n. 2, p. 54–66, 1982.

WITKOWSKI, K. Internet of things, big data, industry 4.0—innovative solutions in logistics and supply chains management. **Procedia engineering**, Elsevier, v. 182, p. 763–769, 2017.