

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Departamento de Engenharia de Produção

NATHAN BENIGNO SBOARINE

Ferramentas de gestão estratégica para análise do desempenho de negócios digitais

São Paulo

2020

NATHAN BENIGNO SBOARINE

Ferramentas de gestão estratégica para análise do desempenho de negócios digitais

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para obtenção do Diploma de Engenheiro de
Produção.

São Paulo

2020

NATHAN BENIGNO SBOARINE

Ferramentas de gestão estratégica para análise do desempenho de negócios digitais

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo
para obtenção do Diploma de Engenheiro de
Produção.

Orientador: Professor Doutor Fernando José
Barbin Laurindo

São Paulo

2020

Catálogo-na-publicação

Nathan, Sboarine

Ferramentas de gestão estratégica para análise do desempenho de negócios digitais / S. Nathan -- São Paulo, 2020.

134 p.

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

1.Análise de empresas 2. Empresas digitais 3.E-commerce 4.Estratégia I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que proporcionaram todo o apoio durante minha formação acadêmica e sempre acreditaram no meu potencial. Vocês são meus exemplos de vida, tenho muita sorte por ter vocês comigo. À minha irmã, que cuidou de mim e sempre foi minha referência.

À minha família, pelo amor, suporte, apoio e compreensão ao longo dos anos.

À minha companheira de vida, Mariana, pelo suporte nos momentos difíceis, pelas risadas compartilhadas e a crença inabalável no meu potencial. Dividir os dias com você é o que faz a vida valer a pena.

Aos amigos e colegas da Escola Politécnica, em especial os do Poli Finance e da Atlética, que fizeram minha graduação mais divertida, alegre e proveitosa.

Ao Prof. Dr. Fernando José Barbin Laurindo, pelas aulas me inspiraram a encontrar meu rumo acadêmico e profissional e pela orientação que tornou este projeto possível.

Aos meus professores do Colégio João XXIII, pelos ensinamentos que vão muito além da vida acadêmica.

RESUMO

A evolução tecnológica tem moldado os hábitos da população, os relacionamentos e os padrões de consumo. A popularização da *internet* é parte importante deste fenômeno e trouxe oportunidades de desenvolvimento de novos mercados e novos modelos de negócios. Concomitantemente, o sistema financeiro global tem passado por um dos momentos mais singulares de sua história, com taxas de juros reais em territórios negativos nos países desenvolvidos, estimulando a busca por ativos com maiores possibilidades de retorno, como o investimento em empresas. A combinação dos dois fenômenos apresentado culminou em um período de intenso desenvolvimento de negócios digitais - praticamente inexistentes na última década do século XX – que hoje estão entre as maiores empresas em valor de mercado do mundo¹. Essas empresas geraram muito valor ao longo dos anos para seus fundadores e acionistas, atraindo ainda mais atenção para o segmento. Apesar do sucesso dos negócios digitais, tomadores de decisão – em especial investidores – enfrentaram dificuldades para avaliar esses negócios, dado que os resultados financeiros muitas vezes não justificavam os valores das empresas segundo as análises tradicionais. Este projeto constrói um método de análise de negócios digitais que auxilie um time de investidores a tomarem decisões de alocação de capital, mesmo quando as análises de valor tradicional se tornam menos úteis. Para a construção deste método, foram estudados atributos de estratégia, competição, estrutura organizacional e finanças corporativas, criando uma avaliação sob diversos ângulos distintos, que permitem a melhor avaliação de uma empresa digital. Com base nas análises teóricas e as interações com a empresa, foi desenvolvido um método de análise de negócios digitais e realizada a aplicação em um caso prático.

Palavras Chave: Negócios digitais, Análise de empresas, Análise de investimentos, E-commerce, Estratégia.

ABSTRACT

The evolution in technology has shaped the habits of the population, relationships and consumption patterns. The popularization of the internet is an important part of this phenomenon and brought opportunities for the development of new markets and new business models. Simultaneously, the global financial system has been going through one of the most unique moments in its history, with real interest rates in negative territories in developed countries, encouraging the search for assets with greater possibilities of return, such as investment in companies. The combination of these two phenomena resulted in a period of intense development of digital businesses – practically nonexistent in the last decade of the twentieth century – which today are among the largest companies in market value in the world. These companies have generated a lot of value over the years for their founders and shareholders, drawing even more attention to the segment. Despite the success of digital businesses, decision makers – especially investors – faced difficulties in evaluating these businesses, since that financial results often did not justify the values of the companies according to traditional analysis. This project develops a digital business analysis method that helps a team of investors to make capital allocation decisions, even when traditional value analysis become less useful. For the development of this method, characteristics of strategy, competition, organizational structure and corporate finance were studied, creating an evaluation from several different angles, which allows the best evaluation of a digital company. Based on theoretical analysis and interactions with the company, a digital business analysis method was developed and applied in a practical case.

Keywords: Digital business, Business analysis, Investment analysis, E-commerce, Strategy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Curva de ciclo de vida.....	19
Figura 2: Matriz de avaliação de valor, exemplo da indústria vinícola americana na década de 1990	22
Figura 3: Modelo das quatro ações.....	23
Figura 4: Matriz SWOT.....	30
Figura 5: Funil de aquisição de cliente.....	37
Figura 6: Árvore diagnóstica de CLV/CAC	48
Figura 7: Análise Gráfica do CAC Payback.....	49
Figura 8: Análise de Sensibilidade do CAC	50
Figura 9: Análise de Sensibilidade da ARPA e Margem Bruta	50
Figura 10: Análise de Sensibilidade do Churn	51
Figura 11: Análise de Sensibilidade do Upsell e Cross-sell.....	51
Figura 12: TAM, SAM e SOM.....	57
Figura 13: Diagrama de pétalas	58
Figura 14: Diagrama de Pétalas - empresas	59
Figura 15: Diagrama de Pétalas - tamanho do mercado	60
Figura 16: As cinco partes básicas da organização	61
Figura 17: Tempo médio gasto na internet, por país	89
Figura 18: Maiores empresas dos Estados Unidos por valor de mercado	90
Figura 19: Vendas no varejo eletrônico.....	91
Figura 20: Venda no varejo dividida por canal	91
Figura 21: Penetração do <i>e-commerce</i> por país.....	92
Figura 22: Mercado de <i>e-commerce</i> nos principais países de língua inglesa.....	92
Figura 23: Preço por ação da Shopify	95
Figura 24: Modelo de negócios da Shopify	96
Figura 25: Planos de assinatura da Shopify	97
Figura 26: Participações no mercado de <i>e-commerce</i> dos Estados Unidos em 2019.....	98
Figura 27: Análise de TAM, SAM e SOM da Shopify	108
Figura 28: Diagrama de Pétalas Shopify	109
Figura 29: Diagrama de Pétalas Shopify - Mercados Adjacentes	111
Figura 30: Matriz de adição de valor Shopify	113
Figura 31: Análise SWOT - Shopify	115

Figura 32: Número de acessos mensais ao <i>site</i> em milhões	116
Figura 33: Taxa de rejeição	117
Figura 34: Participação dos acessos por canal.....	118

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Tabela de comparação entre estratégia do Oceano Azul vs. Oceano Vermelho	21
Tabela 2: Exemplos de múltiplos de mercado	35
Tabela 3: Principais métricas de receita recorrente	42
Tabela 4: Checklist	69
Tabela 5: Sistema de notas do checklist	72
Tabela 6: Análise por quartil	73
Tabela 7: Ponderação das Forças de Porter	78
Tabela 8: Atribuição de notas ao checklist na análise das 5 Forças de Porter	79
Tabela 9: Análise por múltiplos da Shopify	100
Tabela 10: Fluxo de Caixa Shopify (US\$ milhões).....	101
Tabela 11: Resumo da Análise da Cinco Forças de Porter.....	107
Tabela 12: Métricas financeiras e operacionais Shopify	121
Tabela 13: Cálculo do CAC	121
Tabela 14: Cálculo do CLV	121
Tabela 15: Cálculo do CLV/CAC	122
Tabela 16: Checklist Shopify (Elaborado pelo autor)	126

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1: Método do Fluxo de Caixa Descontado	32
Equação 2: Cálculo do WACC	32
Equação 3: Cálculo do K_e	33
Equação 4: Cálculo da projeção de receita recorrente	43
Equação 5: Cálculo do CAC	44
Equação 6: Margem Bruta	45
Equação 7: Cálculo do Churn	46
Equação 8: Relação entre tempo médio de vida e churn	46
Equação 9: Cálculo do CLV	46
Equação 10: CAC Payback	49
Equação 11: Runway	52
Equação 12: Taxa de Queima de Caixa	52

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1 Histórico da Empresa	14
1.2 Contexto atual da empresa	15
1.3 Motivação	16
1.4 Objetivo e Estrutura do Trabalho	17
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	18
2.1 Estratégia	18
2.1.1 Evolução da indústria	18
2.1.2 Estratégia do Oceano Azul	20
2.1.3 Matriz de avaliação de valor	21
2.1.4 Modelo das quatro ações	22
2.1.5 Cinco Forças de Porter	23
2.1.5.1 Poder de Negociação com os Clientes	24
2.1.5.2 Poder de Negociação dos Fornecedores	24
2.1.5.3 Rivalidade entre concorrentes diretos	25
2.1.5.4 Ameaça de Novos Entrantes	26
2.1.5.5 Ameaça de Produtos Substitutos	27
2.1.6 Influência da <i>Internet</i> na Estrutura Competitiva da Indústria	27
2.1.6.1 Poder de negociação com os clientes	27
2.1.6.2 Poder de negociação dos fornecedores	28
2.1.6.3 Concorrentes Diretos	28
2.1.6.4 Ameaça de novos entrantes	29
2.1.6.5 Ameaça de produtos substitutos	29
2.1.6.6 Análise <i>SWOT</i>	29
2.2 Análise tradicional do valor de uma empresa	31
2.2.1 Fluxo de Caixa Descontado	31
2.2.2 Análise Relativa – Múltiplos	34
2.3 Métricas para análise de uma empresa digital	36
2.3.1 Funil de Aquisição de Clientes	37
2.3.2 NPS – Net Promoter Score	40

2.3.3 Modelo de Receita Recorrente	40
2.3.4 Análise de <i>unit economics</i>	43
2.3.4.1 Custo de Aquisição do Cliente (CAC)	44
2.3.4.2 <i>Customer Lifetime Value</i>	45
2.3.4.3 <i>CLV/CAC</i>	47
2.3.4.4 <i>CAC Payback</i>	49
2.3.5 Runway.....	51
2.3.6. Número de usuários ativos mensal.....	52
2.3.7 Product/Market Fit	54
2.4 Mensuração de mercado	56
2.4.1 <i>TAM, SAM e SOM</i>	56
2.4.2 Diagrama de Pétalas	58
2.5 Análise das Organizações	60
2.5.1 Estruturas Organizacionais.....	60
2.5.2 Cultura e poder nas organizações.....	62
2.5.3 Método ágil	64
3. PROPOSTA DO NOVO MÉTODO	66
3.1 O checklist	67
3.2 Sistema de Pontuação	70
3.2.1 Classificação das análises.....	74
3.2.1.1 Estágio da indústria	74
3.2.1.2 Oceano Azul	75
3.2.1.3 Forças de Porter	75
3.2.1.4 <i>TAM, SAM e SOM</i>	79
3.2.1.5 Diagrama de Pétalas	79
3.2.1.6 Matriz de avaliação de valor.....	80
3.2.1.7 Análise <i>SWOT</i>	81
3.2.1.8 Análise do funil de aquisição de clientes.....	81
3.2.1.9 NPS.....	83
3.2.1.10 Unit Economics	84
3.2.1.11 <i>Product/market fit</i>	85
3.2.1.12 Análise da estrutura organizacional.....	85

3.2.1.13 Análise da cultura organizacional.....	86
3.2.1.14 Análise dos executivos	87
4. APLICAÇÃO DO MÉTODO PROPOSTO.....	88
4.1 Introdução: apresentação do mercado e da empresa.....	88
4.1.1 O mercado de <i>e-commerce</i> global	88
4.1.2 A Shopify.....	94
4.2. Aplicação da análise tradicional do valor de empresas	98
4.3. Aplicação do método do <i>checklist</i>	101
4.3.1 Estágio da Indústria.....	102
4.3.2 Análise do Oceano Azul e Oceano Vermelho.....	103
4.3.3. Forças de Porter.....	104
4.3.4 <i>TAM, SAM e SOM</i>	107
4.3.5 Diagrama de Pétalas	109
4.3.6 Matriz de adição de valor	111
4.3.7 Análise <i>SWOT</i>	113
4.3.8. Análise do funil de aquisição de clientes	116
4.3.9 Análise de opinião dos clientes	118
4.3.10 Análise de Unit Economics	120
4.3.11 Análise de <i>Product/market fit</i>	122
4.3.12 Análise da estrutura organizacional	122
4.3.13 Análise da cultura organizacional	123
4.4 Resultado consolidado	125
5. CONCLUSÃO.....	128
5.1 Próximos passos.....	129
5.2 Aprendizados	129
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	131

1. INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas, a *internet* protagonizou mudanças importantes no cotidiano da humanidade. Esta tecnologia, criada no final da década de 1960, cresceu de forma exponencial com a popularização dos *smartphones* e mudou o jeito como as pessoas se relacionam, se comunicam, fazem compras e tomam decisões. Hoje 57% da população mundial possui acesso à *internet* e estas pessoas passam, em média, mais de seis horas por dia conectadas (WE ARE SOCIAL, 2019).

Com esse impacto na sociedade, a *internet* mudou também a economia, os mercados e as estratégias das empresas. Empresas que já existiam tiveram de reinventar seu modelo de negócio, enquanto novas empresas foram capazes de se adaptar e ganhar mercado de forma rápida. Por conta disso, a *internet* acelerou as mudanças em diversos mercados e tornou o ambiente competitivo mais dinâmico.

Este fenômeno foi intensificado pelo cenário financeiro global vivido nos últimos quinze anos, especialmente depois da crise de 2008. Com objetivo de estimular o aquecimento da economia, os principais países desenvolvidos reduziram suas taxas de juros, incentivando a maior tomada de risco por poupadores, em busca de melhores retornos para seu capital.

A combinação de um ambiente competitivo mais dinâmico, com o aumento do capital disponível em nível global, impulsionou o crescimento de novos mercados e de novos entrantes em mercados tradicionais, fazendo com que empresas que não existiam no final do século XX estivessem entre as maiores do mundo em valor de mercado na segunda década do século XXI.

Adicionalmente, parte dos novos negócios criados enfrentaram anos acumulando prejuízos até consolidarem um modelo de negócio que fosse de fato rentável. Neste cenário, tomadores de decisão – como investidores e empreendedores – encontraram dificuldades de realizar bons investimentos utilizando suas ferramentas tradicionais.

Assim, tomadores de decisão vêm buscando novas formas de analisar empresas, a fim de se adaptar e obter bons retornos no novo cenário.

1.1 Histórico da Empresa

A empresa deste trabalho, que será chamada de “Lua”, atua no mercado de investimentos, gerindo recursos de terceiros. Este mercado, bastante pujante nos últimos anos,

tem origem no século XIX, com a criação da Bolsa Livre. Apesar disso, foi só no final do século XX, passados os períodos de hiperinflação e os sucessivos planos econômicos, que o mercado e a regulação brasileiras se tornaram sólidas, permitindo o florescimento da indústria.

Foi neste contexto que a Lua surgiu, focada em gerir recursos de clientes institucionais, com mandato para comprar ações de empresas brasileiras. O modelo de negócios da empresa se baseia na cobrança de taxas pela gestão dos recursos e pelo desempenho dos investimentos, alinhando os interesses da empresa com o de seus clientes. Sendo assim, a Lua está sempre motivada a conseguir os melhores retornos para seus clientes, dado que isso permitirá uma cobrança maior e, portanto, trará uma maior receita.

A estratégia de investimentos da Lua é baseada na filosofia de “*Value Investing*”, onde são realizadas análises fundamentalistas, visando-se a um horizonte de longo prazo para os investimentos. Com essa filosofia, a empresa foi capaz de alcançar bons resultados para seus clientes e sobreviver aos períodos turbulentos da economia brasileira e mundial. Ao longo das últimas décadas, a Lua se desenvolveu junto com a indústria de investimento no Brasil, tornando-se uma das gestoras mais importantes do País.

A indústria de gestão de recursos é marcada pela forte fragmentação de mercado, por poucas barreiras de entrada e pela transparência na comparabilidade dos resultados, fazendo com que o nível de competição seja alto. Assim, o principal ativo que uma gestora pode desenvolver ao longo do tempo é a força de sua marca, que transmite credibilidade para seu cliente.

Por conta disso, a Lua se mantém atenta às tendências de mercado, a fim de permanecer competitiva e preservar seu bom histórico de resultados, mantendo a satisfação de seus clientes e a saúde de seus resultados.

1.2 Contexto atual da empresa

Ao longo dos últimos anos, a Lua, assim como as principais empresas tradicionais da indústria de investimentos, enfrentou dificuldade nos investimentos de empresas digitais, por conta do caráter inovador do modelo de negócios e da ineficiência das ferramentas tradicionais utilizadas pela empresa.

Não obstante, conforme a Lua foi se tornando cada vez mais relevante na indústria nacional, a empresa passou a estudar a entrada em novos segmentos de mercado, com objetivo de atender uma base mais ampla de clientes. Esses novos clientes têm demandado das gestoras a capacidade de aplicar recursos em segmentos de mercado com maior exposição aos negócios digitais, dado que esses segmentos tiveram desempenho bastante expressivo ao longo dos últimos anos.

Por conta desses aspectos, a Lua precisa desenvolver novas capacidades de análise de empresas digitais. A empresa já teve avanços nesse sentido conforme os desafios foram sendo apresentados, mas, para obter vantagem em relação aos competidores, a empresa pretende desenvolver de forma mais estruturada as habilidades necessárias para obter bons resultados.

A oportunidade de atuar nesses novos segmentos de mercado se apresenta como a possibilidade de um novo ciclo de crescimento da empresa. Apesar disso, maus resultados nessa nova empreitada podem trazer consequências negativas, como a desvalorização da marca construída ao longo de mais de duas décadas.

1.3 Motivação

A principal motivação deste projeto é ajudar a Lua a se adaptar ao novo cenário da indústria e desenvolver os novos produtos mantendo o nível de qualidade nos serviços prestados atualmente.

A Lua é a empresa onde o autor deste projeto realiza seu período de estágio, dentro da área de análise de empresas, por quase dois anos. Ao longo deste período, o autor teve a oportunidade de interagir diretamente com os principais executivos da Lua, entendendo suas necessidades, motivações, anseios e objetivos.

Neste acompanhamento, foi possível entender a relevância da oportunidade apresentada para a empresa, tal como a possível ameaça no caso da empresa não se adaptar ao novo cenário. Diante disso, o autor notou que a aplicação de conceitos da Engenharia de Produção seria útil para obter as novas habilidades na análise de empresas, e, portanto, que poderia se tornar parte do processo de desenvolvimento destas habilidades.

Motivado pela oportunidade de gerar um impacto positivo na empresa em que atua, o autor se engajou em trabalhar junto com a Lua para desenvolver uma solução para a análise de empresas digitais.

1.4 Objetivo e Estrutura do Trabalho

Este trabalho tem como principal objetivo a criação de um método de análise de empresas que ajude a Lua a considerar as novas variáveis na dinâmica competitiva advindas da ascensão da *internet*.

Para tanto, serão apresentadas ferramentas de gestão estratégica, bem como métodos para análise de valor da empresa e novas métricas de acompanhamento dos negócios digitais. Através da combinação dessas ferramentas e análises, será apresentado o método do *checklist*, no qual os resultados serão consolidados e quantificados.

Apesar do objetivo do projeto estar diretamente relacionado à Lua, o autor compreende que o escopo da nova ferramenta seja muito maior, atendendo a outros tomadores de decisão, como empreendedores que querem ter mais ferramentas para o acompanhamento de negócios digitais.

Para alcançar o objetivo do projeto foi realizada a estrutura em 5 capítulos, sendo este o primeiro, onde é apresentada a introdução do trabalho.

No capítulo 2, será realizada a revisão bibliográfica de todas as ferramentas e análises que serão utilizadas no desenvolvimento no método proposto, consolidando a base teórica do projeto.

No capítulo 3, será apresentado o método proposto, detalhando o processo de construção do método e como aplicá-lo em um caso genérico. Com objetivo de ilustrar de forma mais detalhada a aplicação, o capítulo 4 será composto pelo estudo da Shopify, empresa canadense que atua no mercado de plataforma de *e-commerce*, a partir do método desenvolvido.

Por fim, no capítulo 5, serão apresentados as conclusões e os aprendizados obtidos no desenvolvimento do projeto, bem como os próximos passos para aperfeiçoar o método construído.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Estratégia

A etimologia da palavra estratégia vem do grego *stratego*, que significa “general”, mostrando a intrínseca relação do termo com a guerra. Dentro das três divisões dos aspectos da guerra: operacional, tático e estratégico, o aspecto estratégico está relacionado com o planejamento, o horizonte de tempo no longo prazo e a visão mais geral dos processos (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Mesmo antes da formulação da palavra, o conceito de estratégia já era visto em diferentes textos, como na obra “O Príncipe”, de Nicolau Maquiavel, que aplica os conceitos de estratégia dentro da esfera política, e na obra “A Arte da Guerra”, de Sun Tzu, que data do século IV A.C (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Saindo do âmbito da guerra e partindo para a esfera dos negócios, a estratégia começou a surgir nos anos 1950, e continuou se desenvolvendo ao longo do século XX. Assim como na guerra, a estratégia no ambiente executivo também está em constante evolução, exigindo uma abordagem dinâmica ao tema (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Ao longo das próximas seções, serão apresentadas análises da estratégia que servem como subsídio para tomadores de decisão escolherem os caminhos que lhes parecem mais aderentes aos seus objetivos.

2.1.1 Evolução da indústria

O processo competitivo dentro de uma indústria é dinâmico ao longo do tempo. As indústrias são influenciadas não só por fatores externos, tais como políticos, econômicos e outras indústrias, mas também por fatores internos (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Em uma indústria, as ações das empresas não são independentes das ações de seus parceiros e competidores. O nível de influência de um setor pode causar mudanças em outras indústrias. Por conta disso, as empresas devem estar alertas para reagir não só ao movimento de outras empresas, mas também de outras indústrias (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Considerando essa dependência de ações, as empresas devem entender as consequências provocadas por suas decisões. O processo de tomada de decisão deve ser pautado pela capacidade da empresa compreender qual será o caminho tomado pela competição dentro da

indústria em que ela está inserida. Para isso, é necessário que a empresa seja capaz de interpretar os sinais de mercado emitidos pelos seus concorrentes (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Para Porter, os sinais de mercado são *“qualquer ação de um concorrente que forneça uma indicação direta ou indireta de suas intenções, motivos, metas ou situação interna”*. (PORTER, 1980, p.75). Os sinais de mercado podem ser anúncios reais, quanto falsos, cujo objetivo é despistar outras empresas buscando benefício próprio (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

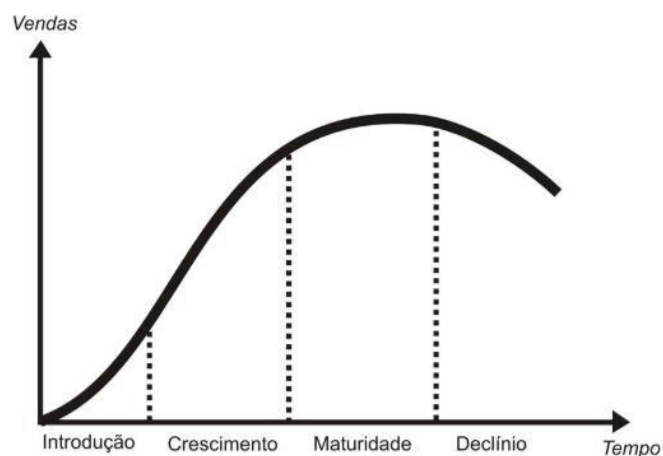
O entendimento sobre a evolução da indústria é essencial para a definição estratégica da empresa. Isto permite a compreensão dos motivos que baseiam as tomadas de decisões e tem papel essencial na previsão do caminho tomado pela indústria, tanto em termos de concorrência quanto em termos financeiros (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

A compreensão da evolução da indústria se inicia pela análise da estrutura. Essa análise se faz importante, à medida que as mudanças na indústria só são consideradas significativas quando alteram esta estrutura, sendo necessário manter esse acompanhamento para estar sempre a par da dinâmica competitiva da indústria (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Porter sugere algumas técnicas para realizar essa análise, como o ciclo de vida dos produtos e processos evolutivos.

O ciclo de vida ajuda a medir e projetar o curso da evolução da indústria. Essa análise é realizada a partir da suposição de que a evolução de uma indústria é dividida em quatro fases: introdução, crescimento, maturidade e declínio (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Figura 1: Curva de ciclo de vida



(Fonte: elaborado pelo autor. Adaptado de Porter, 1996.)

Apesar da utilidade prática do modelo do ciclo de vida, é necessário destacar algumas ressalvas. Primeiramente, a duração dos estágios varia bastante entre as indústrias, o que pode dificultar a análise do estágio vivido atualmente. Além disso, o formato de “S” da curva não é padrão, dado a existência de indústrias que passaram diretamente para o declínio ou que conseguiram passar pelo processo de revitalização (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

Não obstante à análise do ciclo de vida, é necessário um método que ajude a prever os movimentos evolutivos. Esse método é baseado no monitoramento das forças que criam incentivos e pressões para mudanças, os chamados processos evolutivos. Existem diversos processos evolutivos, como mudança na segmentação de compradores, mudança na política governamental, mudanças no ritmo de crescimento, expansão na escala, inovação de produtos, entre outros (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

As modificações dentro de uma indústria não tendem a ser gradativas, vez que uma indústria é um sistema resultante de várias relações. Assim, a evolução da indústria deve ser vista como uma fonte de ameaças e oportunidades, sendo necessário o monitoramento desta para estar bem posicionado em ambos os cenários (CARVALHO; LAURINDO, 2012).

2.1.2 Estratégia do Oceano Azul

Os conceitos de oceanos azul e vermelho estão intrinsicamente ligados ao modelo de competição nos mercados. Segundo Chan Kim e Mauborge (2004), os oceanos vermelhos representam todos os mercados já existentes hoje, enquanto os oceanos azuis representam os mercados inexistentes, abertos para serem explorados sem a sangrenta competição dos oceanos vermelhos.

Tabela 1: Tabela de comparação entre estratégia do Oceano Azul vs. Oceano Vermelho

Estratégia do oceano vermelho	Estratégia do oceano azul
Competir nos espaços de mercado existentes.	Criar espaços de mercado inexplorados.
Vencer os concorrentes.	Tornar a concorrência irrelevante.
Aproveitar a demanda existente.	Criar e capturar a nova demanda.
Exercer o trade-off valor-custo.	Romper o trade-off valor-custo.
Alinhar todo o sistema de atividades da empresa com sua escolha estratégica de diferenciação ou baixo custo.	Alinhar todo o sistema de atividades da empresa em busca da diferenciação e baixo custo.

(Fonte: CHAN KIM; MAUBORGE, 2004, p.37)

Durante as últimas décadas, com o rápido avanço de tecnologias, foi possível notar uma aceleração na criação de produtos e serviços, impulsionando um aumento desproporcional da oferta em relação à demanda. Esse fenômeno, junto da globalização, faz com que as barreiras de entrada, como o poder das marcas, sejam enfraquecidas, tornando oceanos vermelhos ainda mais sangrentos e aumentando a importância da busca por oceanos azuis por gestores (CHAN KIM; MAUBORGE, 2004).

Para uma análise mais detalhada da estratégia do oceano azul, Chan Kim e Mauborge desenvolveram uma série de ferramentas, entre as quais podem ser destacadas a matriz de avaliação de valor e o modelo das quatro ações.

2.1.3 Matriz de avaliação de valor

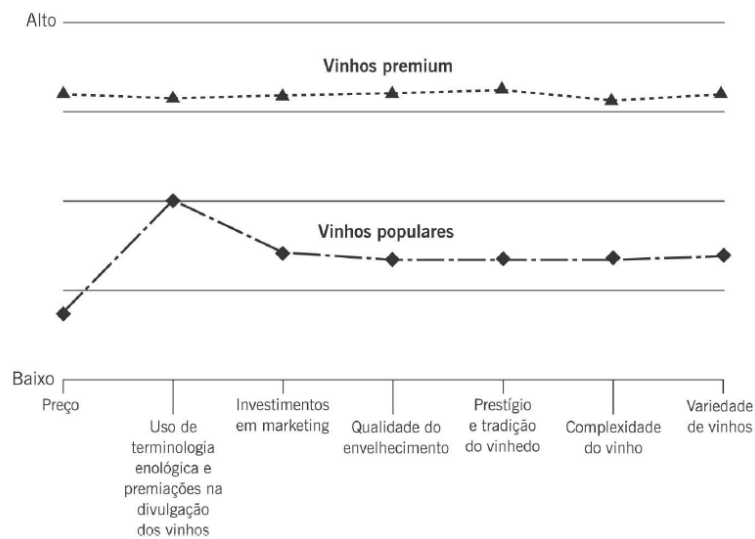
A matriz de avaliação de valor é uma ferramenta que ajuda a identificar a posição atual do mercado conhecido. Através dela, a empresa consegue melhor compreender onde os concorrentes estão focando seus recursos e como isso se traduz em sua estratégia competitiva (CHAN KIM; MAUBORGE, 2004).

Para utilizar a matriz de avaliação do setor, é necessário listar os atributos onde o setor investe e compete. Esses atributos formarão o eixo horizontal. Em seguida, é necessária a análise do nível de oferta de cada atributo entre os competidores. Uma maior pontuação

significa que a empresa investe mais no atributo e assim, oferece mais aos compradores finais (CHAN KIM; MAUBORGE, 2004).

A representação desse modelo é chamada de curva de valor (figura 2), onde é possível observar o desempenho relativo da empresa para cada um dos atributos de mercado levantados.

Figura 2: Matriz de avaliação de valor, exemplo da indústria vinícola americana na década de 1990



(Fonte: CHAN KIM; MAUBORGE, 2004, p 46)

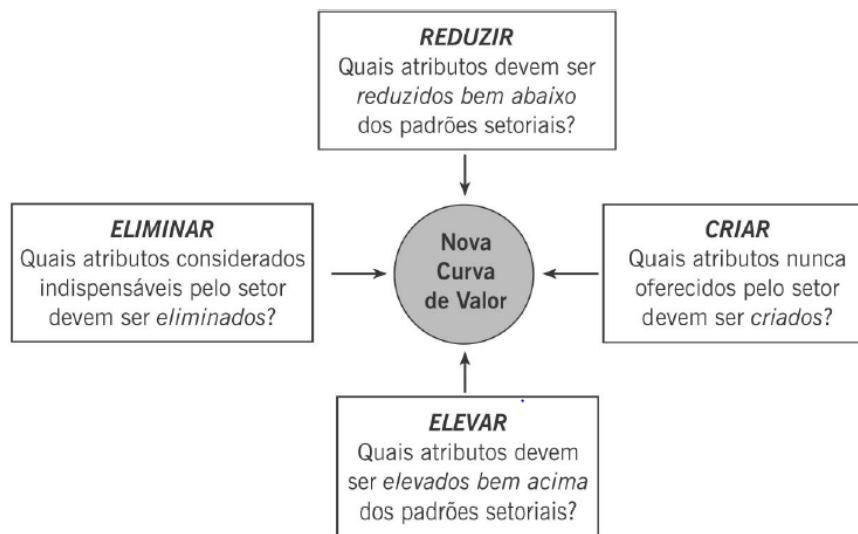
2.1.4 Modelo das quatro ações

Através da análise da matriz de avaliação de valor, a empresa pode melhor entender a situação estática do mercado, possibilitando o mapeamento dos atributos onde há uma oportunidade para construir uma diferenciação (CHAN KIM; MAUBORGE, 2004).

O modelo das quatro ações é uma ferramenta que ajuda os tomadores de decisão a investigarem quais devem ser as mudanças nos atributos levantados para que seja criada uma nova curva de valor com uma proposta mais atraente para o mercado (CHAN KIM; MAUBORGE, 2004).

O modelo consiste em quatro perguntas-chave, conforme explicitado na figura 3:

Figura 3: Modelo das quatro ações



(Fonte: CHAN KIM; MAUBORGE, 2004, p. 49)

Com essa ferramenta, a empresa é questionada sobre como deve se portar em relação aos atributos atuais e chega em uma nova proposta de valor para o cliente. Esse processo é iterativo e conforme as condições de mercado se alteram, a empresa pode passar por uma nova dinâmica de mudança de sua curva de valor (CHAN KIM; MAUBORGE, 2004).

2.1.5 Cinco Forças de Porter

Porter (1980) elaborou um modelo para análise do ambiente competitivo de empresas, em que é possível observar os elementos do ambiente competitivo da indústria onde a empresa está inserida.

Apesar dos vários fatores externos que tendem a influenciar o modo como uma empresa compete, o elemento principal para entender a estratégia competitiva de uma empresa se baseia na dinâmica competitiva de sua indústria. Essa dinâmica competitiva será um dos principais elementos para mensurar o potencial de lucros e de retornos sobre investimentos dos participantes dessa indústria (PORTER, 1980).

Para melhor ilustrar a dinâmica competitiva de uma indústria, Porter criou um modelo baseado em cinco forças, são elas: poder de negociação com os clientes, poder de negociação

dos fornecedores, concorrentes diretos, ameaça de novos entrantes e ameaça de produtos substitutos.

O nível de competição da indústria irá depender da intensidade de cada uma das cinco forças, portanto, é importante detalhar cada uma delas.

2.1.5.1 Poder de Negociação com os Clientes

Os clientes pressionam as empresas buscando por produtos melhores, preços mais competitivos, promovendo a disputa entre os concorrentes de uma determinada indústria. Como os interesses da empresa e dos clientes são opostos, ambos estão sempre medindo forças em suas negociações (PORTER, 1980).

É possível afirmar que o poder de negociação dos clientes se torna mais elevado quando ele representa um percentual significativo das vendas ou dos custos dos fornecedores, fazendo com que aquele cliente seja importante para diluir os custos fixos e manter a operação dos fornecedores lucrativa (PORTER, 1980).

Outro fator importante é o perfil do produto, quanto menor o nível de diferenciação do produto maior o poder de barganha dos clientes, dado que muito provavelmente haverá outros fornecedores para esse mesmo produto (PORTER, 1980).

Pode-se afirmar também que quanto mais transparente o mercado, ou seja, quanto maior for o acesso à informação dos clientes, maior será seu poder de barganha para trocar de fornecedor e favorecer aquele que tenha as melhores condições (PORTER, 1980).

Finalmente, o último ponto a ser destacado é o custo pela troca de fornecedores. Caso exista um processo de implantação de sistemas, dificuldades logísticas ou alguma outra barreira que dificulte a troca do fornecedor, o poder de negociação dos clientes é menor (PORTER, 1980).

2.1.5.2 Poder de Negociação dos Fornecedores

Fornecedores são capazes de exercer seu poder de negociação com aumento de preços ou redução da qualidade, e, portanto, dos custos de seus produtos. Em ambos os casos, o resultado é que tais fornecedores aumentam seus retornos do ponto de vista financeiro (PORTER, 1980).

O poder de negociação dos fornecedores pode ser considerado alto quando a indústria do fornecedor é mais concentrada que a indústria de seus clientes, fazendo com que esses fornecedores consigam aumentar seus preços sem sofrer com quedas significativas na demanda ou migrações para competidores (PORTER, 1980).

Outras características que aumentam o poder de negociação dos fornecedores são: a atuação em um mercado com pouco ou nenhum produto substituto, não ter nenhum cliente relevante como percentual das vendas totais, produzir bens que sejam essenciais para seus compradores e estar em uma indústria com alto custo de mudança para o cliente (PORTER, 1980).

2.1.5.3 Rivalidade entre concorrentes diretos

A rivalidade entre concorrentes diretos ocorre em empresas que afetam diretamente uma à outra, ou seja, empresas mutuamente dependentes. A rivalidade ocorre quando um competidor percebe a oportunidade (ou a necessidade) de melhorar seu posicionamento, seja deixando seus preços mais competitivos, seja sendo mais agressivo em campanhas publicitárias ou melhorando o produto para seus clientes (PORTER, 1980).

Diversas dinâmicas competitivas, especialmente as relacionadas à guerra de preços, tornam os mercados bastante instáveis e diminuem a rentabilidade de todos os concorrentes, uma vez que outros competidores acabam seguindo as reduções de preços e fazem com que o mercado se acomode em um nível inferior de retornos (PORTER, 1980).

A competição entre concorrentes diretos tende a ser mais intensa em indústrias com maior número de empresas (também conhecido como mercados fragmentados) ou indústrias em que os principais concorrentes possuem dimensões e poder de negociação equilibrados entre si. Indústrias de baixo crescimento também tendem a ser mais competitivas, à medida que as empresas acabam tendo mais dificuldade de crescer e passam a ser mais agressivas para ganhar participação de mercado. Finalmente, também pode-se afirmar que a competição é maior em indústrias onde os produtos têm baixa diferenciação ou não existam custos de troca (PORTER, 1980).

2.1.5.4 Ameaça de Novos Entrantes

Novos entrantes são capazes de trazer novas capacidades, anseio pelo ganho de participação de mercado e recursos diferenciados. Como resultado da entrada de um novo concorrente, os incumbentes, empresas que dominam a indústria no cenário atual, que estavam se aproveitando de seu posicionamento para conquistar retornos atrativos, podem ser ver forçados a reduzir preços ou cortar custos para se tornar mais competitivos (PORTER, 1980).

A intensidade da ameaça de novos entrantes depende das barreiras de entrada presentes na indústria e da capacidade dos competidores que já fazem parte da indústria de reagir ao novo entrando. Quanto maior forem as barreiras e o poder de reação, menor será a ameaça de novos entrantes (PORTER, 1980).

Existem seis principais fontes de barreiras de entrada, são elas: economia de escala, diferenciação do produto, necessidade de capital, desvantagens de custo, acesso a canais de distribuição e política governamental (PORTER, 1980).

As **economias de escala** se referem à redução do custo por unidade à medida que o volume produzido dentro de determinado período aumenta. Estas economias dificultam a entrada de novos competidores na medida em que os incumbentes já possuem um custo marginal mais baixo e podem usufruir de melhores retornos ou ter uma estratégia mais agressiva em termos de preços (PORTER, 1980).

A **diferenciação do produto** está relacionada à força de uma marca na tomada de decisão do cliente e à lealdade que esse consumidor desenvolve com a empresa que fornece determinado produto ou serviço (PORTER, 1980).

Necessidade de capital é uma barreira de entrada relevante, dado que a companhia necessita de investimentos em publicidade para construir uma marca, em P&D para construir um novo produto e em capital de giro e estoques para iniciar uma operação (PORTER, 1980).

Muitos dos novos entrantes possuem **desvantagens de custo**, dado que as empresas já consolidadas conseguiram ocupar as melhores localizações, tiveram mais tempo para o desenvolvimento de seus produtos, acesso à matéria-prima e subsídios governamentais (PORTER, 1980).

O **acesso aos canais de distribuição** também pode construir uma barreira, dado que os novos concorrentes precisarão distribuir seus produtos e devem ter menor capilaridade que os concorrentes incumbentes, fazendo com que a competição seja menos severa em algumas

regiões específicas, onde os entrantes não possuem canais de distribuição para chegar (PORTER, 1980).

Por fim, a última das seis fontes de barreiras de entrada é a **ação governamental** que pode criar regulações, monopólios e concessões. Com objetivo de proteger o bem comum, o governo pode limitar que as empresas tenham acesso a determinados recursos, como determinadas matérias-primas (PORTER, 1980).

2.1.5.5 Ameaça de Produtos Substitutos

Todas as empresas de uma indústria competem, em última instância, com produtos substitutos aos seus. Produtos substitutos limitam o potencial de retornos financeiros de determinadas indústrias na medida em que oferecem algo similar, mas dentro de uma dinâmica competitiva diferente (PORTER, 1980).

Os produtos substitutos que possuem maior potencial para tomar o lugar dos incumbentes são aqueles capazes de melhorar a relação de custo-benefício da indústria e aqueles que são produzidos por empresas com lucros altos (PORTER, 1980).

2.1.6 Influência da *Internet* na Estrutura Competitiva da Indústria

Em março de 2001, Porter escreveu *Strategy and the Internet* para *Harvard Business Review*. Neste artigo, que tem se provado bastante atual, mesmo depois de quase 20 de sua publicação, Porter revisita o modelo das Cinco Forças, apresentado na seção anterior, e mostra como a *internet* impacta a importância de cada uma das forças.

Como boa parte da análise que será desenvolvida neste projeto discorre sobre empresas relacionadas à *internet*, é importante detalhar como a dinâmica competitiva tem sido alterada, portanto, vamos revisar o impacto em cada uma das forças de Porter.

2.1.6.1 Poder de negociação com os clientes

A *internet* mudou de forma definitiva a relação entre compradores e vendedores, trazendo mais poder de negociação para os compradores. Isso acontece, primeiramente, pelo maior acesso à informação provido aos compradores, tornando mais simples a comparação de preços e nível de serviço entre diversos fornecedores (Porter, 2001).

Ao mesmo tempo, os custos de mudança também diminuíram, já que o cliente passou a ter acesso a um processo muito simplificado para comprar em outros fornecedores. Além disso, com o desenvolvimento de novas tecnologias, os processos ficam mais automatizados, dependendo menos de fluxos de informações que aumentam o tempo de troca do produto e, portanto, reduzindo os custos de mudança (Porter, 2001).

Em outro ângulo, é possível afirmar que a *internet* diminuiu o poder de negociação de grandes canais, uma vez que há possibilidade de expansão geográfica da atuação da empresa, permitindo atingir novos clientes e reduzir a importância dos clientes-chave (Porter, 2001).

2.1.6.2 Poder de negociação dos fornecedores

Uma importante tendência da *internet* na relação entre fornecedores e clientes é a possibilidade de fornecedores atingirem diretamente os clientes finais da cadeia, fazendo com que se tornem competidores de seus próprios clientes (Porter, 2001).

O aumento do poder de negociação dos fornecedores também é motivado pela redução de barreiras de entrada, dado que surgem novos clientes, diminuindo a importância relativa dos clientes atuais. Não obstante, esses mesmos fornecedores passam a ter uma área de atuação maior, possibilitando a captura de novos clientes, o que, novamente, torna os clientes atuais menos relevantes (Porter, 2001).

Por outro lado, o poder de negociação dos fornecedores diminuiu à medida que os preços e as propostas de valor de cada uma das empresas se tornam mais transparentes, facilitando a tomada de decisão do cliente (Porter, 2001).

2.1.6.3 Concorrentes Diretos

O impacto da *internet* na relação entre os concorrentes diretos é o aumento da intensidade da rivalidade. Primeiramente, com a transparência que é dada ao mercado, a diferenciação entre os produtos diminuiu consideravelmente, fazendo com que a competição migre para preço, o que, em geral, diminuiu os retornos (Porter, 2001).

Além disso, com o aumento da área de atuação possível de todas as empresas, há um aumento no número de competidores, fazendo com que os clientes tenham mais poder de

negociação para escolher de quem comprar e promovendo maior nível de competição entre os participantes do mercado (Porter, 2001).

2.1.6.4 Ameaça de novos entrantes

O crescimento do uso da *internet* intensifica a ameaça de novos entrantes no mercado. Isso se deve ao fato da diminuição de barreiras de entrada, como a necessidade de um time grande de vendas, acesso a canais específicos, necessidade de ativos físicos, entre outras necessidades que a *internet* elimina e, portanto, torna a entrada de um novo competidor mais fácil (Porter, 2001).

Além disso, como os produtos passam a ser expostos, se torna mais difícil para os atuantes do mercado de impedir a replicação de seus produtos por novos entrantes, o que torna o mercado mais sujeito a ataques de novas empresas, aumentando ainda mais a rivalidade entre os concorrentes (Porter, 2001).

2.1.6.5 Ameaça de produtos substitutos

Como a *internet* provoca o efeito de aumentar a competição entre seus concorrentes e fazer com que essa competição seja baseada no preço, a indústria acaba se tornando, naturalmente, mais eficiente. Tendo isso em vista, os competidores do mercado atual passam a conseguir atender mais clientes, em diferentes orçamentos e regiões, o que torna o mercado maior e, por isso, é um efeito positivo na dinâmica competitiva (PORTER, 2001).

Apesar do efeito positivo citado, também é importante destacar que a *internet* permite a criação de novos produtos substitutos que antes não eram viáveis. Não obstante, esses produtos substitutos podem ser desenvolvidos por empresas de outras indústrias que passam a participar de novos mercados (PORTER, 2001).

2.1.6.6 Análise SWOT

Na análise de qualquer ambiente competitivo, podem ser encontradas oportunidades e ameaças para a indústria. Enquanto isso, as empresas apresentam pontos fortes e fracos dentro da operação. Com isso, utiliza-se a análise *SWOT* (*Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*) para identificar as limitações da empresa, monitorando as fraquezas e ameaças

enquanto se preserva as forças e se investe nas oportunidades. (CARVALHO; LAURINDO, 2012)

Uma fraqueza é uma falha ou algum atributo que a empresa não possui e, portanto, se traduz em desvantagem. Já uma força é algo positivo, um atributo que faz da empresa mais competitiva no ambiente em que atua. Numa situação em que os pontos fortes superam os pontos fracos, a empresa é considerada mais competitiva (SERRA; TORRES; TORRES, 2004).

Uma ameaça é uma força ambiental - que não pode ser controlada pela empresa - e dificulta ou impede sua ação, sendo que ela pode ou não ser evitada, dependendo do momento que for reconhecida e da habilidade da empresa em lidar com a ameaça. Já uma oportunidade também é uma força do ambiente, que pode ser incorporada à ação estratégica da companhia, dependendo da habilidade da empresa de identificá-la e executá-la (OLIVEIRA, 2007).

A elaboração de uma análise SWOT deve identificar e avaliar os pontos fortes e fracos da empresa relacionados às oportunidades e ameaças, analisando a capacidade e o potencial de se aproveitar das oportunidades e se defender das ameaças. (OLIVEIRA, 2007).

Figura 4: Matriz SWOT

		Relação com o objetivo	
		Ajuda	Atrapalha
Origem do fator	Interno	(S) Forças	(W) Fraquezas
	Externo	(O) Oportunidades	(T) Ameaças

(Fonte: OLIVEIRA, 2007. Adaptado pelo autor)

2.2 Análise tradicional do valor de uma empresa

A análise do valor de uma empresa é parte essencial no cotidiano de empreendedores e investidores. Para investidores, essa análise é inerente à atividade. Para saber se um determinado investimento tem possibilidade de trazer retornos atrativos é fundamental saber se o preço a ser pago faz sentido. Ao mesmo tempo, para empreendedores, a análise de valor da empresa será útil em decisões de alocação de capital, como por exemplo a aquisição de uma outra companhia, ou mesmo em momentos de desinvestimentos, como a venda da própria operação para um competidor ou investidores.

Apesar do resultado da análise ser quantitativo, existem diversas premissas que devem ser adotadas durante o processo e a maior parte delas faz uso de alicerces qualitativos. Assim, é importante definir que a análise de valor de uma empresa não é uma ciência exata e depende do viés de quem está realizando o processo.

Não obstante, por se tratar de um processo que envolve eventos futuros, a análise de valor de uma empresa não possui resposta única. O grau de acerto do processo varia de acordo com a empresa analisada. No caso de empresas maduras, em que há baixa variação nos resultados e um histórico longo para realizar as análises, é razoável afirmar que o grau de acerto deve ser alto. Ao mesmo tempo, em empresas em estágio inicial na curva de maturação, com possibilidade de migração de mercados e pouco histórico de resultados para análise, o nível de incerteza é consideravelmente maior.

Levando isso em conta, vale mencionar que não há método que garanta maior ou menor grau de acerto no investimento. A proposta mais interessante é fazer uso de mais de um método de análises para montar um estudo que tenha coerência.

Nas seções subsequentes serão descritas duas das abordagens para a avaliação do valor da empresa: o Fluxo de Caixa Descontado (DCF – *Discounted Cash Flow*, na sigla em inglês) e a análise de múltiplos, onde é feito o estudo através de ativos comparáveis, a partir de uma variável comum.

2.2.1 Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado é o que apresenta maior nível de rigor técnico para expressar o valor econômico de uma empresa. Para tal, esse método consiste no cálculo

do valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados a partir de premissas sobre a operação da empresa (NETO, 2003).

Dessa forma, para definir o valor de um ativo, no caso uma empresa, é necessário calcular os Fluxos de Caixa Futuros gerados por essa empresa, calcular o valor presente de todos esses fluxos, utilizando uma taxa de desconto e depois somá-los, resultado em um valor considerado justo para aquele ativo (NETO, 2003).

A equação 1 ilustra como é feito o cálculo do valor de um ativo:

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

Equação 1: Método do Fluxo de Caixa Descontado

(Fonte: NETO, 2003)

Onde,

n: tempo de vida do ativo

FC_t : Fluxo de Caixa no Período t

r: taxa de desconto

Nesse processo, a premissa mais complexa e importante é a taxa de desconto (definida como a variável **r**) utilizada. Para calcular essa taxa, é utilizada a média ponderada entre o custo de capital próprio e de terceiros, ponderados pela participação no ativo. Essa taxa é chamada de *WACC*, *Weighted Average Capital Cost*, da sigla em inglês (DAMODARAN, 1997).

Essa taxa é calculada a partir da média ponderada entre o custo de capital de terceiros, ou seja, a taxa de juros que a empresa paga por suas dívidas e o custo de capital próprio, que representa o retorno exigido pelos acionistas da empresa (DAMODARAN, 1997).

$$WACC = K_e WPL + K_d WP(1 - T_c)$$

Equação 2: Cálculo do WACC

(Fonte: DAMODARAN, 1997)

Onde,

WACC: *Weighted Average Capital Cost*

K_e : Custo de oportunidade do capital próprio

WPL: capital próprio como proporção do capital total investido

K_d : custo explícito do credor

WP: capital de terceiros como proporção do capital total investido

T_c : alíquota de imposto de renda das empresas

O K_d , ou custo explícito do credor, é calculado pela média ponderada entre as dívidas da empresa e seus respectivos custos, consolidando assim o custo total da dívida da empresa. Na fórmula, esse valor é multiplicado pela sua respectiva proporção no capital total da empresa e descontada pela alíquota de imposto de renda. Esse desconto ocorre porque ao tomar uma dívida, ela incorre em um custo que irá diminuir o lucro tributável da empresa, fazendo com que a empresa pague menos impostos (DAMODARAN, 1997).

Já o K_e ou custo de capital próprio é calculado de forma menos trivial. O método mais utilizado para o cálculo do custo de capital próprio é o *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), na sigla em inglês. Esse método consiste em estabelecer uma taxa livre de risco – normalmente associada à títulos públicos – e um prêmio de risco (DAMODARAN, 1997).

$$K_e = R_F + \beta[R_M - R_F]$$

Equação 3: Cálculo do K_e

(Fonte: DAMODARAN, 1997)

Onde,

K_e : Custo de oportunidade do capital próprio

R_F : Taxa de juro livre de risco

β = coeficiente Beta do Ativo

R_M : Retorno da carteira de mercado

$R_M - R_F$: prêmio pelo risco de mercado

$\beta [R_M - R_F]$ = prêmio pelo risco do ativo

O prêmio de risco é calculado pelo produto entre a variável β do ativo e a diferença entre a taxa livre de risco e o retorno médio que aquela classe de ativos proveu historicamente. Esse método possui diversas particularidades, especialmente nas definições das variáveis β e R_m . Dito isso, esse trabalho não se aprofundará nesses detalhes, dado que esse método não se prova funcional para a análise de empresas em estágio operacional prematuro (DAMODARAN, 1997).

Em empresas jovens, a dificuldade não se encontra apenas no cálculo da taxa de desconto adequada, mas sim no valor dos fluxos de caixa, dado que no curto prazo, a empresa pode gerar fluxos de caixa negativos e, portanto, resultando em um valor justo negativo pelo método do fluxo de caixa descontado.

2.2.2 Análise Relativa – Múltiplos

Outro método bastante utilizado na análise do valor de empresas é o método comparativo. Nessa abordagem, o valor do ativo é definido com base nos preços pagos por ativos comparáveis, utilizando uma variável em comum. Na maior parte dos casos, essa variável servirá como o denominador de uma fração, cujo numerador será o próprio valor do ativo. (DAMODARAN, 2010).

Algumas das variáveis mais utilizadas nessa análise são: lucro líquido, *EBITDA* (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*), fluxo de caixa livre e receitas. Um exemplo de múltiplo utilizado nessa análise é o *P/E* (*Price to earnings*), onde divide-se o valor do ativo pelo seu lucro.

Para realizar esse cálculo, deve-se inicialmente fazer uma pesquisa de outras empresas que atuam no mesmo segmento, com tamanho parecido e podem ser consideradas comparável. Caso essa empresa seja listada na bolsa de valores, suas demonstrações financeiras são públicas e seu preço é definido pelo valor de mercado, ou seja, o seu número de ações multiplicado pelo preço das ações. Caso a empresa não tenha nenhuma outra empresa listada, deve-se procurar em notícias ou na Junta Comercial do Estado onde a empresa foi criada para encontrar as demonstrações financeiras e o valor pago na última transação privada.

Depois de estudar o setor e calcular o múltiplo que os pares da empresa analisada estão sendo negociados, pode-se compará-lo ao múltiplo da empresa em que se pretende realizar o investimento. Essa análise parte do pressuposto de que as empresas que estão sendo negociadas

no mercado já estão com a precificação correta, de modo que novas empresas devam ter múltiplos parecidos com elas (DAMODARAN, 2010).

A análise relativa pode ser bem exemplificada na formação de preços de imóveis. Uma das métricas mais comuns a serem utilizadas é o preço por metro quadrado (m²). Isso porque quanto maior a área de um imóvel, maior deve ser seu preço. Porém, assim como no caso dos imóveis, as empresas também podem ter múltiplos muito diferentes. No caso dos imóveis, o preço por m² pode variar materialmente dependendo da localização do imóvel, das peculiaridades da construção ou dos serviços oferecidos.

A maior vantagem da análise de múltiplos é a simplicidade na sua utilização. Ao contrário do método do fluxo de caixa descontado, a análise de múltiplos permite chegar ao valor justo da empresa de forma muito mais rápida, com operações matemáticas simples. (DAMODARAN, 2010).

Na tabela 2, são demonstrados alguns exemplos de múltiplos recorrentemente utilizados para análise de valor de uma empresa.

Tabela 2: Exemplos de múltiplos de mercado

Múltiplo	Numerador	Denominador
P/E	Valor de mercado	Lucro Líquido
<i>EV/EBITDA</i>	Valor de mercado + dívida líquida	<i>EBITDA</i>
<i>FCF Yield</i>	Fluxo de Caixa livre	Valor de mercado
<i>Dividend Yield</i>	Dividendos pagos	Valor de mercado
<i>EV/Receita</i>	Valor de mercado + dívida líquida	Receita líquida

(Fonte: DAMODARAN, 2010, adaptado pelo autor)

Na análise de empresas em estágio inicial de seu ciclo de vida, a maior parte dos múltiplos utilizados pelo mercado serão pouco úteis, dado que muitas dessas empresas ainda não possuem *EBITDA* ou lucro positivo. Assim, o múltiplo mais utilizado para esse tipo de empresa é o *EV/Receita*.

Apesar de ser possível utilizar a análise por múltiplo em empresas mais jovens, vale salientar que, por ter uma perspectiva de crescimento muito acelerada, parte importante do trabalho de analisar o valor dessa empresa fica em critérios qualitativos, sendo a análise de múltiplos apenas um complemento às demais análises.

2.3 Métricas para análise de uma empresa digital

O excesso de liquidez global combinado com o acelerado uso da *internet* tem feito com que, cada vez mais, empresas digitais tenham crescimentos exponenciais e tomem participações de mercado de forma rápida. Não obstante, muitas dessas empresas ainda não possuem lucro operacional e precisam de capital para financiar seus crescimentos. Diante desse cenário, tomadores de decisão enfrentam dificuldades em avaliar o valor dessas empresas, já que os métodos tradicionais se utilizam exatamente da capacidade da empresa de gerar lucro e caixa para atribuir seu valor.

Por conta disso, novas métricas de análise de empresa estão sendo desenvolvidas para que seja possível estimar o valor de uma empresa ainda em fase inicial de seu desenvolvimento. Para entender essas métricas, é importante salientar a mudança na estrutura competitiva da indústria causada pelo crescimento da *internet*.

Como explorado na seção 2.1.6, o advento da *internet* aumentou o poder de negociação dos clientes, deixando o mercado mais competitivo. Por conta deste fenômeno, as empresas passaram a tratar seus clientes como verdadeiros ativos e desenvolveram métricas para monitorar a atração de novos clientes, retenção dos clientes da empresa, recorrência de uso do produto, nível de satisfação e os resultados financeiros que esses clientes estão trazendo.

As análises que serão apresentadas nas próximas seções visam entender a capacidade da empresa de atrair, reter e extrair valor econômico de seus clientes ao longo do tempo, bem como observar se a empresa tem oportunidades de ganhar participação nos mercados em que atua ou entrar em novos mercados.

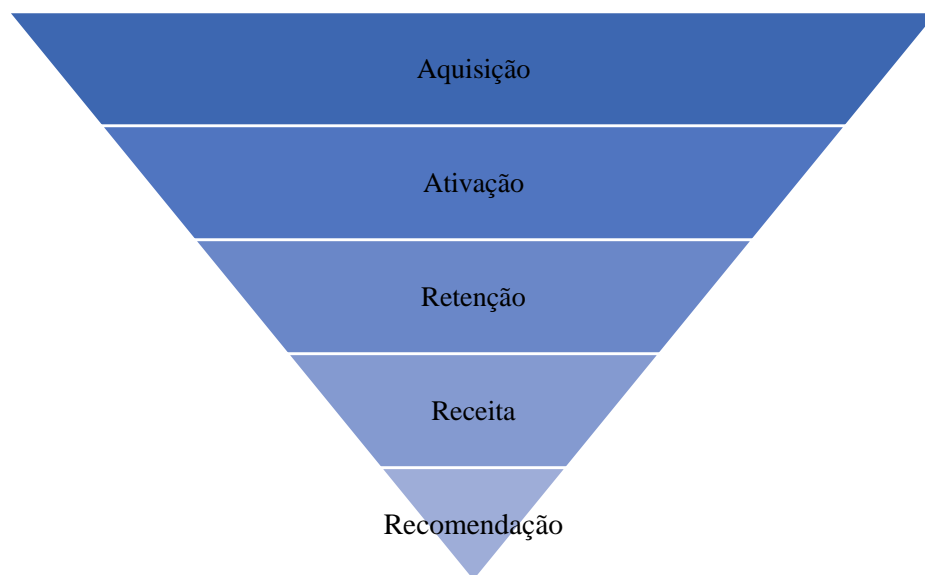
2.3.1 Funil de Aquisição de Clientes

O funil de aquisição de clientes é uma ferramenta criada em 2007 por Dave McClure, um empreendedor norte americano com passagem por diversas empresas de tecnologia como Microsoft, Intel e PayPal.

Essa ferramenta é utilizada para monitorar e otimizar a jornada do cliente com a empresa, visando encontrar de forma mais fácil onde estão os gargalos da operação e visando resolvê-los de maneira eficiente.

O funil é dividido em 5 etapas diferentes, conhecidas pela sigla “AARRR”: aquisição, ativação, retenção, receita e recomendação (MCCLURE, 2007). A seguir, serão apresentadas cada uma das etapas do funil.

Figura 5: Funil de aquisição de cliente



(MCCLURE, 2007, elaborado pelo autor)

Aquisição: a primeira etapa do funil se refere à atração de novos clientes. Essa etapa está diretamente relacionada com a estratégia de marketing da empresa. Para que essa etapa funcione bem, é necessário que a empresa conheça o perfil do seu cliente e em quais canais deve investir para encontrá-lo (MCCLURE, 2007).

Ao longo dos últimos anos, a *internet* vem permitindo que as empresas negociem seus produtos e serviços *online*. Com isso, a medição da aquisição do cliente se torna muito mais poderosa.

Há uma série de métricas que podem ser utilizados para medir a eficiência na aquisição de clientes, entre as quais, pode-se destacar: o número de visitas de determinada página, o número de páginas que o cliente percorreu durante sua visita, o tempo de permanência no *site* e a taxa de rejeição, ou seja, os clientes que deixaram o *site* depois de visitar apenas uma página.

Assim, parte importante da etapa de aquisição de clientes está relacionada com a capacidade da empresa de atrair potenciais clientes que tenham relevância para aquela oferta de produtos.

Ativação: nessa segunda etapa, ocorre a conversão do visitante da página em um cliente da empresa. Para convencer o visitante a se tornar cliente da empresa, existem várias estratégias. (MCCLURE, 2007).

Ativar o visitante não necessariamente significa que ele deva gerar receita para a empresa naquele exato momento. Essa etapa está focada entre criar um relacionamento entre a empresa e o visitante, como, por exemplo, o compartilhamento de dados do possível cliente para permitir que a empresa entre em contato futuramente.

A métrica mais importante para essa etapa do funil é a taxa de conversão de visitantes em clientes ativos, ou seja, o número total de usuários adquiridos dividido pelo número total de usuários ativados. Se essa métrica está muito próxima de zero, deve-se interromper ou diminuir os investimentos para trazer novos visitantes para a plataforma e repensar o processo de ativação. Se a métrica estiver muito próxima de 1, pode-se investir mais e trazer mais visitantes que poderão ser convertidos em clientes (MCCLURE, 2007).

Retenção: a terceira etapa do funil é a retenção, ou seja, fazer com que o cliente continue utilizando a plataforma depois da primeira interação com a empresa. Essa é uma das etapas mais importantes, dado que indica que o cliente está satisfeito e voltou a utilizar o serviço ou consumir o produto (MCCLURE, 2007).

Além disso, outro ponto que faz dessa etapa importante é que esse cliente é chamado de orgânico, vale dizer, não ativado por investimentos em marketing. Com isso, esse passa a ser um cliente mais barato para a empresa e cada vez que ele retorna acaba se tornando mais rentável para a operação.

Assim como na etapa anterior, é possível calcular uma taxa de conversão entre os clientes que são ativados e os clientes que voltam a utilizar os produtos e serviços da empresa. Esse cálculo é dado pela divisão entre os clientes que foram retidos e o total de clientes ativados.

Além dessa métrica, também é possível avaliar o quão recorrente é um cliente, ou seja, quantas vezes ele acessa a plataforma ou compra o produto em determinado período (MCCLURE, 2007).

Receita: essa quarta etapa do funil se refere ao incremento de receita do cliente, ou seja, fazer com que o cliente gaste mais dentro da plataforma da empresa. O principal objetivo dessa análise é entender o quanto cada cliente gasta e, a partir disso, tentar aumentar esse valor ao longo do tempo, seja via uma recorrência maior ou um valor maior a cada compra (MCCLURE, 2007).

Nesse sentido, uma estratégia muito utilizada é ter mais do que uma linha de produtos, permitindo que o cliente migre para uma nova faixa de produtos de valor maior.

Ao mesmo tempo, para que o cliente aumente seu nível de gasto dentro da plataforma utilizada, é necessário manter um atendimento satisfatório, o que implica em um produto constantemente aprimorado.

Recomendação: a última etapa do funil é a fase de recomendação, que consiste em entender o que o seu cliente tem a dizer sobre a experiência que ele teve com o produto e o que ele falaria para outros potenciais clientes (MCCLURE, 2007).

Em empresas cujos produtos são oferecidos de forma online, o processo de recomendação é mais fácil e tem se tornado cada vez mais importante. Em diversos exemplos, o usuário acaba de executar uma ação e já pode classificá-la em segundos, o que ajuda a empresa a entender onde estão os gargalos da operação.

Nesse contexto, uma das principais métricas utilizadas pelas companhias é o *NPS (Net Promoter Score)*, que ajuda a empresa a quantificar a possibilidade de o cliente recomendar para amigos e familiares o serviço ou produto que utilizou.

Por último, vale destacar que a última etapa do funil está intrinsicamente ligada à primeira, dado que a recomendação de um usuário é a maneira mais barata de se conseguir atrair um novo cliente para a empresa e assim aumentar o retorno sobre investimento na aquisição de clientes.

2.3.2 NPS – Net Promoter Score

O *NPS* é uma ferramenta que ajuda a quantificar a perspectiva do cliente sobre determinado produto ou serviço. Para isso, o método divide os clientes de uma empresa em três categorias: promotores, passivos e detratores (REICHHELD, 2006).

A divisão é feita a partir da pergunta: “Numa escala de 0 a 10, qual é a probabilidade de você recomendar a empresa a um amigo ou colega?”. Baseadas nas respostas, as empresas podem rapidamente mensurar os sentimentos e atitudes dos clientes (REICHHELD, 2006).

Os promotores são os clientes que apreciaram o relacionamento com a empresa, dando uma nota de 9 ou 10. É importante que as empresas consigam desenvolver estratégias de aumentar a quantidade de promotores, entendendo o que levou esses clientes a responder à pergunta dessa forma e tentar replicar isso para futuros clientes (REICHHELD, 2006).

Os passivos são os clientes que atribuem nota 7 ou 8, representando pessoas que têm uma relação passiva sobre a empresa, ou seja, não a promovem para outros clientes e, provavelmente, tem um grau de fidelização baixo. Em clientes passivos, a empresa deve tentar entender melhor suas necessidades com objetivo de torná-los promotores (REICHHELD, 2006).

Os detratores são os clientes que atribuem nota 6 ou inferior, representando a insatisfação com a empresa. É importante que a empresa consiga entender a origem da insatisfação desses clientes para que assim possa caminhar na direção de resolver o problema e evitar a perda do cliente (REICHHELD, 2006).

Para se obter o NPS, a empresa precisa medir o percentual de clientes promotores, subtraindo do percentual de clientes detratores, obtendo o percentual líquido de promotores (REICHHELD, 2006).

2.3.3 Modelo de Receita Recorrente

Existem diversos modelos de transações entre empresas e clientes. Entre esses modelos, tem ganhando destaque nos últimos anos o modelo de receita recorrente, especialmente para empresas digitais. Esse modelo é baseado em uma relação recorrente entre o cliente e a empresa e não apenas uma venda transacional. Um exemplo para esse tipo de modelo de receita são os serviços por assinatura, tais como: TV a cabo, *streaming* de música e assinatura de jornais (JAIN; SINGH, 2002).

Apesar do modelo de receita recorrente não ser novo, muito menos uma exclusividade de empresas de tecnologia, esse conceito ganhou força com o desenvolvimento do modelo de *SaaS (Software as a Service)*, no qual empresas de tecnologia migraram do modelo de projetos, para um modelo de assinatura.

O modelo de receita recorrente apresenta algumas vantagens importantes para as empresas que fazem uso dele. Em primeiro lugar, essas empresas têm uma maior previsibilidade das receitas futuras, estimando o tempo médio que um cliente fica na base e o valor médio de um contrato. Além disso, a empresa que possui um modelo de negócio recorrente fica mais próxima de seu cliente e consegue atualizar seu produto de forma mais rápida, uma vez que não teve uma única transação com seu cliente e a mantém todos os meses (JAIN; SINGH, 2002).

Analisando as empresas em fase inicial de maturação com receita recorrente, torna-se mais fácil olhar para os resultados de cada mês do que os resultados no ano consolidado. Por conta disso, surgem algumas métricas que anualizam os resultados do último mês, dado que as receitas desse mês devem se manter para o resto do ano. Entre as métricas mais utilizadas para estudo de empresas recorrentes, destacam-se as da tabela 3:

Tabela 3: Principais métricas de receita recorrente

<i>Métrica</i>	<i>Definição</i>
<i>Recurring Revenue</i> (Receita Recorrente)	É o modelo onde o cliente paga periodicamente por um produto ou serviço.
MRR (Monthly Recurring Revenue)	Representa o valor de todas as assinaturas recorrentes na base mensal. A MRR pode ser calculada pelo produto entre o número de clientes e o valor médio que eles pagam mensalmente pela assinatura
ARR (Annual Recurring Revenue)	Assim como a MRR, a ARR descreve o valor de todas as assinaturas, mas em base anual. Para o cálculo da ARR, basta realizar o produto da MRR por 12.
ACV – Annual Contract Value	O ACV representa o valor do contrato de uma empresa com seu respectivo cliente. Caso a mensalidade seja de R\$50, o ACV será calculado por R\$50 multiplicado por 12, R\$600.
ARPA – <i>Average Revenue per Account</i>	A ARPA representa o valor médio das assinaturas dos clientes. No caso de a empresa oferecer mais de um plano (e assim mais de um preço), ela ajuda a empresa a entender o que os clientes estão priorizando e como deve ser a estratégia para aumentar a ARPA.

(Fonte: JAIN; SINGH, 2002. Adaptado pelo autor)

Para salientar a importância desses indicadores, vale ressaltar como as empresas que possuem receitas recorrentes projetam suas receitas e quais são os indicadores financeiros que demonstram que a empresa está ou não apresentando melhorias. Esse modelo de receita é representado pela equação 4:

$$Receita_{n+1} = (C_n + NC_n - CD_n) * ARPA_{n+1}$$

Equação 4: Cálculo da projeção de receita recorrente

(Fonte: Arco Educação, departamento de relação com investidores, adaptado pelo autor)

Onde:

n = mês atual

C_n = base de clientes no mês atual

NC_n = novos clientes adquiridos no mês atual

CD_n = clientes desistentes no mês atual

$ARPA_{n+1}$ = receita média por conta no mês seguinte

Através da análise dessa fórmula, é possível perceber que para uma empresa de receita recorrente apresentar crescimento, ela precisa maximizar seus novos clientes (NC) e minimizar os clientes desistentes (CD), a fim de manter o maior número de clientes gerando receitas. Além disso, outra maneira de aumentar sua receita é com incremento do *ARPA* que pode ser feito atualizando o preço dos clientes antigos (C) ou trazendo clientes novos com maior *ARPA*.

2.3.4 Análise de *unit economics*

Análises de *unit economics* consiste em analisar indicadores financeiros a partir de uma unidade básica, que pode ser um cliente ou um produto. Ou seja, a análise de *unit economics* visa responder o quanto uma determinada unidade está trazendo de receita, de custo e de lucro (WILLE, 2016).

Esse tipo de análise é bastante importante para entender o funcionamento de uma empresa, em especial para empresas que estão em estágio inicial de desenvolvimento. Isso porque quando uma empresa está em estágio inicial, ela precisa testar seu modelo de negócios e entender se cada cliente que ela adquire está gerando resultados positivos. Caso a unidade analisada esteja gerando bons resultados, faz sentido continuar investindo capital para adquirir novas unidades e assim diluir alguns outros custos operacionais, como os salários do time administrativo (WILLE, 2016).

Além da análise do resultado, estudar os *unit economics* permite que a empresa diferencie as safras de clientes ao longo do tempo e entenda melhor como as suas ações estão impactando os hábitos dos novos e antigos clientes (WILLE, 2016).

As possibilidades de criação de métricas de *unit economics* vão de acordo com a necessidade de cada empresa e a criatividade de quem está analisando as métricas. Nas próximas seções serão detalhadas as principais métricas de *unit economics* utilizadas atualmente.

2.3.4.1 Custo de Aquisição do Cliente (CAC)

O custo de aquisição de clientes é uma das principais métricas na análise de *unit economics* e é amplamente utilizada por empresas de tecnologia atualmente. Essa análise está fortemente ligada com a etapa de aquisição do “Funil de Aquisição do Cliente” e busca medir o custo em marketing que a empresa teve para atrair um novo cliente para sua base. (OKUMURA; 2018)

Em primeiro lugar, vale destacar que o custo de aquisição do cliente não está buscando calcular o custo de operação por cliente, mas sim o quanto foi necessário investir para que aquele cliente chegasse até a empresa.

Esta diferença se clarifica a partir do seguinte exemplo: se uma empresa investe R\$1.000 em marketing no ano de 2019 e nesse ano conseguiu atrair mais 10 clientes, o CAC é o valor total investido, dividido pelo número de novos clientes, ou seja, R\$100. Nesse primeiro momento, não é levantado o custo de operação para atender o cliente, apenas por sua aquisição.

$$CAC = \frac{\text{Investimento em marketing}}{\text{Número de novos clientes}}$$

Equação 5: Cálculo do CAC

(Fonte: OKUMURA, 2018. Adaptado pelo autor)

Por não se tratar de uma métrica contábil oficial, o CAC abre espaço para diferentes interpretações, especialmente na definição do investimento em marketing. Dependendo do modelo de negócio de cada empresa, pode-se considerar que o time de vendas faça parte do

investimento em marketing ou mesmo que o custo de fornecer uma versão gratuita do produto deveria entrar nessa análise (OKUMURA; 2018).

Apesar dessas divergências, essa métrica continua sendo bastante útil, especialmente para empresas que possuem modelo de negócio digital e, assim, boa parte do investimento em marketing vindo de canais digitais (OKUMURA, 2018).

Finalmente, apesar das limitações dessa métrica, esse indicador é muito útil para que o empreendedor possa entender como aportar seu capital com objetivo de obter melhores retornos (OKUMURA, 2018).

2.3.4.2 *Customer Lifetime Value*

Como já abordado em seções anteriores, a dinâmica competitiva de empresas relacionadas à *internet* tende a aumentar o poder de negociação dos clientes. Por conta disso, as empresas têm se esforçado cada vez para que, uma vez adquirido o produto ou serviço, seja possível extrair o máximo de valor desse cliente.

O estudo do *CLV* (*Customer Lifetime Value* ou *Lifetime Value*) tem como objetivo realizar o cálculo do valor que um cliente irá gerar para a empresa ao longo de sua jornada como consumidor. Esse cálculo se mostra ainda mais importante colocando em contexto o custo de aquisição, permitindo que a empresa consiga tomar a decisão de investir para adquirir um cliente ou não, dependendo do retorno esperado (BORLE; JAIN; SINGH, 2018).

Para realizar o cálculo do *CLV*, é necessário apresentar alguns outros conceitos que serão utilizados:

Margem bruta: a margem bruta é o resultado entre a divisão do lucro bruto e a receita líquida da empresa. O lucro bruto, por sua vez, é o resultado da receita líquida da companhia subtraída pelos custos operacionais. (MARION, 2004)

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

Equação 6: Margem Bruta

(Fonte: MARION, 2004. Adaptado pelo autor)

Churn: o *churn* é uma métrica que indica o quanto a empresa perdeu de receitas ou clientes em determinado período. Para realizar o cálculo do *churn*, basta fazer a divisão entre a quantidade de clientes perdidos sobre a quantidade de clientes total no início do período analisado (DAUGHERTY, 2014).

$$Churn = \frac{\text{Quantidade de clientes perdidos}}{\text{Total de clientes (início do período)}}$$

Equação 7: Cálculo do Churn

(DAUGHERTY, 2014)

Tempo médio de vida: o tempo médio de vida de um cliente é a média de tempo que um determinado cliente permanece utilizando serviços da empresa. Esse tempo pode ser calculado através da média de todos os contratos da empresa, mas como essa informação normalmente não está disponível, é possível calcular o tempo médio de vida do cliente como o inverso do *churn*.

$$\text{Tempo médio de vida} = \frac{1}{Churn}$$

Equação 8: Relação entre tempo médio de vida e churn

Definidos esses conceitos, é possível realizar o cálculo do *CLV*. Dessa forma o *CLV* é definido pelo produto entre a receita média por cliente com sua margem bruta e o tempo médio de vida do cliente (OKUMURA, 2018).

$$CLV = ARPA * Margem Bruta * Tempo médio de vida$$

Equação 9: Cálculo do CLV

Esse cálculo busca simplificar uma valoração dos fluxos de caixa futuros que esse cliente irá trazer para a empresa. O *ARPA* (*Average Revenue per Account*) representa o quanto um cliente médio traz de receita, enquanto o produto pela margem bruta faz com que sejam excluídos os custos de operação do valor do cliente. Por fim, levando em conta que o modelo de receita é recorrente, multiplica-se o lucro bruto médio por cliente pelo número de períodos que em média o cliente fica na empresa.

É importante ressaltar que esse cálculo é uma aproximação e não respeita regras importantes da matemática financeira. Por exemplo, esse cálculo do *CLV* implica na soma de fluxos de caixa em diferentes períodos do tempo, o que despreza o valor do capital no tempo e,

portanto, o custo de oportunidade. Sabe-se que, tecnicamente, o cálculo está incorreto, mas, para fins de simplificação, faz sentido manter um menor rigor técnico e facilitar a implementação da ferramenta (BORLE; JAIN; SINGH, 2018).

O objetivo de uma empresa é sempre maximizar o CLV. Para tal, a empresa pode aumentar qualquer um dos três valores que são multiplicados na fórmula.

O aumento da *ARPA* pode ser decorrente de um contrato com correções anuais relacionadas a inflação ou por conta da adição de mais produtos ao pacote do cliente, fazendo com que o mesmo cliente gaste mais dentro da empresa (DAUGHERTY, 2014).

O crescimento da margem bruta pode vir decorrente do ganho de escala nas operações da empresa, do aumento de preço de um produto que não foi melhorado ou ainda de uma redução dos custos.

Por fim, o aumento do tempo médio de vida do cliente está relacionado à qualidade do produto e à forma com que o cliente interage com a empresa. Clientes satisfeitos tendem a ficar mais tempo dentro da empresa, aumentando o *CLV*. Atualmente existe uma área extremamente importante dentro de empresas de tecnologia que ajudam a mitigar o *churn*, essa área é chamada de *Customer Success* (DAUGHERTY, 2014).

2.3.4.3 *CLV/CAC*

Sabendo calcular o *CLV* e o *CAC*, uma das principais métricas de *unit economics* é a análise do *CLV/CAC*. Essa métrica é definida pelo quociente do *CLV* pelo *CAC* e compara o valor que o cliente gerará ao longo de sua vida com o custo necessário para adquiri-lo (OKUMURA, 2018).

Se o resultado da análise de *CLV/CAC* for abaixo de 1, é possível afirmar que o investimento não está trazendo retornos positivos, dado que o valor gerado pelo cliente é menor que o custo de aquisição, razão pela qual deve-se interromper os investimentos em marketing (OKUMURA, 2018).

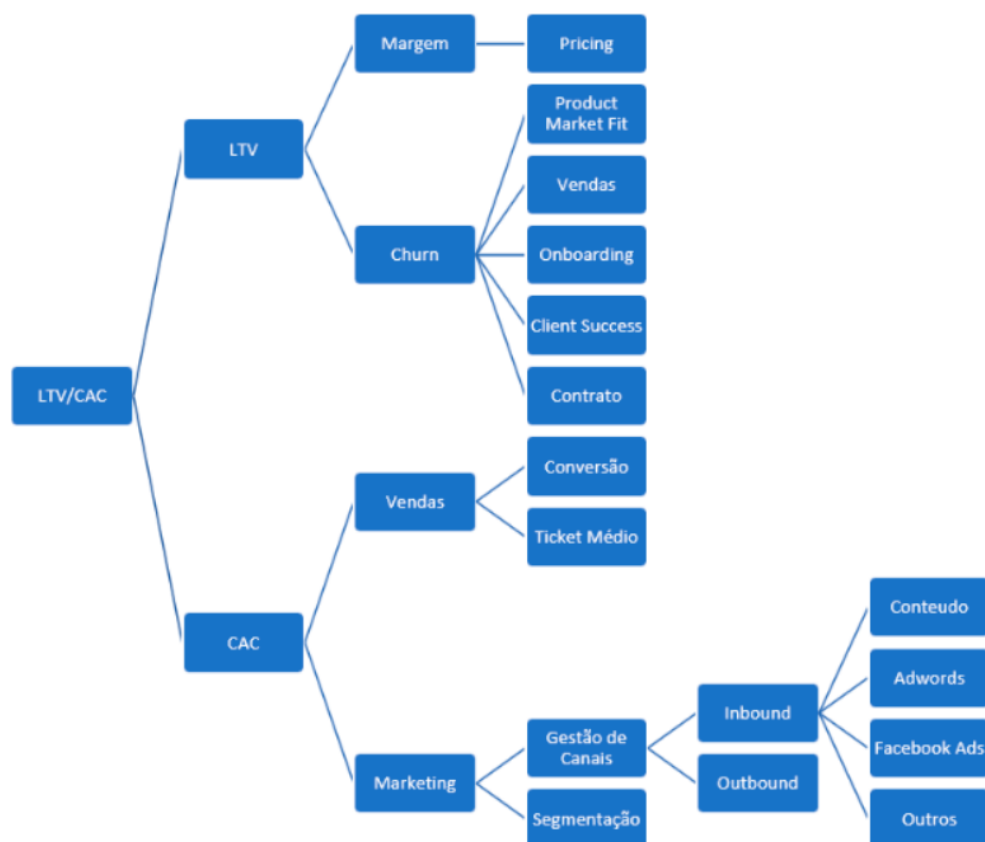
No caso de um *CLV/CAC* entre 1x e 3x, é possível afirmar que a companhia já encontrou um bom nível de retorno e deve manter seus investimentos. Provavelmente, o retorno marginal já deva ser menos atrativo (OKUMURA, 2018).

Finalmente, para um CLV/CAC acima de 3x, a companhia ainda terá um espaço considerável para explorar retornos atrativos e, por isso, pode intensificar o investimento em marketing, a fim de capturar uma parcela maior do mercado, mesmo que com retornos marginais menores do que os atuais (OKUMURA, 2018).

Essa análise também pode ser segmentada por diferentes produtos da empresa ou nichos de cliente, permitindo que os tomadores de decisão entendam onde estão os melhores níveis de retorno e direcionem seus investimentos. Por exemplo, caso a análise revele que o nível de CLV/CAC dos clientes de até 30 anos é muito maior do que a média, a empresa deverá focar seus esforços de marketing nesses clientes.

Outra forma de utilizar a análise do CLV/CAC é através de uma árvore de diagnóstico. No caso de um resultado abaixo de 1x, é possível investigar onde está sendo gerado o detrator do resultado e tomar a decisão de investir menos em *marketing* ou tentar melhorar a precificação do produto, a proposta de valor ou aumentar o suporte ao cliente (OKUMURA, 2018).

Figura 6: Árvore diagnóstica de CLV/CAC



(Fonte: OKUMURA, 2018)

2.3.4.4 CAC Payback

Enquanto o *CLV/CAC* indica se há retornos positivos para determinado investimento de aquisição em um cliente, o *CAC Payback* indica quanto tempo demora para esse retorno se tornar positivo (DAUGHERTY, 2014).

Para realizar o cálculo do *CAC Payback*, basta fazer o quociente entre o CAC e a *ARPA* multiplicado pela margem bruta:

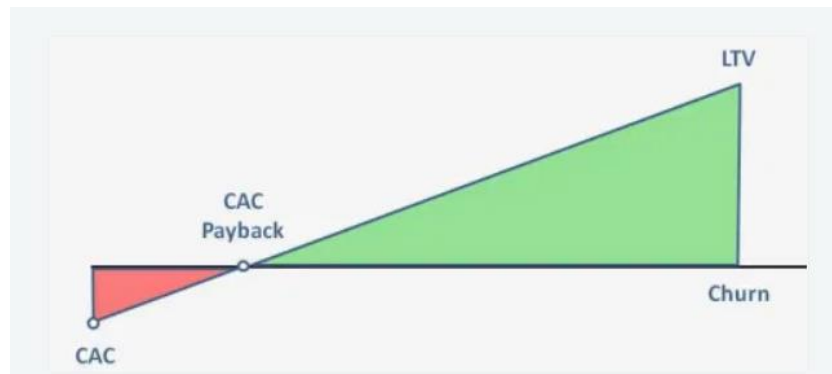
$$\text{CAC Payback} = \frac{\text{CAC}}{\text{ARPA} * \text{Margem Bruta}}$$

Equação 10: CAC Payback

Assim, se uma empresa investe R\$100 para aquisição de um cliente, possui uma *ARPA* de R\$15 por mês e uma margem bruta de 66%. Pode-se afirmar que o *CAC Payback* é de $100 / (15 * 66\%) = 10$ meses.

Além da análise quantitativa, é possível realizar uma análise gráfica do *CAC Payback*, onde é observado não apenas o ponto onde a operação encontra o equilíbrio, mas também onde é atingido o *CLV*. Um exemplo da análise gráfica pode ser visualizado na figura 7:

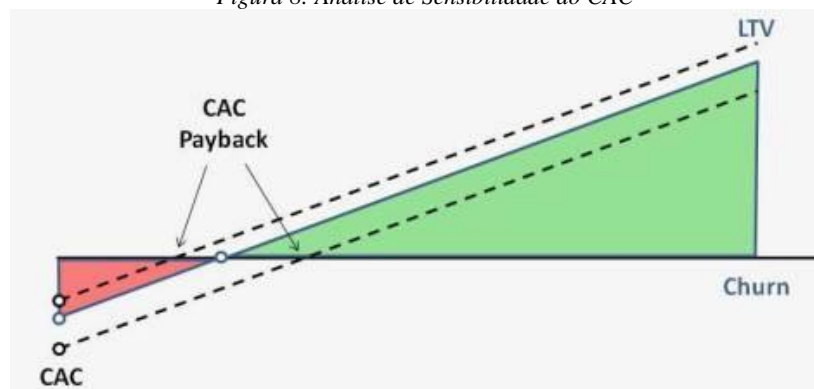
Figura 7: Análise Gráfica do CAC Payback



(Fonte: DAUGHERTY, 2014)

Nessa análise gráfica, é possível fazer algumas análises de sensibilidade das principais métricas e observar os resultados no gráfico. Sensibilizado o CAC, é possível perceber que há um deslocamento do gráfico para cima ou para baixo, alterando o valor do *CAC Payback*. Por exemplo, o aumento do CAC fará com que o gráfico se desloque para baixo e com que o *CAC Payback* se desloque para a direita, como demonstrado na figura 8. (DAUGHERTY, 2014).

Figura 8: Análise de Sensibilidade do CAC

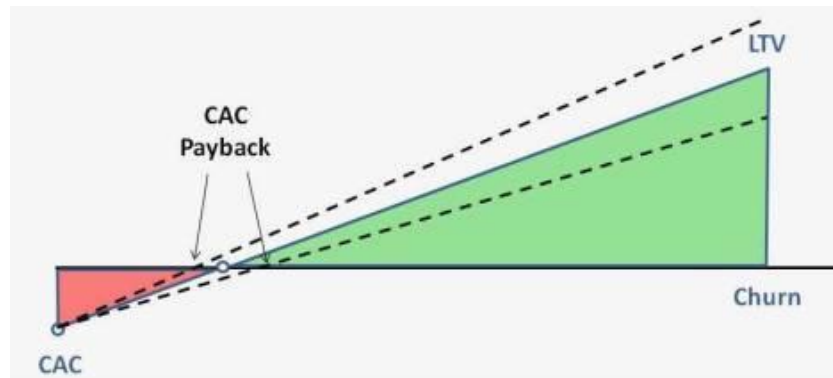


(Fonte: DAUGHERTY, 2014)

Ao mesmo tempo, o denominador também tem influência direta na análise gráfica do CAC Payback. Caso a empresa consiga aumentar a sua *ARPA* ou sua margem bruta, vemos um aumento na inclinação do gráfico e, portanto, um deslocamento do CAC Payback para a esquerda (DAUGHERTY, 2014).

No caso contrário, onde a empresa tem redução da *ARPA* ou da margem bruta, o CAC Payback se desloca para a direita, conforme apresentado na figura 9.

Figura 9: Análise de Sensibilidade da ARPA e Margem Bruta

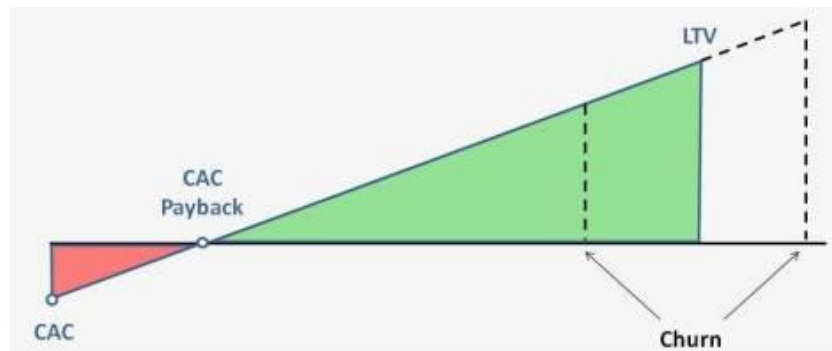


(Fonte: DAUGHERTY, 2014)

Existem outras análises que não interferem no CAC Payback, mas que ilustram de maneira prática as variações no CLV/CAC .

Pode-se sensibilizar a análise gráfica a partir do *churn*, ou seja, do número do percentual de clientes que deixam de utilizar o serviço sobre o número total de clientes que utilizam o serviço. Como já demonstrado na seção anterior, o *churn* é o inverso do tempo de vida médio de um cliente e, portanto, tem efeito direto no cálculo do *CLV*. Quanto maior o *churn*, menor será o valor do *CLV* e menor será o CLV/CAC . Ao passo que conforme o *churn* diminui, o *CLV* aumenta, assim como o CLV/CAC . (DAUGHERTY, 2014).

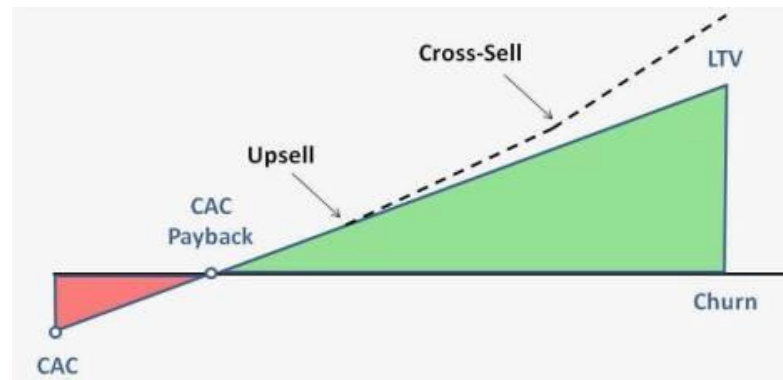
Figura 10: Análise de Sensibilidade do Churn



(Fonte: DAUGHERTY, 2014)

Finalmente, também é válido realizar a análise de sensibilidade de incrementos da ARPA através de *upsell* (aumento de preço) e *cross-sell* (venda de outros produtos do portfólio). Em ambos os casos, o *CAC Payback* só é influenciado se esses incrementos ocorrerem antes do ponto de equilíbrio. Caso contrário, o efeito dessa variação é apenas o aumento do *CLV* (DAUGHERTY, 2014).

Figura 11: Análise de Sensibilidade do Upsell e Cross-sell



(Fonte: DAUGHERTY, 2014)

2.3.5 Runway

Como já citado, na análise de empresas em estágio de inicial de maturação, é comum que essas operações tenham fluxo de caixa negativo. Considerando que os recursos são finitos, esses fluxos de caixa negativos, depois de algum tempo, levarão o caixa da empresa para níveis insustentáveis e assim, a empresa irá precisar de mais capital, seja dos acionistas, seja de terceiros. O *Runway* é a métrica que mede quanto tempo a empresa levará para chegar nesse estágio.

Assim o Runway pode ser calculado pela equação 11:

$$\text{Runway} = \frac{\text{Caixa no banco}}{\text{Taxa de queima de caixa}}$$

Equação 11: Runway

(Fonte: Corl, 2018, adaptado pelo autor)

O caixa no banco pode ser obtido através das Demonstrações Financeiras da empresa no período atual, enquanto a taxa de queima de caixa pode ser calculada pela diferença do caixa atual com o caixa do período anterior, excluindo captações realizadas nesse intervalo, dividido pelo número de meses do período analisado.

Considerando a análise de um período de um ano, segue a equação para o cálculo da “taxa de queima de caixa”:

$$\text{Taxa de queima de caixa} = \frac{\text{Caixa}_n - \text{Caixa}_{n-12} - \text{Capital levantado}}{n - (n - 12)}$$

Equação 12: Taxa de Queima de Caixa

(Fonte: Corl, 2018, adaptado pelo autor)

2.3.6. Número de usuários ativos mensal

Na seção 2.3.4, foram exploradas as análises de *unit economics*, ou seja, a análise econômica por cliente ou produto. Apesar da importância dessa métrica, a empresa necessita de escala para conseguir diluir seus custos fixos e, portanto, precisamos estudar métricas que nos ajudem a entender a evolução em termos de números de clientes.

Nos negócios digitais, a métrica inicial é o número de acessos no *site* ou *downloads* do aplicativo. Dito isso, essas métricas não garantem que o usuário realmente está usando a plataforma, o que pode levar a uma análise errada do potencial de vendas da empresa. Assim, a métrica mais utilizada para essa análise é o número de usuários mensais, ou *MAUs*, sigla em inglês para *Monthly Active Users* (HARIHARAN; CHEN; JORDAN, 2015).

Os *MAUs* são definidos pelo número de usuários que realizaram alguma ação na plataforma no intervalo de um mês. Essa ação pode ser realizar uma compra, contratar um serviço ou simplesmente abrir o aplicativo para checar informações, tudo dependendo de qual o objetivo da análise e qual o segmento em que a empresa atua (HARIHARAN; CHEN; JORDAN, 2015).

A evolução no número de usuários ativos é importante porque ajuda a empresa a entender como suas campanhas publicitárias estão performando e tem impacto também no *CLV/CAC*.

No caso de a empresa apresentar um crescimento no número de usuários ativos, isso significa que o número de novos usuários somado com o número de usuários que voltaram a usar a plataforma foi maior do que o número de usuários que deixaram a plataforma (*churn*). Apesar da simplicidade dessa análise, é importante separar os clientes nessas três classificações para poder qualificar melhor a variação no número de clientes ativos.

Os **novos clientes ativos** são aqueles que passaram a integrar a base de clientes ativos pela primeira vez. Esses clientes, em geral, tendem a ter um CAC maior, dado que não tinham contato prévio com a empresa e, portanto, necessitou de algum tipo de incentivo para realizar a ação.

Os **clientes reativados** são aqueles que pertenceram à base de clientes ativos no passado, deixaram de usar a plataforma e voltaram. Esses clientes normalmente têm um custo de aquisição menor uma vez que a empresa já possui um meio de contatá-lo e consegue ser mais direta em conteúdos promocionais.

Por fim, os **clientes que deixaram a plataforma (*churn*)** são uma métrica importante para entender a qualidade dos serviços da empresa e o quão saudável está a operação. Isso porque esse cliente já está na plataforma e mantê-lo como usuário tem um custo mais baixo do que trazer um novo cliente. Assim, ao perder um cliente ativo e o substituir por um novo, a empresa está tendo que fazer um investimento maior do que se conseguisse apenas manter o primeiro usuário.

Portanto, mais do que entender o número absoluto da variação no número de clientes ativos, é necessário qualificar a origem dessa variação para atribuir de maneira mais direta os possíveis custos que ela implicará na operação da empresa.

Outro ponto importante a ser mencionado nessa análise é que o número de clientes ativos ajuda a entender o potencial da empresa. Existem muitos casos de empresas que iniciaram suas operações em um segmento de serviços específico, conquistaram um número alto de usuários ativos e depois passaram a oferecer outros serviços para esses mesmos usuários, o que facilitou o crescimento nesse segundo segmento de negócio, dado que os clientes já tinham um relacionamento prévio com a empresa.

2.3.7 Product/Market Fit

Rahul Vhora divulgou em janeiro de 2019 um artigo na *First Round Review*, descrevendo como ele criou um método para quantificar o nível de *product/market fit* de um produto. Rahul é CEO e fundador da Superhuman, uma *startup* que implementa ferramentas que aumentam a eficiência na leitura de *e-mails*.

Marc Andreessen, fundador da “a16z”, define o *product/market fit* como:

Você também sempre pode sentir quando o *product/market fit* está acontecendo. Nesse caso, o ritmo de compra dos clientes é tão rápido quanto seu tempo de desenvolvimento — ou o uso do produto está crescendo tão rápido que a adição de novos servidores mal consegue acompanhar. O dinheiro dos clientes se acumula na conta da sua empresa. Você está contratando suporte para os times de vendas e atendimento ao cliente o mais rápido que pode. Jornalistas estão ligando porque ouviram falar da sua nova solução e querem conversar com você sobre ela. Você começa a ganhar prêmios de empreendedor do ano da Harvard Business School. Bancos de investimento estão acampando em frente à sua casa (ANDREESSEN, 2007, *apud* VOHRA, 2019, tradução nossa).

Para conseguir parametrizar esse indicador que tem perfil qualitativo, Rahul Vhora utilizou um questionário com quatro perguntas e um processo de investigação dos resultados que ajuda a empresa a corrigir os erros e chegar mais perto do *product/market fit*. As perguntas são:

1. Como você se sentiria se não pudesse mais usar o produto da empresa pesquisada?
 - a. Muito desapontado
 - b. Um pouco desapontado
 - c. Não me sentiria desapontado
2. Qual o perfil de pessoa que você acredita que mais se beneficiaria com o produto da empresa pesquisada?
3. Qual o principal benefício que você recebeu da empresa pesquisada?
4. Como podemos melhorar a empresa pesquisada para você?

Apesar de simples, as análises realizadas com esse questionário fornecem uma série de aprendizados sobre como o cliente enxerga a empresa e o produto desenvolvido.

A primeira análise está relacionada com o percentual de entrevistados que responderam “muito desapontado” para a primeira pergunta. Segundo a análise, o *benchmark* para esse caso é de 40% (VHORA, 2019).

Além disso, o método desenvolvido com a perguntas seguintes ajuda a desenhar o caminho que a empresa precisa para chegar no *benchmark* dos 40%.

O primeiro passo é entender melhor quem são os usuários que responderam que ficariam “muito desapontados”. Para fazer isso, utiliza-se a segunda pergunta: “Qual o perfil de pessoa que você acredita que mais se beneficiaria com o produto da empresa pesquisada?”, considerando que esses clientes descreverão características próprias (VHORA, 2019).

A partir disso, deve-se traçar o perfil desses usuários (setores de atuação, tipo de empresa, idade) e com isso, criar as personas que estão mais dispostas a usar o produto. Com essa análise em mãos, deve-se filtrar da amostra inicial apenas as pessoas que estão dentro desse perfil e ver o novo percentual, apenas dentro desse grupo, que respondeu “muito desapontado” para a primeira pergunta. Esse resultado mostrará qual o nível de *product/market fit* considerando o público-alvo (VHORA, 2019).

Para entender as fortalezas do produto, deve-se utilizar a terceira pergunta: “Qual o principal benefício que você recebeu da empresa pesquisada?”. Analisando o que os usuários “muito desapontados” responderam nessa questão, será possível entender melhor quais são as principais fortalezas do produto. Saber essa fortaleza servirá de subsídio para a próxima análise (VHORA, 2019).

O próximo passo é olhar para o segmento de usuários que respondeu “um pouco desapontado” na primeira pergunta. Esse segmento deve ser dividido entre os que valorizam as mesmas coisas que os usuários “muito desapontados” e outro que valorizam outros aspectos do produto. Os que responderam a mesma coisa que os ‘muito desapontados’ possuem uma propensão maior a entrar nesse grupo, mas possivelmente tiveram algum tipo de experiência que não consideram a ideal (VHORA, 2019).

Assim, é necessário analisar as repostas desse grupo à quarta pergunta: “Como podemos melhorar a empresa pesquisada para você?”. Através dessas respostas, será possível entender quais são as necessidades que esse grupo possui e trabalhar para saná-las, fazendo com que eles passem a ser usuários mais dependentes da plataforma e provavelmente entrem para o grupo dos “muito insatisfeitos” (VHORA, 2019).

Finalmente, deve-se dividir o tempo de desenvolvimento da empresa entre a melhora das características consideradas fortalezas pelos usuários mais fiéis da empresa e desenvolver novas ferramentas que transformem usuários neutros em usuários fiéis. É importante seguir monitorando a métrica de *product/market fit* para acompanhar a eficácia das medidas tomadas no método (VHORA, 2019).

2.4 Mensuração de mercado

A mensuração do mercado em que a empresa está inserida é parte fundamental do processo de análise de uma empresa. Dito isso, ao tratarmos de empresas que estão em indústrias com fase de crescimento acelerada a mensuração do mercado é mais difícil e pode levar a alguns erros na análise. Por conta desse efeito, são utilizadas métricas não apenas para a mensuração do mercado total, mas também para expressar o tamanho do mercado que a empresa é capaz de atender (HENSHALL, 2019).

2.4.1 TAM, SAM e SOM

Nesse contexto, as principais métricas utilizadas para mensuração de mercados são: *TAM* (*Total Addressable Market*), *SAM* (*Serviceable Available Market*) e *SOM* (*Serviceable Obtainable Market*). A forma de definir e calcular cada uma dessas métricas será detalhada a seguir.

***TAM* (*Total Addressable Market*):** o *TAM* representa a demanda total do mercado por um produto ou serviço. Nessa métrica são consideradas as receitas combinadas de todas as empresas que atuam nesse mercado (HENSHALL, 2019).

Esse número pode ser calculado através de dados das empresas, dados de associações que representam os setores e mesmo com dados de instituições de pesquisa, como o IBGE. O *TAM* já pode ser calculado considerando algum filtro geográfico. Dependendo do segmento, pode-se usar o mercado global ou o mercado nacional como *TAM*.

Apesar de uma métrica útil para entender o potencial do mercado, o *TAM* não representa bem o potencial para uma única empresa, pois muito dificilmente essa empresa conseguirá atuar em todas as regiões e capturar 100% do mercado. Assim, são usadas outras métricas que satisfazem esse ponto (HENSHALL, 2019).

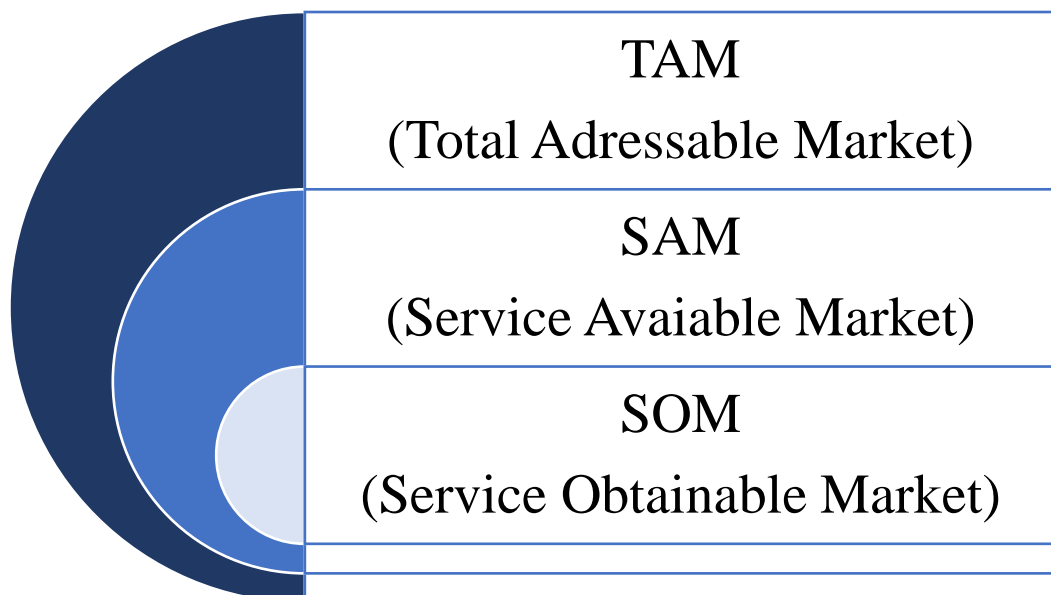
SAM (Serviceable Available Market): o SAM representa o potencial do mercado restrito ao espaço geográfico onde a empresa já atua, logo, representa o potencial que a empresa possui para capturar receitas no curto e médio prazo (HENSHALL, 2019).

Como exemplo, podemos usar o mercado de *delivery* de alimentos. O TAM desse mercado pode ser calculado como o número total de pedidos multiplicado pelo preço médio dos pedidos no Brasil. Dito isso, se uma empresa realiza entregas apenas na região metropolitana de São Paulo, seu SAM será calculado com base no número de pedidos e preço média apenas dessa região.

SOM (Serviceable Obtainable Market): na análise do SAM, é ignorado o fato de que outras empresas também atuam na mesma região da empresa analisada e devem capturar parte importante desse mercado, reduzindo o potencial (HENSHALL, 2019).

Por conta disso, o SOM representa a fatia do mercado que a empresa tem capacidade de capturar, levando em consideração o nível de competição da indústria, ou seja, qual seria um *market share* possível de se obter e a zona de influência da operação na microrregião (mesmo entregando produtos em São Paulo, se a empresa não tiver um nível de serviço adequado em todos os bairros não terá como capturar todo o mercado).

Figura 12: TAM, SAM e SOM



Essas métricas de mensuração de mercado são relevantes, pois, ajudam os investidores e empreendedores a quantificar a oportunidade que eles possuem na empresa e a focar onde essa oportunidade parece ser mais promissora.

A capacidade da empresa de capturar parte desse mercado dependerá da qualidade de seus produtos e serviços, da sua estrutura de distribuição e da estratégia desenvolvida pelos executivos da empresa.

Além de mensurar o tamanho do mercado atual, é importante entender a fase de maturação da indústria, para que seja possível projetar uma taxa de crescimento desse mercado e, portanto, o tamanho da oportunidade que a empresa terá no futuro.

2.4.2 Diagrama de Pétalas

O diagrama de pétalas é um método proposto por Steve Blank que visa mapear mercados adjacentes de uma empresa e ajudar na tomada de decisão estratégica em relação ao nicho que a empresa deve dedicar seus esforços. O método utiliza o *template* da figura 13, onde, no centro, está a empresa analisada, enquanto cada uma das pétalas representa um mercado adjacente (BLANK, 2013).

Na figura 13, Steve utilizou a método para análise da Zana, uma *startup* do segmento de educação.

Figura 13: Diagrama de pétalas



(Fonte: Steve Blank, 2013)

Depois de identificar as pétalas, deve-se preencher cada uma delas com os nomes das empresas que atuam nesse segmento, ajudando a visualizar melhor quem são os concorrentes em cada um dos segmentos do mercado estudado (BLANK, 2013).

Em seguida, deve-se completar o diagrama com a quantidade de capital que cada uma dessas empresas levantou nos últimos anos. Isso ajudará a entender melhor quais segmentos estão atraindo a atenção dos investidores e quais empresas estão capitalizadas para acelerar o crescimento e capturar mercado (BLANK, 2013).

Na figura 14, o diagrama de pétalas está preenchido com as empresas do setor e o total de capital levantado por cada uma delas.

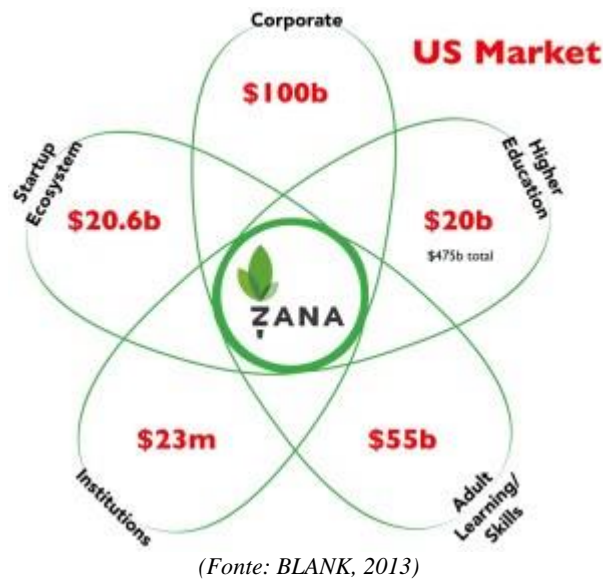
Figura 14: Diagrama de Pétalas - empresas



(Fonte: BLANK, 2013)

Finalmente, há outras análises que podem ser feitas através do Diagrama de Pétalas, como, por exemplo, mapear o tamanho do mercado de cada um dos segmentos, o que ajuda a entender melhor se a empresa tem oportunidade de criar novas linhas de produtos e atacar outros segmentos, aumentando o mercado alcançável (BLANK, 2013).

Figura 15: Diagrama de Pétalas - tamanho do mercado



2.5 Análise das Organizações

2.5.1 Estruturas Organizacionais

Organizações são estruturadas para capturar e direcionar fluxos e definir relacionamentos entre diferentes partes. Esses fluxos e relacionamentos dificilmente são lineares. Por conta dessa complexidade, é difícil descrever organizações apenas com palavras, sendo, dessa forma, mais eficiente a representação da organização através de um diagrama. (MINTZBERG, 1983)

O diagrama que representa a estrutura de uma empresa deve ser construído considerando os diferentes componentes da organização e as pessoas contidas em cada uma delas. Na base da organização, estão os operadores, que performam funções básicas de produção ou prestação de serviços. Esse segmento forma o núcleo operacional (MINTZBERG, 1983).

Conforme as organizações crescem e vão ficando mais complexas, surge a necessidade de uma camada de supervisão sobre os operadores. Assim, são criados os cargos de gerentes, que ficam encarregados de monitorar a atividade dos operadores. Conforme a organização cresce, mais gerentes passam a fazer parte da estrutura e forma a chamada linha média, que conecta o centro operacional com a cúpula estratégica (MINTZBERG, 1983).

Essa cúpula estratégica é formada pelos principais tomadores de decisão da organização. Nesse grupo, são definidas as direções estratégicas que serão desdobradas nas outras áreas da organização (MINTZBERG, 1983).

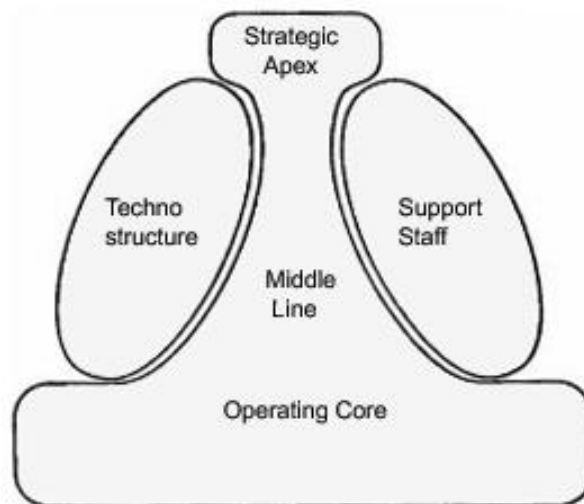
Conforme o processo de construção da organização continua, surge uma maior necessidade de padronização. Essa necessidade culmina no surgimento de um novo grupo de analistas, que também exercem funções administrativas, mas ficam fora da hierarquia direta, chamada de tecnoestrutura (MINTZBERG, 1983).

Dando continuidade ao crescimento, a organização tende a adicionar outras áreas de suporte que não são ligadas diretamente à padronização de processos, mas atendem demandas internas da própria organização. Essa área é chamada de assessoria de apoio (MINTZBERG, 1983).

Finalmente, conforme a empresa vai desenvolvendo suas características próprias, um sexto elemento é incorporado, chamado de ideologia, que engloba os valores, crenças e tradições que trazem individualidade para cada organização (MINTZBERG, 1983).

Com isso, são descritas as cinco partes básicas de uma organização. Além de entender quais são as diferentes partes de uma organização, é fundamental reconhecer a dinâmica entre elas. Na figura 16, é ilustrado o diagrama de Mintzberg:

Figura 16: As cinco partes básicas da organização



(Fonte: MINTZBERG, 1983, p. 11)

Tendo em vista a estrutura de uma organização, é possível estudar como cada uma das partes exercem sua força dentro da estrutura consolidada. Através desse estudo, são identificados diferentes modelos organizacionais, cada um deles com características próprias.

A **estrutura simples** é comum em organizações pequenas e jovens, com sistema técnico rudimentar. Esse tipo de estrutura tem como parte chave da organização a cúpula estratégica e

possui um nível elevado de centralização tanto do ponto de vista vertical quanto do ponto de vista horizontal.

O modelo definido como **burocracia mecânica** é comum em organizações antigas, com altos níveis de controle e sistema técnico bem regulado. Esse tipo de organização tem como parte chave a tecnoestrutura, dado o alto nível de padronização dos processos e há descentralização horizontal limitada.

No modelo de **burocracia profissional**, há descentralização vertical e horizontal. O ambiente é estável e complexo, sendo necessário um mecanismo de padronização de habilidades.

Na **burocracia divisionalizada**, há atuação em mercados segregados, comumente encontrada em empresas antigas de grande porte. Nesse modelo a linha média é a parte chave da organização e a coordenação acontece através de padronização dos resultados.

No modelo de **adhocracia**, o ambiente tende a ser complexo e dinâmico, enquanto a empresa ainda é jovem e flexível. O sistema técnico é sofisticado, podendo até ser automatizado. A assessoria de apoio é componente chave dessa organização.

No modelo de **estrutura missionária**, a parte chave da organização é a ideologia, onde o principal mecanismo de coordenação é padronização das normas e da socialização dos membros da organização.

2.5.2 Cultura e poder nas organizações

O estudo da cultura nas organizações abrange uma série de complexidades e tem se tornado cada vez mais multidisciplinar. As pesquisas sobre o tema dificilmente possuem métodos práticos e os caminhos não são lineares. Fleury (1999), desenvolveu um método que consiste em analisar diferentes temas baseados no estudo de outros autores para estudar a cultura de uma organização. Os temas abordados são:

Histórico das organizações: recuperar o contexto da criação da organização, seja ele político, econômico ou social propicia um bom começo para o entendimento da organização e seus objetivos (FLEURY, 1999).

Nesse contexto, o fundador desempenha um papel fundamental dado que não só é o representante da concepção do projeto como detém o poder de moldá-lo. Entender o caminho

que a empresa percorreu até o cenário atual e eventos marcantes como crises, expansões, mudanças também é um passo importante para conhecer melhor o modelo com que a organização se transformou ao longo do tempo (FLEURY, 1999).

O processo de socialização de novos membros: o momento de socialização é fundamental para a reprodução do universo simbólico da empresa. Através dessas estratégias que a organização transmite seus valores, incorpora nos novos membros e reafirma os mesmos para seus membros (FLEURY, 1999).

As empresas têm ritos usuais como seus programas de treinamento e integração de novos funcionários, cada um com formatos definidos pela própria organização, com diferentes técnicas e estratégias dependendo do objetivo da empresa.

As Políticas de Recursos Humanos: têm papel importante ao mediar a relação entre o capital e o trabalho em uma organização, ajudando a construir a identidade dela. O modelo de remuneração, plano de carreira, processos de recrutamento, seleção e treinamento também desempenham um papel chave no processo de moldar a cultura da organização (FLEURY, 1999).

O Processo de Comunicação: constitui parte essencial no processo de formação do universo simbólico da organização. Entender como a empresa construiu seu sistema de comunicações, quais meios, instrumentos e veículos utilizaram e como cada um deles representa a organização ajuda a mostrar como processos são definidos e como os diferentes agentes de relacionam (FLEURY, 1999).

A Organização do Processo de Trabalho: analisar a organização do processo de trabalho possibilita o mapeamento de das categorias presentes na relação de trabalho e ajuda a identificar quais são as relações de poder entre agentes e áreas da organização (FLEURY, 1999).

Essa análise é importante para entender quais são os agentes formadores da cultura da empresa e como é formada a política interna da empresa.

As Técnicas de Investigação: para fazer o estudo dos temas apresentados anteriormente, pode-se fazer uso de técnicas de investigação. Os estudos mais comuns de clima e cultura se baseiam em técnicas de levantamento de opinião com questionários e entrevistas. É possível complementar os estudos com observações dos participantes e dinâmicas de grupo (FLEURY, 1999).

2.5.3 Método ágil

O método ágil é um modelo que propõe uma alternativa à gestão de projetos tradicional, com objetivo de acelerar e melhorar o desenvolvimento de um produto ou serviço. Para que isso seja possível, a metodologia ágil consiste em estruturar a organização em pequenos grupos com entregas e responsabilidades distintas (RIGBY; SUTHERLAND; TAKEUCHI, 2016).

A indústria de *software* se desenvolveu ao longo do século XX através de uma estrutura de projetos tradicional. Nesta estrutura, as fases de desenvolvimento são: levantamento e análise de requisitos, desenho da arquitetura, implementação, testes, produção e manutenção. (VARHOL, 2015).

O modelo tradicional é funcional, mas traz uma série de formalidades que atrasam o desenvolvimento do produto e fazem com que a estrutura de trabalho fique rígida (VARHOL, 2015).

Não obstante, dentro do gerenciamento de projetos, ainda é muito utilizado o método *Waterfall* (ou “cascata”). Nesta abordagem, surgida nos anos 1970, as etapas são seguidas de forma sequencial, o que gera gargalos no processo, considerando que uma etapa só avança quando a anterior é finalizada (VARHOL, 2015).

Conforme a indústria de *software* se tornou mais relevante, surgiram os problemas com atrasos nas entregas para os clientes. Este problema levou à necessidade de novos métodos para desenvolvimento de projetos. Em 2001, foi lançado o Manifesto Ágil, servindo como base para os conceitos usados nesse método (VARHOL, 2015).

O conceito central do método ágil é a segregação da estrutura em pequenas equipes independentes, que possuem autonomia para a tomada de decisão. Com essa segregação, a empresa é capaz de desenvolver etapas do projeto em paralelo, ganhando velocidade no processo. Não obstante, as entregas passam a ser mais frequentes, sendo possível ter versões preliminares do produto muito antes da sua finalização (RIGBY; SUTHERLAND; TAKEUCHI, 2016).

Em termos de estrutura da organização, o método ágil traz uma maior descentralização na tomada de decisões, à medida que aumenta a independência dos grupos de trabalho. Esta é uma das principais preocupações de gestores ao implementar esse método, dada a redução do

controle da estrutura, e, portanto, maior risco de resultados fora do esperado (RIGBY; SUTHERLAND; TAKEUCHI, 2016).

3. PROPOSTA DO NOVO MÉTODO

Considerando que os métodos tradicionais de análise do valor de empresas são pouco eficazes para empresas digitais, especialmente aquelas que apresentam resultado negativos no lucro líquido e no fluxo de caixa, surge a necessidade de um método alternativo para a análise de valor dessas empresas.

Nesse sentido, é bastante desafiador encontrar métricas quantitativas que justifiquem o desempenho de empresas em estágio de maturação no longo prazo. Apesar disso, é possível encontrar pontos em comum nas empresas em estágio inicial de maturação que obtiveram sucesso ao longo dos últimos anos.

Para determinar esses pontos em comum, o autor realizou uma pesquisa sobre como investidores mais experientes no segmento de empresas digitais tomam suas decisões e apresentou os resultados para o time da Lua. A principal fonte de inspiração foi a palestra do Sam Altman, ex-presidente da “Y Combinator” – um dos fundos de *Venture Capital* mais importantes do mundo – durante o *Startup School* de 2018, um programa focado para fundadores de *startups* para compartilhar experiências e conteúdo sobre esse nicho de empresas.

Depois de receber as sugestões do time da Lua, foram definidos três atributos considerados fundamentais para o sucesso de uma empresa digital:

- (i) **Mercado grande e crescente:** para que uma empresa possa, no futuro, valer múltiplas vezes o valor que ela gera hoje é necessário que ela, no futuro, tenha capacidade de gerar múltiplas vezes o valor que ela gera atualmente. Para que isso seja exequível, é importante que a empresa tenha um mercado grande e em crescimento, podendo capturar uma fatia relevante dele;

- (ii) **Produto e posicionamento competitivo forte:** além de estar em um mercado grande, a empresa precisa ter condições de conquistar parte relevante dos clientes. Para isso, é necessário que os clientes tenham uma necessidade real em relação ao produto e que a empresa consiga criar alguma barreira a entrada para que esse produto ou serviço não seja replicável;

(iii) **Time e estrutura organizacional adequados:** uma empresa em estágio inicial de maturação precisa de um time de executivos capazes de comandar mudanças rápidas na estratégia e direcionar a empresa para o crescimento. Além disso, conforme a empresa cresce, é necessário atrair mão de obra qualificada e manter a cultura organizacional forte. Por conta disso, um time de executivos de excelência é imprescindível para o sucesso de uma empresa.

Dito isso, os critérios citados acima e outros estudados ao longo do desenvolvimento do projeto tendem a ser bastante genéricos e qualitativos, gerando mais perguntas do que respostas. Sendo assim, há necessidade de um processo que oriente o tomador de decisão em suas análises e permita a comparação dos resultados. Para realizar as análises que investigam cada um dos três pontos destacados como essenciais para o sucesso de uma empresa jovem, serão utilizadas ferramentas clássicas da gestão estratégica combinadas com novas métricas de avaliação de empresas desenvolvidas ao longo dos últimos anos.

3.1 O checklist

Visando tornar possível a construção de um processo de análise e reduzir a complexidade de cada um dos temas levantados, decidiu-se pela criação de um modelo de *checklist*, onde serão listadas as análises necessárias para o melhor entendimento de cada um dos temas levantados na seção anterior.

Através do *checklist*, os tomadores de decisão poderão entender melhor como as análises feitas se relacionam e terão maior nível de informações para alocar seus recursos de maneira mais eficiente. Dito isso, considerando o modelo simplesmente processual e qualitativo do *checklist*, há limitações importantes na análise comparativa de duas empresas.

Por conta disso, com objetivo de tornar a análise mais tangível e comparável, o *checklist* terá métricas quantitativas: cada uma das análises receberá uma nota de desempenho que irá ajudar a compor uma média final. Essa média final será comparável entre empresas diferentes, ajudando o time da Lua a entender melhor o nível de posicionamento competitivo.

É importante salientar que as análises não estão imunes aos vieses de quem está comandando o processo. Dito isso, o método se torna mais útil na medida em que é possível replicar o mesmo processo para um competidor ou uma oportunidade alternativa de

investimento. Na visão do empreendedor, o *checklist* não deve ser encarado como uma análise estática, mas sim como uma forma de acompanhar o progresso da empresa e direcionar os esforços para as áreas que mais necessitam de atenção em determinado momento.

O *checklist* proposto é dividido em três grandes atributos:

- (i) Análise de mercado
- (ii) Análise do produto
- (iii) Análise das pessoas

Cada um desses atributos foi desdobrado em análises específicas, utilizando ferramentas apresentadas na seção 2 do projeto. As ferramentas propostas são baseadas no estudo realizado durante o projeto e visam condensar a análise empírica de empreendedores e investidores com os conceitos de estratégia clássica que são referências acadêmicas relevantes até hoje.

Apesar disso, é importante deixar claro que não se pretende esgotar o tema de análise de empresas com o método proposto. O *checklist* deve ser encarado como uma ferramenta dinâmica e que pode, e deve, incorporar ou excluir análises dependendo do estudo realizado. A principal contribuição para a análise é o método de organização das análises que visa transformar um método qualitativo e abstrato em um processo organizado e quantitativo, mesmo que adaptado em relação ao projeto inicial.

Para cada uma das análises, será realizada um modelo onde os resultados são convertidos em uma pontuação comum, que será atribuída no *checklist*. Esse modelo será detalhado individualmente na próxima seção, mas como nem todas as análises são quantitativas, há necessidade de transformar a análise qualitativa em uma nota diretamente atribuída à análise, o que gera margem para diferentes interpretações.

O modelo do *checklist* pode ser observado na tabela 4, dividida em três colunas: atributo, análise e resultado. Na primeira coluna (“atributo”) são apresentados os fatores que estão sendo analisado, ou seja, o mercado, o produto e as pessoas. A segunda coluna (“análise”) se refere às diferentes ferramentas de análise que serão utilizadas para classificar cada um dos atributos. Finalmente, a terceira coluna contém os resultados, onde serão aplicadas as notas referentes a cada uma das análises. O método e o formato das notas serão apresentados na próxima seção.

Em relação às linhas do *checklist*, deve-se destacar que cada uma das análises possui uma linha e cada um dos atributos também possui uma linha que consolida o resultado das análises de cada um dos atributos. Além disso, a última linha do *checklist* é referente ao

resultado consolidado, onde são considerados os três atributos para validar uma nota final à empresa analisada.

Tabela 4: Checklist (Elaborado pelo autor)

Atributo	Análise	Resultado
Mercado	Estágio da Indústria	
	Oceano Azul	
	Forças de Porter	
	TAM, SAM e SOM	
	Diagrama de Pétalas	
Resultado da Análise de Mercado		
Produto	Matriz de avaliação de Valor	
	<i>SWOT</i>	
	Atração de clientes (funil)	
	Análise da opinião dos clientes	
	<i>Unit Economics</i>	
	<i>Product Market Fit</i>	
Resultado da Análise de Produto		
Pessoas	Estrutura Organizacional	
	Análise de cultura	
Resultado da Análise de Pessoas		
Resultado consolidado		

3.2 Sistema de Pontuação

O método quantitativo do *checklist* será feito através de um sistema de pontuação para cada uma das análises. Para definir como este sistema de pontos deveria funcionar, foram estabelecidas algumas premissas como time da Lua sobre o método. Essas premissas foram trazidas como sugestões do time da Lua para fazer com que o método obtido fosse mais útil e aderente à filosofia de investimento da empresa. As premissas consideradas foram:

O método deve valorizar igualmente os três principais atributos. Estes atributos são considerados importantes para todas as empresas que serão estudadas através do método e a fraqueza de um pode ser compensada pela força de outro. Assim, é preferível que todos tenham pesos equivalentes na nota final.

É possível argumentar que cada empresa está em um mercado diferente, com cenário competitivo diferente e, portanto, os pesos dos atributos deveriam ser diferentes. Apesar dessa consideração, essa diferença no peso dos atributos diminuiria o grau de comparabilidade da análise entre empresas e aumentaria a reponsabilidade do usuário do *checklist* no resultado consolidado, fazendo com que a métrica se tornasse mais complexa e menos útil.

Dentro de cada atributo, as análises deverão tem o mesmo peso. Seguindo o mesmo raciocínio de reduzir o viés do usuário do *checklist* no resultado e aumentar o grau de comparabilidade entre as análises, deve-se utilizar o mesmo peso para todas as análises dentro de um atributo. No caso da impossibilidade de ser realizada a análise, esta deve ser excluída do *checklist*, sendo que o peso será redistribuído entre as outras análises.

Ao mesmo tempo, caso o tomador de decisão tenha interesse de adicionar uma nova análise, ela deverá ser introduzida no atributo adequado, reduzindo o peso relativo das outras análises.

A pontuação de cada análise deverá ser assimétrica. Um conceito que deve ser implementado na análise é o de que a posição competitiva da empresa e o potencial de mercado atuais devem ajudá-la a ficar mais forte ou mais fraca ainda no futuro. Ou seja, uma empresa que possui hoje vantagens competitivas está em uma posição privilegiada para se tornar cada vez mais dominante em uma indústria.

Com objetivo de incorporar isso à análise, observa-se a necessidade de atribuir uma pontuação assimétrica, na qual as análises com resultados positivos tenham influência maior do que as análises com resultado neutro ou negativo.

Observando as premissas apresentadas, foi escolhido o sistema de pontuação conhecido como 3-1-0, onde o resultado positivo equivale a 3 pontos, o resultado neutro equivale a 1 ponto e o resultado negativo equivale a 0 pontos.

Este sistema, muito popular no mundo esportivo, foi implementado com o objetivo de fazer com que times de futebol se tornasse mais agressivos nos jogos, tornando a experiência do espectador mais emocionante (WILSON, 2007).

Considerando esse conceito, o método do *checklist* não deve estimular uma maior competição entre as empresas, mas deve premiar as empresas que atualmente estão com maior número de resultados positivos nas análises, especialmente em relação às análises neutras, dado que essas não demonstram um diferencial e, portanto, não são base para que a empresa se torne incrementalmente mais forte ao longo do tempo.

Com objetivo de manter a equidade entre as análises, o resultado para cada um dos atributos será calculado pela média simples das análises referentes a ele. Como cada uma das análises terão pontuações 0,1 ou 3, a média de cada atributo será uma nota entre 0 e 3.

Ao mesmo tempo, o resultado consolidado do *checklist* será calculado pela soma das notas de cada um dos atributos, podendo variar entre 0 e 9 pontos, mantendo a equidade da análise entre os três atributos. Portanto, quanto mais próxima de 9 pontos, melhor será o resultado consolidado da empresa e quanto mais próximo de 0 pontos, pior será o resultado da empresa.

Na tabela 5, é apresentado o método quantitativo do *checklist*, bem como os intervalos de notas para cada uma das linhas do método:

Tabela 5: Sistema de notas do checklist (Elaborado pelo autor)

Atributo		Análise	Resultado
Mercado		Exemplo de análise	Nota atribuída: 0, 1 ou 3
Resultado da Análise de Mercado			Média as análises de mercado (Resultados variando entre 0 e 3)
Produto		Exemplo de análise	Nota atribuída: 0, 1 ou 3
Resultado da Análise de Produto			Média das análises de produto (Resultados variando entre 0 e 3)
Pessoas		Exemplo de análise	Nota atribuída: 0, 1 ou 3
Resultado da Análise de Pessoas			Média das análises de pessoas (Resultados variando entre 0 e 3)
Resultado consolidado			Somatória dos resultados dos atributos (Resultados variando entre 0 e 9)

No primeiro momento, a escala definida entre 0 e 9 pode ser de difícil interpretação, dado que não existe um parâmetro para essa escala. Por conta disso, esse método se torna muito mais rico na análise comparativa de duas ou mais empresas. Para o time da Lua, é possível montar um acompanhamento com diversas empresas e, inclusive, construir um histórico de como cada uma delas foi evoluindo em termos de pontuação no *checklist*.

Apesar disso, ainda é possível utilizar o *checklist* como um método individual, sendo que a melhor forma de fazê-lo é dividindo a escala em quartis, facilitando a análise genérica.

Na tabela 6, serão apresentados cada um dos quartis, com um intervalo de notas baseado na escala definida anteriormente e com uma leitura qualitativa do resultado.

Tabela 6: Análise por quartil (Elaborado pelo autor)

Quartil	Notas	Leitura
Primeiro Quartil	A partir de 6.76 até 9.00	<p>Positiva.</p> <p>Para o investidor, deve-se considerar fortemente o investimento.</p> <p>Para o empreendedor, deve-se considerar uma aceleração na implementação da estratégia.</p>
Segundo Quartil	A partir de 4.51 até 6.75	<p>Levemente positivo.</p> <p>Para o investidor, é possível considerar o investimento, mas sabendo do maior nível de risco e monitorando os pontos negativos levantados.</p> <p>Para o empreendedor, é importante focar nos pontos onde a análise apresentou resultados negativos e buscar melhorar os processos relacionados a estes resultados.</p>
Terceiro Quartil	A partir de 2.26 até 4.50	<p>Levemente negativo.</p> <p>Para o investidor, não se deve considerar o investimento no presente, mas deve-se continuar acompanhando o desenvolvimento da empresa e possíveis melhorias nas análises que obtiveram resultados negativos.</p> <p>Para o empreendedor, é muito importante focar na resolução dos problemas atuais da empresa de forma rápida.</p>
Quarto Quartil	A partir de 0.00 até 2.25	<p>Negativo.</p> <p>Para o investidor, deve-se descartar a possibilidade de investimento no curto prazo.</p> <p>Para o empreendedor, é necessário repensar o modelo de negócio e definir se seguirá em frente ou desistirá do empreendimento.</p>

3.2.1 Classificação das análises

Nesta seção serão detalhadas as análises listadas ao longo do *checklist*. Em cada uma das análises, será explicada a motivação da análise e como atribuir as notas a partir dos resultados obtidos.

Vale destacar que em algumas análises, a definição das notas será baseada em parâmetros ou métrica numéricas, enquanto outras análises dependerão da interpretação de quem está utilizando o método. Apesar de entender isso como uma desvantagem desse método, é importante lembrar que ele se direciona ao time da Lua, investidores especialistas das indústrias analisadas e essa análise serve como insumo para a tomada de decisão deles. Portanto, o interesse de manter a análise correta está alinhado com o usuário.

3.2.1.1 Estágio da indústria

Essa análise visa identificar o estágio da indústria em que a empresa está inserida e ajudar a identificar qual a taxa de crescimento que esse mercado deve apresentar ao longo dos próximos anos. Essa métrica é especialmente importante pois ajuda a entender se o mercado que a empresa participa poderá ser muito maior do que é hoje no futuro, o que implica na possibilidade de a empresa também ser muito maior do que é hoje.

Para realizar essa análise, será necessário classificar o estágio do ciclo de vida da indústria em introdução, crescimento, maturidade ou declínio. No caso de uma indústria em introdução ou em crescimento, a análise será classificada como positiva (equivalente a 3 pontos), enquanto uma indústria madura receberá a classificação neutra (equivalente a 1 ponto) e a indústria em fase de declínio receberá a avaliação negativa (equivalente a 0 pontos).

Para que seja possível chegar a uma conclusão sobre esse critério, é necessário entender quais são as alavancas de crescimento do mercado. Para isso, pode-se fragmentar o mercado nos compradores e na tendência de consumo desses compradores. Por exemplo, no caso do mercado de *e-commerce* pode-se fragmentar o crescimento do mercado entre o número de pessoas com acesso à *internet* e a quantidade de itens que cada pessoa compra *online*.

Outra forma que pode ajudar a dar evidências sobre o estágio da indústria é compará-la com indústrias semelhantes em outras geografias, parametrizando por suas respectivas populações e níveis de renda. Ainda no exemplo do *e-commerce*, pode-se afirmar que a

penetração dessa forma de consumo no Brasil é significativamente menor do que nos Estados Unidos e na China, logo, há oportunidade para amadurecimento dessa indústria no Brasil.

Por fim, outro método para ajudar na parametrização dessa análise é observar a taxa de crescimento dessa indústria ao longo dos últimos anos. Caso essa taxa seja acelerada – bem acima da inflação e do crescimento populacional – essa é uma boa evidência de que a indústria está em estágio de crescimento.

3.2.1.2 Oceano Azul

Essa análise visa identificar a possibilidade de a empresa lançar produtos ou serviços em mercados inexplorados. Isso é importante pois mapeia a oportunidade de a empresa dominar um mercado novo de forma rápida sem competidores relevantes no primeiro momento.

Para quantificar essa análise, será utilizado o seguinte critério: caso a empresa já tenha um produto ou serviço que se encaixe em um oceano azul, será atribuída a classificação positiva (3 pontos). Caso a empresa tenha no planejamento estratégico a intenção de entrar nesse tipo de mercado, mas não tenha lançado o produto, a classificação será neutra (1 ponto) e caso a empresa esteja inserida em um oceano vermelho sem perspectivas do lançamento de novos produtos ou serviços para atingir um oceano azul, a classificação será negativa (0 pontos).

Em relação à análise do Oceano Azul, utiliza-se os mesmos critérios apresentados na seção 2.1.2, onde deve-se observar se a empresa está sendo capaz de criar e capturar nova demanda, tornando a concorrência irrelevante.

3.2.1.3 Forças de Porter

As Cinco Forças de Porter são parte essencial da análise do mercado. Através delas é possível entender melhor a dinâmica competitiva da indústria e o equilíbrio de forças com os outros agentes do mercado.

Para quantificar essa análise, será necessário avaliar cada uma das forças como favorável, neutra ou desfavorável. O resultado da análise dependerá da diferença entre o número de forças consideradas favoráveis à indústria analisada e as consideradas desfavoráveis a essa mesma indústria. Abaixo, será apresentado o método para análise de cada uma das forças:

Poder de negociação com os clientes

Para analisar o poder de negociação com os clientes, deve-se observar a representatividade que os principais clientes possuem com a indústria analisada. Caso essa participação seja baixa, a indústria se torna menos dependente de poucos clientes e tem quando mais favorável no poder de negociação.

Além disso, é importante analisar o perfil do produto ou serviço que é realizado pela indústria analisada. Se o produto possui um alto nível de diferenciação, ele aumenta o poder de barganha da indústria com o cliente.

Outra evidência que se deve procurar para entender se existe uma dinâmica favorável nessa indústria é o custo de troca do fornecedor, ou seja, se existe um processo longo e custoso para que o cliente deixe de consumir o produto ou serviço da empresa.

Finalmente, quando a indústria possui maior poder de negociação, essa força deve ser analisada como favorável e quando o cliente possui maior poder de negociação, essa força deve ser considerada como desfavorável. Caso a intensidade dessa força seja baixa, ela poderá ser classificada como neutra.

Poder de negociação dos fornecedores

O poder de negociação dos fornecedores em relação à indústria estudada pode ser considerado alto quando o mercado do fornecedor é mais concentrado do que o do cliente, ou seja, quando há poucas opções de fornecedores para muitas opções de clientes.

Assim como analisado na relação da indústria com o cliente, a relação do fornecedor com a indústria tem outras características que aumentam o poder de negociação dos fornecedores como atuar em mercados sem produtos substitutos ou que tenham alto custo de mudança para o cliente.

No caso em que o poder de negociação do fornecedor com a indústria é baixo, essa força deve ser analisada como favorável, enquanto se ele for considerado alto, deve-se classificar essa força como desfavorável.

Concorrentes diretos

A rivalidade entre concorrentes diretos ocorre em empresas mutuamente dependentes, cujas ações têm impactos diretos umas nas outras. Quanto maior a intensidade dessa rivalidade, maior será a concorrência no setor.

A rivalidade entre concorrentes diretos é mais intensa em indústrias com maior número de concorrentes, ou seja, em mercados fragmentados, onde nenhum dos concorrentes possui poder de estipular os preços. Indústrias com baixos níveis de crescimento também tendem a ser mais competitivas, dado que há pouco espaço para capturar novos clientes, restando apenas a opção de conquistar clientes de outras empresas.

Na análise do *checklist*, se for identificado que a indústria possui muitos concorrentes diretos com alto nível de rivalidade, o resultado é desfavorável, enquanto se o contrário for constatado, o resultado é dito como favorável. Caso a indústria seja competitiva, mas em nível moderado, é possível atribuir avaliação neutra.

Ameaça de novos entrantes

Parte importante da análise se baseia na ameaça de novos entrantes. A ameaça de novos entrantes depende de barreiras à entrada presentes na indústria e de como os competidores que já fazem parte da indústria conseguem reagir a esses novos entrantes.

Essa análise é relevante especialmente para empresas que atuam em mercados pouco desenvolvidos, dado que esses mercados tendem a atrair novos competidores à medida que vão crescendo e resultando em retornos positivos para os participantes deles.

Nessa análise, vale estudar se a indústria possui barreiras de entrada e qual a sua origem, sendo que são basicamente seis: economia de escala, diferenciação do produto, necessidade de capital, desvantagens de custo, acesso a canais de distribuição e política governamental.

Para o preenchimento do *checklist*, deve-se considerar como favorável a indústria que possuir o maior número de barreiras de entrada e, portanto, está protegida em relação à ameaça de novos entrantes. Uma indústria com poucas barreiras de entrada deve receber uma nota desfavorável nesse quesito. Ao mesmo tempo, no caso de uma indústria de barreiras de entrada fracas, pode-se considerar a análise como neutra.

Ameaça de Produtos Substitutos

Por fim, a análise competitiva deve considerar a ameaça de produtos substitutos, ou seja, produtos que oferecem algo similar ao oferecido pela indústria analisada, mas com dinâmica competitiva diferente, podendo chegar a uma relação de custo-benefício mais atrativa para o consumidor e tomar parte do mercado.

Na análise de indústrias menos maduras, o estudo de produtos substitutos é muito relevante dado que o mercado muitas vezes nem está penetrado com o produto ou serviço da indústria estudada e, portanto, é mais fácil para um substituto se apresentar como uma solução com menor resistência à mudança.

Para o preenchimento do *checklist*, considera-se favorável a indústria que possuir menor ameaça de produtos substitutos e desfavorável aquela que possui uma maior ameaça de produtos substitutos.

Feita a análise de cada uma das cinco forças de Porter, é necessário utilizar a tabela 7 para obter a nota que deverá ser atribuída ao *checklist*.

Tabela 7: Ponderação das Forças de Porter (Elaborado pelo autor)

Força de Porter	Resultado
Poder de negociação com os clientes	Favorável/Neutro/Desfavorável
Poder de negociação com os fornecedores	Favorável/Neutro/Desfavorável
Rivalidade entre os concorrentes	Favorável/Neutro/Desfavorável
Ameaça de novos entrantes	Favorável/Neutro/Desfavorável
Ameaça de Produtos Substitutos	Favorável/Neutro/Desfavorável
Total	Favoráveis - Desfavoráveis

Considerando esse sistema, a avaliação resultará em uma métrica quantitativa cujo valor mínimo será -5 e o valor máximo será +5. A análise será considerada negativa (0 pontos) se as notas estiverem no intervalo fechado de -5 a -3, será considerada neutra (1 ponto) se o resultado estiver no intervalo fechado -2 a +2 e será considerada positiva (3 pontos) se estiver contida no intervalo +3 a +5.

Tabela 8: Atribuição de notas ao checklist na análise das 5 Forças de Porter (Elaborado pelo autor)

Pontuação	Pontuação checklist
A partir de -5 até -3 pontos	0 pontos
A partir de -2 até +2 pontos	1 ponto
A partir de +2 pontos até +5 pontos	3 pontos

3.2.1.4 TAM, SAM e SOM

As análises de *TAM* (*Total Addressable Market*), *SAM* (*Serviceable Available Market*) e *SOM* (*Serviceable Obtainable Market*) visam quantificar melhor qual a participação atual da companhia no mercado e qual o verdadeiro tamanho do mercado que ela está atacando.

Como explicado na seção 2, o *TAM* representa a demanda total do mercado de um produto ou serviço, enquanto o *SAM* representa a demanda total do mercado considerando a região geográfica em que a empresa está inserida e o *SOM* representa a demanda do mercado que a empresa é capaz de capturar com seu modelo atual.

Considerando aspectos práticos, o *SOM* representa o potencial que a empresa tem no curto prazo, enquanto o *SAM* representa as principais oportunidades de crescimento que a empresa terá nos próximos anos e o *TAM* representa uma oportunidade de atingir outros mercados no futuro.

Para a análise do *checklist*, há diversas limitações para transformar esse critério em um critério quantitativo, dado que cada indústria possui diferentes tamanhos de *TAM*, *SAM* e *SOM* e cada uma possui um nível diferente de *market share* a ser capturado, dependendo do nível de competição e complexidade da operação. Assim, essa análise dependerá de quem estiver utilizando o método, usando o direcional de que quanto maior o *TAM*, *SAM* e *SOM* em relação ao tamanho da empresa, maior a chance de uma análise positiva (3 pontos), enquanto o contrário levaria a uma análise negativa (0 pontos) ou neutra (1 ponto).

3.2.1.5 Diagrama de Pétalas

O Diagrama da Pétalas é uma ferramenta importante para analisar o potencial da empresa de entrar em novos mercados além dos que ela atua hoje. Até agora, a análise realizada se concentrou em observar a capacidade da empresa de competir nos mercados em que ela já está presente, mas diversas companhias foram capazes de crescer em um segmento de mercado

e criar uma estrutura que permitisse que ela fosse dominante em outro segmento. Um dos principais exemplos dessa dinâmica é a Amazon, que se popularizou como *marketplace*, mas tem a maior parte de suas receitas vindo do negócio de computação em nuvem.

Além disso, companhias que estão no início do ciclo de maturação podem ainda estar aperfeiçoando seus produtos e identificar que consegue desenvolver vantagens que são mais bem apreciadas em outros segmentos.

Na análise do *checklist*, deve-se atribuir uma avaliação positiva (3 pontos) para as empresas que tenham oportunidades de atacar novos mercados adjacentes que sejam iguais ou maiores dos que ela já atua. Caso a empresa tenha oportunidade de atacar mercados adjacentes que são menores do que o dela, deve-se atribuir uma avaliação neutra (1 ponto) e, finalmente, no caso de a empresa não ter mercados adjacentes relevantes, ou caso eles sejam muito competitivos, deve atribuir uma avaliação negativa (0 pontos).

3.2.1.6 Matriz de avaliação de valor

A matriz de avaliação de valor é um método que identifica a proposta de valor da empresa em relação ao mercado atual. Através dela é possível entender em quais atributos os concorrentes estão focados e para onde a empresa deveria direcionar seus recursos com o objetivo de se diferenciar dos concorrentes.

Na análise de empresas, a matriz de avaliação de valor permite identificar os diferenciais da empresa em relação ao mercado e os pontos em que o mercado possui uma vantagem sobre a empresa. Isso permite uma melhor interpretação da estratégia e ajuda a entender melhor as possibilidades de sucesso da empresa no futuro.

Além da matriz de avaliação de valor, deve ser usado o método das quatro ações para entender quais são as atitudes que a empresa deve tomar em relação ao posicionamento competitivo atual e se a empresa é capaz de executar essas ações a fim de se tornar mais competitiva no mercado em que atua.

Na análise do *checklist*, deve-se considerar como positiva a empresa que conseguir se diferenciar no maior número de atributos em relação ao mercado, dado que essa empresa consegue atacar um nicho diferente de seus competidores. Caso a empresa apresente posicionamento similar ao mercado na maior parte dos atributos, a avaliação deve ser

considerada como negativa e no caso de a empresa se diferenciar em poucos atributos ou em atributos menos importantes, a análise pode ser classificada como neutra.

3.2.1.7 Análise SWOT

A análise *SWOT* ajuda a identificar as oportunidades e ameaças do ambiente competitivo em relação a empresa analisada. As ameaças e oportunidades são exógenas a atuação da empresa e estão diretamente relacionadas com o ambiente em que a empresa atua. Para analisar a atuação da empresa, são listadas as forças e fraquezas da sua operação, que podem relevar fortalezas ou falhas que ajudam a entender melhor as chances de a empresa ser capaz de aproveitar as oportunidades ou resistir às possíveis ameaças.

Nessa análise, não é avaliada a intensidade da oportunidade ou da ameaça, o que dificulta o trabalho de tornar esse parâmetro quantitativo. Por conta disso, será necessário que usuário do *checklist* leve em consideração critérios subjetivos para o preenchimento desse parâmetro, especialmente em relação às forças e fraquezas que a empresa possui para lidar com cada uma das situações.

Apesar disso, para preencher o *checklist* o usuário deve se orientar da seguinte forma, caso a empresa tenha mais oportunidades do que ameaças ou caso as oportunidades sejam maiores do que as ameaças, a análise deve ter resultado positivo (3 pontos), caso a empresa tenha mais ameaças ou ameaças maiores do que as oportunidades, a análise é negativa (0 pontos) e caso a empresa tenha um número equilibrado entre oportunidades e ameaças, a análise deverá ser neutra (1 ponto).

3.2.1.8 Análise do funil de aquisição de clientes

A análise de funil de aquisição de clientes ajuda a mapear onde estão os principais gargalos de crescimento na jornada do cliente com a empresa. Para empreendedores, essa análise pode ser realizada utilizando os próprios dados da empresa e acompanhando as métricas de atração e conversão de clientes. Para investidores, esses dados dificilmente são divulgados pelas empresas, portanto, utilizam-se algumas informações públicas como agregadores de fluxos e estudos de consultorias para realizar as comparações da empresa estudada com o resto do mercado.

A análise do funil depende diretamente da jornada do cliente que foi desenhada pela empresa, sendo que para cada empresa serão definidas as diferentes etapas de interação entre o cliente e a companhia. Dito isso, algumas métricas podem ser usadas em qualquer caso, como por exemplo:

- **Número de acessos:** indica o número total de potenciais clientes que estão acessando a plataforma. Essa métrica deve ser comparada com outras empresas da mesma indústria ou com o desempenho da própria empresa em períodos anteriores. Quanto maior o número de acessos, maior o potencial da empresa;
- **Taxa de rejeição:** indica a quantidade de potenciais clientes que acessaram a plataforma e não passaram da primeira página. Essa métrica ajuda a medir a qualidade do fluxo que a empresa está tendo na plataforma. Quanto menor a taxa de rejeição, melhor a qualidade do tráfego;
- **Participação dos acessos orgânicos:** mostra o percentual dos acessos que vieram de forma espontânea, ou seja, sem investimento de marketing direto da empresa. Essa métrica é importante para analisar a rentabilidade do cliente marginal da empresa. Quanto maior a participação dos acessos orgânicos, menor é o custo marginal para atrair esse cliente;
- **Taxa de conversão:** mostra o percentual de clientes que passaram de uma determinada etapa da jornada desenhada pela empresa. Pode ser usada no processo de ativação de determinado produto ou mesmo considerando os clientes que definitivamente efetuaram uma compra. Essa métrica evidencia os pontos de fricção da jornada do cliente e permite fazer com que a empresa trabalhe neles. Quanto maior a taxa de conversão da empresa, mais escala ela ganha;
- **Churn:** indica o percentual de clientes que deixaram de utilizar a plataforma ou o produto em determinado período. Através dos estudos dessa métrica, a empresa pode entender melhor os motivos dos clientes estarem deixando de usar a plataforma e podem promover melhorias para aumentar a retenção. Quanto menor essa taxa, maior deve ser a rentabilidade da empresa;

Cada uma dessas métricas possui diferentes escalas, dependendo da indústria e da empresa. Assim, essa análise deve ser, preferencialmente, feita de maneira comparativa com outras empresas do setor, para manter uma base similar.

No que tange ao *checklist*, o resultado da análise será positivo (3 pontos), caso a empresa seja superior aos seus competidores na maior parte das métricas citadas, será negativa (0 pontos) se a empresa tiver desempenho inferior ao dos competidores na maior parte das métricas e será neutra (1 ponto) se a empresa não tiver um desempenho distintivo de seus competidores.

3.2.1.9 NPS

A análise de *NPS* (*Net Promoter Score*) é de grande importância na avaliação de empresas, especialmente para aquelas que estão atuando em novos mercados, com produtos que ainda forma pouco provados. Através dessa análise, é possível quantificar o nível de satisfação dos clientes e em última instância, a qualidade dos serviços e produtos da empresa.

Não obstante, o *NPS* ajuda a empresa a segmentar seus clientes em três diferentes grupos: os promotores, os neutros e os detratores. Uma das métricas mais importantes para empresas que estão em estágio de maturação é o número de promotores. Esses clientes acreditam que o produto é tão bom, que eles recomendam o produto para outros clientes, ajudando no efeito de rede e diminuindo o custo de aquisição de novos clientes. Entender o que está funcionando com esses clientes e como replicar isso para outros clientes é parte importante da estratégia.

Outro fator importante é entender o comportamento dos detratores. Nesses clientes, o nível de serviço ou do produto foi tão baixo que eles recomendam que outros clientes não se relacionem com a empresa. Reconhecer as falhas e saber atacar os pontos de melhoria são fundamentais para conseguir reverter a condição dos detratores.

Apesar da análise de *NPS* ser bastante direta e quantitativa, vale destacar que, tanto para empresários quanto para investidores, é válido entrevistar clientes e entender com maior nível de detalhes como ele formulou a opinião sobre o produto e como tem sido a experiência dele com a empresa.

Na análise do *checklist*, deve-se comparar o *NPS* com outras empresas do setor. Se a empresa obtiver o *NPS* alto e superior ao dos concorrentes, deve-se atribuir uma análise positiva (3 pontos), enquanto se o *NPS* for abaixo dos competidores, deve-se atribuir uma análise

negativa (0 pontos) e caso a empresa tenha NPS equilibrado com o resto do setor, a avaliação será neutra (1 ponto).

3.2.1.10 Unit Economics

Na análise de unit economics, deve-se analisar indicadores financeiros a partir de uma unidade básica, normalmente um cliente ou produto. Essa análise ajuda a entender quanto de receita, despesa ou lucro está entregando um determinado cliente ou produto.

Essa análise é fundamental para tomada de decisão em empresas que apresentam altas taxas de crescimento, dado que caso cada unidade analisada esteja gerando bons resultados, faz sentido continuar investindo capital para adquirir novas unidades e assim diluir alguns outros custos operacionais, como os salários do time administrativo. Se a análise mostrar um resultado negativo, não faz sentido seguir investindo naquela estratégia.

Como apresentado na seção 2, existem diversas métricas que são utilizadas em análises de *unit economics*. Para o processo de desenvolvimento do *checklist*, serão consideradas duas principais métricas, a de *CLV/CAC* e a de *Runway*.

A métrica de *CLV/CAC* envolve diversas outras análises que já foram detalhadas anteriormente e, portanto, sintetiza bem os resultados das análises de *unit economics* da empresa analisada. O *CLV/CAC* varia de indústria para indústria, portanto, uma comparação com os competidores é bastante útil. Dito isso, se a empresa apresentar *CLV/CAC*, abaixo de 1, apresentará um retorno negativo no investimento, o que certamente não é atrativo. Nesse caso, o resultado da análise é negativo (0 pontos). Caso a empresa tenha um *CLV/CAC* acima de 1 e abaixo de 3, o resultado pode ser lido como neutro (1 ponto) e caso ela apresente um *CLV/CAC* muito acima de 3, o resultado pode ser considerado positivo (3 pontos).

Além dessa métrica, é importante analisar o *Runway*. Caso a empresa esteja com fluxo de caixa muito negativo, esse é um risco que deve ser avaliado. Não é necessário definir um valor considerado bom ou ruim para essa métrica, mas é importante para o investidor ou para o empreendedor ter em mente que a empresa pode necessitar de mais capital em breve e que a estratégia deve estar adequada com esse cenário.

3.2.1.11 *Product/market fit*

Entender o nível de tração e aceitação que o produto tem no mercado é parte importante do processo de análise de uma empresa. Empreendedores necessitam de informações sobre como os clientes enxergam o produto para promover melhorias e direcionar o foco da equipe de desenvolvimento, enquanto investidores querem saber se a empresa será capaz de conquistar novos clientes e, portanto, ter aumento do faturamento.

O método de análise do *product/market fit* descrito na seção 2 traz um modelo que visa parametrizar a aderência que o produto está tendo no mercado e promover insumos que ajudam a direcionar a empresa para a fidelização e atração de clientes.

A aplicação do modelo consiste em um questionário de quatro perguntas para a base de clientes da companhia. A pergunta mais importante do questionário é a primeira, onde é medido qual o grau de insatisfação que o cliente teria se o produto não estivesse mais disponível. O *benchmark* utilizado é o de que pelo menos 40% dos clientes deveria responder que ficaria “muito decepcionado” caso o produto não existisse mais.

Além do *benchmark*, deve-se realizar a análise dos clientes subsequentes que mostram qual o cronograma de produtos e ferramentas que devem ser implementados para chegar até a métrica dos 40%.

Para aplicação dessa análise dentro do método do *checklist*, deve-se considerar que caso a empresa já tenha atingido o *benchmark* de 40% de usuários “muito insatisfeitos” por não poder utilizar mais o produto, o resultado é positivo (3 pontos). Caso a empresa não tenha atingido os 40%, mas está desenvolvendo novas ferramentas que buscam atingir essa meta, o resultado deve ser neutro (1 ponto) e, finalmente, caso a empresa esteja abaixo do *benchmark* e não tenha uma estratégia para atingi-lo, o resultado deve ser negativo (0 pontos).

3.2.1.12 Análise da estrutura organizacional

O estudo da estrutura organizacional é fundamental para entender o funcionamento da empresa e como ela está posicionada para reagir às mudanças no ambiente competitivo em que ela está inserida.

Para tanto, deve-se estudar como cada uma das áreas do diagrama de Mintzberg é representada dentro da empresa e como isso se reflete no modelo de organização que a empresa

possui. Tendo essa análise, é possível concluir que a empresa está inserida em um dos seis modelos de organização propostos por Mintzberg.

Nessa análise, não é viável avaliar os modelos de forma comparativa e classificá-los como “bons” ou “ruins”. O método que tem mais sentido prático é entender se o modelo de estrutura organizacional da empresa se encaixa no ambiente em que a empresa está inserida.

Caso a empresa esteja em um ambiente muito dinâmico – caso majoritário para empresas em novos mercados - é necessário entender se a estrutura organizacional permite que a empresa consiga reagir de forma adequada aos novos cenários e não seja superada pelos concorrentes. No sentido contrário, caso a empresa esteja em um ambiente estável, é necessário que os processos sejam padronizados e que a empresa mantenha o desempenho nos diferentes níveis da organização.

Assim, na análise do *checklist*, o usuário desse método deverá classificar a análise como positiva (3 pontos) caso considere que a empresa tem estrutura organizacional adequada para seu ambiente, neutra (1 ponto) caso considere que ainda não possui, mas está em processo de adaptação e negativa (0 pontos) caso considere que a empresa não possui e não está caminhando para possuir uma estrutura organizacional adequada.

3.2.1.13 Análise da cultura organizacional

A análise da cultura organizacional ajuda a entender melhor como funcionam as relações de poder dentro da empresa, como os processos foram desenvolvidos ao longo do tempo e as motivações dos indivíduos que fazem parte da organização.

No segmento de empresas jovens, o entendimento da cultura organizacional é muito relevante, dado que ela ainda está muito presente na maior parte dos indivíduos, que estão em processo de construção da organização.

Além disso, essa análise ajudará a entender a capacidade da empresa de atrair novos indivíduos para a organização, o que tem se tornado cada vez mais relevante no cenário atual. Nesse tema, é importante aprofundar no fato de que grandes organizações levaram vantagens por décadas pelo fato de terem maior poder econômico e, portanto, serem capazes de remunerar melhor seus funcionários. Dito isso, os últimos anos foram marcados pelo número crescente de empresas que conseguem atrair funcionários de alto nível por conta de critérios alheios à remuneração, como o propósito da organização, relações de poderes diferentes e oportunidades

diferenciadas. Identificar se a empresa analisada está fazendo parte dessa mudança e conseguindo atrair e reter talentos é essencial para a análise de cultura.

No método proposto, não é possível realizar uma análise quantitativa da cultura empresarial. Devem ser estudados os temas apresentados na seção 2 e, através deles, deve-se atribuir uma nota no *checklist*, levando em consideração se a empresa tem uma cultura que está trazendo melhores resultados e possibilidades de crescimento ou não.

3.2.1.14 Análise dos executivos

Dentro da análise da cultura organizacional, é necessário entender o histórico da organização analisada, passando, portanto, pela história das pessoas que construíram a organização. Para empresas mais jovens, essa análise é ainda mais importante, dado que essas pessoas ainda estão em fase importante da construção da organização.

Não obstante, a figura do fundador da organização tem relevância ainda maior para essas empresas, dado que, não raramente, essa figura representa a empresa publicamente, seus princípios e a cultura como um todo.

Por conta dos fatores mencionados, é válido fazer uma análise segmentada dos principais executivos da companhia, mapeando suas trajetórias, objetivos e aparições públicas relevantes que podem ajudar a compreender melhor como os cargos de liderança representam a empresa.

Novamente, há dificuldades de criar um parâmetro quantitativo para essa análise, sendo tarefa do usuário do *checklist* atribuir a nota pertinente à análise a partir das impressões da capacidade dos executivos de implementar a estratégia da empresa.

4. APLICAÇÃO DO MÉTODO PROPOSTO

Com objetivo de ilustrar melhor o método do *checklist*, será realizada nesse capítulo a aplicação do método proposto no estudo da Shopify, uma empresa canadense que atua no segmento de plataformas de *e-commerce*.

Primeiramente, serão apresentados a empresa e seu mercado de atuação, para melhor entendimento das análises realizadas no método do *checklist*. Em seguida serão apresentadas as dificuldades da análise do valor da empresa pelo modelo tradicional, considerando a ineficiência do método para o cenário atual.

Em seguida, serão apresentadas as análises do método do *checklist*, explicando o racional por trás de cada uma das notas atribuídas. Depois de realizadas todas as análises, será feito o preenchimento do *checklist* e a consolidação da nota atribuída à empresa. A partir disso, será feita a análise do quartil, com objetivo de melhor posicionar o resultado do método.

4.1 Introdução: apresentação do mercado e da empresa

4.1.1 O mercado de *e-commerce* global

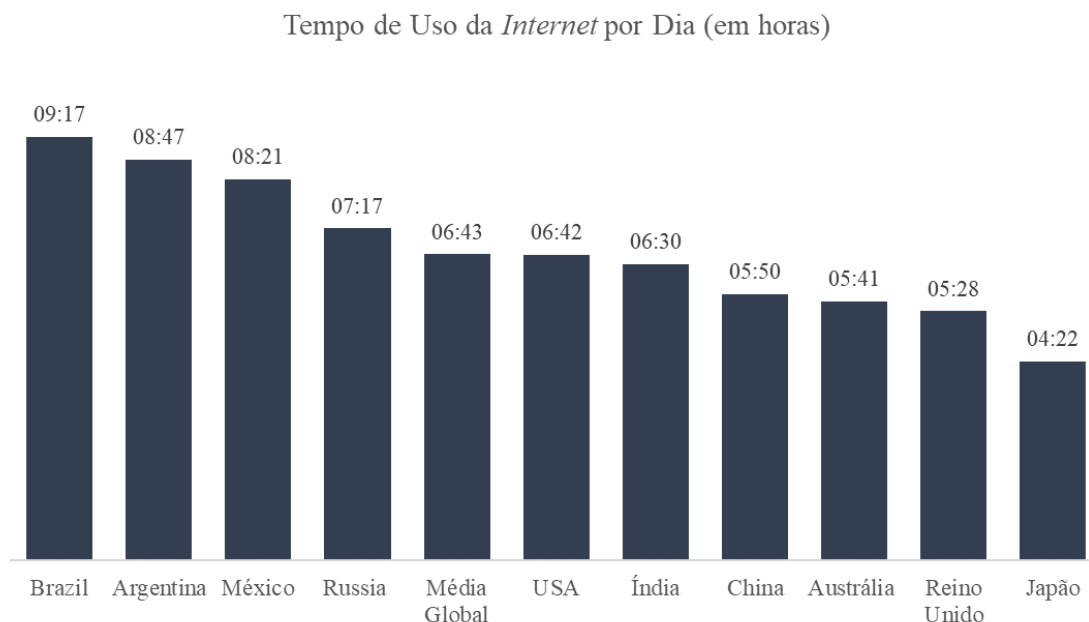
Com o aumento do uso da *internet*, os avanços na conectividade entre pessoas e empresas e a melhora nos serviços logísticos, o consumidor tem transformado seu modo de realizar comprar ao redor do mundo. Fazendo uso desse tipo de tecnologia, empreendedores e varejistas já estabelecidos no mercado físico estão, cada vez mais, investindo para se adaptar às novas demandas do consumidor, realizando transações de forma digital, o *e-commerce*.

Para que seja possível entender melhor esse fenômeno, é necessário apresentar como o uso da *internet* tem se tornado um hábito cada vez mais frequente dentro da sociedade atual. Segundo o relatório de 2019 da *We are social*, que analisa o segmento de redes sociais, o número de usuários da *internet* era de 4.4 bilhões de pessoas, uma penetração de 57% da população total do mundo. Em relação ao ano anterior, cerca de 360 milhões de pessoas passaram a utilizar a *internet*, ou seja, uma média de quase um milhão de novos usuários da *internet* todos os dias. Ao mesmo tempo, cerca de 5.1 bilhões de pessoas possuíam um celular no final de 2019.

Ao mesmo tempo que a evolução do número de usuário de *internet* tem sido bastante acelerada ao longo dos últimos anos, o que mais impressiona é o grau de intensidade que os usuários existentes permanecem conectados.

Como podemos observar na figura 17, a média global de uso da *internet* por dia é de seis horas e quarenta e três minutos, ou seja, mais do que um quarto do dia. No Brasil, esse número chegar a nove horas e dezessete minutos. Se considerássemos o número de usuários totais de *internet* e o tempo médio gasto ao longo de 2019, chegaríamos à conclusão de que a população gastou, de forma acumulada, 1.2 bilhões de anos na *internet* apenas no ano de 2019.

Figura 17: Tempo médio gasto na internet, por país

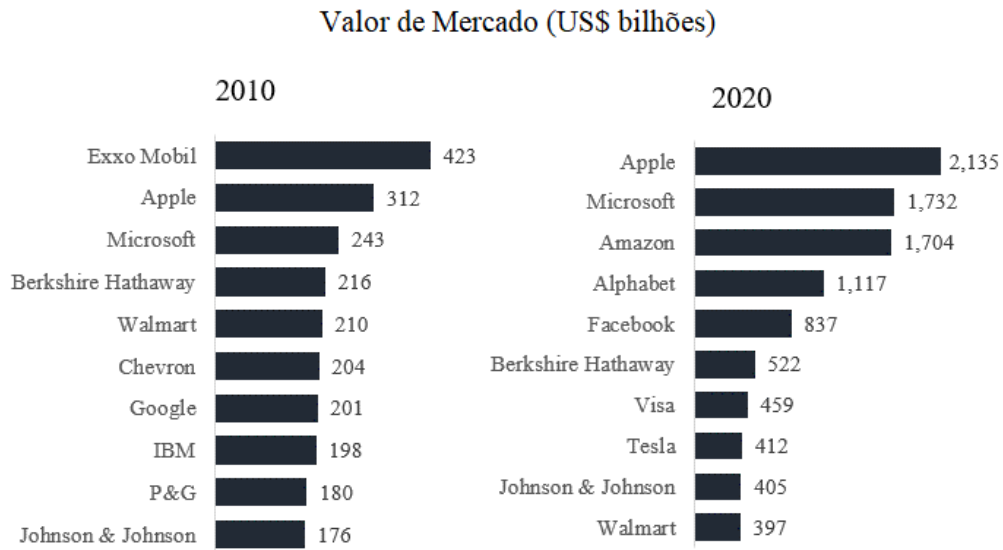


(Fonte: We are Social, adaptado pelo autor)

Diante desse cenário de crescimento, cada vez mais empresas de tecnologia passaram a construir produtos em torno da *internet* e encontraram mercados inexplorados com altas taxas de crescimento. Essas empresas, que no início do século eram empresas múltiplas vezes menores do que são hoje ou ainda nem existiam, hoje se configuram entre as empresas mais valiosas do mundo.

Na figura 13, é possível notar que as 5 empresas mais valiosas nos Estados Unidos hoje são empresas de tecnologia, com relação direta ao uso da *internet*, enquanto apenas duas empresas desse segmento estavam entre as 5 mais valiosas do mundo no ano de 2010.

Figura 18: Maiores empresas dos Estados Unidos por valor de mercado

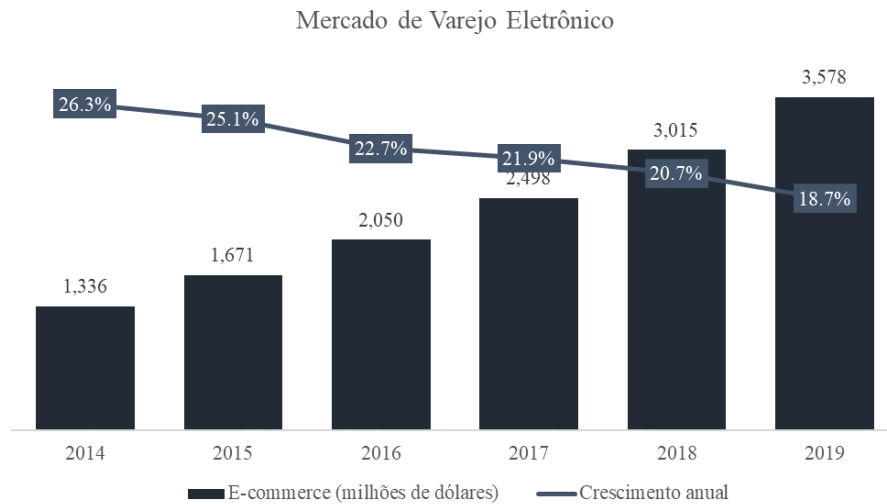


(Fonte: Bloomberg em 31/12/2019 e 20/08/2020, elaborado pelo autor)

Essas empresas desenvolveram diferentes modelos de negócios para se relacionar com seus clientes através da *internet*. O objeto de estudo do projeto será especificamente o mercado de varejo eletrônico (*e-commerce*), ou seja, o mercado onde são feitas transações de mercadorias e serviços através da *internet*.

Por conta da facilidade da realização de compras online, da crescente oferta por esse tipo de serviço e do aumento do número de usuários da *internet*, o mercado de varejo eletrônico global tem crescido de forma expressiva nos últimos anos. A figura19 mostra que, em 2019, o mercado de *e-commerce* global chegou à marca de US\$3,578 milhões de dólares. Isso representa um crescimento de 18.7% em relação ao ano de 2018 e um crescimento médio de 21.7% ao ano nos últimos 5 anos.

Figura 19: Vendas no varejo eletrônico

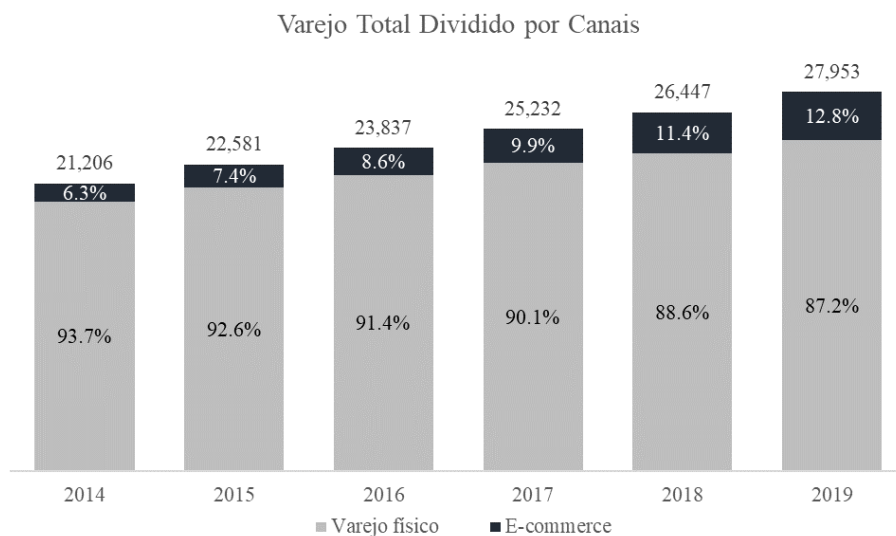


(Fonte: eMarketer 2019, adaptado pelo autor)

Essa taxa de crescimento se torna ainda mais expressiva quando comparada ao varejo como um todo. Ao longo dos últimos 5 anos, o varejo global teve crescimento médio de 5.7% ao ano, enquanto o varejo físico teve crescimento médio de 4.2% ao ano.

O resultado desse diferente nível de crescimento pode ser notado na figura 20, com o aumento da penetração do *e-commerce* nas vendas do varejo como um todo. Entre 2014 e 2019, o *e-commerce* passou de 6.3% das vendas para 12.8%.

Figura 20: Venda no varejo dividida por canal



(Fonte: e-marketer 2019, adaptado pelo autor)

Mesmo com o nível acelerado de crescimento, a penetração ainda é pequena no cenário global, fazendo com que analistas do setor projetem que o *e-commerce* continuará crescendo mais do que o varejo como um todo ao longo dos próximos anos.

Não obstante esse nível de penetração é bastante irregular entre os diferentes países. Conforme é possível visualizar na figura 21, o Brasil possui uma penetração bastante inferior à penetração da China e dos Estados Unidos.

Figura 21: Penetração do e-commerce por país



(Fonte: Euromonitor, adaptado pelo autor)

O mercado que será estudado de forma mais aprofundada é o mercado países falantes de língua inglesa, onde a empresa possui um maior apelo no oferecimento de seus produtos.

Figura 22: Mercado de e-commerce nos principais países de língua inglesa



(Fonte: Euromonitor, elaborado pelo autor)

Esse mercado foi de R\$660 bilhões em 2019, levando a uma taxa de crescimento média de 14% ao ano desde 2014. Para os próximos 5 anos, a *Euromonitor* espera que esse mercado continue crescendo em ritmo acelerado de 12% ao ano, o que fará com que ele seja equivalente a R\$1.15 trilhões em 2024.

Dito isso, é importante salientar que esse mercado é dividido em diferentes tipos de empresas. Embora todas as empresas que realizam vendas online fazem parte do mercado de *e-commerce*, os modelos de negócios diferem materialmente e podem ser divididos em:

B2C (*Business-to-Consumer*): são os negócios entre empresas e consumidores. Nessa forma de negócio, uma empresa realiza a venda para o cliente, assim como em uma loja física, e a única mudança é o canal que será utilizado;

B2B (*Business-to-Business*): são os negócios entre empresas. Nesse modelo, uma empresa faz uma transação com outra empresa e o cliente final não participa da negociação. Essa parte da cadeia de suprimentos ainda não apresenta uma penetração relevante do *e-commerce*;

C2C (*Consumer-to-Consumer*): nesta modalidade, surge a figura de um intermediador da transação, que provê segurança e um ambiente onde diferentes clientes podem se encontrar. Nesse caso, o cliente que está realizando a venda pode ser um vendedor especializado ou apenas uma pessoa comum, que está vendendo um de seus pertences. Nesse tipo de transação, é comum que o intermediador fique com parte da venda;

B2G (*Business-to-Government*): nesta modalidade, são realizadas transações entre empresas e o governo. Assim, essas transações necessitam passar por uma série de regulações para satisfazer as condições de vender para o governo;

Marketplaces: os *marketplaces* são plataformas que promovem a possibilidade de vendedores encontrarem compradores. Os *marketplaces* fazem com que seja possível encontrar os produtos, pagar e recebê-los tudo em um único lugar e garantem que a transação será feita com segurança.

Os *marketplaces* se desenvolveram de forma rápida na maior parte dos mercados e hoje são as principais marcas de *e-commerce* conhecidas mundialmente. Alguns exemplos de empresas que atuam como *marketplaces* são Amazon, Ebay, Mercado Livre e Magazine Luiza. Atualmente, muitas marcas que se desenvolveram no mundo físico vendem seus produtos em *marketplaces*, considerando o alto fluxo de clientes que essas plataformas possuem.

Apesar disso, muitas marcas não disponibilizam seus produtos em *marketplaces* visto que essas plataformas nem sempre tem uma curadoria dos produtos – sendo até alvo de produtos falsificados – e não trazem a mesma identidade da marca, especialmente em produtos de alto valor agregado.

Ao mesmo tempo, essas empresas possuem o desejo de vender online, dado o crescimento nesse canal e a possibilidade de, dessa forma, aumentar seu faturamento total. O problema enfrentado por essas empresas é que desenvolver um *site* para vender online, realizar os processos logísticos necessários, receber o pagamento online e ainda atrair fluxo para a plataforma são tarefas bastante difíceis e caras.

Por conta desse cenário, empresas de tecnologia se especializaram em desenvolver plataformas para que pequenos varejistas tenham a oportunidade de vender online fora dos grandes *marketplaces*, preservando sua marca e tendo contato mais direto com seus clientes. Nos países de língua inglesa, a principal plataforma utilizada por pequenos varejistas é a *Shopify*, empresa canadense que possui mais de 1 milhão de clientes.

4.1.2 A Shopify

A Shopify é uma empresa de tecnologia canadense com sede em Ottawa, Ontário, que desenvolve softwares de *e-commerce* para pequenos e médios varejistas. A Shopify foi fundada em 2004 por Daniel Weinand, Tobias Lütke e Scott Lake quando tentavam abrir uma loja online de equipamentos para snowboard. Como não encontraram nenhum produto no mercado que atendesse suas exigências, Tobias Lütke, que é programador, decidiu criar um negócio para atender varejistas que, como ele, queriam vender online.

Lütke trabalhou na plataforma com código aberto e lançou a Shopify oficialmente em 2006. A empresa apresentou rápida taxa de crescimento nos seus primeiros anos de vida, sendo que em 2010 foi nomeada a empresa com mais rápido crescimento em Ottawa, pelo *Ottawa Business Journal*.

Ainda em 2010, a empresa lançou a competição “construa um negócio” onde os participantes tinham o desafio de montar um modelo de negócios utilizando a plataforma da Shopify. Iniciativas como essas, ajudaram a empresa a se inserir no mercado de empreendedores e fomentando o crescimento do número de potenciais clientes.

Nos anos seguintes, a empresa passou a lançar novos produtos que impulsionaram o negócio. Em 2013, lançaram o *Shopify Payments*. Em 2015, a empresa realizou sua oferta inicial de ações, levantando cerca de US\$ 131 milhões. No primeiro dia de negociações da Shopify como uma empresa listada, as ações subiram 51%.

A Shopify é hoje uma empresa com mais de 5,000 funcionários, com faturamento de US\$1.6 bilhões no ano de 2019 e valor de mercado de cerca de US\$112 bilhões em 02 de novembro de 2020.

Na figura 23, é possível observar a forte valorização das ações da *Shopify*, sendo que a empresa teve uma valorização relevante no ano de 2020, considerando que a pandemia do coronavírus acelerou fortemente a digitalização de muitas empresas e, portanto, aumento a demanda por seus serviços.

Figura 23: Preço por ação da Shopify



(Fonte: Bloomberg em 02/11/2020, elaborado pelo autor)

Para entender como a empresa funciona, é necessário apresentar o modelo de negócios da Shopify. A empresa possui um modelo de negócios com receitas recorrentes onde ela realiza a cobrança de seus clientes uma mensalidade pelo uso da plataforma, fazendo com que a empresa tenha um alto nível de previsibilidade de suas receitas no futuro. Esse modelo é chamado de *subscription model*.

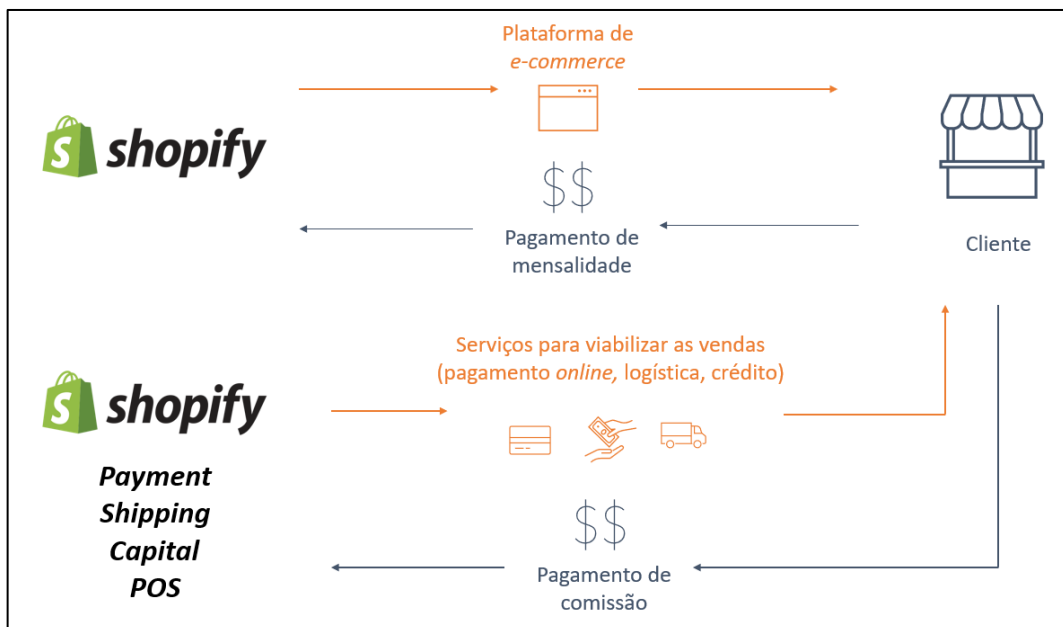
Ao mesmo tempo, a empresa também possui uma segunda linha de negócios onde ela oferece serviços adjacentes à plataforma de *e-commerce* como meios de pagamento, serviços

logísticos, crédito e ponto de venda para o cliente. Nessa segunda linha de negócios, a empresa é remunerada de acordo com o sucesso do cliente, ou seja, ela recebe uma comissão pelo serviço que varia de acordo com o quanto seu cliente utilizar o produto. Esse segundo modelo é chamado de *merchant model*.

Além de trazer novas operações para o negócio, esse modelo ajuda a suprir todas as necessidades de seus clientes de forma integrada, o que causa um impacto positivo na taxa de retenção dos clientes, que, como apresentado nas seções anteriores, é extremamente importante nessa indústria.

Na figura 24, é apresentado um quadro resumido com o modelo de negócios da *Shopify*:

Figura 24: Modelo de negócios da *Shopify*



(Fonte: Elaborado pelo autor)

A Shopify atende a diversos tipos diferentes de clientes e, por conta disso, oferece diferentes níveis de preços para seus serviços. A empresa possui três planos com preços fixos, que podem ser vistos na figura 25:

Figura 25: Planos de assinatura da Shopify

	Advanced Shopify Advanced features for scaling your business	Shopify Everything you need for a growing business	Basic Shopify All the basics for starting a new business
Monthly price	USD \$ 299 /mo	USD \$ 79 /mo	USD \$ 29 /mo

(Fonte: site da empresa)

O plano básico tem como principal público-alvo pequenos empreendedores que querem montar seu negócio online. Ele garante direito a apenas duas contas de gerentes do negócio e não permite que o cliente tenha acesso aos relatórios gerados pelo *software*. Além disso, as taxas pagas por transação de cartão de crédito são as mais altas.

O plano *Shopify* e o *Advance Shopify* miram nos clientes chamados *SMBs (Small and Medium Business)*. Essa é a fortaleza da companhia em termos de segmento de clientes. Como esse segmento de empresas representa uma faixa grande, a Shopify oferece dois planos diferentes, onde o plano mais avançado tem mensalidade maior, mas com taxas mais baratas para as transações do cartão de crédito e um maior número de usuários com acesso à plataforma.

Por último, a empresa também atende o segmento de grandes companhias, mas com preços diferenciados para cada cliente, com o plano chamado de *Shopify Plus*. Esse plano tem mensalidade inicial de US\$2 mil, mas pode variar de acordo com as necessidades de cada um dos clientes.

Analisando o *merchant model*, a companhia é capaz de aumentar suas receitas conforme seus clientes vendem mais. Portanto, quando é feita uma análise de participação de mercado da empresa, observa-se a participação dos clientes da *Shopify* em relação ao total de vendas do *e-commerce*.

Na figura 26, é possível observar a participação das principais empresas de *e-commerce* no mercado norte americano:

Figura 26: Participações no mercado de e-commerce dos Estados Unidos em 2019



(Fonte: Shopify, departamento de relação com investidores, adaptado pelo autor)

Por fim, é importante realizar uma consideração sobre o mercado e operação da Shopify. A empresa não efetua as vendas *online*, são seus clientes que o fazem. Dito isso, como a maior parte da receita da empresa hoje tem como fonte o *merchant model*, é possível considerar que a empresa cresce conforme a venda total de seus clientes cresce.

Dito isso, na análise de competição, será levado em consideração os competidores da empresa que realizam o mesmo serviço, plataformas de *e-commerce* para comerciantes venderem seus produtos *online*.

Dada a explicação do mercado e da empresa, será apresentado a seguir a análise tradicional do valor da empresa, buscando esclarecer quais são as principais dificuldades e limitações do método.

4.2. Aplicação da análise tradicional do valor de empresas

Conforme apresentando na seção 2, os métodos mais tradicionais da avaliação de empresas são o *DFC* e a análise comparativa, por múltiplos. Ambas as análises envolvem um grau de sofisticação elevado, sendo necessário expor diversas premissas diferentes para justificar o resultado. Como a avaliação tradicional não é objeto de estudo deste projeto, esta será demonstrada de forma simplificada, apenas justificando sua falta de eficácia e não entrando nas discussões específicas.

Apesar desse caráter simplificado, é importante expor os motivos e a base teórica que fazem destes métodos menos eficazes para a situação atual, dado que isso ajudará a entender melhor como foi desenvolvido o método do *checklist* e por quais motivos ele deve apresentar uma eficácia maior na análise.

Outro ponto importante é que essas análises têm um objetivo comum, mas formas diferentes. Ambos os métodos devem ajudar os tomadores de decisão a entender se ele pode ter retornos sobre aquele ativo. Para isso, os métodos tradicionais visam realizar o cálculo do valor justo da empresa e compará-lo com o valor atual. Caso o valor atual seja menor que o valor justo, há uma oportunidade de obter retornos à medida que o mercado precifique a empresa de maneira correta, convergindo para o valor justo. Já o método do *checklist* visa explorar as possibilidades de retorno através de análises qualitativas que ajudem o usuário a entender se a empresa tem condições de crescer e gerar melhores resultados no futuro, aumentando seu valor justo.

É necessário salientar que as análises tradicionais estão longe do desuso, pelo contrário, o time de analistas da Lua utiliza essas análises diariamente. A discussão está sendo levada para o caso de empresas digitais, onde os resultados passados tem apresentado uma eficiência muito baixa neste tipo de método.

Primeiramente, será apresentada a análise por múltiplos. Como explorado na seção 2, esse método visa comparar o valor da empresa estudada com o de suas concorrentes, atribuindo um denominador comum para a base de cálculo. Retomando o exemplo apresentado anteriormente, essa análise é comparável à pesquisa de preço por m² de um determinado imóvel em uma determinada região. A diferença é que neste caso, serão utilizadas métricas financeiras para realização da análise.

Para analisar a Shopify, foram considerados os seguintes múltiplos *P/E* (*Price to Earnings*), *EV/EBITDA* (*Enterprise Value to EBITDA*) e *EV/Receita* (*Enterprise Value to receita*). Os concorrentes considerados foram outras empresas que possuem atuação no segmento de plataforma de *e-commerce*, entre elas, a Salesforce, a SAP e a Oracle.

Os resultados da análise, utilizando dados da *Bloomberg*, referentes ao ano de 2019 são apresentados na tabela 9. Nela, a Shopify não apresentou dados para o múltiplo de *P/E* nem de *EV/EBITDA*, dado que a empresa possui lucro e *EBITDA*, negativos, o que acarretaria um múltiplo de valor negativo, o que não tem sentido prático.

Tabela 9: Análise por múltiplos da Shopify

	Salesforce	SAP	Oracle	Shopify	Mediana
P/E	284.8x	31.2x	17.4x	*	31.2x
EV/EBITDA	68.7x	19.3x	4.9x	**	19.3x
EV/Receita	9.7x	5.5x	11.8x	27.5x	10.8x

(Fonte: Bloomberg, adaptado pelo autor)

Não obstante, é possível realizar a análise de *EV/Receita* para a Shopify. Onde foi atribuído o múltiplo de 27.5x, ou seja, o valor de mercado médio da empresa em 2019 somado à sua dívida líquida é equivalente a 27.5x a sua receita do ano de 2019. Todos os seus competidores tiveram valores menores para essa análise, sendo que a mediana entre eles foi de 10.8x.

Com isso, a análise por múltiplos enfrenta primeiramente a limitação de a empresa apresentar lucro e *EBITDA* negativos no período estudado, já prejudicando o julgamento. Além disso, a análise levaria à conclusão de que está sendo pago um múltiplo acima dos concorrentes, o que pode ser um indício de que o preço está acima do valor justo, e, portanto, o investimento não deveria ser realizado.

Em relação ao método do fluxo de caixa descontado, há limitações ainda mais severas. Em primeiro lugar, deve-se reafirmar que esse método é complexo, envolve uma série de variáveis e o objetivo deste projeto não é realizar esse tipo de cálculo. Para que fosse possível realizar o cálculo, seria necessária a modelagem financeira da empresa, projetando o fluxo de caixa futuro e trazendo esses fluxos de caixa para valor presente a uma taxa determinada, conforme explicado na seção 2. Esse processo não será realizado neste projeto.

Dito isso, para facilitar o entendimento do porquê o método do fluxo de caixa descontado não é eficaz na análise da Shopify, é apresentado na tabela 10 o fluxo de caixa histórico da empresa.

Tabela 10: Fluxo de Caixa Shopify (US\$ milhões)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Lucro Líquido	-1.2	-4.8	-22.3	-18.8	-35.4	-40.0	-64.6	-124.8
(+) Depreciação e Amortização	0.8	1.8	4.7	7.2	14.0	23.4	27.1	35.7
(+) Itens não caixa	0.3	1.9	5.1	10.0	22.1	50.2	102.9	205.7
(+/-) Variação do Capital de Giro	2.2	2.6	11.8	17.3	13.3	-25.7	-56.1	-45.9
(+) Outros	0.0	—	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fluxo de Caixa Operacional	2.0	1.4	-0.8	15.8	14.0	7.9	9.3	70.6
(+/-) Variações no Ativo fixo e Intangível	-2.0	-4.5	-22.6	-21.0	-26.2	-24.3	-41.5	-62.4
(+/-) Variações nos investimentos de longo pr	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+/-) Aquisições	-0.8	-0.8	0.0	0.0	-14.1	-15.7	-19.4	-265.5
(+/-) Outros	0.0	0.0	-17.8	-62.8	-229.3	-487.2	-749.7	-241.6
Fluxo de Caixa de Investimento	-2.8	-5.3	-40.4	-83.8	-269.7	-527.2	-810.6	-569.5
Fluxo de Caixa Livre	-0.8	-3.9	-41.2	-68.1	-255.7	-519.3	-801.3	-498.9

(Fonte: Departamento de Relação com Investidores, adaptado pelo autor)

Analizando o histórico de geração de caixa da empresa, é possível perceber que ele tem sido negativo desde 2012 até 2019. Isso não implica necessariamente que a empresa continuará tendo fluxos de caixa negativos no futuro, mas é um indício relevante considerado por investidores. Para que os fluxos de caixa justificassem o valor de US\$112 bilhões que a Shopify possuía no dia 02 de novembro de 2020, a empresa teria de reverter rapidamente seus resultados, o que não é uma premissa fácil de se provar para investidores

Assim, com as evidências negativas da análise tradicional do valor da empresa, o tomador de decisão poderia concluir que a Shopify não seria um bom investimento. Dito isso, como apresentado na seção 4.1.2, o desempenho das ações da Shopify tem sido excelente, com valorização de 3,392% desde 2015 – quando a empresa fez sua oferta inicial – contra apenas 72% do *S&P*, índice de ações das principais empresas norte americanas.

Por conta da diferença entre os resultados das análises tradicionais e do desempenho do investimento, é necessária a utilização de um novo método para a avaliação de empresas desse segmento. Na próxima seção será apresentada a aplicação do método do *checklist*.

4.3. Aplicação do método do *checklist*

Por conta da diferença entre os resultados das análises tradicionais e do desempenho do investimento, é necessária a utilização de um novo método para a avaliação de empresas desse segmento. Na próxima seção será apresentada a aplicação do método do *checklist*.

4.3.1 Estágio da Indústria

Conforme apresentado na seção anterior, o mercado de comércio eletrônico mundial apresentou crescimento médio anual de 21.7% durante os últimos anos. Mesmo com esse forte crescimento, a participação do comércio eletrônico no varejo mundial é de 12.8% em 2019, ou seja, ainda com espaço relevante para crescimento.

Nos Estados Unidos, principal mercado da Shopify, essa penetração é de 15.2%, baixa comparada à China que possui uma penetração de 28.2%. A Shopify atua fortemente em mercados de língua inglesa, comumente em países desenvolvidos. Essas regiões tiveram crescimento médio anual de 14% durante os últimos cinco anos e as estimativas dos analistas da *Euromonitor* são de que esse mercado continue crescendo 12% ao ano nos próximos cinco anos.

Esses dados já trazem boas evidências de que o estágio da indústria é de crescimento, mas a comparação com outros setores é importante para que seja possível confirmar o resultado dessa análise. Na tabela 11, é possível observar as taxas de crescimento médio dos últimos anos de diferentes mercados nos Estados Unidos.

Tabela 11: Comparação de crescimento de mercados

Mercado	Taxa de crescimento média 2014-2019
Varejo alimentar	2.2%
Varejo farmacêutico	2.7%
Varejo especializado em bebês e crianças	1.5%
Varejo especializado em animais de estimação	4.8%
Comércio eletrônico	14.0%

(Fonte: Euromonitor, elaborado pelo autor)

Analisando os dados da tabela, é possível afirmar que o comércio eletrônico apresenta níveis de crescimento bastante acima de outras categorias maduras no mercado norte americano, o que nos dá mais subsídios para afirmar que esse mercado está em fase de crescimento.

Não obstante, vale observar que a Shopify atua no nicho de pequenas e médias empresas de varejo, onde há uma penetração ainda menor do *e-commerce* nas vendas totais, sendo assim, o espaço para crescimento é ainda maior.

Finalmente, o resultado da análise da análise do estágio da indústria é positivo (3 pontos) dado que a empresa está inserida em um mercado em crescimento.

4.3.2 Análise do Oceano Azul e Oceano Vermelho

O mercado de *e-commerce* é altamente competitivo. Nele, os clientes são capazes de comparar os preços e o nível de serviço com baixo nível de esforço e tomar decisões que sejam benéficas para seu interesse, diminuindo o poder de negociação das empresas que atuam nesse segmento.

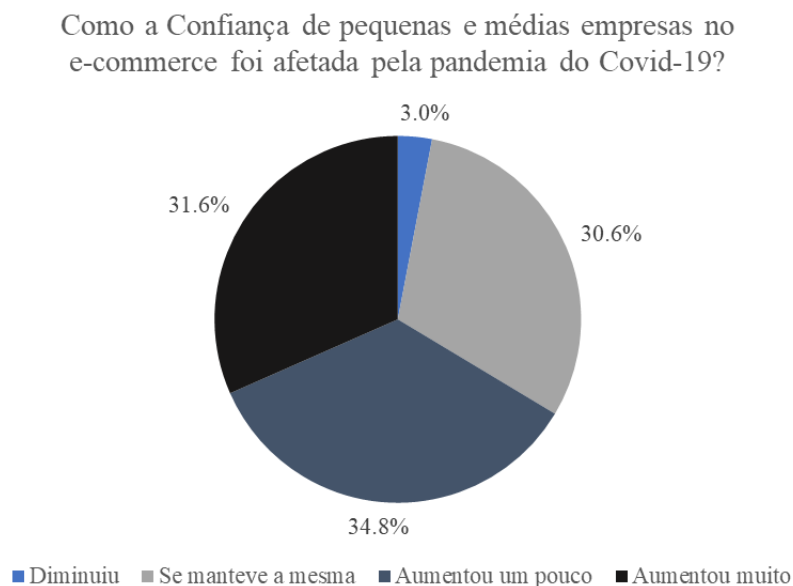
A Amazon se tornou a maior empresa de comércio eletrônico do mundo com a estratégia de entregar preços abaixo dos concorrentes e atrair o maior número de consumidores possíveis. Essa estratégia continua sendo utilizada pela empresa que, atualmente, possui 37% do mercado de comércio eletrônico nos Estados Unidos.

Sendo assim, o mercado de comércio eletrônico americano apresenta características de um Oceano Vermelho. Apesar disso, o mercado de atuação da Shopify não é exatamente o mercado de varejo eletrônico. Como a empresa é uma plataforma que possibilita que seus clientes vendam no mercado digital, a sua precificação não está diretamente ligada à competição entre os diferentes vendedores finais. Portanto, a Shopify se posiciona como um prestador de serviço para um mercado altamente competitivo.

Apesar disso, esse mercado oferece a oportunidade de capturar novos clientes. Segundo relatório da *National Small Business Association* de 2019, entidade norte americana responsável pelo segmento, apenas 30% das pequenas e médias empresas americanas vendem seus produtos no comércio eletrônico.

Mesmo sem dados do ano de 2020, é possível imaginar um aumento relevante no número de pequenas e médias empresas que passaram a vender seus produtos no varejo eletrônico por conta dos impactos da pandemia do Covid-19 no varejo físico. Os dados da figura 27 corroboram com essa visão:

Figura 27: Impacto da pandemia no e-commerce de pequenas e médias empresas



(Fonte: Pymnts.com em "Main Street of lockdown: Reinventing the Road to Recovery", adaptado pelo autor)

Portanto, a Shopify atua em um segmento de mercado pouco atendido no varejo eletrônico e que tem oportunidades de crescimento importantes para os próximos anos.

Finalmente, como a empresa está inserida em um setor onde os competidores já estão posicionados e o *trade-off* de valor-custo é muito forte, seria possível afirmar que o resultado da análise deveria ser negativo. Por outro lado, a Shopify foi capaz de criar um produto para um segmento que não era bem atendido e incluir nova demanda ao comércio eletrônico. Com essa dualidade na análise, será atribuído um resultado neutro (1 ponto).

4.3.3. Forças de Porter

Poder de negociação com os clientes

No mercado de plataformas de *e-commerce* mundial, pode-se considerar que o poder de negociação com os clientes é alto, dado que os clientes são muitos e pouco representativos para as empresas que prestam esse serviço.

Nesse mercado, os clientes são pequenas e médias empresas que querem vender seus produtos no comércio eletrônico. Essas empresas contratam uma plataforma terceirizada, dado que não possuem escala para desenvolver a própria plataforma.

Além disso, há custos de troca importantes para os clientes que pretendem mudar a plataforma de *e-commerce* que utilizam, dado que é necessário desenvolver os detalhes da plataforma e cadastrar todo o estoque no novo sistema. Não obstante, as plataformas são produtos com diferenciações claras em termos de tecnologia, o que cria menor grau de comparabilidade entre elas.

Poder de negociação com os fornecedores

Os principais fornecedores do mercado de plataformas de *e-commerce* são as plataformas de computação em nuvem, que permitem o processamento das informações e transações que ocorrem nos *sites* de seus clientes.

O mercado de computação em nuvem é bastante consolidado, sendo que a Amazon e o Google são os líderes do segmento. Como essas empresas atuam em escala global e concentram boa parte do mercado, seus clientes possuem pouco poder de negociação.

Por fim, existe um custo de troca importante no processo de mudança do fornecedor de serviços na nuvem.

Concorrentes diretos

Os principais agentes da indústria de plataformas de *e-commerce* são grandes empresas de tecnologia. Entre essas empresas é possível fazer a divisão em dois segmentos, as empresas especializadas e as não especializadas. As especializadas são empresas que foram criadas a partir do desenvolvimento do produto de plataforma de *e-commerce*, enquanto as não especializadas já tinham uma gama de produtos no seu portfólio e adicionaram a plataforma de *e-commerce* por conta do crescimento desse mercado.

As empresas não especializadas focam em atender grandes clientes que comumente já utilizam outros produtos delas. Esses clientes exigem um grau de personalização elevado nos seus produtos e os preços são definidos por projeto. Alguns exemplos de empresas que atuam nesse nicho são Salesforce, SAP, Oracle e Adobe.

Já as empresas especializadas normalmente atacam o nicho de pequenas e médias empresas. Suas plataformas são padronizadas, ou seja, com baixo grau de personalização por cliente. Além disso, os preços são definidos por pacotes de assinatura. Os principais exemplos de empresas desse nicho são Shopify e BigCommerce.

A rivalidade entre os concorrentes diretos no segmento das especializadas é baixa, dado que não há muitas empresas no mercado, o produto não é *commodity* e existem nichos diferentes no mercado que segmentam a competição.

Ameaça de novos entrantes

O segmento de plataformas de *e-commerce* tem baixa ameaça de novos entrantes. Isso acontece pela complexidade tecnológica para atuar no setor e pelos altos custos fixos para tocar a operação.

Com isso, pode-se afirmar que existem barreiras à entrada no mercado de plataformas de *e-commerce*, sendo a principal delas a economia de escala. As empresas têm custos fixos com os servidores na nuvem e com o time de desenvolvimento. Como a plataforma é padrão para a maior parte dos clientes, conforme a empresa cresce e adiciona mais clientes, ela é capaz de diluir os custos fixos e se torna mais competitiva no mercado.

Não obstante, também existe a vantagem de diferenciação de produto, dado que o cliente necessita de um grau de confiança alto no prestador de serviço para confiar sua operação digital, seu fluxo de caixa e abertura de seus estoques.

Ameaça de produtos substitutos

A ameaça de produtos substitutos nesse segmento é alta. O mercado de plataforma de *e-commerce* ajuda comerciantes a venderem seus produtos online, mas ainda é necessário atrair fluxo para o *site* e essa tarefa é bastante desafiadora para pequenos comerciantes.

As empresas chamadas de *marketplaces* tem se estruturado, cada vez mais, para atender pequenos e médios comerciantes, comercializando seus produtos no *site* do próprio *marketplace*. Podemos citar como exemplos de *marketplaces* a Amazon, Mercado Libre, Magazine Luiza e o Alibaba.

Os *marketplaces* tendem a servir clientes diferentes das plataformas de *e-commerce* seja por tamanho, seja por necessidade de uma experiência melhor para o cliente final. Dito isso, o mercado chinês foi dominado pelo Alibaba, que lançou duas plataformas diferentes, uma para produtos de maior valor agregado (Tmall) e outra para produtos de menor valor agregado (Taobao). Os *marketplaces* têm crescido de forma acelerada nos últimos anos e são uma ameaça de produtos substitutos importante para as plataformas de *e-commerce*.

Resumo da análise

Na tabela 11, é possível ver o resumo das análises realizadas ao longo da última seção, sendo que foram definidas três forças como favoráveis e duas como desfavoráveis. Seguindo o critério especificado na seção 3, a diferença entre análises favoráveis é equivalente a 1 ponto, o que leva a um resultado neutro da análise, marcando um ponto no *checklist*.

Tabela 11: Resumo da Análise da Cinco Forças de Porter (Elaborado pelo autor)

Força de Porter	Resultado
Poder de negociação com os clientes	Favorável
Poder de negociação com os fornecedores	Desfavorável
Rivalidade entre os concorrentes	Favorável
Ameaça de novos entrantes	Favorável
Ameaça de Produtos Substitutos	Desfavorável
Total	1 ponto

4.3.4 TAM, SAM e SOM

A análise do mercado alcançável da Shopify será realizada através do mercado de varejo eletrônico e não do mercado de plataformas de *e-commerce*. A justificativa para realizar a análise dessa forma é que a maior parte das receitas da Shopify hoje estão relacionadas ao *merchant model*, como explicado na seção anterior. Nesse modelo, a empresa recebe uma comissão referente ao total de vendas transacionadas na sua plataforma, portanto, o crescimento das vendas dos clientes, leva ao crescimento das receitas. Por conta disso, é mais adequado analisar o tamanho do mercado de varejo eletrônico total e depois calcular o quanto isso se reflete em receita, considerando a comissão que a empresa tem do mercado.

O TAM da Shopify é o mercado de varejo eletrônico global, dado que a empresa possui uma plataforma que pode ser implementada em qualquer país do mundo. Os produtos para as diferentes regiões podem ter algumas alterações, mas a plataforma base é similar.

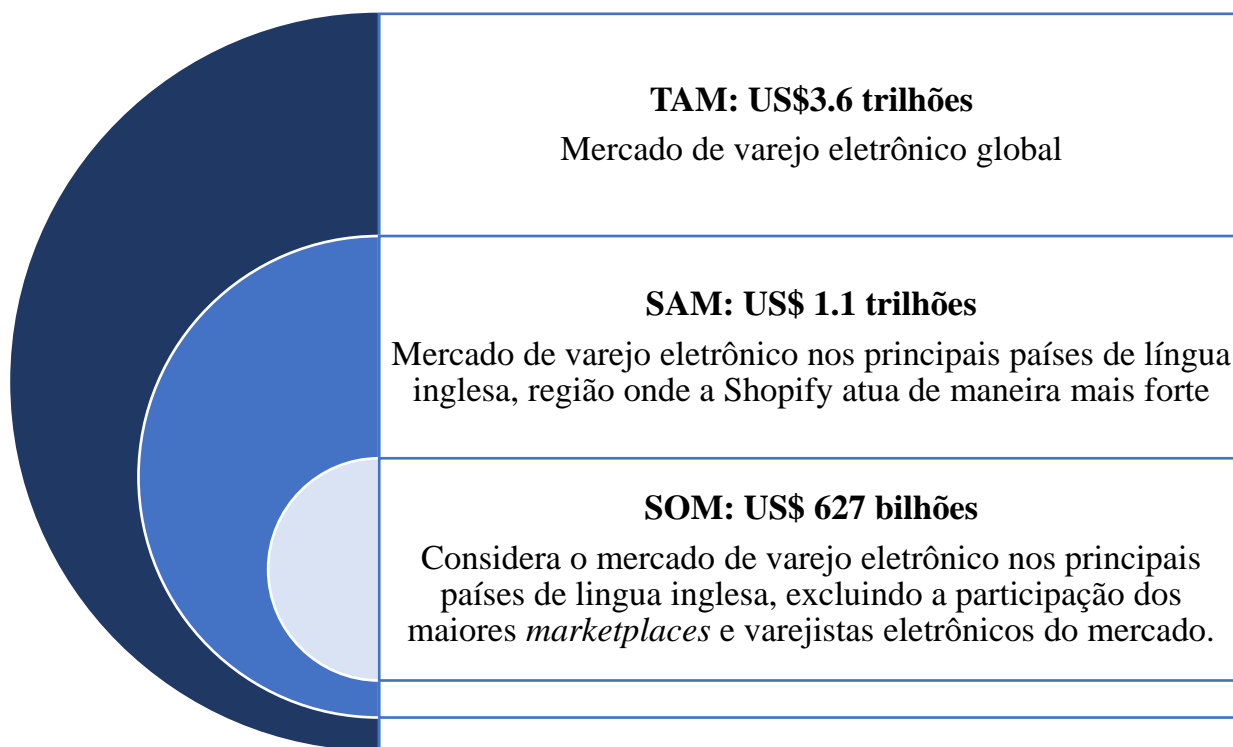
Apesar disso, a empresa ainda possui uma estrutura muito enxuta fora dos países de língua inglesa. Muitos países, como o Brasil, por exemplo, possuem atuação da Shopify, mas com suporte e atendimento totalmente em inglês o que já limita bastante o número de usuários.

Além disso, a empresa depende de parcerias com agências que utilizam a plataforma como base para desenvolver projetos para clientes, o que ainda não acontece em boa parte dos países fora do eixo de língua inglesa. Assim o *SAM* pode ser definido como o mercado de varejo eletrônico nos países de língua inglesa.

Por fim, o *SOM* considera o mercado de varejo eletrônico nos países de língua inglesa, excluindo a participação de mercado os principais *marketplaces* e varejistas grandes o suficiente para construir sua própria plataforma de *e-commerce*.

Na figura 27 é possível identificar os valores do *TAM* (US\$3.6 trilhões), *SAM* (US\$1.1 trilhões) e *SOM* (US\$627 bilhões). O total vendido pelos clientes da Shopify nos últimos doze meses foi de US\$99 bilhões, representando cerca de 16% do *SOM* identificado. Com isso, é possível afirmar que a Shopify ainda tem um mercado grande, em crescimento e com participação relativamente pequena, representando uma oportunidade futura relevante. Por conta disso, o resultado da análise é positivo (3 pontos).

Figura 27: Análise de TAM, SAM e SOM da Shopify (Elaborado pelo autor)



4.3.5 Diagrama de Pétalas

O Diagrama de Pétalas ajuda a mapear mercados adjacentes em que a empresa possa atuar a partir do seu segmento principal. No caso da Shopify, a empresa já explora alguns segmentos de mercados adjacentes, atendendo as necessidades suplementares da sua base de clientes.

Os segmentos já explorados pela empresa são logísticos, pagamentos e crédito, onde a empresa atua com as respectivas marcas *Shopify Shipping*, *Shopify Payments* e *Shopify Capital*. Esses mercados são explorados pela empresa de forma complementar ao mercado de plataformas de *e-commerce*, dado que os clientes também necessitam de soluções logísticas, de pagamentos e necessitam de crédito para tocar suas operações.

Na figura 28, é possível visualizar os principais mercados adjacentes onde a companhia tem oportunidades de atuar, bem como as empresas que atuam em cada um desses segmentos atualmente.

Figura 28: Diagrama de Pétalas Shopify



(Elaborado pelo autor)

Além disso, é importante fazer o mapeamento do tamanho de cada um dos mercados para dimensionar o tamanho da oportunidade que a empresa possui ao entrar no novo mercado analisado.

Segundo estudo da McKinsey&Company, de 2018, o mercado de pagamentos é bastante representativo, com um tamanho total de US\$500 bilhões nos Estados Unidos. A Shopify já possui uma solução para esse mercado, atuando apenas na sua base de clientes, que precisam vender *online*, e, portanto, transacionar os pagamentos *online*. A empresa tem oportunidade de estender o serviço para clientes de outras plataformas, mas dificilmente irá atacar o mercado de pagamento físico.

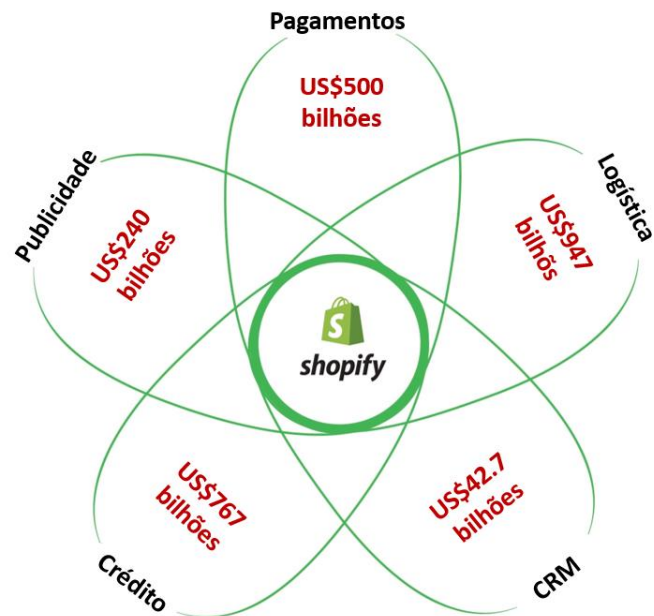
Em levantamento da PwC de 2020, é indicado que o mercado de publicidade totaliza US\$240 bilhões nos Estados Unidos. Muitos dos clientes da Shopify são clientes de empresas de publicidade digitais, especialmente Google e Facebook. Essas empresas necessitam de mecanismos para que seus *sites* sejam vistos pelo maior número de clientes possíveis, sendo assim, pagam por leilões de palavras no Google. A Shopify não atua nesse segmento, mas certamente poderia extrair sinergias caso tivesse um produto para atender essa demanda.

O mercado de crédito privado movimenta cerca de US\$767 bilhões os Estados Unidos, segundo dados da ACC (*Alternative Credit Council*). Nesse mercado, são atendidas grandes corporações, *SMBs* e pessoas físicas. No caso da Shopify, a empresa teria a oportunidade de atender os *SMBs*, especialmente seus clientes, uma vez que conhece o fluxo de caixa desses clientes e consegue cobrar taxas mais aderentes à realidade.

Avaliando o mercado de *CRM* (*Customer Relationship Manager*), pode-se considerar um mercado de US\$42.7 bilhões nos Estados Unidos, segundo levantamento da *Apps Run The World*, de 2020, sendo que a Salesforce é a líder do segmento. Por ser uma oportunidade muito menor do que os outros mercados e um segmento já concentrado, faz pouco sentido investir nessa solução. Dito isso, a empresa pode desenvolver um produto mais simples e oferecê-lo para complementar a solução principal.

A última oportunidade apresentada é no mercado de logística, que representa cerca de US\$947 trilhões nos Estados Unidos, segundo levantamento da *IMARC* de 2019, empresa especializada em inteligência de mercado. Apesar de uma oportunidade grande, a empresa deve focar seu atendimento nos seus clientes, dado que a operação logística exige alto grau de investimentos e não é a especialidade da empresa.

Figura 29: Diagrama de Pétalas Shopify - Mercados Adjacentes



(Elaborado pelo autor)

Por fim, vale destacar que a empresa tem a estratégia de ser um ambiente completo para o varejista que quer vender online, sendo assim, a Shopify tem a oportunidade de aumentar, cada vez mais, a sua receita oferecendo serviços que o varejista utiliza em outros fornecedores ou ainda nem tem acesso. Por conta dessa oportunidade, o resultado da análise é positivo (3 pontos).

4.3.6 Matriz de adição de valor

Na análise da Matriz de adição de valor da Shopify, foram considerados os seguintes atributos competitivos no setor:

- Preço
- Personalização da plataforma
- Prestígio da marca
- Velocidade de implementação
- Rede de parceiros

No atributo preço, as plataformas especializadas tendem a atuar na região de preços mais baixos, dado que atendem empresas menores. A Shopify está inserida nesse contexto e seus preços estão abaixo das plataformas não especializadas. Dito isso, como a empresa oferece outros serviços, acaba cobrando outras taxas do cliente que deixa o preço final maior quando comparada aos concorrentes especializados.

No atributo personalização da plataforma, a Shopify e as outras plataformas especializadas, mantêm um baixo grau de personalização dado que o modelo de negócios necessita de baixo custo para chegar com um preço acessível ao cliente final. No nicho de plataformas não especializadas, o grau de personalização é mais elevado, pelo modelo de construção da plataforma por projeto.

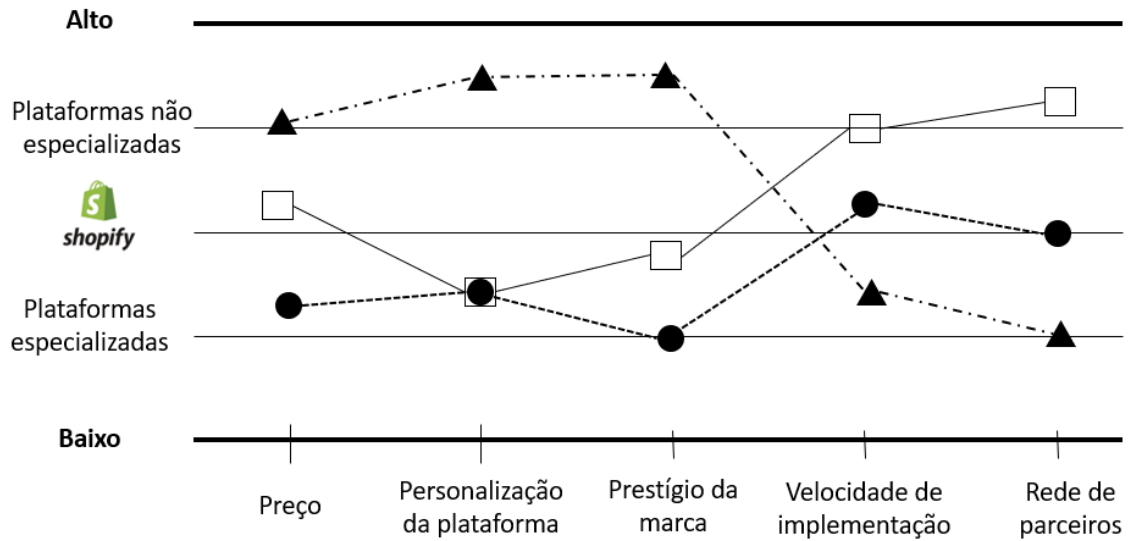
O prestígio da marca Shopify está acima dos concorrentes especializados. A empresa é referência no segmento de plataformas de *e-commerce*. Dito isso, o reconhecimento ainda é menor do que das plataformas não especializadas, considerando que essas são empresas mais tradicionais com histórico e relação de longa data com seus clientes.

A velocidade de implementação é alta na Shopify e nas plataformas especializadas. Isso se deve ao menor grau de personalização, que ajuda a pular uma série de etapas de desenvolvimento e simplificar o projeto. A Shopify consegue ser mais ágil na implementação devido a sua gama de parceiros que implementam a sua solução desenvolvem os produtos sobre sua plataforma.

Por fim, a rede de parceiros da Shopify é maior do que seus concorrentes especializados e não especializados. Como a empresa foi pioneira no segmento e é a empresa com a maior base de clientes hoje, as agências que fazem a implementação das plataformas de *e-commerce* nos clientes se especializaram na utilização do produto da Shopify, aumentando a capilaridade da empresa.

Assim, a avaliação da análise é positiva (3 pontos), dado que a Shopify possui uma proposta de valor diferenciada em relação aos seus concorrentes.

Figura 30: Matriz de adição de valor Shopify



(Elaborado pelo autor)

4.3.7 Análise SWOT

Com objetivo de mapear mais detalhadamente a posição competitiva da empresa, utiliza-se a análise *SWOT* para especificar as oportunidades e ameaças que estão no horizonte da Shopify e estudar as forças e fraquezas que a empresa tem para lidar com eles.

Pontos fortes

A Shopify tem pontos fortes importantes que a impulsionam e diferenciam dentro do mercado de plataformas de *e-commerce*.

O modelo de negócios bom baixo nível de capital investido, com solução padrão que permite escala global do seu negócio é um ponto forte do modelo de negócios da Shopify que ajudou a empresa a apresentar fortes níveis de crescimento ao longo dos últimos anos.

Outro fator importante é a força da marca, que não só ajuda a criar *network effect* com seus clientes e parceiros, mas ajuda na atração de talentos, o que é imprescindível nesse segmento, onde os recursos humanos são especializados e escassos.

Além disso, a empresa tem uma fortaleza tecnológica importante. A qualidade da plataforma da Shopify é reconhecida por seus clientes que reconhecem o maior nível de estabilidade e acreditam que estão utilizando a melhor solução do mercado.

Pontos fracos

Assim como outras empresas que atuam no mercado de plataformas de *e-commerce*, a Shopify possui pontos fracos em sua operação que podem prejudicar seus resultados no futuro.

O modelo de negócios exige um alto investimento em pesquisa e desenvolvimento, dado que sempre precisam implementar melhorias no produto. Apesar de ser capaz de atrair desenvolvedores talentosos, essa mão de obra é bastante cara e intensiva, tornando-se um peso no resultado da empresa.

A empresa ainda não desenvolveu uma capilaridade relevante da sua rede de parceiros em nível global. Como já citado, uma das fortalezas da Shopify é ter uma rede de parceiros grande que ajuda a implementar a solução nos clientes. Para que a empresa consiga se tornar dominante em nível global, ela precisará desenvolver essa rede em regiões diferentes, o que ainda não foi feito.

Oportunidades

O mercado de plataforma de *e-commerce* provê uma série de oportunidades para capturar crescimento ao longo dos próximos anos e a Shopify está bem posicionada para usufruir delas.

A principal oportunidade existente é o crescimento da penetração do *e-commerce* no varejo consolidado. Com esse aumento, a Shopify tem a chance de capturar demanda nova vindo de comerciantes que só vendiam em suas lojas e agora terão um canal de venda digital.

A empresa ainda possui a oportunidade de crescer para outras regiões, capturando uma parcela maior do TAM e explorar diferentes segmentos de mercado como logística, crédito, pagamentos, entre outros. Essas oportunidades podem fazer com que a empresa seja consideravelmente maior do que é hoje no futuro.

Ameaças

O alto nível de crescimento e a intensidade das mudanças tecnológicas do mercado de plataformas de varejo eletrônico indicam que esse setor sofre com ameaças importantes para os próximos anos.

Uma das principais ameaças para o setor de tecnologia é a crescente intervenção governamental no segmento, tanto em relação aos limites éticos que as empresas podem

explorar em seus mercados quanto nas relações internacionais entre os países. Nesse sentido, a expansão global do Shopify pode enfrentar desafios regulatórios.

A crescente competição por mão de obra qualificada é outra ameaça importante para o setor, podendo criar um gargalo para o desenvolvimento de produtos da Shopify, diminuindo o nível de serviço que é realizado atualmente.

Por último, a crescente competição de produtos substitutos e de concorrentes regionais é uma ameaça relevante. Conforme a Shopify toma leva mais tempo para fortalecer sua presença em novas regiões, esses mercados vão se desenvolvendo com novos participantes que podem ser uma competição dura quando a empresa de fato competir naquela região.

Figura 31: Análise SWOT - Shopify

		Relação com o objetivo	
		Ajuda	Atrapalha
Origem do fator	Interno	Forças <ul style="list-style-type: none"> - Modelo <i>asset light</i>, globalmente escalável - Marca forte, reconhecida por clientes, parceiros e engenheiros - Líder do segmento, com tecnologia superior aos concorrentes 	Fraquezas <ul style="list-style-type: none"> - Investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento - Mão de obra cara e escassa - Dificuldade de replicar a rede de parceiros em novas regiões
	Externo	Oportunidades <ul style="list-style-type: none"> - Crescimento da participação do <i>e-commerce</i> no varejo - Entrada em novas regiões - Entrada em mercados adjacentes que aumentem o <i>TAM</i> da empresa 	Ameaças <ul style="list-style-type: none"> - Intervenção governamental e mudanças regulatórias - Competição por mão de obra qualificada - Competição com empresas de foco regional

(Elaborado pelo autor)

Na figura 31, é possível visualizar o resumo da análise *SWOT* realizada sobre a Shopify. Considerando todos os pontos realizados, o resultado da análise para o *checklist* é neutro (1 ponto), dado que apesar das grandes oportunidades da empresa, existe alto grau de incerteza nas ameaças, que podem ser materiais nos resultados e na dinâmica competitiva.

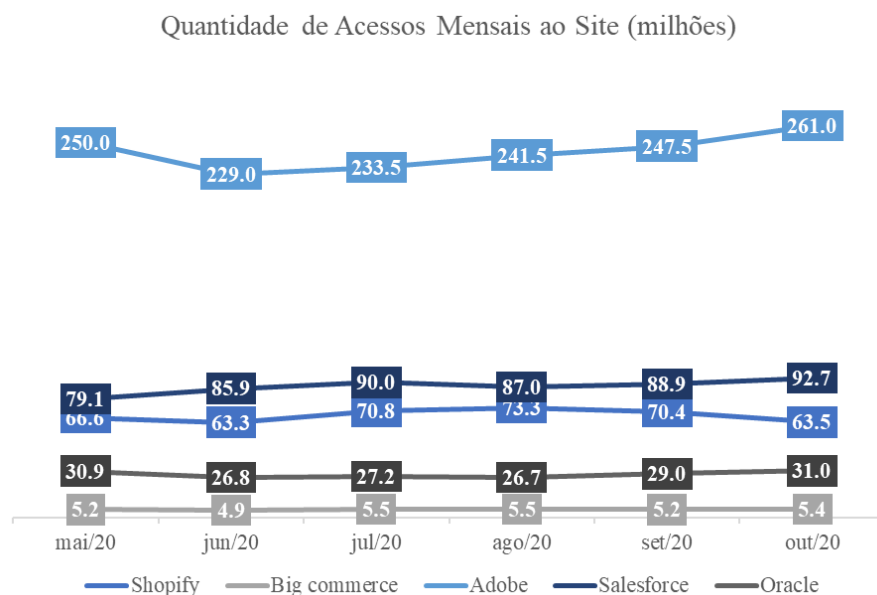
4.3.8. Análise do funil de aquisição de clientes

A análise do funil de aquisição de clientes tem como objetivo identificar o nível de eficiência com que a empresa tem conseguido atrair clientes para a sua plataforma e como isso ajuda no crescimento futuro da companhia.

Não será possível realizar todas as análises apresentadas na seção anterior, uma vez que nem todas as informações são públicas, dito isso, triangulando dados apresentados pela empresa em suas demonstrações de resultado e dados de agregadores de tráfego, é possível fazer estudos que serão importantes para a análise do funil.

O primeiro dado levantado é o de número de acessos mensais ao *site* da plataforma. Na figura 32, são apresentados os dados da Shopify e de seus principais concorrentes referentes aos últimos seis meses.

Figura 32: Número de acessos mensais ao site em milhões



(Fonte: Similarweb, elaborado pelo autor)

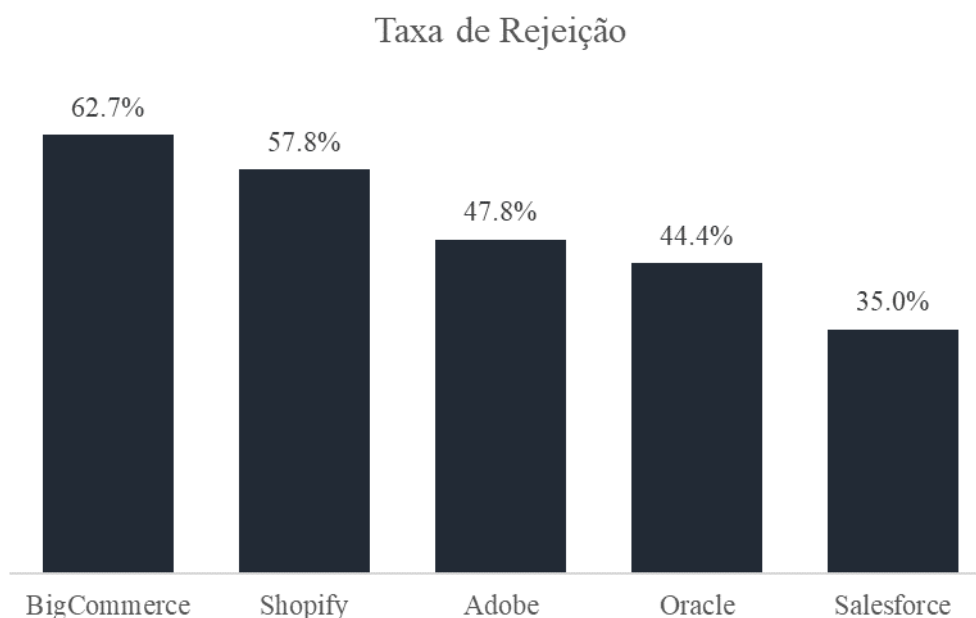
Na figura, é visível que a Shopify se encontra como a terceira empresa com o maior número de acessos entre os competidores. Dito isso, as duas empresas que estão acima da Shopify, Salesforce e Adobe são empresas não especializadas, portanto, é difícil segmentar a análise entre os clientes que estão buscando uma plataforma de *e-commerce* ou outro produto oferecido pelas empresas. Comparando com a BigCommerce, outra empresa especializada do

setor, a Shopify mostra ampla vantagem com 63.5 milhões de acessos em outubro comparados a 5.4 milhões da BigCommerce.

Além da análise de número de acessos, é importante mediar a qualidade do tráfego. Para isso, deve-se estudar qual a taxa de rejeição dos potenciais clientes que acessam a plataforma e qual o nível de tráfego orgânico dos potenciais clientes.

Na figura 33, é apresentada a taxa de rejeição de cada um dos concorrentes do mercado de plataformas de *e-commerce*. Novamente, é possível perceber que as plataformas não especializadas possuem taxa de rejeição maior do que as especializadas, enquanto a Shopify possui a segunda maior taxa de rejeição entre os competidores analisados.

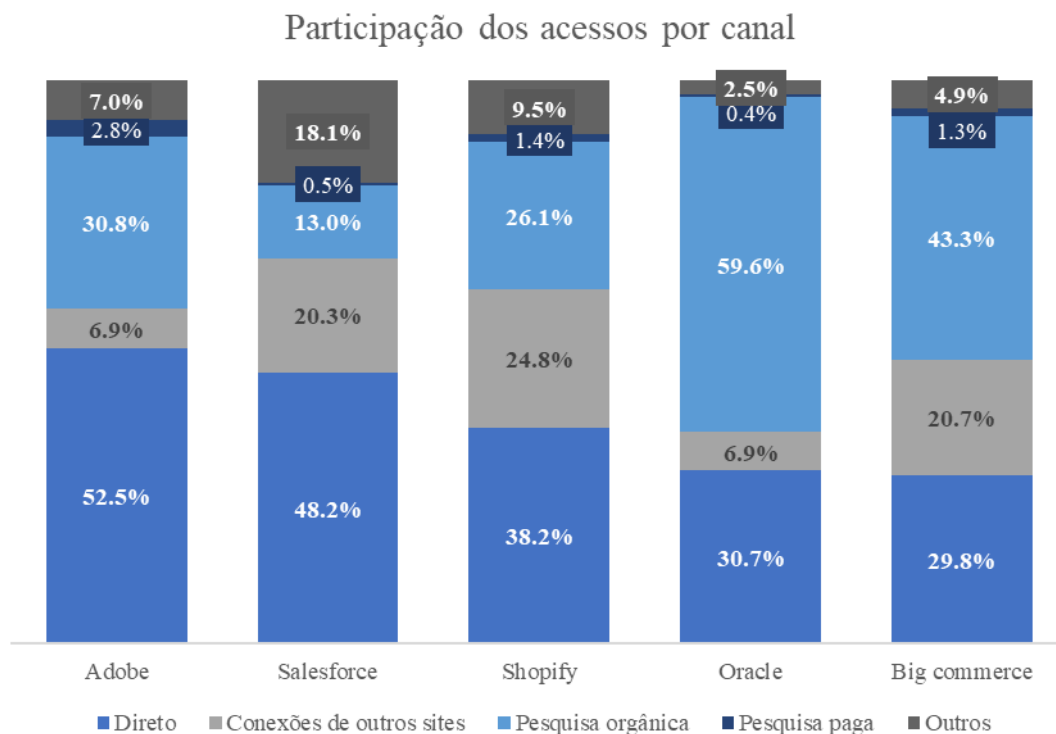
Figura 33: Taxa de rejeição



(Fonte: Similarweb, elaborado pelo autor)

Apesar da alta taxa de rejeição, que é um aspecto negativo para a Shopify, vale salientar que há evidências da força da marca, devido ao alto percentual de acessos orgânicos. Dito isso, analisando a figura 34, é possível observar que todas as empresas do segmento possuem taxas pequenas de pesquisa paga, sendo que o número de acessos diretos não parece ser um diferencial para a Shopify.

Figura 34: Participação dos acessos por canal



(Fonte: Similarweb, elaborado pelo autor)

Por fim, utilizando os dados de número de clientes apresentados pela empresa em sua demonstração de resultado, é possível realizar uma análise de conversão do tráfego apresentando no número de clientes adicionados. Com o total de 270 mil clientes adicionados no segundo trimestre de 2020 e um fluxo total de cerca de 200 milhões de acessos, é possível chegar na taxa de conversão de 0.135%. Apesar da taxa bastante baixa, é necessário salientar que se deve analisar a taxa de conversão de cada etapa. Como esses números não são públicos, essa análise não é possível.

Assim, considerando os dados levantados na análise de funil da Shopify, a avaliação é neutra (1 ponto), dado que a empresa não é a que possui o maior número de acessos do setor, nem a com maior participação do tráfego orgânico. Ao mesmo tempo, a empresa foi consistentemente melhor nas análises do que sua concorrente direta, BigCommerce.

4.3.9 Análise de opinião dos clientes

A Shopify não divulga dados de NPS ou qualquer outra métrica de engajamento dos clientes em relação a sua plataforma. Por conta disso, a análise de opinião dos clientes foi feita

com base de relatos de clientes sobre o uso da plataforma, mas sem uma métrica quantitativa definitiva.

A empresa divulga em seu *site* próprio opiniões de clientes sobre o produto e possui um fórum para discutir dúvidas dos usuários e solucionar problemas. Dito isso, como ambas as fontes são controladas pela própria empresa, foi necessário buscar maneiras alternativas de encontrar opiniões sobre o produto.

O método encontrado foi a leitura de avaliações em canais especializados do segmento. Esses canais existem para ajudar os comerciantes a tomar a melhor decisão na hora de escolher sua plataforma de *e-commerce*, portanto, os autores das análises mostram as qualidades e defeitos das plataformas, dando subsídio para entendermos como os clientes estão analisando o produto.

Através da leitura desses canais, os principais pontos positivos que os clientes destacaram na plataforma da Shopify foram:

- **Plataforma fácil de usar:** os clientes consideraram fácil e intuitiva a adaptação à plataforma da Shopify, sendo necessário pouco tempo de treinamento e aprendizado para gerir a operação digital.
- **Os *templates* funcionam bem:** a Shopify disponibiliza algumas formatações básicas da plataforma padronizadas, chamadas de *template*. Os clientes demonstraram que gostam dessas soluções e que elas funcionam bem tanto no computador, quanto no celular, o que é um diferencial do produto.
- **Há soluções integradas com a plataforma:** o ambiente da Shopify já nasce integrado com necessidades adjacentes de seus clientes como um módulo de pagamento, logística, entre outros aplicativos que estão dentro da plataforma. Os clientes consideram esse um ponto forte dado que facilita a integração e uso do produto principal.
- **Grande base de clientes e preço acessível:** a Shopify é a maior empresa do segmento de plataformas de *e-commerce*, com mais de 1.2 milhões de clientes. Os preços foram considerados competitivos para cada um dos diferentes planos da empresa. Com isso, os novos usuários tendem a confiar mais na plataforma.

Por outro lado, também foram encontradas críticas e reclamações de usuários da Shopify. As principais críticas são baseadas em:

- **Produtos adjacentes são pagos separadamente:** os clientes consideraram como negativo o fato de que os produtos adjacentes (logística, pagamentos, crédito) são sempre cobrados separadamente, com taxas que tornam mais difícil o cálculo do quanto está sendo realmente pago para operar a loja digital.
- **A experiência internacional não é boa:** os clientes da empresa que vendem para mais de um país apresentaram reclamações sobre os mecanismos de venda em diferentes moedas e a solução de pagamentos, que não está disponível para todos os países em que a empresa atua.
- **Experiências variadas com o time de suporte:** os clientes relataram diferentes experiências com o time de suporte da Shopify, sendo que alguns relataram um bom atendimento, enquanto outros tiveram de esperar semanas para resolver seus problemas.

Através dessa análise, foi possível perceber que os clientes têm uma impressão positiva dos serviços da Shopify, especialmente em relação à qualidade do produto e às integrações disponíveis. As reclamações, poucas, são vindas dos clientes que vendem em mais de um país demonstram que a Shopify representa um nicho pequeno dado que a maior parte dos vendedores são pequenos comerciantes. Além disso, os clientes relataram que a Shopify continua sendo a melhor opção no segmento de plataformas de *e-commerce*. Assim, o resultado da análise é positivo (3 pontos).

4.3.10 Análise de Unit Economics

A análise de *Unit Economics* visa identificar os resultados da empresa divididos por uma base de análise. No caso da Shopify, será analisado o resultado por cliente, com objetivo de entender se a operação da Shopify tem retornos positivos para o cliente médio.

Para isso, serão utilizados os dados das demonstrações financeiras da empresa e dados de consultorias de *e-commerce* que realizam estudos sobre a movimentação do número de clientes. Os principais dados que serão utilizados na análise estão representados na tabela 12. A análise será feita utilizando os dados do ano de 2019, dado que a partir do começo de 2020, as métricas passaram a ficar fortemente distorcidas pelos efeitos da pandemia do Covid 19.

Tabela 12: Métricas financeiras e operacionais Shopify

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Dados financeiros				
Receita (US\$ milhões)	320	362	391	505
Lucro Bruto (US\$ milhões)	180	205	217	264
Despesas de marketing (US\$ milhões)	-105	-119	-117	-132
Dados operacionais				
Número de clientes (milhares)	881	925	1,001	1,070
Clientes adicionados (milhares)	284	284	277	295
Clientes que deixaram a plataforma (milhares)	164	165	184	233
Churn mensal	6.2%	5.9%	6.1%	7.3%

(Fonte: departamento de Relação com os investidores, elaborado pelo autor)

Tendo os dados disponíveis, é possível realizar o cálculo do *CLV/CAC*. A análise será iniciada pelo *CAC*. Para realizar esse cálculo deve-se dividir as despesas de marketing pelo número de novos clientes adicionados no período, ou seja, calcular o custo de cada um dos novos clientes. Os resultados são expressos na tabela 13:

Tabela 13: Cálculo do CAC

Cálculo do CAC	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
A - Despesas de marketing (US\$ milhões)	105	119	117	132
B - Clientes adicionados (milhares)	284	284	277	295
A/B - CAC (US\$)	370	420	420	447

(Fonte: Departamento de Relações com Investidores, elaborado pelo autor)

Para a análise do *CLV*, é necessário dividir o lucro pelo número de clientes da plataforma. Em seguida, deve-se calcular o valor que cada cliente paga em base mensal. Como os dados utilizados são trimestrais, deve-se dividir o valor total por 3.

Em seguida, divide-se o valor encontrado pela taxa de *churn* mensal, conforme demonstrado na tabela 14, chegando ao valor do *CLV*.

Tabela 14: Cálculo do CLV

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
A - Lucro Bruto	180	205	217	264
B - Número de clientes	881	881	881	881
A/B - Lucro bruto por cliente por mês (US\$)	68.1	77.5	82.0	99.9
C - Lucro bruto por cliente por mês (US\$)	68.1	77.5	82.0	99.9
D - Churn mensal	6.2%	5.9%	6.1%	7.3%
C/D - CLV (US\$)	1,099	1,305	1,337	1,377

(Elaborado pelo autor)

Tendo os dados de *CLV* e *CAC* em mãos, é possível realizar a análise de *CLV/CAC*. Observando os resultados da tabela 15, é possível notar que o *CLV/CAC* da Shopify ao longo de 2019 oscilou entre 3.0x e 3.2x, faixa acima da referência de 1.0x. Por conta desse resultado, podemos inferir que a empresa está tendo retornos nos investimentos de aquisição de clientes e, portanto, deve seguir com esses investimentos. Em relação à análise do *checklist*, o resultado é positivo (3 pontos).

Tabela 15: Cálculo do *CLV/CAC*

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
CLV (US\$)	1,099	1,305	1,337	1,377
CAC (US\$)	370	420	420	447
CLV/CAC (x)	3.0x	3.1x	3.2x	3.1x

(Elaborado pelo autor)

4.3.11 Análise de *Product/market fit*

Como a análise de *product/market fit* envolve uma pesquisa com a base de clientes da plataforma e, considerando que a maior parte desses clientes são empresas que atuam fora do Brasil, não foi possível realizar a análise.

Observando o nível de crescimento da empresa nos últimos anos, seria possível inferir que a Shopify já alcançou o *product/market fit*, mas como os dados não estão disponíveis, decidiu-se por retirar essa análise do *checklist*.

Esse exemplo prático evidencia algumas das limitações e desafios encontrados na implementação do modelo do *checklist*, o que servirá de subsídio para o desenvolvimento de melhorias do método.

4.3.12 Análise da estrutura organizacional

A Shopify possui uma estrutura organizacional robusta, com mais de 5.000 funcionários e escritório central localizado em Ottawa, no Canadá. A estrutura organizacional da empresa tem núcleo operacional forte, ante a necessidade de mão de obra intensiva por conta do segmento de atuação.

Não obstante, a assessoria de apoio tem papel chave na organização, dado que é necessário manter a estrutura funcionando de acordo com as necessidades da empresa, satisfazendo os funcionários e alinhando a cultura.

Em termos de centralização do trabalho, há uma descentralização horizontal, especialmente no núcleo operacional, onde os times são divididos em áreas de atuação específicas e possuem alto grau de autonomia para a tomada de decisão. Para que essa estrutura funcione, a Shopify se preocupa em manter um processo de contratação robusto, considerando que os novos funcionários serão tomadores de decisão e precisam estar alinhados com a estratégia.

Por fim, a cúpula estratégica define a direção da Shopify em termos de desenvolvimento de novos produtos, entrada em novos mercados e foco da força de desenvolvimento. Considerando esses fatores, a estrutura organizacional da Shopify se enquadra no modelo de Adhocracia.

Em relação ao ambiente, podemos afirmar que o mercado de *e-commerce* ainda é jovem, complexo e dinâmico. Sendo assim, é importante que as empresas tenham um grau de flexibilidade relevante para atuar nesse segmento, o que é visível na organização da Shopify. Sendo assim, o resultado da análise de estrutura organizacional pode ser considerado positivo (3 pontos) dado que a empresa está com uma estrutura adequada para o ambiente que está enfrentando.

4.3.13 Análise da cultura organizacional

O estudo da cultura organizacional da empresa é bastante importante para que se possa avaliar a qualidade da empresa e as chances de sucesso no futuro da operação. Para realizar essa análise foram estudados os seguintes temas:

Histórico Shopify: a Shopify teve seu início em 2004, quando Tobias Lütke, Daniel Weinand e Scott Lake decidiram montar um negócio de varejo eletrônico especializado em snowboard, a Snowdevil. O negócio não se desenvolveu por conta da ausência de uma plataforma que pudesse dar o nível de serviço esperado por eles. Sendo assim, eles decidiram montar a própria plataforma.

Depois de dois meses de desenvolvimento, Tobias lançou a Snowdevil. Essa experiência levou ao reconhecimento da falta de um operador nesse nicho do mercado, fazendo com que eles lançassem a Shopify em 2006, uma empresa de plataforma de *e-commerce* que tinha como missão ajudar pequenos comerciantes a vender online.

Em 2009, a empresa criou sua loja de aplicativos, que permite que programadores desenvolvam ferramentas para seus *e-commerces* e as comercialize para terceiros, fazendo com que fosse criado um ecossistema de interação entre os desenvolvedores e os comerciantes, intermediados pela Shopify.

Em 2010, a empresa lançou uma competição chamada “construa um negócio” onde os participantes deveriam montar um modelo de negócios utilizando a plataforma da Shopify para vender online. Com isso, a empresa foi se inserindo no mercado de empreendedores e fomentando o crescimento do número de potenciais clientes.

A empresa lançou em 2013 a Shopify *Payments*, integrando a plataforma de *e-commerce* com um sistema de meio de pagamentos nativo, sem necessidade de um parceiro terceirizado. Em 2015, a empresa lançou sua oferta inicial de ações, levantando cerca de US\$ 131 milhões.

Em 2019, a empresa lançou a Shopify Studios, operação onde são feitos os trabalhos de mídia dos produtos que são divulgados na plataforma, e anunciou o lançamento da Shopify Shipping, que presta serviços de logística para os clientes da empresa.

A Shopify é hoje uma empresa com mais de 5.000 funcionários, com faturamento de US\$1.6 bilhões no ano de 2019 e valor de mercado de cerca de US\$112 bilhões.

O processo de socialização de novos membros: a Shopify define que as seguintes características em seus funcionários:

- Obsessão pelos clientes
- Capacidade de tomar boas decisões de forma rápida
- Estejam dispostos a mudanças
- Pensem no longo prazo

Além disso, a empresa fomenta a inovação e experimentação dentro do ambiente de trabalho. A empresa possui um programa chamado de “*Hack Days*”, onde os funcionários deixam suas funções usuais para se integrar com novos membros e resolver problemas diferentes que podem ter impacto na Shopify.

As Políticas de Recursos Humanos: a empresa possui uma estrutura de recursos humanos que visa manter o constante processo de aprendizado dentro da empresa. A Shopify oferece cursos e especializações para que seus funcionários continuem se desenvolvendo dentro de suas carreiras.

Considerando o nível executivo, a empresa tem um programa relevante de pagamentos baseados em ações, o que ajuda a alinhar os interesses dos executivos com o da companhia para o longo prazo e promove a retenção desses executivos por períodos mais longos.

O Processo de Comunicação: a Shopify tem sede em Ottawa, no Canadá, mas possui diversos escritórios ao redor do mundo. Por conta disso, a empresa foca em ter uma comunicação eficiente com seus funcionários, através do e-mail corporativo e tecnologias que permitem videoconferências entre funcionários de diferentes regiões.

Em relação à comunicação externa, o CEO e fundador da empresa Tobias Lütke, divulga cartas abertas aos investidores e colaboradores sobre o andamento dos negócios, sempre resgatando todo o histórico da empresa, a missão e os valores.

A Organização do Processo de Trabalho: conforme apresentado na seção anterior em maiores detalhes, a Shopify se organiza em um modelo de Adhocracia, com características de descentralização horizontal, núcleo operacional forte e flexibilidade para responder aos movimentos da indústria que está em constante mudança.

Apresentados os estudos da cultura organizacional da Shopify, a análise pode ser considerada positiva (3 pontos) na mediada que a empresa possui um ambiente inovador e flexível que permite um acelerado desenvolvimento de produtos.

4.4 Resultado consolidado

Consolidando as notas atribuídas a cada uma das análises realizadas sobre a Shopify, é realizado o preenchimento do *checklist*, respeitando o critério de pontuação de resultado positivo correspondendo a 3 pontos, resultado neutro correspondendo a 1 ponto e resultado negativo correspondendo a 0 ponto.

A média das análises de mercado resultou em 2.2 pontos em uma escala que varia de 0 a 3. Os detratores de resultado foram as análises de Porter e do Oceano Azul, ambas análises que aprofundam os conhecimentos sobre o nível de competição do mercado.

No tema de produto, a empresa apresentou a nota de 2.2 pontos. Os principais detratores foram as análises *SWOT* e atração de clientes. Para a Shopify, essa análise indica que a empresa deve investir mais tempo na relação do cliente com o produto, mapeando oportunidades e identificando as principais demandas dos consumidores.

Por último, a empresa apresentou nota 3 no aspecto de pessoas. Essa nota é explicada pelo time que a empresa construiu ao longo dos anos, com figura forte do fundador, gestão flexível e inovadora e marca forte que ajuda na atração e retenção de talentos.

Realizando a soma das médias de cada um dos atributos, chega-se a uma nota 7.4 para a operação da Shopify no método do *checklist*. Como já havia sido adiantado, a interpretação da nota não é trivial, dado que não há outras empresas com a mesma análise realizada, a fim de compará-las.

Tabela 16: Checklist Shopify (Elaborado pelo autor)

Atributo	Análise	Resultado
Mercado	Estágio da Indústria	3
	Oceano Azul	1
	Forças de Porter	1
	TAM, SAM e SOM	3
	Diagrama de Pétalas	3
Resultado da Análise de Mercado		2.2
Produto	Matriz de avaliação de Valor	3
	<i>SWOT</i>	1
	Atração de clientes (funil)	1
	Opinião de clientes	3
	<i>Unit Economics</i>	3
Resultado da Análise de Produto		2.2
Pessoas	Estrutura Organizacional	3
	Análise de cultura	3
Resultado da Análise de Pessoas		3
Resultado consolidado		7.4

Dito isso, pode-se realizar a avaliação da nota a partir da divisão em quartis, apresentada na seção anterior. Por esse critério, a Shopify estaria localizada no primeiro quartil, representando uma boa oportunidade de investimentos. Esse desempenho vai de acordo com a desempenho da operação e do investimento em Shopify ao longo dos últimos anos.

Por fim, é necessário salientar que a métrica quantitativa ajuda a delinear um padrão para o método do *checklist*, mas ela isoladamente representa pouco valor. A maior parte do valor da proposta está na necessidade de passar por cada uma das análises para entender melhor o funcionamento da empresa e manter o acompanhamento de cada uma das métricas, sendo capaz de antecipar mudanças no cenário da indústria antes de outros agentes que não utilizam esse método.

5. CONCLUSÃO

Este projeto foi elaborado com o objetivo de auxiliar a Lua, gestora brasileira de recursos, a desenvolver habilidades na análise de empresas digitais, permitindo a melhor tomada de decisão de investimentos.

O tema do trabalho foi identificado pelo autor durante seu período de estágio no time de análise de investimentos da Lua. Nesse período, o autor foi exposto ao processo de análise da companhia e pode identificar as limitações do modelo para as empresas consideradas digitais. Identificada a necessidade, o autor notou a aderência de conceitos da Engenharia de Produção à resolução do problema e passou a desenvolver este trabalho em parceria com a empresa para criar um modelo de análise de empresas digitais.

A partir disso, a revisão bibliográfica foi fundamental para a elaboração do trabalho, trazendo novos *frameworks* de análise de empresas para o time da Lua e para o autor. Entre os executivos que formam o time da Lua, nem todos tiveram, em sua formação, a oportunidade de se aprofundar na teoria de estratégia e competição, o que limitava o escopo de algumas análises realizadas pelo time. A bibliografia ajudou a nivelar o conhecimento sobre as ferramentas e as colocou em contexto, permitindo maior facilidade na implementação delas na solução proposta.

Em conjunto com o time da Lua, foram discutidas as formas de se aplicar os conceitos estudados em uma solução prática. Depois de ouvir os relatos e necessidades, foi elaborado um método de análise de empresas digitais, chamado de *checklist*. O sistema de pontuação, análises utilizadas e ponderação entre os atributos foram discutidos entre o autor deste trabalho e outros analistas da Lua, visando encontrar um modelo aderente às necessidades de todo o time.

Com objetivo de ilustrar de forma mais clara a utilização do método, foi realizado um exercício prático de análise da Shopify pelo autor, onde foram identificados pontos fortes e fracos do método proposto, além de facilitar a trajetória da Lua na implementação em suas operações.

Analisando os resultados do caso prático, concluiu-se que o método foi efetivo, não só pelo resultado convergindo para o esperado - ao contrário do realizado através da análise de *valuation* tradicional – mas pela jornada de estudo da Shopify, que trouxe diversos novos aprendizados. Assim, pode-se afirmar que os objetivos do trabalho foram cumpridos.

5.1 Próximos passos

Os próximos passos estão relacionados à implementação do que foi proposto à Lua neste projeto. Cada um dos analistas da Lua estuda pelo menos 20 empresas de diferentes setores, sendo necessário realizar a implementação do método para aquelas que se inserirem no contexto digital.

As análises que compõem o *checklist* já foram apresentadas ao time da Lua durante o desenvolvimento do projeto e o autor teve a oportunidade de notar que algumas já foram incorporadas à análise de empresas.

O passo seguinte é a definição de quais empresas estudadas pela Lua hoje serão passíveis de utilização do método do *checklist*. Assim que definido o escopo, cada um dos analistas deverá aplicar o método para suas empresas. Nesta etapa, é esperado que surjam novas sugestões sobre o método, que serão discutidas com o autor.

Depois de realizada a implementação para as empresas pertinentes, deve ser criado um banco de dados com os resultados das diferentes análises, permitindo a comparação entre os estudos e tornando o método mais poderoso do ponto de vista analítico. Essa base de dados pode estruturar uma vantagem em relação aos concorrentes que observam as análises e empresas de forma isolado, com menor poder de comparação e, portanto, maior dificuldade para a tomada de decisão.

Conforme salientado anteriormente, o método desenvolvido não é estático e deve se manter em constante atualização. É importante que a empresa tenha a disciplina de revisitar o método constantemente, identificando possíveis mudanças nas empresas analisadas. Utilizar o método do *checklist* frequentemente deverá ajudar os analistas a se questionarem sobre suas teses de investimento e mantê-la atualizada.

5.2 Aprendizados

Durante a realização deste projeto, foi possível mergulhar de forma mais intensa no processo de tomada de decisão da gestora de investimentos onde o autor realiza seu estágio, bem como compreender quais aspectos são relevantes para o desenvolvimento de um método prático.

Ao mesmo tempo, é possível afirmar que o projeto também trouxe aprendizados para a empresa onde o trabalho foi realizado, fornecendo um novo processo na tomada de decisão, permitindo que a empresa explore com mais propriedade o segmento de empresas digitais.

O curso de Engenharia de Produção se fez muito útil para a elaboração deste projeto. A diversidade de temas e a oportunidade revisitar conceitos aprendidos ao longo do curso tornaram a experiência mais interessante e enriquecedora.

Não obstante, o estudo agregados de cada uma das ferramentas, muitas vezes estudadas em momentos ou até disciplinas diferentes, permitiu o aprendizado de forma mais holística, facilitando o reconhecimento de pontos de contato entre os diferentes métodos e ganhando um novo nível de profundidade na análise.

Por fim, o projeto trouxe ainda mais interesse pela área por parte do autor, enriquecendo sua experiência acadêmica e profissional.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

2019 TECHNOLOGY & SMALL BUSINESS SURVER. **NSBA**, Washington, 07 de apr. de 2019. Disponível em: < <https://nsba.biz/wp-content/uploads/2019/06/Technology-Survey-2019-1.pdf> >. Acesso em: 05 de nov. de 2020.

ALTMAN, S. **How to Succeed with a Startup**. Y-Combinator. Startup School 2018. Disponível em: <<https://www.ycombinator.com/library/89-how-to-succeed-with-a-startup-sus-2018>>. Acesso em 01 de nov de 2020.

ANNUAL REVIEW OF TECH INVESTMENT IN LATIN AMERICA. **LACVA**, New York, mai. de 2020. Disponível em: < <https://lavca.org/industry-data/inside-the-4th-consecutive-peak-year-lavcas-annual-review-of-tech-investment-in-latam/>>. Acesso em: 13 de nov. de 2020.

BLANK, S. **A New Way to Look at Competitors**. 08 de nov. 2013. Disponível em: <<https://steveblank.com/2013/11/08/a-new-way-to-look-at-competitors/>>Acesso em: 10 de nov. de 2020.

BLANK, S. **Startup: Manual do Empreendedor**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014.

BORLE, S.; SINGH, S. S.; JAIN; D. C. **Customer Lifetime Value Measurement**. Management Science. Vol 54, Nº 1, jan de 2008

DAMODARAN, A., **Applied Corporate Finance**, 3ª edição, 2010.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAUGHERTY, G. **Visualizing the Interactions Between CAC, Churn and LTV**. 02 de abr. de 2014. Disponível em: <<https://shockwaveinnovations.wordpress.com/2014/04/02/visualizing-the-interactions-between-cac-churn-and-ltv>>. Acesso em: 05 de out. de 2020.

EUROMONITOR. **Internet Retailing Market Worldwide**. Euromonitor Internacional Pcl, 2020. Disponível em: <<http://www.euromonitor.com>>. Acesso em 04 de nov. de 2020.

FINANCING THE ECONOMY. **Alternative Credit Council and Dechert**, London, 2019. Disponível em: < <https://acc.aima.org/resources/research/financing-the-economy.html> >. Acesso em: 10 de nov. de 2020.

FLEURY, M.T.L.; FISCHER; R.M. **Cultura e poder nas organizações**. 2ª Edição, São Paulo: Atlas, 1996.

HARIHARAN, A. CHEN, F.; JORDAN J. **16 More Startup Metrics**. 23 de set de 2015. Disponível em: <<https://a16z.com/2015/09/23/16-more-metrics/>>. Acesso em 10 de nov. de 2020.

HENSHALL, A. **What is TAM SAM SOM? How to Calculate and Use It in Your Business**. 26 de ago de 2019. Disponível em: <<https://www.process.st/tam-sam-som/>>. Acesso em: 08 de nov. de 2020.

HOLMAN, R. **Shopify Review**. 27 de fev. de 2020. Disponível em <<https://www.merchantmaverick.com/reviews/shopify-review/#comments>>. Acesso em 02 de nov. de 2020

HOW LONG IS YOUR STARTUP RUNWAY? **Corl**. 11 de mai. de 2018. Disponível em: <<https://medium.com/corl/how-long-is-your-startup-runway-6eed37962445>>. Acesso em: 10 de nov. 2020

JAIN, D.; SINGH, S.S. **Customer Lifetime Research in Marketing: A Review and Further Directions**. Management Science. Vol 16, Nº 2, 2002.

KIM, W.C.; MAUBORGNE, R. **A Estratégia do Oceano Azul**. Rio de Janeiro: Sextante, 2018.

LAURINDO, F. J. B.; CARVALHO, M. M. C. **Estratégia Competitiva: dos conceitos à implementação**. 2ª Edição, São Paulo: Atlas, 2012.

LIPSMAN, A. **Global E-commerce 2019**. E-MARKETER. 27 de jun. de 2020. Disponível em: < <https://www.emarketer.com/content/global-ecommerce-2019>>. Acesso em 18 de out. de 2020.

MARION, J.C. **Contabilidade empresarial**. 16ª Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2004.

MCCLURE, D. **Product Marketing for Pirates: AARRR**. Disponível em: <<https://500hats.typepad.com/500blogs/2007/06/internet-market.html>>. Acesso em: 10 de set. de 2020.

MINTZBERG, H. **Criando Organizações Eficazes - Estrutura em Cinco Configurações**. 2ª Edição, São Paulo: Atlas, 1983.

NETO, A. A. **Finanças Corporativas E Valor**. 7ª Edição, São Paulo: Atlas, 2014.

NORTH AMERICA LOGISTICS MARKETS. **IMARC**. Disponível em: <<https://www.imarcgroup.com/north-america-logistics-market>>. Acesso em 11 de nov. de 2020

OKUMURA, F.. **O que é LTV/CAC?** 26 de set de 2018. Disponível em <<https://www.agilems.com/ltv-cac/>>. Acesso em 08 de nov. de 2020.

OLIVEIRA, D. P. R. **Planejamento estratégico: conceitos, metodologia e práticas**. São Paulo: Atlas, 2007.

PORTER, M. E. **Competição: estratégias competitivas essenciais**. 2ª Edição, Rio de Janeiro: Campus, 1999.

PANG, A.; MARKOVSKI, M.; MARKOVSKA A.. **Top 10 CRM Software Vendors, Market Size and Market Forecast 2019-2024**. 04 de nov. de 2020. Disponível em <

<https://www.appsruntheworld.com/top-10-crm-software-vendors-and-market-forecast/>>. Acesso em 10 de nov. de 2020.

PORTER, M. E. **Strategy and The Internet**. Harvard Business Review, mar. de 2001.

PORTER, M. E. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

PWC. **Global Entertainment & Media Outlook 2020–2024**. 28 de set. de 2020. Disponível em < <https://www.marketingcharts.com/advertising-trends-114887> >. Acesso em 10 de nov. de 2020.

MAIN STREET ON LOCKDOWN. **Pymnts.com**, 04 de mai. De 2020. Disponível em < <https://www.emarketer.com/chart/236256/how-us-smb-owners-reliance-on-ecommerce-will-change-after-coronavirus-pandemic-april-2020-of-respondents> >. Acesso em 08 de nov. de 2020.

MCKINSEY&COMPANY. **Global Payments 2018: A dynamic industry continues to break new ground**. New York. Out. de 2018. Disponível em < <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Global%20payments%20Expansive%20growth%20targeted%20opportunities/Global-payments-map-2018.ashx> >. Acesso em 15 de nov. de 2020.

REICHHELD, F. **A pergunta definitiva**. São Paulo: Sul América, 2006.

REICHHELD, F. **The One Number You Need to Grow**. Harvard Business Review, 2003.

RIGBY, D. K.; SUTHERLAND, J.; TAKEUCHI, H.. **EMBRACING AGILE**. Harvard Business Review. Mai. de 2016. Disponível em: <<https://hbr.org/2016/05/embracing-agile>>. Acesso em: 05 de nov. de 2020.

SERRA, F.; TORRES, M. C. S.; TORRES, A. P. **Administração Estratégica**. Rio de Janeiro: Reichmann e Affonso Editores, 2004.

SIMILARWEB. **Market Intelligence Platform**. Similarweb, 2020. Disponível em: < <https://www.similarweb.com/pt/> >. Acesso em 20 de nov. de 2020.

SHOPIFY – INVESTOR RELATIONS. Disponível em: <<https://investors.shopify.com/home/default.aspx> >. Acesso em 18 de nov. de 2020.

VARHOL, P. **To agility and beyond: The history—and legacy—of agile development**. 26 de ago. de 2015. Disponível em: <<https://techbeacon.com/app-dev-testing/agility-beyond-history-legacy-agile-development>>. Acesso em: 05 de nov. de 2020.

VOHRA, R. **How Superhuman Built an Engine to Find Product/Market Fit**. 2019. Disponível em: <<https://firstround.com/review/how-superhuman-built-an-engine-to-find-product-market-fit/>>. Acesso em: 14 de nov. de 2020.

WILLE, A. **Why Understand Unit Economics Is Important to Your Business.** 19 de fev. de 2016. Disponível em < <https://www.klipfolio.com/blog/business-unit-economics>>. Acesso em: 19 de nov. de 2020.

WILSON, P. **Mawhinney's big idea has as much appeal as American cheese.** The Guardian. 18 de mar. de 2007. Disponível em <<https://www.theguardian.com/sport/blog/2007/mar/18/mawhinneysbigideahasasmuc>>. Acesso em 19 de nov. de 2020.