

necton

Varejo & Consumo

Os dilemas do e-commerce

Equity Research:

Luiz Guanais
Gabriel Disselli
Victor Rogatis
Luiz Temporini

01/06/2022

btgpactual
digital

O custo de capital próprio (empresas de tecnologia)

O pouso forçado das ações de tecnologia

A correção dos ativos de tecnologia em 2022 acelerou nas últimas semanas, com os relatórios de resultados do 1T destacando os desafios como a inflação, a escassez na cadeia de suprimentos e os impactos negativos da guerra na Ucrânia (sem mencionar as fortes bases de comparação para a maioria das empresas). Enquanto isso, nomes de tecnologia de alto crescimento foram esmagados pela ameaça de taxas de juros mais altas nos mercados locais e pela política do Fed (ao qual o Brasil não está imune). O e-commerce continua sendo uma tese estrutural otimista para nós no Brasil, com um legado dos últimos anos, quando as empresas investiram fortemente na melhoria dos níveis de serviço e na atração de novos vendedores/categorias. Mas há grandes contratempos de curto prazo (o valuation combinado dos nomes de e-commerce em nosso universo de cobertura caiu 48% no acumulado do ano e 55% nos últimos 12 meses, reduzindo R\$ 296 bilhões do valor de mercado consolidado).

Grande impacto das taxas de juros mais altas

Histórias de alto crescimento são onde os valuations se tornaram mais esticados durante a pandemia e onde o mercado está tendo mais dificuldade em encontrar o “fundo”. A duration, que é a vida média ponderada do fluxo de pagamento programado de um título, também se aproxima da maneira como seu valor de mercado refletirá as mudanças nas taxas de juros. De acordo com nossos cálculos, a correlação entre as taxas de juros e o setor de tecnologia supostamente de duration longa, tomando uma série histórica de 5 anos (usando MELI, MGLU, Americanas e Via), é de -0,6. Ainda, para cada aumento de 100bps no ke (custo de capital próprio), há uma queda de 24% no valor de mercado combinado (preço-alvo) das empresas de e-commerce em nosso universo de cobertura. Embora os investidores busquem critérios financeiros mais adequados para julgar essas empresas, bem como os múltiplos de valuation corretos para aplicar a essas métricas, a volatilidade provavelmente permanecerá alta.

Capital mais caro deve levar a uma busca por ativos de maior qualidade

Além do debate (global) em torno da espiral inflacionária e do aumento das taxas de juros, três preocupações principais pesaram sobre o desempenho das ações no Brasil e devem persistir no curto prazo: (i) desaceleração do e-commerce local, (ii) concorrência de empresas nacionais e players internacionais (mais descontos, subsídios e CAC crescentes) apesar de uma abordagem mais racional nos take rates, e (iii) preocupações com margens sustentáveis para players de e-commerce, dada a perspectiva competitiva à frente e o maior custo de financiamento. Um quarto tópico é a estrutura de capital e as posições de caixa (já que o caixa é “rei” em tempos de taxas crescentes e capital escasso, o que deve ser um dos principais impulsionadores da consolidação do

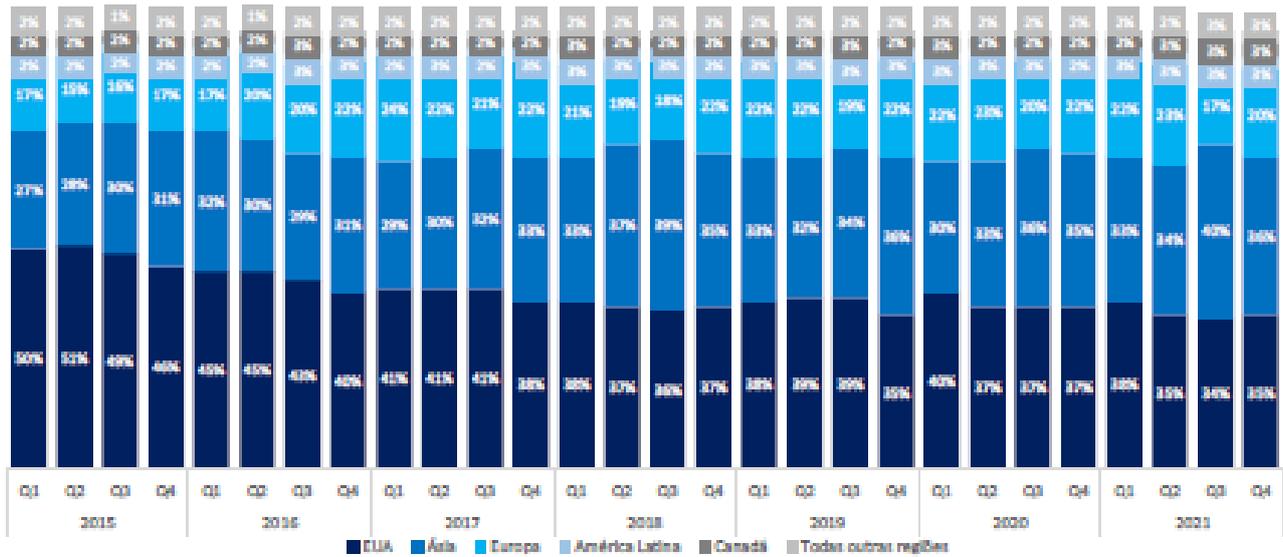
mercado no Brasil e em outros mercados globais). Enquanto isso, o boom nos valuations de tecnologia tem tido comportamento igual nos mercados privados. As startups de tecnologia levantaram um recorde de US\$ 621 bilhões em venture capital no ano passado, o dobro do que foi levantado um ano antes, segundo a CB Insights. Muitas startups têm muito capital sobrando em seus balanços após mega rodadas no ano passado. Mas a desaceleração dos nomes de tecnologia de capital aberto provavelmente derrubará os valuations de startups privadas, embora possa demorar mais. Assim, a perspectiva de captação de recursos (tanto de M&A quanto de crescimento orgânico) dev e focar na qualidade e concentrar-se em empresas que já são líderes – com participação de mercado, receita e, eventualmente, sinais de monetização/rentabilidade de tráfego para respaldá-la.

Gráfico 1: Financiamento de ativos de risco global aumentou 111% a/a em 2021



Fonte: CB Insights, BTG Pactual

Gráfico 2: Divisão: número de negócios por região



Fonte: CB Insights, BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável da Necton Investimentos S.A CVMC ("Necton").

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

Esse relatório foi preparado pelo BTG Pactual Digital para ser distribuído pelo próprio BTG Pactual Digital ou suas empresas afiliadas e subsidiárias, somente no Brasil. O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx