

# **Carta de Gestão**

2º Trimestre de 2022

“I tell you, folks, it’s harder than it looks  
It’s a long way to the top if you wanna rock and roll”

Trecho da letra da música da banda australiana AC/DC

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou o segundo trimestre de 2022 com uma rentabilidade negativa de -16,79%, contra uma variação negativa de -17,88% do Ibovespa.

Período	SFA EAC FIC FIA – BDR Nível I	IBOVESPA	CDI
2T22	-16,79%	-17,88%	2,91%
YTD	-2,13%	-5,99%	5,42%
Últimos 3 anos	21,00%	-2,40%	16,28%
Últimos 5 anos	97,94%	56,67%	32,72%
Desde o início	219,58%	84,17%	110,80%

O segundo trimestre de 2022 foi complexo, porém o ambiente de investimentos raramente é tranquilo. Só para citar os últimos três anos, passamos por uma pandemia, o mais rápido aumento de juros no Brasil dos últimos 20 anos, uma guerra de grandes proporções na Europa — como não se via há muito tempo — e o maior ambiente inflacionário americano que, por consequência, está exigindo o maior aperto monetário dos últimos 10 anos.

Sempre existirão desafios e o que nos dá conforto para que consigamos passar por eles da mesma forma que fizemos nos últimos quase 10 anos é nos mantermos fiéis a nossa filosofia e processo de investimentos, alicerçados por uma cultura forte e com pessoas alinhadas e motivadas.

Temos aproveitado a forte volatilidade dos mercados e sido bem ativos no *sizing* das posições e gestão de *hedges*. Com o espectro grande de probabilidade de cenários, tanto externos quanto internos, temos conseguido nos aproveitar dos movimentos mais extremos para aumentar ou diminuir nossa exposição.

Em relação as empresas do nosso fundo, continuamos confiantes com a performance operacional, suas estratégias e execução. Apesar de estarmos passando por um momento conturbado, temos atualmente a maior TIR (taxa interna de retorno) da carteira em muito anos. Isso quer dizer que, para os investidores com paciência e real olhar de longo prazo, temos um dos melhores momentos para comprar empresas excepcionais.

## Cielo

Rear Admiral:

“The end is inevitable, Maverick.  
Your kind is headed for extinction.”

Maverick:

“Maybe so, sir.  
But not today.”

Cena do filme Top Gun – Maverick

## Introdução

Não poderíamos escolher outra empresa para a nossa carta do segundo trimestre de 2022. As ações da Cielo estavam em queda livre de 2018 até o final de 2021. Durante muito tempo, a Cielo foi apelidada de Geni da bolsa, em referência à personagem da música do Chico Buarque. Neste ano, a ação da Cielo surpreendeu e foi destaque de alta com um desempenho de 143,00% (05/09/2022) vs. uma alta de 7,04% do Ibovespa (05/09/2022), uma significativa recuperação desde a sua mínima e foi uma importante contribuição para nosso fundo.

Na SFA Investimentos, dividimos as ações do nosso portfólio em duas categorias: empresas *core* e empresas táticas.

Conforme escrevemos em nossa carta do 4T21, procuramos empresas com fortes vantagens competitivas. As empresas que conseguimos identificar em nosso processo de investimento, que possuem o que chamamos de *wide moats* (fortes vantagens competitivas com tendência positiva), são as empresas com potencial e resiliência para gerar retorno acima de seu custo de capital durante muitos anos, portanto, formam as posições que classificamos como *core* e esperamos nos beneficiar do seu efeito *compounding*.

Nosso objetivo é que a maior parte da nossa carteira seja composta de ações *core* — Algo em torno de 2/3 de empresas *core* para 1/3 de empresas tática nos parece razoável. Empiricamente, quando olhamos a história do nosso fundo, observamos algo próximo do objetivo acima. Nos últimos 5 anos, quando consideramos apenas a posição *cash equities* (comprada em ações, excluindo os *hedges*) vemos que a média das posições *core* é de 64% em comparação a 36% de táticas.

Porém, nem todas as empresas que chegam à reta final do processo de investimento recebem a chancela de empresa *core*. Na verdade, a maior parte das empresas que analisamos não viram *core*. Segundo levantamento da *Morningstar*, os *moats* não são distribuídos igualmente pelo mercado: apenas ~10% das empresas estudadas pela companhia de pesquisa possuem *wide moats*, ~50% possuem *narrow moats* (possuem algumas vantagens competitivas, mas são fracas e/ou em declínio) e ~40% não possuem nenhum *moat*. Na economia em geral, a maioria das empresas não possui *moat* econômico. Fortes vantagens competitivas são difíceis de serem encontradas.

Portanto, o fato de termos analisado bem uma empresa e ela não ter sido classificada como *core* não significa necessariamente que não podemos investir nela.

As empresas que no nosso processo não identificamos como *core*, mas são oportunidades de investimento com capacidade de nos propiciar excelentes retornos, são chamadas de táticas. Normalmente, são posições com prazo de maturação menor e, às vezes, mais oportunistas.

Existem três situações para considerarmos uma posição tática no portfólio:

- Empresas que ainda estão na esteira de estudo do processo de investimentos;
- Empresas com as quais ainda não ganhamos conforto suficiente para serem *core*;
- Ações de empresas que possuem uma forte distorção de percepção do mercado entre valor e preço.

Nosso posicionamento em Cielo foi considerá-la uma empresa tática, levando em conta que havia uma precificação inadequada em relação ao seu desempenho operacional e muito descontada em relação ao *valuation* atribuído aos seus concorrentes. A Cielo chegou a valer abaixo de seu valor patrimonial, quando resolvemos que a Cielo seria uma posição tática.

Devemos ressaltar que o simples fato de a ação ter caído abaixo do valor patrimonial não é motivo suficiente para uma compra, pois a empresa pode continuar a destruir valor no futuro e suas ações podem cair mais.

Na SFA, acreditamos em pensamento proprietário, o que muitas vezes nos leva a ter um entendimento sobre uma empresa dissonante do senso comum. Convivemos bem com isso, pois o pensar diferente é alicerçado em uma filosofia clara, com processos de investimentos bem estruturados, que nos leva a ter conhecimento profundo. É isso que nos dá conforto para pensar diferente, mesmo quando o mercado nos testa ao limite.

Nas páginas abaixo, vamos explicar nossas razões para acreditar que o preço das ações Cielo estava distorcido.

### Evolução da tese de Cielo na SFA

Até meados de 2016, a ação da Cielo era considerada um investimento *core* pela SFA. Mesmo sendo *core* em nosso processo, todas as teses de investimento devem ser revisadas com frequência.

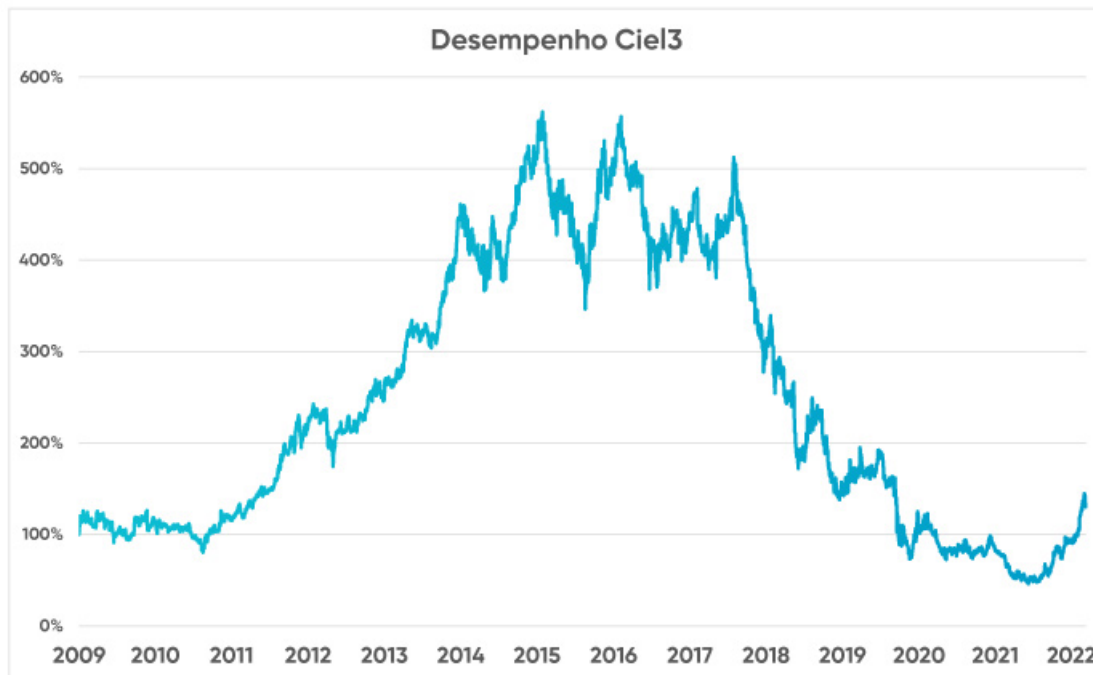
Na época, a empresa era a “queridinha” do mercado: um duopólio com poder de precificação, mercado em crescimento, dois dos maiores bancos do país como sócios, que permitem o uso de sua rede de distribuição e diversificação de receitas.

Desconfiamos muito de empresas que são consenso de mercado, porque muitas vezes, os investidores ignoram seus riscos. Nessa revisão de 2016, percebemos alguns riscos que ameaçavam fortemente a posição competitiva da empresa:

- Mudanças regulatórias que derrubariam várias barreiras de entradas do setor;
- Falta de disciplina de capital;
- *Valuation* difícil de ser justificado.

Em razão dos riscos, concluímos que a Cielo perderia muitas barreiras competitivas e sua lucratividade iria cair. Decidimos, então, que a Cielo não seria mais uma empresa *core*, zeramos nossa posição na empresa e o tempo mostrou que foi uma decisão acertada.

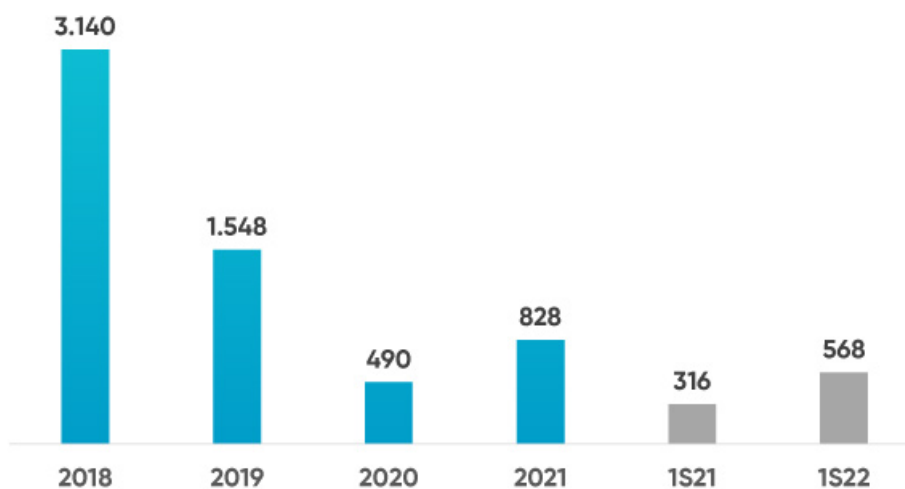
A queda das barreiras ficou mais clara ao mercado em 2018, quando seus concorrentes PagueSeguro e Stone lançaram a oferta pública de suas ações. Desde sua máxima em 21/07/15, a ação da Cielo caiu 77,23% (05/09/22). Uma empresa que tinha um valor de mercado de R\$86,7 bilhões chegou a valer R\$5,46 bilhões, em seu pior momento.



A competição aumentou, conseqüentemente o serviço de aquisição virou uma *commodity*, e existem menos *moats* em setores altamente *commoditizados* ou competitivos. O aumento de competição foi o principal detrator de valor da empresa.

A Cielo perdeu *market share* e lucratividade com a chegada da concorrência. Para falar a verdade, a destruição de valor da Cielo foi bem pior do que imaginávamos na época. A competição veio agressiva e ficou claro que o serviço de aquisição possuía menor valor agregado do que parecia ter.

Lucro Líquido Recorrente (R\$ milhões)



Fonte: Demonstrativos Financeiros Cielo

Acertamos a saída em Cielo, mas, frequentemente, nos questionávamos se um dia teríamos novamente uma posição na empresa. Ensaíamos algumas vezes em voltar a ter uma posição em Cielo como empresa tática, mas sempre nos deparávamos com as mesmas questões:

- Disrupção tecnológica;
- Perda de *Market Share*;
- Guerra de preço;
- Regulação;
- Conflito de interesse com os bancos controladores.

No início de 2021, resolvemos que tomaríamos uma decisão definitiva sobre Cielo: debateríamos se ela era uma oportunidade de investimento ou se deixaríamos de acompanhar a empresa. Fizemos uma revisão completa e encontramos alguns ângulos que sustentam nossa posição em Cielo. Através de um trabalho de análise profundo, conseguimos nos antecipar ao movimento de alta da Cielo, em 2022.

### O Arranjo de Cartões

O que a Cielo faz, exatamente? Primeiro, temos que entender o arranjo de cartão de crédito para entender o papel da Cielo na cadeia e porque ela perdeu tanto valor com a chegada da competição.

A versão curta da história é que o cartão de crédito é uma “venda fiada”, usando uma linguagem popular. O cartão de crédito surgiu na década de 1920, nos Estados Unidos. Algumas empresas como redes de hotéis, companhias aéreas e postos de combustíveis começaram a emitir cartões para permitir a alguns de seus clientes pagarem a fatura mais tarde — em crédito — nos próprios estabelecimentos e, assim, trazer comodidade e fidelizar seus clientes.

O primeiro cartão no arranjo que conhecemos atualmente, que pode ser utilizado em vários estabelecimentos diferentes, surgiu no ano de 1949, quando Frank MacNamara estava jantando com alguns executivos financeiros em um restaurante na cidade de Nova York e percebeu que tinha esquecido sua carteira, tendo a ideia de criar um cartão em que contivesse o nome do dono e que, após um tempo, o dono do cartão pudesse pagar a conta.

Foi assim que surgiu o *Diners Club*, que era feito de papel-cartão. O cartão era aceito em apenas algumas dezenas de restaurantes, mas não demorou muito para que a ideia ganhasse milhares de adeptos e o cartão ser aceito em vários restaurantes e outros estabelecimentos. Como o cartão de crédito é um negócio que envolve crédito, logo, instituições financeiras começaram a se interessar pelo *economics* do *business* de cartão. Surgiram as bandeiras American Express, Visa e Mastercard e mais tarde, na década de 80, o *Diners Club International* foi comprado pelo *Citicorp* (atual *Citi*).

Toda essa história para nos ajudar a entender que o cartão de crédito não é um pedaço de plástico e nem um meio de pagamento eletrônico, até porque, em 1920, tudo era analógico. O cartão é mais do que um meio de pagamento, é um arranjo, um sistema de pagamentos. O arranjo do cartão se caracteriza por um acordo entre 4 partes: os lojistas, as bandeiras, que são as organizadoras, o emissor, que é a instituição financeira do cliente e a adquirente, que credencia o estabelecimento.

O cartão de plástico que conhecemos hoje é apenas uma manifestação física deste arranjo. Quem se lembra da época em que cartão era um pedaço de plástico com números impressos em relevo, que literalmente carimbava (usando papel carbono) uma nota promissória que o cliente assinava e emitia ao estabelecimento? O cartão de crédito é um sistema de I.O.U. (*I owe you* - eu devo a você - em tradução livre) entre clientes e estabelecimentos comerciais. O formato eletrônico de hoje é apenas uma versão moderna, 100 anos depois da criação deste arranjo. Hoje você nem precisa ter o plástico para usar cartão de crédito (já existe o cartão virtual, como *Apple pay*).

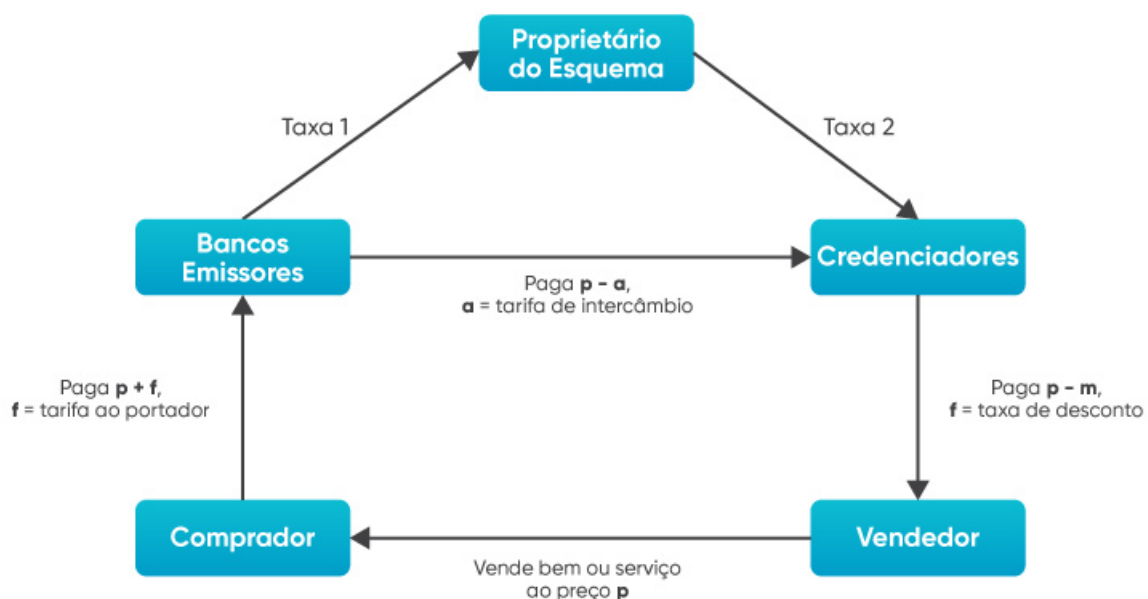
Para entender o *business* temos que ter em mente que o cartão é mais complexo que o “cartão físico”, apenas.

### Adquirente, Emissor, Bandeira... Quem faz o quê?

- **Bandeira** → Empresas como Visa, MasterCard, entre outras, são as bandeiras. As bandeiras são as organizadoras do arranjo e definem as suas regras. O trabalho das bandeiras é manter as redes de processamento de dados do arranjo, além de analisar o perfil de consumo dos clientes e estabelecimentos, repassar as informações para bancos e demais instituições de crédito.
- **Emissores** → São bancos e demais instituições financeiras que fornecem os cartões para os usuários de sua rede (sejam eles correntistas de bancos ou clientes de alguma outra instituição financeira ou estabelecimento conveniado), verificam existência de saldo (no caso de vendas a débito) ou de limite de crédito para aprovação da compra. Os emissores que fornecem o crédito ao consumidor.
- **Adquirente ou Credenciadora** → Um membro licenciado pela bandeira que analisa e credencia estabelecimentos em seu programa de cartões e processos de transações financeiras. São empresas como Cielo, Rede, GetNet, Stone, Pagseguro, entre outras, que fazem a comunicação da transação entre a loja, as bandeiras e as instituições financeiras emissoras do cartão.

Como as pontas do arranjo se juntam? Quando o consumidor insere ou aproxima o cartão na maquininha e digita a senha no momento da compra, a credenciadora se comunica com a bandeira do cartão, a bandeira verifica a veracidade da transação, verifica que o cliente possui um cartão da bandeira, emitida por uma instituição financeira e que o estabelecimento credenciado existe e todos são legítimos para proceder a transação.

A bandeira então manda o emissor verificar se o cliente tem limite ou saldo disponível e se autoriza a compra por motivos de segurança. Em caso positivo, o emissor manda a confirmação para a bandeira. A bandeira, então, diz para a credenciadora que a compra foi autorizada e a mensagem “transação aprovada” aparece na tela da maquininha.





Ponta do Arranjo	O que faz?	Como é remunerado?	Qual o risco?	Exemplos de Empresas
<b>Bandeira</b>	Empresa que detém a marca e define as regras e o funcionamento do negócio	Recebe uma taxa por emissão de cartão dos emissores e uma taxa por transação dos credenciadores	Risco de inadimplência do emissor do cartão	Mastercad, Visa
<b>Emissor</b>	Concede crédito aos portadores para utilização de cartões de crédito e efetuam a cobrança da fatura	Taxa de intercâmbio, que é definida pela bandeira	Risco de inadimplência do portador do cartão	Itaucard (Itaú), Bradesco Cartões (Bradesco), Ourocard (Banco do Brasil), Nubank
<b>Credenciador</b>	Responsável pela administração do contrato com o estabelecimento. O adquirente captura, processa e liquida a transação	Remunerado pelo Net MDR Taxa de desconto líquida da taxa de intercâmbio	Risco de inadimplência do emissor do cartão	Cielo, Rede, Getnet Stone e Pagseguro

É um sistema que une vários intermediários, mas todos são vitais para que uma transação seja aprovada e que o arranjo exista. Temos um equilíbrio entre as partes que atuam neste mercado. As bandeiras são as donas do arranjo e possuem uma vantagem competitiva muito forte, que é o efeito rede. O efeito de rede acontece quando cada usuário novo valoriza mais a rede. Um número maior de usuários utilizando um determinado serviço agrega valor e contribui para a sua valorização econômica.

As principais bandeiras, Visa e Mastercard, são empresas que possuem um enorme efeito de rede. Quanto mais clientes usam cartão de alguma destas duas bandeiras, mais lojistas vão se credenciar a rede. Hoje, se um estabelecimento se recusa a aceitar cartão, provavelmente perde vendas. O efeito de rede das bandeiras é tão forte, que são aceitas globalmente. Portadores de cartão de crédito internacional podem fazer compras em qualquer lugar do mundo.

Quem determina o preço do arranjo de cartões são as bandeiras. A bandeira estabelece a chamada tarifa de intercâmbio. As bandeiras determinam na taxa de intercâmbio a porcentagem que cada estabelecimento será cobrada e paga ao emissor do cartão. A bandeira, porém, não é remunerada por esta taxa de intercâmbio. As bandeiras recebem dos emissores uma taxa por cartão emitido e uma taxa por transação pelos adquirentes.

As bandeiras não poderiam popularizar o uso dos cartões sozinhas. Os emissores, que são as instituições financeiras, concedem o crédito ao cliente e contabilizam o saldo do cliente em caso de cartão de débito. Os clientes usam os cartões porque os emissores concedem crédito e/ou uma conta transacional e os emissores fazem isso por ser um negócio lucrativo. Por meio dos cartões, os emissores podem ganhar várias receitas: a tarifa de intercâmbio, anuidade, programas de fidelidade, além de juros caso o cliente atrase o pagamento ou queira parcelar a fatura.

A maioria dos cartões são emitidos por grandes instituições financeiras ou empresas parceiras a elas. O negócio do emissor envolve concessão de crédito, o que envolve escala, conhecimento do comportamento histórico dos clientes, capital, arcabouço regulatório, enfim, um mercado de difícil competição. Em muitos países existe concentração de crédito em poucas instituições financeiras.

As bandeiras e emissores impõem fortes barreiras de entrada e, já adiantando uma resposta de uma dúvida que tínhamos, pela simples lógica econômica, acreditamos que o mercado de cartões provavelmente vai



continuar a existir e crescer ainda por muito tempo, mesmo com a entrada de novas modalidades de pagamentos eletrônicos, como o PIX. Cartões são um negócio que gera muito valor a bandeiras e emissores, que por sua vez possuem muitas vantagens competitivas e, desta forma, serão capazes de proteger este lucro por muito tempo. Inclusive, vários novos entrantes no mercado brasileiro, como o Nubank, possuem negócio baseados no cartão de crédito e débito.

Por outro lado, temos os adquirentes. Conseguimos entender por que as adquirentes foram as mais atingidas pela concorrência observando a cadeia de valor. A adquirência conecta o cartão do cliente ao lojista e aos demais elos da transação (já que ainda não inventaram o pagamento por telepatia). A adquirente é o elo mais frágil da cadeia.

Para participar do mercado de cartões, uma empresa iniciante teria que escolher em qual ponta do arranjo vai concorrer. Como explicamos, a competição com os emissores (na sua maior parte os grandes bancos) é bastante difícil. Existe a barreira de entrada de capital, regulatória, a análise e recuperação de crédito e os emissores, que possuem muitos anos de experiência. Concorrer com as bandeiras também é difícil. Elas definem as regras do arranjo e possuem grande efeito de rede. Resta, então, a adquirência.

A tecnologia e investimento necessários para uma empresa virar uma adquirente se tornaram mais acessíveis com o tempo. Várias barreiras regulatórias caíram, permitindo a entrada de vários competidores. O trabalho da adquirência é de convencer o lojista a usar a sua maquininha e ser eficiente. Novos entrantes fizeram este trabalho reduzindo os preços que as adquirentes incumbentes cobravam. Como é a bandeira que define a tarifa de intercâmbio que o emissor receber, resta para a adquirente cobrar um *fee* adicional, além da tarifa de intercâmbio para ser remunerada. Esta taxa adicional é chamada de Net MDR (*Net Merchant Discount Rate* - Taxa de Desconto Líquida da Tarifa de Intercâmbio) e quem define o Net MDR é a livre concorrência.

Porém, apesar de ser a ponta, com barreiras de entrada inexistentes, ela é fundamental, pois são as adquirentes que trazem novos estabelecimentos ao ecossistema. Portanto, uma adquirente que possui escala, possui pelo menos uma importância estratégica.

### A história da adquirência no Brasil: um negócio ligado aos bancos

Meios de pagamento são um negócio de escala. Antes de ter escala suficiente, os cartões davam prejuízo aos bancos pelo alto custo de processamento. A popularização dos cartões foi um movimento promovido pelos grandes bancos e fizeram isso, simplesmente, porque viram uma oportunidade de negócio. Para que a popularização ocorresse, era necessário que muitos clientes utilizassem os cartões e muitos estabelecimentos aceitassem, então, os grandes bancos brasileiros assumiram o papel de emissor e adquirente.

Os cartões começaram a ser emitidos aos clientes dos bancos. Se o cliente tivesse crédito, seria emitido cartão de crédito, senão somente débito. Os bancos ofereceram aos clientes vantagens no uso do cartão como milhas, promoções e, principalmente, comodidade e segurança comparado ao uso do numerário e cheque.

Coube aos bancos colocarem uma solução segura, rápida e eficiente para aceitação do cartão nos estabelecimentos comerciais. A adquirência, objetificada na figura da maquininha, é o que permite o cartão ser aceito na loja. A adquirente dava ao lojista a segurança e facilidade, utilizando um processo eletrônico que evita fraudes. Existe também um outro motivo maior para o lojista aceitar o cartão: o crédito é o combustível do comércio. O cartão de crédito permite aos clientes parcelarem a compra. Os lojistas, com o cartão de crédito, tinham a opção de ficar com o ganho financeiro do parcelamento ou, ainda, poderiam adiantar os recebíveis para otimizar o fluxo de caixa.

Com o tempo, depois que o uso dos cartões atingiu uma certa massa crítica, o lojista era obrigado a ter a maquininha para não perder a venda. Hoje em dia, carregamos cartões nas nossas carteiras, reais ou virtuais, e utilizamos em quase todos os estabelecimentos graças ao esforço dos bancos e suas adquirentes, que, por sua vez, ganharam muito dinheiro com taxas cobradas, além de ganho com receita financeira dos clientes e estabelecimentos credenciados.

A Cielo, antes de ser chamada Cielo, tinha o nome de Visanet e era a adquirente controlada pelos bancos Bradesco, Banco do Brasil e Santander. A Visanet dividia o mercado de adquirência apenas com a Redecard (controlada pelo Itaú, Citi e Credicard). O duopólio que existia é explicado pela formação do mercado de cartões no Brasil. Como os bancos assumiram inicialmente o papel de emissores, uma vez que temos duas bandeiras dominantes mundialmente, a Visa e Mastercard, os estabelecimentos que queriam aceitar os cartões da Visa eram credenciados pela Visanet e os cartões da Mastercard eram credenciados pela Redecard.

Em 2009, a Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) do Senado, juntamente com o CADE, aprovou um projeto que colocou fim na exclusividade que Visanet e Redecard detinham com as bandeiras internacionais Visa e Mastercard, como forma de estimular o aumento da concorrência no setor. Inicialmente, essa medida acirrou a disputa entre as duas empresas, já que uma companhia pode processar vendas com bandeiras que até então eram exclusivas da outra.

Além disso, outros marcos regulatórios surgiram e novos credenciadores poderiam investir nesse mercado que, na época, estava em franco crescimento. Os lojistas poderiam, a partir de então, escolher qual empresa processaria suas transações, utilizando apenas um terminal eletrônico e dando preferência à empresa que oferecer as menores taxas administrativas sobre as vendas.

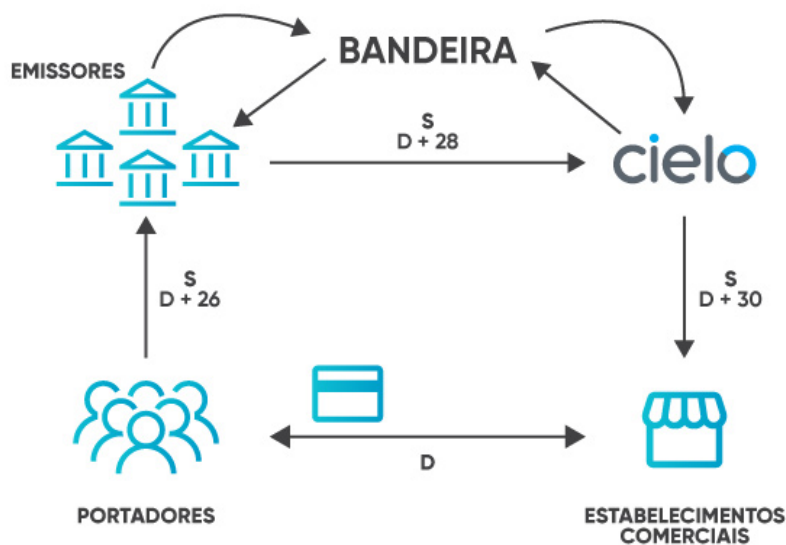
Em pouco tempo, já havia 20 novos players no mercado de processamento de transações com plásticos. A queda do duopólio foi o princípio do fim da época de ouro da Cielo e foi o principal motivo para sua derrocada na bolsa.

### Como as adquirentes ganham dinheiro?

As adquirentes como a Cielo atuam no meio físico, online e *mobile* por meio de uma série de produtos e serviços. A principal função da adquirência na cadeia é a prestação de serviços de credenciamento de estabelecimentos comerciais para a aceitação de cartões de crédito e de débito, bem como de outros meios de pagamento ou meios eletrônicos necessários para registro e aprovação de transações não financeiras, o *core business* de adquirência.

Para realizar o seu *core business*, as adquirentes recebem pela captura de crédito e débito, cuja receita é a taxa de administração (MDR) líquida da tarifa de intercâmbio. O setor realiza a captura e processamento de transações originadas por cartões de diversas bandeiras, destacando-se dentre elas a Visa, Mastercard, American Express, Diners Club International, principais bandeiras aceitas internacionalmente, além da Elo, Hiper. Ainda, está presente no segmento de vouchers, o mercado de alimentação fora do lar, atuando com as bandeiras Alelo, Sodexo, Sorocred, dentre outras.

### Fluxo de Pagamento: Cartão de Crédito



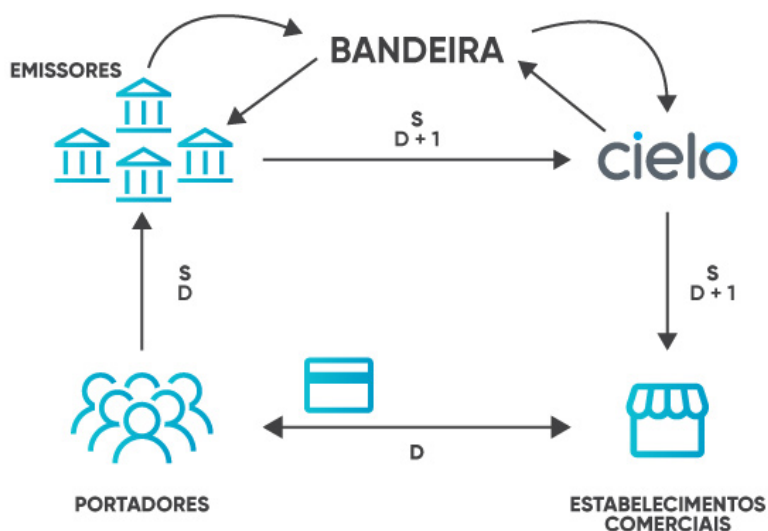
D: Data da realização da transação

D+26: Data do pagamento, em média, da fatura do Cartão de crédito pelo Portador. Esse prazo pode ser de até 40 dias.

D+28: Data do pagamento pelo Emissor à Companhia, do valor da Transação, líquido da Taxa de Intercâmbio.

D+30: Data do pagamento aos Estabelecimentos, em média, pela Companhia, do valor da Transação, líquido da Taxa de Administração.

### Fluxo de Pagamento: Cartão de Débito



D: Data da realização da transação e do débito na conta-corrente do Portador do respectivo valor.

D+1: Data do pagamento, pelo Emissor à Companhia, do valor da Transação, líquida da Taxa de Intercâmbio.

D+1: Data do pagamento pela Companhia ao Estabelecimento, do valor da Transação, líquido da Taxa de Administração.

Além dos serviços de captura, há cobranças por outros serviços acessórios à atividade *core* como o aluguel, o fornecimento e a prestação de serviços de instalação e manutenção de soluções e meios eletrônicos dos POS (*Point of Sale*, as famosas maquininhas). Ainda, podem vender ferramentas de acompanhamento gerencial das vendas do estabelecimento e comparação com negócios semelhantes, recarga de celular pré-pago, programas de fidelização para os lojistas, pagamentos em moeda estrangeira, serviços de *big data*, dentre outros.

O varejo brasileiro teve como característica histórica financiar o cliente com o objetivo de vender mais e ainda ganhar com os juros do parcelamento. Além da receita operacional da captura da transação, as adquirentes oferecem também um produto de prazo em diferentes soluções que permitem aos varejistas receber, em até dois dias, suas vendas por cartões de crédito. Normalmente, as transações com cartão de crédito à vista são liquidadas em 30 dias após sua realização e, ainda, existem os casos de transações parceladas. Os produtos de prazo visam antecipar o recebimento do lojista para ajudar na sua gestão de fluxo de caixa. As adquirentes recebem uma receita financeira (juros) pelos produtos de prazo, que incluem basicamente três modalidades:

- O ARV - Aquisição de Recebíveis de Cartão de Crédito. O cliente pode receber, de forma adiantada, as verbas referentes às vendas à vista e parceladas, a prazo, com carnês pelos cartões de crédito, isto é, todo o dinheiro a ser pago por clientes lá na frente, pode ser antecipado ao lojista. Nessa modalidade, a adquirente faz a aquisição deste pagamento a prazo a receber (recebíveis de cartão de crédito) e paga adiantado ao lojista com desconto, o que caracteriza uma operação financeira, e a adquirente ganha receita com os juros deste fluxo de recebimento.
- Modalidade de recebimento automático em até dois dias - Solução em que todo o fluxo de transações de crédito (à vista e/ou a prazo) do estabelecimento é creditado automaticamente em até dois dias úteis após cada transação. A receita financeira está embutida na taxa cobrada, que é superior ao da transação, sem recebimento automático.
- Crédito fumaça - Concessão de crédito baseado no fluxo das parcelas a receber. Crédito baseado no fluxo, sem garantias de que este recebimento programado será usado para pagar o crédito.

### Quem é a Cielo?

A companhia foi constituída em novembro de 1995, quando a Visa International, o Bradesco, o Banco do Brasil, o Banco ABN Amro Real (posteriormente incorporado pelo Santander) e o extinto Banco Nacional se reuniram para desenhar o que viria a ser a Companhia Brasileira de Meios de Pagamento. A companhia, naquela época, adotou o nome fantasia “Visanet”, que era uma marca licenciada pela Visa International.

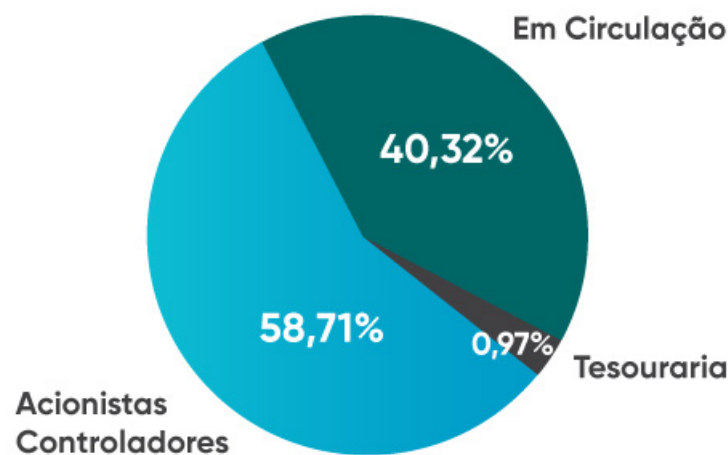
O negócio de cartões no Brasil era viabilizado pelos bancos emissores em conjunto com as bandeiras, nos quais cada instituição financeira lançava seus próprios cartões, soluções de captura, rede afiliada e ações de marketing próprias. A criação da companhia teve como principal motivador a necessidade de administrar as relações com toda a rede de estabelecimentos comerciais afiliados ao sistema da bandeira Visa no Brasil, uma vez que havia um relacionamento de unicidade entre a Visa e a companhia, na época unificando e desenvolvendo novas soluções de captura e realizando a liquidação financeira das transações.

Além disso, a criação da companhia viabilizou a segregação dos papéis desempenhados pelos emissores da bandeira Visa e as atividades de aquisição por ela desenvolvidas e alavancou significativamente o crescimento do mercado de cartões de pagamento e a oferta de produtos relacionados a este setor, tornando as transações com os cartões de pagamento da bandeira Visa realizadas no Brasil mais seguras e eficientes.

Em junho de 2009, a companhia realizou a maior oferta pública inicial de ações da história do Brasil, até então, totalmente secundária, a qual alcançou o total de R\$ 8.397.208.920,00, dando início à negociação das ações na B3, à época com o código “VNET3” e atualmente sob o código “CIEL3”. A companhia utilizou Visanet como nome até a sua alteração para Cielo, deliberada em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 14 de dezembro de 2009. A alteração da denominação da companhia marcou o primeiro passo para a adequação ao cenário multi-bandeira, que seria instituído no ano seguinte.

O Bradesco e o Banco do Brasil possuem um acordo de acionistas pelo qual exercem o controle da Cielo:

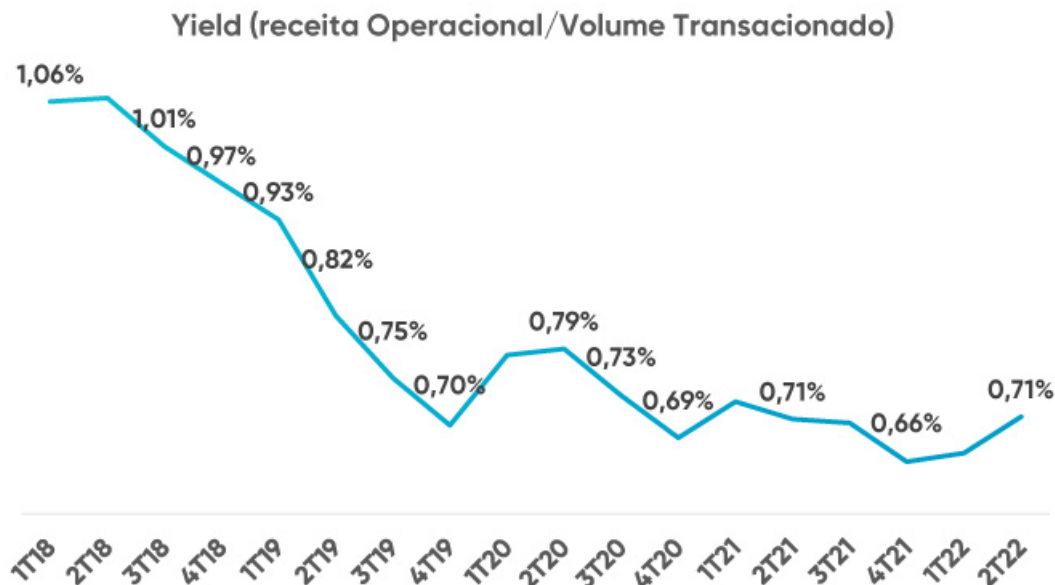
COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	AÇÕES ORDINÁRIAS	%
<b>Acionistas Controladores</b>	<b>1.594.957.131</b>	<b>58,7</b>
Banco Bradesco (Quixaba Empreendimentos e Participações Ltda.)	816.637.079	30,1
Banco do Brasil (BB Elo Cartões Participações S.A.)	778.320.052	28,7
<b>Tesouraria</b>	<b>26.456.672</b>	<b>1,0</b>
<b>Em circulação</b>	<b>1.095.401.258</b>	<b>40,3</b>
<b>Total</b>	<b>2.716.815.061</b>	<b>100,0</b>



Fonte: Site de Relacionamento com os Investidores Cielo

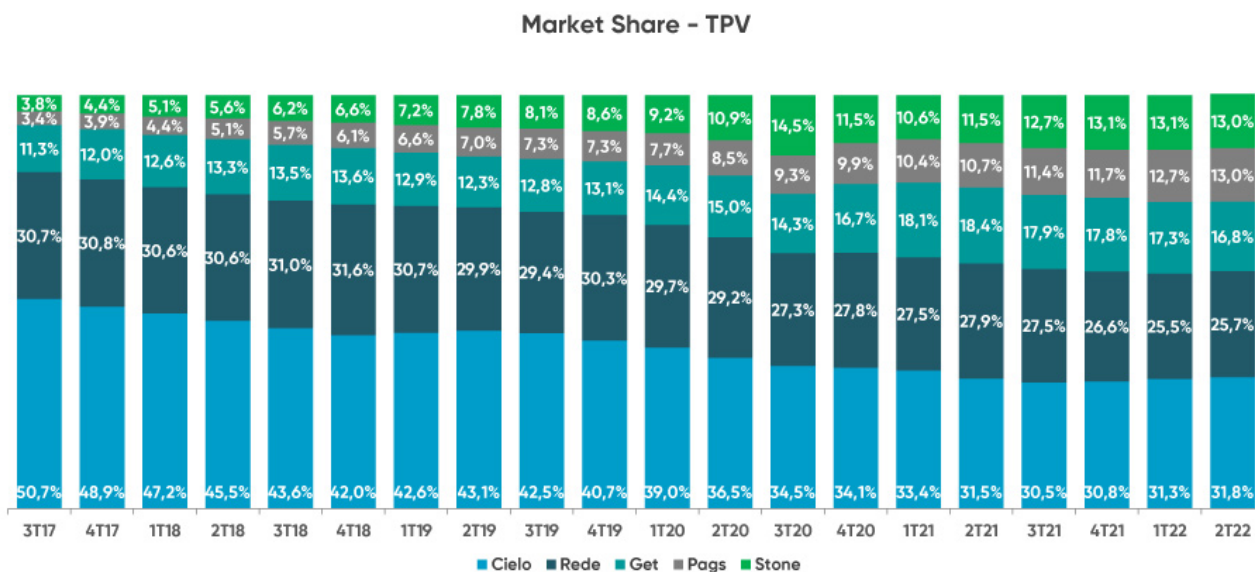
### A queda da líder do setor

A Cielo é uma empresa que dominava a adquirência, queridinha da bolsa e parecia imbatível, mas rapidamente viu o surgimento de novos entrantes, por conta da queda de barreiras regulatórias, e virou um símbolo de ruptura do setor. De 2017 até meados de 2020, a Cielo perdeu muita participação de mercado, saindo de 50% para 34% (considerando apenas os *players* de capital aberto). Na briga por participação de mercado, o setor entrou em uma guerra de preços, então, além de perder *market share*, o *yield* da Cielo caiu. O *profit pool* (potencial de lucro da indústria) começou a se reduzir.



Fonte: Demonstrativos Financeiros Cielo

A competição atingiu a Cielo e os incumbentes, que foram perdendo *market share* para os novos entrantes.

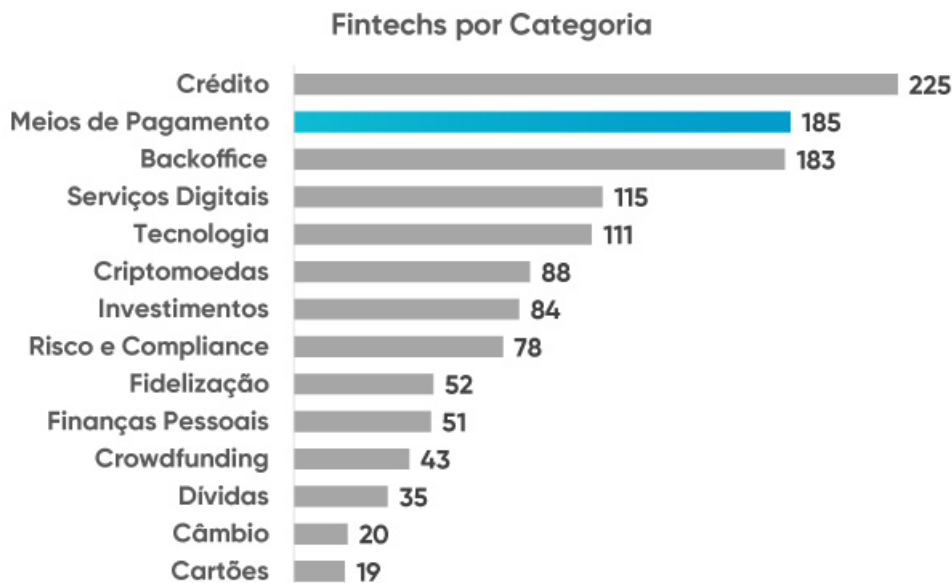


Fonte: Demonstrativos Financeiros das Empresas, compilado pela SFA

Obs.: (somente *market share* de companhias abertas)

### Um mercado sem barreiras de entrada em um setor em crescimento

A Cielo, se não foi a mais, foi uma das empresas que mais sofreram com a mudança de paradigma dos serviços financeiros e com a proliferação de *fintechs*, por conta de menores barreiras de entrada e comoditização da tecnologia. “Meios de pagamentos” foi um dos setores em que a maior parte das *fintechs* focaram seus negócios:



Fonte: Distrito Fintech

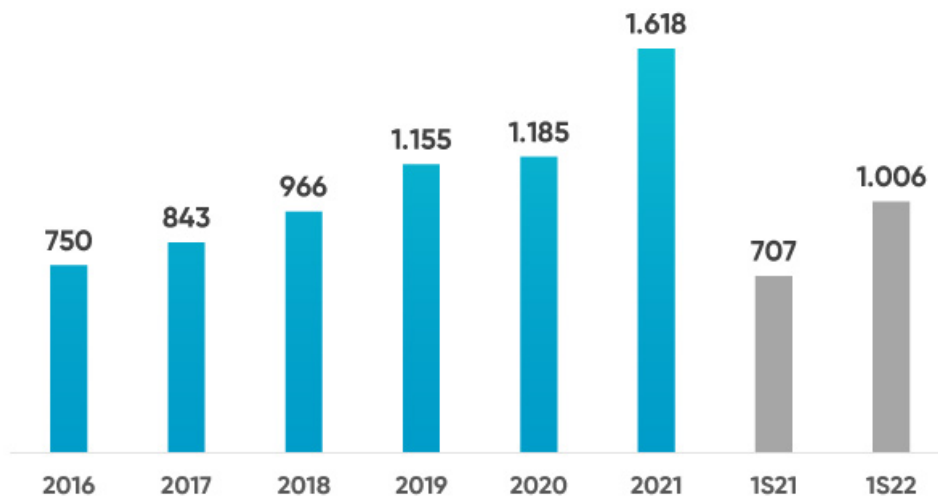
A queda da Cielo e do potencial de lucro do setor nos fez questionar: o que leva tantos *players* a entrarem em um setor altamente *commoditizado* e em guerra de preços?

Um primeiro motivo é o crescimento do setor. Existe uma tendência de aumento de penetração de pagamentos eletrônicos, na qual o cartão é o principal representante. O pagamento através de cartões representava 27% em 2015, em 2021, o uso de cartões expandiu para 48% do total de transações financeiras do país.

O volume transacionado total em cartões de crédito, débito e pré-pago cresce a uma taxa anualizada aproximada de 30% a.a. e, mesmo durante a pandemia, o setor apresentou crescimento, portanto é um setor de forte crescimento com enorme potencial vindo da popularização dos meios de pagamentos eletrônicos. Como o volume de cartões cresce muito a cada ano e as adquirentes cobram um percentual sobre estas transações, estas empresas poderiam acompanhar este crescimento, tudo o mais constante, obviamente se ignorarmos a questão da competição.

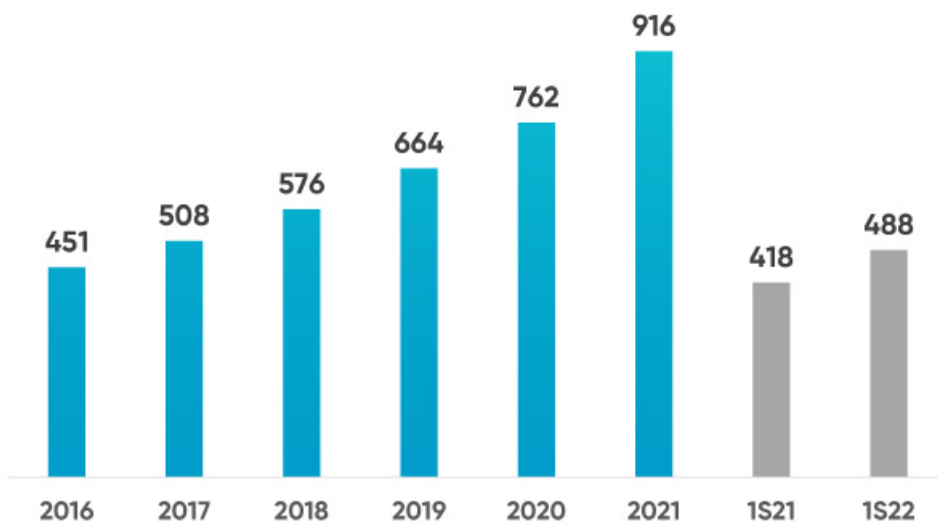


Valor Transacionado Cartão de Crédito (R\$ milhões)



Fonte: ABECS

Valor Transacionado Cartão de Débito (R\$ milhões)



Fonte: ABECS

E o segundo motivo veio da explicação estratégica dos novos entrantes deste mercado. Eles vieram com a proposta de que são empresas de tecnologia.

Os concorrentes que vieram à bolsa trouxeram uma nova visão de negócio para a aquisição, fazendo analogia de que a maquininha é um cavalo de Tróia. Como na lenda grega, a maquininha é uma forma de “entrar” no cliente e, depois, tentar vender outros produtos como software e crédito, desta forma aumentando a rentabilidade.

Então, se a estratégia dos novos players era baixar o preço do negócio de aquisição para conseguir novos clientes e lucrar através de outros produtos, a Cielo, que é uma adquirente pura, estava em apuros. Fizemos uma análise estratégica para qualificar então os *players* deste setor:

Estrutura Societária	Players	Segmento de Atuação	Principal Canal de Vendas
Integrada a um Grande Banco	Rede	Grandes Contas, Pequenas e Médias Empresas e Microempreendedores	Canal Bancário
Integrada a um Grande Banco	Getnet	Grandes Contas, Pequenas e Médias Empresas e Microempreendedores	Canal Bancário
Independente	Stone	Pequenas e Médias Empresas e Microempreendedores	Força de Vendas Própria
Independente	Pagseguro	Microempreendedores	Canal Online
Grandes Bancos Controladores e Acionistas Minoritários	Cielo	Grandes Contas, Pequenas e Médias Empresas e Microempreendedores	Canal Bancário e Força de Vendas Própria

## Guerra de preços

A Cielo está em uma posição estratégica pior. Na concorrência com outras adquirentes ligadas a bancos como a Rede e a Getnet, os outros grandes bancos não possuem acionistas minoritários neste negócio e podem se dar ao luxo de transformarem a adquirência em centro de custos com o prejuízo compensado pelas outras áreas de negócio com venda cruzada e, desta forma, impedir o crescimento das empresas menores. As independentes, por sua vez, resolveram baixar a taxa de captura para ganhar *share* e vender outros produtos e serviços.

Para piorar a situação, a pandemia acelerou o movimento de perda de *share* da Cielo. A Cielo possui uma exposição a grandes setores fortemente afetados pela pandemia, como bares, restaurantes, grandes redes varejistas, lojas em shopping e aéreas que representam uma base relevante de volume da Cielo, e esse fato deu a impressão de que a companhia estava estagnada, não conseguindo acompanhar o movimento de e-commerce que se acelerou com o isolamento social provocado pela COVID-19, de forma que os concorrentes se beneficiassem dos juros baixos desse período, conseguindo lançar novas rodadas de captação de recursos.

No entendimento de que a adquirência estava perdendo valor e talvez um dia não tenha nenhum valor, analisamos os números das empresas para tentar entender os efeitos econômico-financeiros das diferentes estratégias e nos deparamos com algo interessante.

## Diante dos desafios, o que vimos na Cielo?

Começamos a analisar como os diferentes posicionamentos de mercado das empresas do setor se traduzem em potencial de geração de valor aos acionistas. Hoje, as adquirentes com capital aberto na bolsa são a Cielo, Stone e Pagseguro. Como explicamos, as adquirentes possuem praticamente dois segmentos de receitas:

- Receita Operacional: Receita do Net MDR, aluguel e venda de maquininhas, venda de software, *big data*, demais serviços nos quais é cobrado um *fee*.
- Receita Financeira: Antecipação de recebíveis, crédito, *float*.

As três companhias abertas reportam de maneira diferentes seus resultados trimestrais e seus números não são prontamente comparáveis, necessitando ajustá-los para separar o resultado operacional do resultado financeiro. A Stone e a Pagseguro reportam a receita operacional como parte integrante do resultado operacional, enquanto a Cielo reporta o resultado da operação de aquisição de recebíveis performada separada da atividade operacional:

Lucro Operacional conforme reportado	2018	2019	2020	2021
Cielo Brasil (Recorrente)	4.190	2.095	952	1.052
Stone	743	1.444	1.625	1.324
Pagueseguro	1.218	1.912	1.775	1.488
Get Net	874	1.026	490	554

Receita Financeira	2018	2019	2020	2021
Cielo Brasil (Recorrente)	1.475	1.010	502	406
Stone	751	1.474	1.787	2.125
Pagueseguro	1.692	2.156	2.305	3.663
Get Net	332	721	623	635

Lucro Operacional sem Receita Financeira	2018	2019	2020	2021
Cielo Brasil (Recorrente)	2.714	1.084	449	644
Stone	-8	-30	-162	-801
Pagueseguro	-475	-244	-531	-2.175
Get Net	540	304	-133	-81

Fonte: Análise SFA, baseado nos demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas

A Cielo é a única companhia que conseguia gerar lucro operacional no período analisado. Sem a receita financeira, as concorrentes não tinham resultado operacional, o que até condiz com a estratégia de reduzir preços da aquisição para ganhar em outros negócios. Mesmo com a perda de participação e mercado, a Cielo continuava sendo a líder do setor e isso era relevante do ponto de vista estratégico da empresa.

Analisando o resultado das concorrentes de capital aberto da Cielo, observamos que a evolução do resultado delas obtido desde o IPO veio da receita financeira e não do lucro operacional. Na nossa interpretação sobre negócios, devemos ter cuidado quando analisamos uma empresa que possui uma linha de receita vinda de crédito, porque crédito não cria valor.

Uma lição que os grandes bancos e varejistas ensinaram é a de que o resultado vindo de crédito no longo prazo apenas equivale ao custo de capital. O crédito serve para atrair e fidelizar os clientes e, no final, a geração de valor vem de outros serviços e produtos atrelados ao crédito.

Os grandes bancos concedem um volume considerável de crédito, mas a geração de valor vem de serviços pelas taxas de conta corrente, serviços de assessoria financeira, cartões etc. No caso dos grandes varejistas, principalmente os que trabalham com linha branca, a concessão de crédito serve para ajudar a alavancar as vendas.

Nossa conclusão foi de que as adquirentes concorrentes estavam trabalhando com uma lógica de negócio invertida, estavam baixando o preço da aquisição e lucrando através do crédito. Vimos um problema nisso: existe uma demanda forte de crédito, mas o problema é receber o dinheiro de volta. O risco de inadimplência e as milhares de variáveis envolvidas para uma operação de crédito ser lucrativa são umas das principais razões para o *spread* alto no Brasil, conforme discutimos na nossa carta do 4T20.

Ano	ROE Total	ROE Crédito	ROE Serviços e Seguros
2016	20,30%	9,40%	43,70%
2017	21,80%	14,30%	45,40%
2018	21,90%	14,90%	37,60%
2019	23,70%	18,40%	35,70%
2020	14,50%	5,00%	27,10%
2021	19,30%	12,30%	32,50%

Fonte: Demonstrativos Financeiros do ItauUnibanco

A comprovação das conclusões de que o modelo de negócio que estava sendo construído no setor não era sustentável veio logo em meados de 2021. A Stone, a maior desafiante, reportou um prejuízo muito grande no segmento de crédito no resultado de 2T21, principalmente na modalidade crédito fumaça. O motivo para o prejuízo financeiro da Stone é complexo e podemos estender muito o assunto. Foram vários fatores, como a estrutura de crédito fumaça, excesso de confiança na implantação da nova central de recebíveis que garantiria as operações de crédito fumaça e excesso de capital barato e disponível. A grande verdade, porém, é que a Stone foi bem agressiva na concessão de crédito para conseguir clientes e a dura realidade bateu: crédito não é um negócio fácil. Este episódio serviu para aumentar o grande ceticismo com as adquirentes, porque ilustrou para o mercado que o que estava sendo construído como narrativa para o setor era equivocado.

Portfólio de Crédito Stone por atraso de pagamentos				
Atraso de Pagamentos	Sem pagamento de Principal		Sem nenhum pagamento	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Até 29 dias	1.180	59%	1.542	77%
30-59 dias	118	6%	83	4%
60-89 dias	73	4%	52	3%
90-179 dias	256	13%	151	8%
Acima de 180 dias	371	19%	171	9%
Total	1.998	100%	1.998	100%

Fonte: Demonstrativos Financeiros Stone, 2T21

Além do crédito, tivemos outra percepção importante nesta análise. Já era esperado que a aquisição não geraria lucro operacional, dada a dinâmica competitiva que as novas empresas trouxeram ao setor, mas o fato de as empresas não gerarem lucro operacional significa também que as outras receitas de serviços, incluindo software, não estavam contribuindo. Os novos entrantes se venderam ao mercado como empresas de tecnologia e não de serviços financeiros.

Houve um grande interesse por empresas de tecnologia na bolsa devido à baixa taxa de juros e pelo sucesso desse segmento de empresas de tecnologia na bolsa americana, logo a narrativa de ser uma empresa de tecnologia era atrativa e esse movimento especulativo chamou nossa atenção. Só pelo fato de uma empresa estar no ramo de tecnologia não significa que se trata de um bom investimento. A tecnologia não é uma

vantagem competitiva por si só. As *big techs* (grandes empresas de tecnologia como Apple, Google, Amazon, Microsoft, entre outras...) nos ensinaram que as empresas de tecnologia são bons investimentos se possuírem as seguintes vantagens competitivas:

- Custo marginal zero;
- Forte efeito de rede;
- Alto *Switching Cost*;
- Tecnologia altamente especializada.

No caso das concorrentes da Cielo, não conseguimos encontrar evidências de que seus serviços de tecnologia foram capazes de criar as barreiras competitivas citadas. Como exemplo de serviços que elas prestam, temos: *split* de conta, reconciliação de recebíveis, integrador de mídia social. Esses serviços não são escaláveis, exigem um certo grau de customização e consomem muita hora/homem.

A estratégia cavalo de Tróia, apesar de fazer sentido estratégico, não estava fazendo sentido econômico, na nossa visão. Da forma como os negócios estavam sendo conduzidos, nenhuma empresa iria gerar valor. A guerra de preços era insustentável, em algum momento, ela se estabilizaria ou os preços de aquisição voltariam a ter uma melhor lógica econômica. O fato de a Cielo ser a única empresa entre as de capital aberto que consegue gerar lucro operacional com a aquisição, embora menor comparado aos seus tempos de glória dentro de um ambiente ultracompetitivo, foi fundamental para montar uma posição na companhia.

### Inflação e precificação

Do lado da receita, vimos também um potencial de aumento de volume para o setor de aquisição. A inflação aumentou após a injeção de dinheiro pelos bancos por conta da pandemia. A inflação é prejudicial para muitas empresas, mas, para o setor de cartões, vimos uma possibilidade de aumento de volume transacionado. Como as adquirentes ganham uma porcentagem sobre as transações que passam pela maquininha, *ceteris paribus*, a inflação poderia fazer com que a receita do setor crescesse, além de enxergarmos que a volta do consumo com o fim do isolamento social poderia ser um vento a favor.

No meio do caminho, porém, tinha uma pedra. A inflação mais alta do que a expectativa dos agentes econômicos fez com que o BC aumentasse os juros em ritmo acelerado, e isso também trouxe consequências ruins para o setor. A receita de antecipação de recebíveis dependem de financiamento para funcionar e, com a alta da taxa de juros, as adquirentes poderiam perder margem de lucro com o aumento do custo financeiro.

As adquirentes oferecem a possibilidade de seus clientes obterem o recebimento antecipado das vendas com cartão de crédito com a receita financeira já embutida na taxa cobrada por transação. Logo, o setor passaria por um desafio: teriam que subir os preços para compensar os custos financeiros.

O ceticismo com o setor aumentou. Como um setor sem vantagens competitivas e com competição intensa iria aumentar os preços? Isso só seria possível se todas as empresas subissem o preço e resolvessem focar mais em lucratividade e menos em ganhar participação de mercado. Assim, as taxas de juros mais altas poderiam trazer uma trégua à guerra de preços.

Na nossa tese, as empresas teriam que aumentar os preços, já que outras receitas operacionais não conseguem compensar os baixos preços dos serviços de aquisição. O aumento das taxas de juros também aumentou a ansiedade dos investidores, de modo que as empresas começariam a ser cobradas pela geração de valor e isso também seria uma pressão para que o aumento dos preços ocorresse. Com um aumento da precificação aliado ao aumento de volume, poderíamos ver a margem de lucro operacional da Cielo voltar a crescer novamente.

Tínhamos uma tese, mas precisávamos de uma comprovação. Fomos atrás dela, em nossa análise qualitativa. Conversando com executivos das empresas do setor, percebemos que muitas começaram a mudar o seu discurso, resolvendo mudar de rota e focar mais em rentabilidade, mas precisávamos de mais investigação.

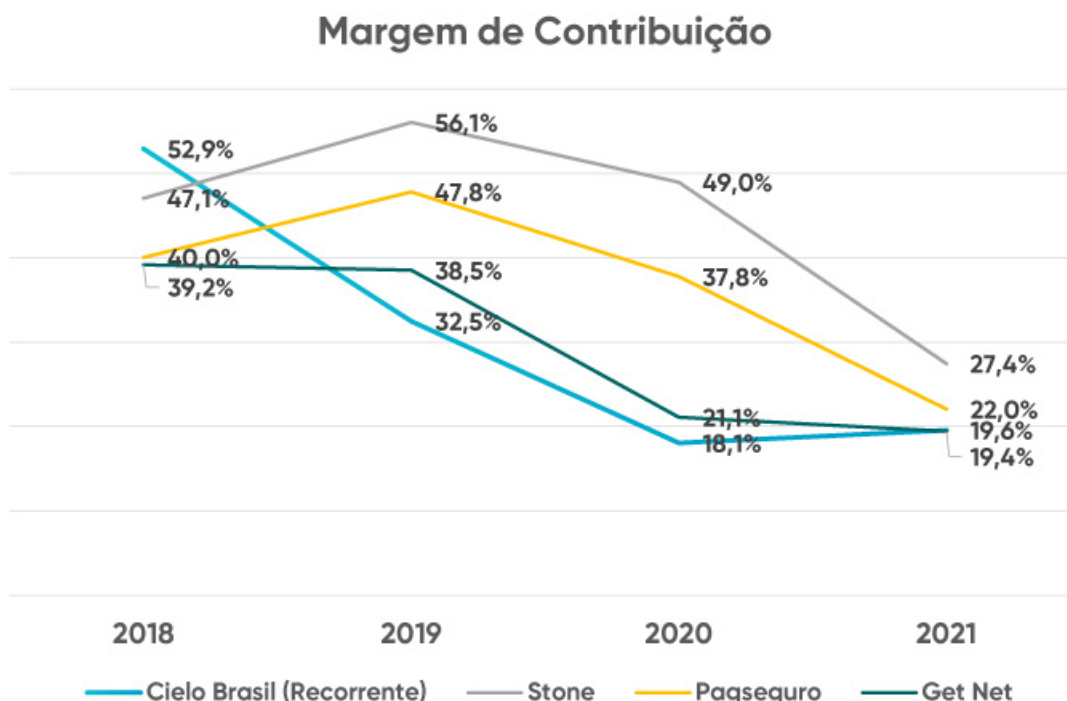
Realizamos uma pesquisa de campo. Saímos na rua e começamos a perguntar aos responsáveis pelas lojas, se as empresas de maquininhas estavam aumentando o preço. A SFA também contratou um jornalista para conversar com alguns varejistas de grande e médio porte, funcionários de empresas ligadas ao setor de adquirência, para poder entender como e com qual intensidade o aumento de preços estava acontecendo.

De forma empírica e analítica, conseguimos concluir que o setor estava passando por uma reprecificação, que seria feita em ondas. A nossa pesquisa nos deixou mais confiante para termos uma posição tática relevante.

### Ineficiência virou oportunidade

A Cielo teve muitas dificuldades em se adequar a um ambiente que antes era dominado por ela e pela Rede, e a concorrência deixou em evidência também algumas fragilidades operacionais da Cielo. Através de estruturas de distribuição mais eficientes, os concorrentes mostraram um melhor atendimento e uma melhor qualidade de serviço. Um melhor serviço aliado a um preço mais baixo da concorrência não ajudou a Cielo a manter sua relevante participação de mercado.

Do lado operacional, a entrada da concorrência mostrou também o quanto a Cielo era ineficiente. A Cielo realmente dormiu no volante. A perda de participação deixou evidente que a empresa operava com uma estrutura de custos pesada, inadequada para a nova realidade do mercado. Ao comparar a estrutura de custos, observamos um *gap* muito grande entre a Cielo e as concorrentes.



Observamos que, mesmo tendo lucro no operacional e possuindo o maior volume do setor, ela possui uma margem de contribuição inferior ao da Stone e Pagseguro, comparando a margem pelo volume que operam, a Cielo perde para suas concorrentes. A Cielo estava sendo ineficiente.



Identificamos os seguintes motivos para margem de contribuição da Cielo ser a menor do setor: mix de clientes (muito focada em grandes contas que possuem menor preço), a baixa penetração dos produtos de crédito e estrutura de custos pesada.

- Podemos enxergar aqui o copo meio vazio: a Cielo é bem pior do que seus concorrentes;
- Por outro lado, podemos ver o copo meio cheio: se a Cielo aumentar a penetração do ARV, mudar o mix e melhorar eficiência, a lucratividade volta, mesmo com perda marginal de *yield*.

O primeiro passo para corrigir um problema é reconhecer o erro. A Cielo passou por um *mea culpa*, identificou os erros do passado e começou a trabalhar na eficiência. A empresa poderia melhorar muito a lucratividade se conseguisse ser mais eficiente. Na nossa visão, o que era ineficiência poderia se transformar em uma oportunidade de investimento em Cielo. Achamos que existia muito valor a ser destravado na companhia com um melhor desempenho operacional.

Começamos a investigar e observamos que muitas frentes foram abertas com o intuito de reestruturar a área comercial e atendimento, reduzir suas instalações, melhorar o processo logístico, otimizar o marketing, investir mais racional nas maquininhas etc. Mas este tipo de virada não é fácil nem rápida. Usando mais uma analogia automotiva, a Cielo estava tentando trocar o pneu com o carro andando. Os resultados trimestrais ao longo de 2021 conseguiram mostrar a evolução da frente operacional.

### Alocação de capital

Muitas boas empresas em que investimos possuem uma excelente disciplina de capital. A alocação de capital talvez seja um dos principais atributos de uma boa administração. Saber alocar capital em ativos que possuem um retorno adequado e desinvestir os ativos que não dão retorno é fundamental para a geração de valor. Quando a gestão de uma empresa pega as rédeas da alocação de capital, é um sinal importante de mudança de direção. A Cielo, por sua vez, possui um histórico de má alocação de capital. O fato de ter sido muito dominante no passado deu espaço para a empresa ser pouco disciplinada na alocação e capital.

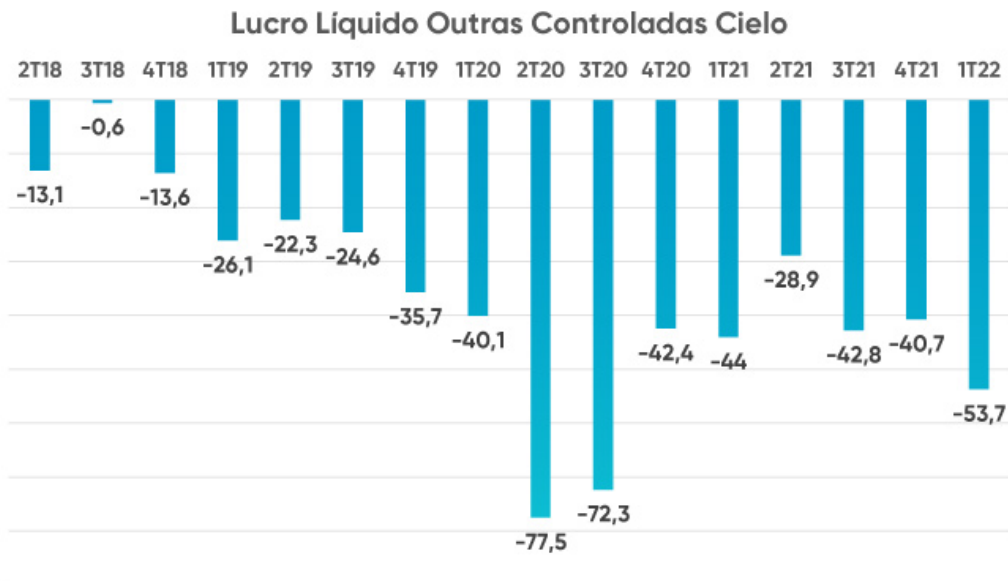
A Cielo possuía vários ativos que não tinham muita sinergia com o seu *core business* e que só trouxeram prejuízo. Quando ela resolveu rever o seu portfólio de investimentos, enxergamos mais um sinal importante de que os rumos da companhia poderiam mudar.

Ao longo de 2020 e 2021, a Cielo realizou uma série de desinvestimentos que não possuíam sinergias com o seu *core business* e eram uma distração. Em 2021, fez o desinvestimento na empresa Orizon, focada em saúde, por R\$129 milhões, e venderam a Multidisplay/M4U, uma operação de recarga de celular, em uma transação com valor base de R\$125 milhões.

A mais emblemática venda de ativos foi a MerchantE, uma empresa norte-americana – sediada no famoso Vale do Silício, na Califórnia, adquirida pela Cielo por US\$670 milhões em 2012. O motivo da aquisição foi a plataforma tecnológica de última geração da MeS, considerada na época “*best in class*” na indústria de meios de pagamento. No final, a MerchantE nunca gerou valor para a Cielo e, com o tempo, a tecnologia de ponta ficou obsoleta. Após várias tentativas de virarem a operação americana, a MerchantE ainda contribuía negativamente para o lucro líquido da Cielo. Em 2021, o prejuízo da subsidiária foi de R\$150 milhões.

Em fevereiro de 2022, a Cielo conseguiu desinvestir totalmente da MerchantE por US\$290 milhões de dólares. Além de se desfazer de uma operação que dava prejuízo, a venda concluiu a operação de desinvestimento liberando capital e recursos humanos para concentração da Cielo em seu *core business* no Brasil. A conclusão dos desinvestimentos foi um marco importante, porque demonstrava o quanto a companhia estava realmente focada no *turnaround*. Após a venda da MerchantE, resolvemos aumentar a nossa posição em Cielo, reforçando nossa posição tática.





Fonte: Demonstrativos Financeiros Cielo

### Cateno

O único investimento da Cielo que podemos considerar um acerto é a Cateno. A Cielo possui 70% da Cateno que é uma *joint-venture* entre o Banco do Brasil e a Cielo. A Cateno foi fundada em 2014 para atuar na gestão dos cartões de débito e crédito do Arranjo Ourocard, a operação de emissão de cartões do Banco do Brasil.

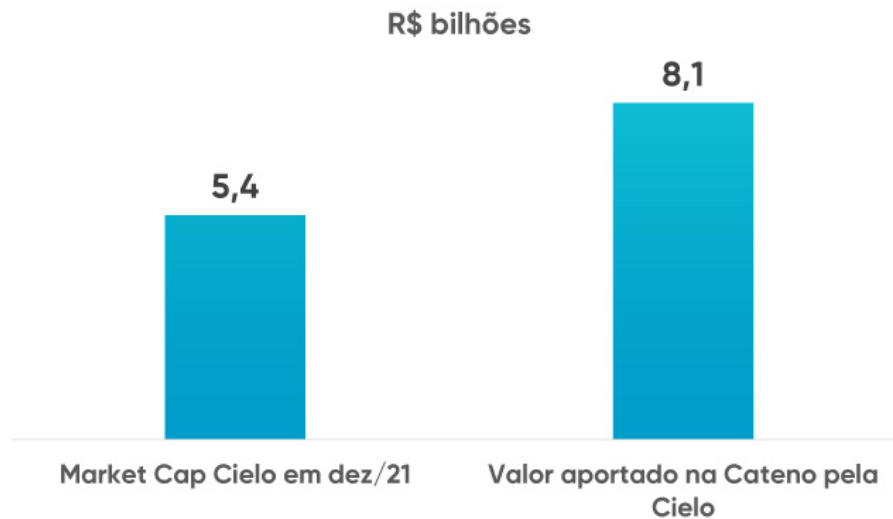
Com a Cateno, a Cielo consegue os benefícios econômicos da ponta dos emissores. Como discutimos antes, os emissores de cartões estão em melhor posição competitiva em relação às adquirentes e quem define a taxa de intercâmbio dos emissores é a bandeira, o que reduz a possibilidade de guerra de preços entre emissores.

A receita da Cateno acompanha a evolução do volume transacionado pelos cartões emitidos pelo Banco do Brasil, pela Ourocard, uma das maiores emissoras de cartões do Brasil.



Fonte: Demonstrativos Financeiros Cielo

A Cateno foi um dos motivos para termos nos posicionado em Cielo, que, no final de 2021, estava valendo R\$5,46 bilhões, menor que seu valor patrimonial. Na nossa avaliação, na época, a Cielo estava avaliada somente pelo valor da Cateno. O mercado estava atribuindo nenhum valor para a operação de aquisição, o que nos dava uma margem e segurança. Mais um motivo para montarmos nossa posição em Cielo.



### Turnaround operacional bem-sucedido

Relembrando a nossa carta do 4T21, quando discutimos sobre o EVA como ferramenta de análise, colocamos a seguinte questão: **qual empresa teria sido o melhor investimento no ano 1, se tivéssemos uma capacidade de previsão de futuro dos EVA dos próximos anos?**





Empresa B tem EVA negativo (destrói valor) no Ano 1, mas cresce nos anos seguintes até se tornar positivo, e se manter assim por muitos anos.

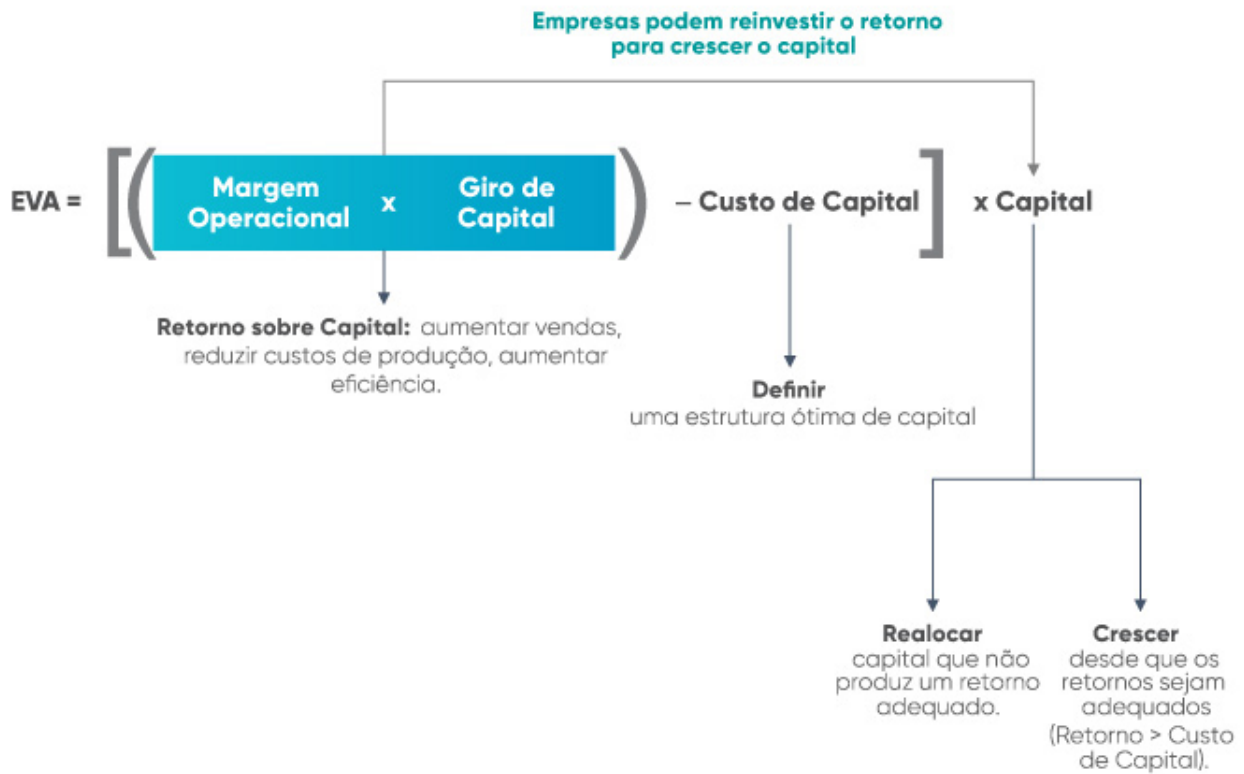
A empresa B é melhor do ponto de vista de investimento, pois as variações positivas no EVA são:

- Mais importantes que um nível de EVA positivo, porém sem crescimento;
- Consistente com o acréscimo de valor para o acionista;
- Consistente com a noção de melhoria contínua do desempenho da empresa.

A empresa B pode representar muitos negócios, como empresas de alto crescimento que hoje não geram valor, pois estão investindo muito, mas existe uma expectativa de forte geração de valor futuro. Se tivéssemos a capacidade de prever o futuro, provavelmente, a empresa B seria um melhor investimento, porque o seu valor intrínseco não estaria precificado. A tendência do *moat* é muito importante, porque a dinâmica competitiva muda constantemente. Empresas que constroem *moats* fortes e positivos tendem a ter EVA crescente e positivo no futuro.

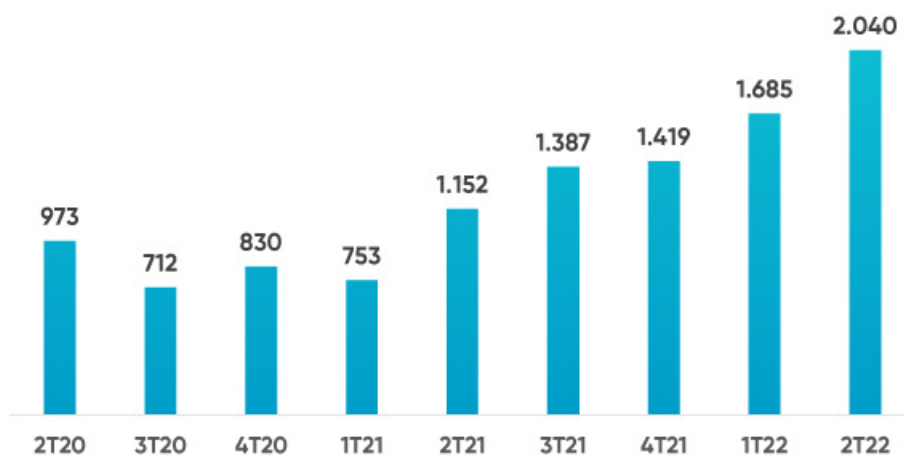
Pudemos, então, concluir que a Cielo estava mal avaliada e poderia melhorar muito seu lucro e, conseqüentemente, entregar um delta EVA positivo, já que vimos evidência de que a companhia estava trabalhando em seus principais direcionadores de valor:

- Receita: Aumento de volume do setor junto com estratégia de aumento de preços;
- Custos: Iniciativas de aumentar a eficiência operacional e se adequar à nova realidade do mercado;
- Estrutura de capital: Desinvestimentos e foco no *core business*, maior alocação na operação de aquisição de recebíveis.



Assim, o resultado foi aparecendo, mesmo sem o mercado perceber. Notávamos melhoria operacional da Cielo desde seu *bottom* na pandemia, em 2020. O *turnaround* operacional ficou mais evidente com o resultado do 2T22 e as ações da Cielo responderam bem a melhora do seu lucro.

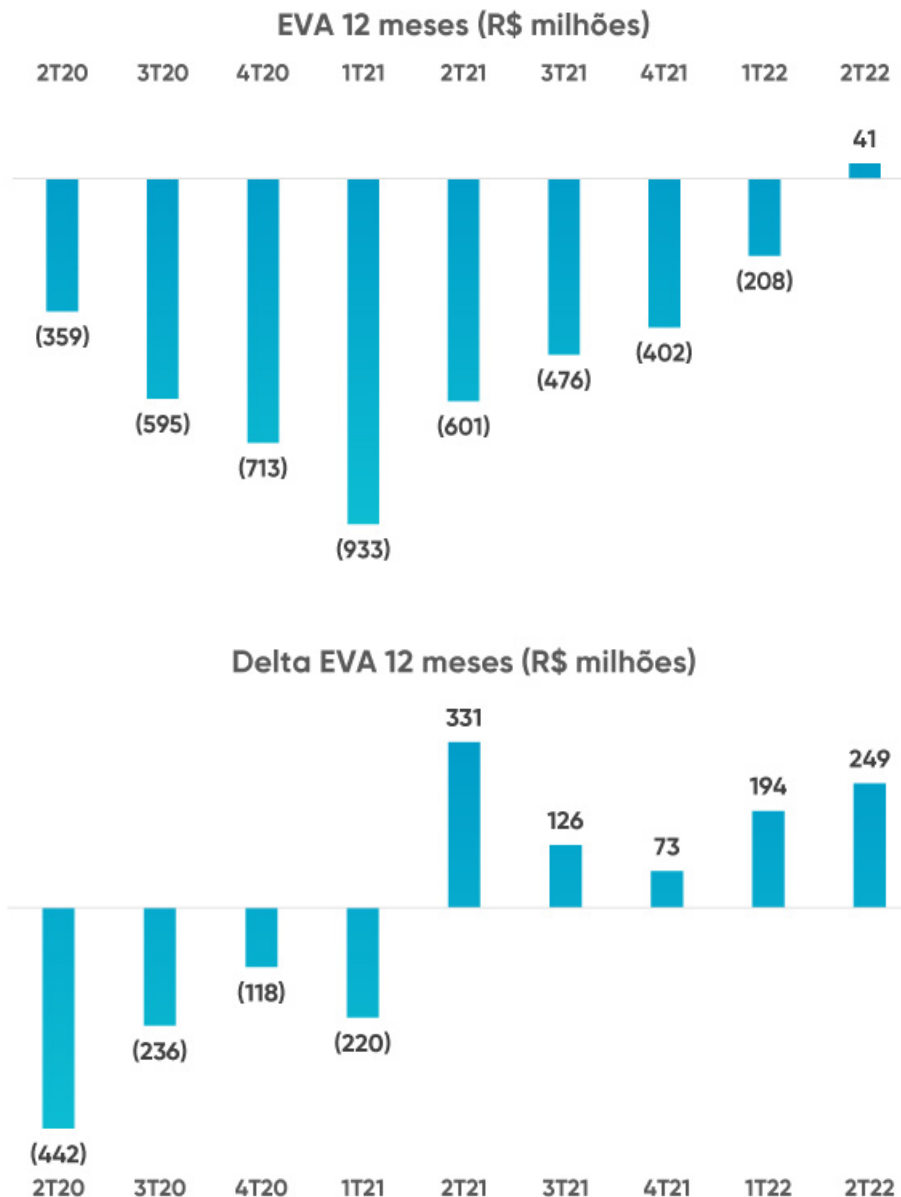
Lucro Operacional Recorrente 12 meses (R\$ milhões)



Fonte: Demonstrativos Financeiros Cielo

Acreditamos que, no longo prazo, o preço das ações reflete a geração de valor das empresas. A Cielo destruiu valor, mas vem melhorando bastante. Apesar de ainda não ter uma geração de valor que salta aos olhos, o delta EVA mostra uma evolução que, na nossa avaliação, é resultado de um *turnaround* operacional que, no nosso julgamento, foi bem-sucedido.

As ações da Cielo tiveram boa resposta a isso no ano de 2022 e justificou nosso posicionamento tático.



### E o futuro da Cielo?

Esta nossa carta sobre Cielo é extensa, mas mostra, também, o quanto é complexa uma análise de investimentos. É necessário analisar vários ângulos, testar muitas hipóteses e necessita de muita investigação qualitativa e quantitativa.

Em teses muito contrárias ao consenso do mercado, o trabalho é dobrado, mas o retorno pode ser muito bom e muitas conclusões não são cartesianas. O *turnaround* operacional fez parte da nossa tese e acreditamos que foi bem-sucedida. Existe ainda valor a ser extraído de melhora operacional, apesar de muito já ter sido feito.

O carregamento da posição da Cielo para o próximo ano parece ser uma boa alternativa, se eventualmente a taxa de juros baixar. A Cielo deve continuar com um período de preços mais altos com um menor custo

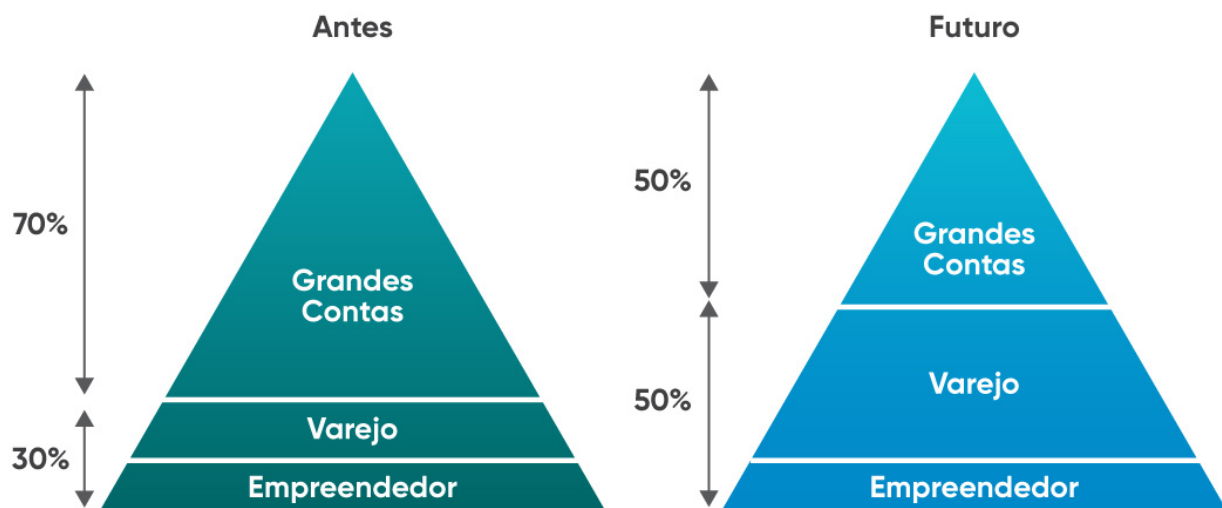
financeiro, que deve se refletir em uma maior expectativa de lucro. Será, porém, que devemos transformar a Cielo em uma posição de longo prazo, um ativo *core* nas definições de parâmetros de gestão da SFA?

Não existem evidências de que a Cielo tenha vantagens competitivas, mas, no meio do processo de análise, pudemos achar talvez algum sinal.

A Cielo, mesmo com o aumento da competição, continua sendo a líder do setor e isso acontece, principalmente, porque possui clientes com grande faturamento.

Clientes como o Carrefour e Lojas Americanas trazem um enorme volume financeiro e, por isso, a Cielo cobra deles uma taxa menor em relação a clientes menores. Os clientes de grandes contas são disputados pelas adquirentes dos grandes bancos, que possuem capacidade de atender suas necessidades bancárias. Muitas vezes, a taxa de aquisição dos grandes clientes da Cielo era subsidiada para ajudar na geração de negócio com seus bancos controladores, Bradesco e Banco do Brasil. Um claro conflito de interesse.

Em 2020, no meio da pandemia e guerra de preços, vendo a sua rentabilidade cair, a Cielo decidiu que era mais importante manter a margem da empresa. Assim, a Cielo começou a reprecificar as grandes contas. O aumento de preços das grandes contas tem, como consequência, um potencial de maior margem, porém tem também, como consequência, a perda do volume das grandes contas, já que estes clientes poderiam escolher um concorrente com o preço menor, o que poderia ocasionar inevitavelmente em uma perda de *share*.



Já que ocorreria uma perda de *share* nas grandes contas, a Cielo resolveu focar seu negócio, migrando das grandes contas para o que eles chamam de varejo (pequenos e médios lojistas), um segmento que possui maior *yield* e maior penetração de aquisição de recebíveis. A expectativa era que a Cielo mudasse o mix de 70% de grandes contas para 50%, com o segmento varejo ganhando mais relevância.

O mercado, a SFA e a própria diretoria da Cielo foram surpreendidos pelo volume de grandes contas que a Cielo conseguiu manter após o término das rodadas de reprecificação. Houve saída de clientes, mas a manutenção de boa parte do volume tem ajudado o desempenho da Cielo em 2022 e isso demonstra que existem outros fatores, além de preço para as grandes contas operarem com a Cielo, o que significa que existe um indício de custo de troca como vantagem competitiva, pelo menos neste segmento.

A Cielo possui muitos sistemas ligados ao *backoffice* e sistemas de gestão dos grandes clientes, que ajudam na conciliação de contas, controle do fluxo de caixa, prevenção a fraudes, entre outros serviços que

impedem o grande cliente, até certo ponto, de trocar de adquirente devido ao preço. Uma outra prova disso é a Rede, do Itaú, que resolveu ter uma estratégia de preços agressivas na aquisição e na operação de aquisição de recebíveis e, mesmo assim, não conseguiu aumentar o seu *share*. Um outro motivo, que também pode justificar o sucesso da reprecificação da Cielo nas grandes contas, talvez seja um reflexo do relacionamento forte que os grandes clientes possuem com os grandes bancos, que possuem fortes vantagens para operar este tipo de cliente. Porém, ainda não encontramos evidências de que existem vantagens competitivas no segmento varejo.

O passo mais importante, contudo, da nossa análise de Cielo na fase atual é o que será da Cielo após o processo de *turnaround*. A Cielo, junto com o resultado do 2T22, anunciou a troca de CEO e expressou que o novo diretor executivo deve ter um perfil para guiar a companhia em um novo ciclo, que terá ênfase em transformação digital, expansão das linhas de negócios e continuidade de crescimento de *market share*, com maior rentabilidade.

A Cielo virou um símbolo da disrupção dos serviços financeiros pelas *fintechs* e ficou taxada como empresa lenta e atrasada. O mercado de pagamentos é um mercado muito dinâmico e a Cielo é muito cobrada pelos investidores para ser inovadora.

Achamos que a líder do setor tem o dever de ser o motor de inovação em pagamentos e o mercado não está errado em cobrar da Cielo mais avanços nessa área. Porém, tínhamos certeza de que nada da agenda de inovação iria avançar se a Cielo não apresentasse melhoria operacional em primeiro lugar. Um *turnaround* bem-sucedido foi crucial para Cielo aumentar a sua lucratividade e, agora, chega o momento de pensar em novas frentes de negócio.

Para a Cielo virar *core* em nosso portfólio, vamos acompanhar esse próximo ciclo da empresa, para termos evidências de que a Cielo tem condições de desempenhar o seu papel de líder em inovações, criar um ecossistema de pagamentos com vantagens competitivas e, conseqüentemente, conseguir recuperar *market share* sem perder rentabilidade. Estas conclusões, porém, ficam para uma próxima carta.

Agradecemos a confiança,

**Equipe SFA Investimentos**

**Gestão**  
**SFA INVESTIMENTOS LTDA**  
Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar  
Vila Olímpia – CEP: 04547-003  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 11 2780-0690  
ri@sfainvestimentos.com.br

**Administração**  
**CREDIT SUISSE HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES S/A**  
Rua Leopoldo Couto de Magalhães Jr, 700 – 11º andar  
Itaim Bibi – CEP: 04542-000  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 0800-558777

**Custódia**  
**ITAÚ UNIBANCO S.A**  
Praça Alfredo E.S. Aranha, 100 – Torre Itaúsa  
Parque Jabaquara - CEP: 04344-902  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 0800-7280728  
www.itaú.com.br

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

