

BOGARI VALUE

Carta Bogari 34 – *Startups, VC e o Mercado de Ações no Brasil*

Bogari Value Q FIC FIA e Bogari Value FIC FIA são veículos de investimento em ações. Os fundos têm como foco o investimento de longo prazo baseado na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

Nossa Performance

No ano de 2019, até abril, o Bogari Value Q e o Bogari Value apresentaram rentabilidade de +13,5% e +13,7% respectivamente, contra uma variação do Ibovespa de +9,6%.

Desde o início dos fundos, acumulamos uma rentabilidade +536% no Bogari Value FIC FIA¹, comparada a 62% do Ibovespa. E teríamos acumulado uma rentabilidade de +552% no Bogari Value Q FIC FIA² (considerando a performance da estratégia antes do início deste fundo).

Rentabilidade Anual

Ano	Value	Value Q	Ibov
2019	+13,7%	+13,5%	+9,6%
2018	+13,6%	+8,7% ²	+15,0%
2017	+29,9%		+26,9%
2016	+27,9%		+38,9%
2015	0,2%		-13,3%
2014	+1,8%		-2,9%
2013	+4,5%		-15,5%
2012	+25,1%		+7,4%
2011	-0,5%		-18,1%
2010	+29,5%		+1,0%
2009	+122,0%		+82,7%
2008 ¹	-22,4%		-36,9%

Acumulado desde o Início

Ano	Value	Value Q	Ibov
2019	+535,6%	+23,4 %	+61,8%
2018	+458,9%	+8,7% ²	+47,6%
2017	+391,8%		+28,3%
2016	+278,6%		+1,2%
2015	+196,0%		-27,2%
2014	+195,4%		-16,0%
2013	+190,3%		-13,5%
2012	+177,8%		+2,4%
2011	+122,1%		-4,7%
2010	+123,1%		+16,4%
2009	+72,3%		+15,2%
2008 ¹	-22,4%		-36,9%

¹ O Bogari Value Q FIC FIA teve início em 09/03/2018. O Patrimônio Líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 72,4 milhões e o atual é de R\$ 198,8 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 29,9%.

² O Bogari Value FIC FIA teve início em 8/7/2008. O Patrimônio Líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 644,6 milhões e o atual é de R\$ 489,1 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 26,3%.

Como nossos leitores mais assíduos devem ter percebido, passamos a incluir nesta carta um novo fundo, chamado Bogari Value Q.

A criação deste fundo tem como objetivo permitir que, respeitando nossa filosofia de investimento, o universo de companhias elegíveis continue o mais flexível possível. Acreditamos na especialização, por isso temos somente uma estratégia, que consiste no investimento de longo prazo em empresas com operação relevante no Brasil.

Entretanto, nos últimos anos temos visto empresas brasileiras sendo listadas em bolsas estrangeiras (ex: PagSeguro, Stone, Arco), principalmente por mais flexibilidade regulatória nesses ambientes e melhores *valuations* nos IPOs. Acreditamos que este movimento deve continuar acontecendo e não queremos ficar impossibilitados de investir nestas empresas por limitações de regulamento dos nossos fundos. Por isso, criamos o Bogari Value Q, que passou a ser nosso portfólio principal de investimentos devido a sua maior flexibilidade. Todos os nossos veículos continuam a seguir a mesma estratégia e filosofia de investimentos, apenas os ajustando para suas restrições de regulamento. À medida que a regulamentação seja flexibilizada iremos ajustar nossos regulamentos nesse sentido.

O ano de 2018 foi marcado por um período eleitoral que trouxe bastante incerteza quanto ao rumo da economia do país. Dependendo de quem fosse eleito presidente, poderíamos ter um resultado binário para o mercado acionário (similar ao ano de 2016 com o processo de impeachment). Neste ambiente, procuramos ter uma carteira com empresas com modelos de negócio mais resilientes, que tivessem bom desempenho qualquer que fosse o resultado.

Com a eleição de Jair Bolsonaro, temos na área econômica uma perspectiva de continuidade do processo de reformas importantes para o país. Apesar dos percalços, nosso cenário base é que a reforma da previdência será aprovada, sendo seguida por outras reformas também importantes, como a tributária.

Conforme falamos em nossa última carta, as empresas saíram mais fortes do período de recessão, tendo feito o dever de casa de corte de custos e otimização de suas estruturas internas. O ambiente competitivo está melhor, pois algumas empresas não sobreviveram à crise. E as companhias como um todo se desalavancaram e estão se beneficiando de um cenário de juros e spreads menores.

Com isso, temos um cenário de forte alavancagem operacional, que mesmo com um crescimento fraco do PIB, começa a ser refletido no aumento do lucro e geração de caixa das empresas.

Com esta perspectiva de um forte ciclo de lucros, aumentamos a exposição da carteira, com empresas que devem apresentar ótimos resultados nos próximos anos. Apesar de as ações como um todo terem subido em 2018 e no início de 2019, este ciclo deve fazer com que a boa performance continue.

Nesta carta falaremos sobre a indústria de *Venture Capital* e o desenvolvimento das *startups* no Brasil. Como o tema é rico e de alta relevância, concentramos esta edição neste assunto, em detrimento do espaço tradicionalmente reservado para uma atualização de carteira. Até porque citamos alguns dos novos investimentos ao longo do tema principal.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 8% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 31%. O nível de liquidez é alto: convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 8 dias. Continuamos com excelentes ativos, a preços adequados, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Startups, VC e o Mercado de Ações no Brasil

Introdução

Devido à dinâmica acelerada de desenvolvimento das *startups* e da indústria de *Venture Capital* (VC) recentemente no Brasil, decidimos abordar este tema nesta carta. Nos últimos anos, vários desses negócios vêm se viabilizando operacional e financeiramente, passando a ser um risco potencial para alguns ativos que investimos. Adicionalmente, as mudanças positivas que têm ancorado essa dinâmica também se aplicam a alguns ativos listados, representando potenciais oportunidades de investimento.

De uma forma ou de outra, os sócios da Bogari estão envolvidos com empresas de base tecnológica no Brasil desde o final dos anos 90. Temos uma dissertação de mestrado defendida em 1998 sobre o tema, participamos da bolha da Internet que estourou em 2000 e desde então nos envolvemos com investimentos em *startups*.

Apesar de termos mantido contato com esse mundo de tecnologia, já em 2017 acreditávamos que estávamos desatualizados. Assim, percebemos que seria importante dedicar tempo ao assunto para melhor entender o que estava acontecendo com estas empresas emergentes. Após um primeiro movimento de atualização, incluindo cursos, leituras e contato com muita gente do setor, passamos a entender que o processo descrito acima iria ter consequências potencialmente mais impactantes do que imaginávamos inicialmente. Dessa forma, passamos a

dedicar um tempo relevante nos últimos dois anos para estarmos mais perto dessas mudanças.

Breve histórico de VC no Brasil

Devido à instabilidade econômica, alta inflação e baixa tradição de inovação das empresas brasileiras, capital de risco no Brasil foi basicamente inexistente até o início do *boom* da Internet, nos anos 90. Pouco antes do fim da lei de reserva da informática, apareceram as primeiras incubadoras (precursoras das aceleradoras). Apenas mais tarde, no *boom* da Internet que realmente se iniciou uma primeira onda de investimentos em capital de risco no mercado brasileiro. Nessa época, influenciadas pela revolução da Internet, que impactou mercados e negócios em todo o mundo, centenas de *startups* foram criadas. No entanto, poucas empresas dessa geração sobreviveram, sendo as mais conhecidas Mercado Livre, Uol e Submarino. Existiram ainda alguns casos de sucesso para os investidores, em que os ativos foram vendidos por valores altos, como Patagon e Zipnet. E houve ainda centenas de outros casos de empresas que fecharam ou não atingiram grande sucesso nesse período.

A principal característica dessa época é que muitos modelos de negócios estavam à frente do seu tempo (e outros nunca viriam a ter fundamento!). A penetração de telefonia móvel ainda era baixa, a banda de conexão com a Internet era insuficiente e os smartphones ainda não haviam chegado. Em suma, a infraestrutura era insuficiente e os modelos, em sua maioria, economicamente inviáveis.

De lá para cá, muita coisa aconteceu. A bolha estourou e os investimentos em empresas de tecnologia ficaram baixos por vários anos. A infraestrutura se desenvolveu ao longo do tempo e muitos daqueles negócios passaram a ser viáveis. Adicionalmente, novas tecnologias, técnicas e modelos de negócios foram criados. Como a Lei de Moore³ continuou valendo durante todo esse tempo, o crescimento exponencial da capacidade de processamento, de transmissão de dados e de armazenamento, reduziu drasticamente o custo unitário de uma série de serviços.

Com a estabilização da economia local e a viabilização operacional e financeira das empresas de tecnologia mundo afora, foi natural o desenvolvimento dos fundos de VC no Brasil. Hoje, o país conta com uma indústria que se desenvolve rapidamente, com a atuação de vários fundos locais, além do grande interesse por parte de fundos estrangeiros. A disponibilidade do capital, ponto crítico para a sustentação dos modelos de negócio das *startups*, é uma realidade no Brasil neste momento, embora sempre esteja sujeita a mudanças repentinas dada a volatilidade macroeconômica do país.

Entretanto, acreditamos que estamos no início de um processo de desenvolvimento, que passará ainda pela “tropicalização” do modelo de VC no país. Devido às particularidades de se fazer negócio aqui, algumas variáveis provavelmente terão que ser ajustadas ao longo do tempo,

³ Observação feita pelo co-fundador da Intel Gordon Moore, que a capacidade computacional dobraria a cada 24 meses.

de modo que se aumente a probabilidade de sucesso dessas *startups*. Vemos essa adaptação do modelo de investimento em VC de mercados mais desenvolvidos para a realidade brasileira como fator fundamental para o sucesso em investimentos nessa área.

Startups vs Incumbentes

Apesar do desafio de escalar um negócio do zero, as *startups* possuem algumas vantagens com relação aos players tradicionais de um determinado mercado: mais foco no cliente, modelos de negócio mais modernos, base tecnológica mais atualizada e flexível, agilidade na tomada de decisões e na criação de novos produtos. Porém, têm o desafio de não ter marca, ter base de clientes pequena ou inexistente, com custo de aquisição que pode ser elevado, além da dificuldade do acesso a capital. Para levantar capital, basicamente, uma *startup* tem o desafio de: (i) ter um bom time, (ii) conseguir comprovar que seu modelo de negócio existe e é viável, para isso deve ser desenvolvido um MVP (*Minimum Viable Product*) e (iii) comprovar sua viabilidade econômica em um mercado com grande potencial, para isso deve-se avaliar se o resultado gerado por um novo cliente é maior que seu custo de aquisição ($LTV > CAC^4$) - quanto maior essa relação, mais alta é a rentabilidade marginal do capital alocado. Atendendo a esses três fatores, a probabilidade de se levantar capital atualmente é alta.

O desafio das incumbentes é oposto ao das *startups*. Elas já possuem uma base de clientes e canais de vendas estabelecidos, porém têm que lidar com a concorrência de produtos inovadores, com soluções melhores para os clientes, muitas vezes a preços melhores. Não possuem a agilidade suficiente para fazer um produto equiparável e têm que lidar com tecnologias antigas (sistemas legados), que tornam muito custosa a inovação. Além disso, e talvez mais importante, não possuem cultura de inovações mais radicais.

Muitas vezes a inovação significa acabar ou canibalizar um produto/serviço existente, que traz receita relevante para a empresa. Tomar a decisão de sacrificar a receita atual para impedir o avanço de um concorrente, ou para introduzir um produto/serviço que tem uma probabilidade incerta de ser um sucesso, é um desafio que poucos conseguem fazer. Devido a sua estrutura tradicional, as incumbentes têm bastante dificuldade de entender e acreditar nesses novos entrantes. E mesmo quando entendem o que está acontecendo, os incentivos aos executivos e acionistas normalmente não permitem que a empresa possa executar as medidas necessárias para se defender. Não queremos entrar nesse tema agora, mas temos aqui um assunto muito rico para discutir com maior profundidade.

Acirramento competitivo

À medida que as *startups* crescem oferecendo serviços, novos ou não, através de novos canais de distribuição, atuando com modelos de negócio inovadores ou em

segmentos específicos, diversas indústrias são afetadas. A disrupção dos modelos de negócio tradicionais se traduz na redução da barreira para que esses novos entrantes ataquem mercados já estabelecidos. No entanto, esse processo é normalmente lento, quase imperceptível, pois essas novas empresas surgem de uma base inicial muito baixa, geralmente do zero.

No início, esses novos players quase não são notados, mas à medida que seu modelo começa a escalar passam a ser percebidos. Muitas dessas empresas apresentam crescimento exponencial, fazendo com que a evolução seja inicialmente devagar e depois bastante acelerada.

Duas características valem ser mencionadas. Primeiro, inicialmente o crescimento exponencial, quando comparado ao linear, é mais lento. Até que se atinge a criticalidade, onde a curva exponencial ultrapassa a linear, passando então a apresentar uma velocidade de crescimento muito mais alta que a anterior. A segunda característica é mais interessante. A exponencialidade não é um conceito natural para o cérebro humano, temos facilidade para visualizar a linearidade, mas não a exponencialidade. Isso faz com que não demos muita atenção a esses eventos que inicialmente são irrelevantes, mas acumuladamente, de forma exponencial, passam a ser muito impactantes. Nosso cérebro foi feito para extrapolar o presente, e eventos exponenciais, que terão importante impacto no futuro, não se refletem no presente de forma relevante. A perpetuação do *status quo* pelo nosso cérebro já foi bastante estudada e tem como consequência a amplificação tanto do pessimismo quanto da euforia no mercado, provocando as grandes movimentações das ações.

Voltando ao efeito da competição, o impacto do surgimento desses novos negócios já é percebido por aqui e tende a ser cada vez mais relevante para as grandes empresas brasileiras. Exemplo desse fenômeno foi o surgimento e a conquista de mercado de Stone e PagSeguro no mercado de adquirência. Esse evento é o marco da chegada das *startups* ao mundo das empresas listadas no Brasil. Ambas empresas ofertaram serviços similares às incumbentes (Cielo e Rede), porém de uma forma diferente.

A Stone atacou o mercado existente através de uma rede de distribuição própria, criada com modelo de gestão moderno, através de uma máquina de venda azeitada (*Stone Hubs*) e focada no cliente (*customer success*). Já a PagSeguro focou em um novo segmento e modelo de negócios, vendendo sua maquininha através de canais digitais diretamente para a base da pirâmide de adquirência, um segmento que não era atendido anteriormente. As incumbentes, por sua vez, não prestaram atenção nesses novos entrantes, acreditando que os modelos que funcionavam no passado continuariam a valer. E somente agora, após perda relevante de mercado, começam a ajustar suas estratégias.

Outro exemplo é o setor bancário, ainda que com dinâmica competitiva menos avançada que na adquirência. Esta é uma das mais promissoras áreas que vemos para as *startups* no país, com algumas delas já bem avançadas e consequentemente mais próximas de impactar as empresas incumbentes. O setor bancário é concentrado em poucos

⁴ LTV: Lifetime Value

CAC: Customer Acquisition Cost

participantes, que possuem retornos elevados e *profit pools* relevantes. O espaço para o surgimento de soluções novas e mais competitivas é amplo, assim como o tamanho dos mercados endereçáveis. Não por acaso, a disponibilidade de capital e a quantidade de *startups* atacando estas oportunidades é grande.

Além das mudanças tecnológicas mencionadas anteriormente, temos que destacar a mudança de posição do Banco Central ao estimular a entrada de novos competidores. O Brasil tem um histórico de rigidez regulatória no sistema financeiro, quando em função de problemas no passado, privilegiou-se a solidez em detrimento da competição. Nos últimos anos o BC foi rigoroso na concessão de novas licenças e no controle da atuação das instituições. Com a instabilidade econômica e o alto risco regulatório tivemos uma redução do número de bancos e um crescimento na concentração de mercado em poucos players.

No entanto, o regulador vem mudando de postura. Existe uma preocupação maior com a competição e medidas efetivas estão sendo implementadas para sua promoção. A agenda BC+, as mudanças no negócio de adquirência e a criação de ambiente regulatório específico para empresas menores são exemplos dessa mudança de comportamento. Isso facilita a entrada de novos players em diversos negócios e uma competição menos desigual com os grandes como era anteriormente.

Apesar do acirramento competitivo, acreditamos que os grandes bancos continuarão a ter uma participação relevante no mercado brasileiro nos próximos anos. Parece claro que alguns de seus bolsões de rentabilidade serão atacados, principalmente aqueles ligados à receita de serviços. O fenômeno que estamos vendo no negócio de adquirência provavelmente acontecerá em outros negócios bancários. Entretanto, entendemos que mesmo com essa competição, o negócio bancário brasileiro ainda continuará lucrativo. Nossa análise indica que mesmo considerando perdas relevantes de mercado e preço nos segmentos mais vulneráveis à competição das fintechs, os bancos seguirão apresentando retorno acima do custo de capital. Por isso continuamos com uma posição de bancos em nossa carteira. Ainda vemos os bancos como um bom investimento apesar de termos ajustado os parâmetros de *valuation* para refletir esta dinâmica de redução nos ROEs.

Visão de Futuro e Oportunidades

Sem querer abordar todos os detalhes em tão pouco espaço, vamos compartilhar algumas visões sobre as dinâmicas que acreditamos estar em curso nesse momento. Lembrando que à medida que o tempo passa e as coisas clareiam, podemos ir redesenhando esta visão.

Com capital disponível, *profit pool* relevante a ser atacado e ambiente regulatório mais amigável, temos um ambiente propício ao surgimento de competidores para as empresas financeiras existentes no país. Dependendo do segmento, essa competição ocorrerá de forma diferente. Basicamente, acreditamos em importantes mudanças competitivas para os segmentos de Pessoa Física (PF) e Pequenas e Médias

Empresas (PME). O segmento de grandes clientes demanda mais sofisticação e já é pouco rentável naqueles serviços transacionais, por isso acreditamos que os grandes bancos continuarão sendo os “donos naturais” desses clientes.

No segmento de PF estamos vendo o início de uma competição interessante que possivelmente chegará ao mesmo lugar vindo de caminhos diferentes. A XP e o BTG Digital estão atacando o mercado pelo lado de investimentos no segmento alta renda (ou *Personnalité*, *Prime* e *Select*), principalmente com o canal de agentes autônomos. A estratégia é atrair o dinheiro do cliente oferecendo uma plataforma aberta de investimentos financeiros. Em breve, ambos deverão ir pelo caminho de oferecer conta corrente e outros produtos bancários a seus clientes, assim os recursos não saem dessas plataformas para os grandes bancos para as necessidades do dia a dia, como pagar contas, transferências, etc. Apesar de a XP estar muito à frente dos demais players, o BTG tem um ótimo time e histórico de execução. Além disso, assim como os grandes bancos, outros players estão tentando consolidar suas ofertas de serviços nesse segmento, como Genial, Guide e Órama.

O Banco Inter está atacando um segmento de renda um pouco mais baixa com uma grade completa de serviços financeiros. Acreditamos que é atualmente o único player do mercado capaz de substituir de forma plena um banco de varejo tradicional, com serviço melhor e mais barato. Por isso mesmo, vem crescendo exponencialmente, podendo chegar ao final de 2019 com cerca de 10% do número de clientes do Itaú, se mantida a velocidade atual.

A oferta de uma solução bancária completa para PFs no Brasil é muito difícil. Aqui os bancos foram desenvolvidos com o conceito de *one-stop shop*, onde o cliente é atendido em todas as suas necessidades por um único banco. Soluções para saque e depósito em dinheiro, pagamento de contas e convênios não são simples de se desenvolver. O Banco Inter, além dos serviços tradicionais de conta corrente, possui também uma razoável oferta de crédito e lançou no final de 2018 sua plataforma aberta de investimento. Os demais competidores como Nubank e Neon, apesar do bom trabalho que vêm desenvolvendo, ainda terão que agregar mais serviços às suas plataformas para terem uma oferta completa.

Algumas curiosidades sobre o Banco Inter. Primeira, no mundo de VC as plataformas digitais possuem um nível de ativação que varia de 10% a 30% de sua base de clientes. O Banco Inter possui acima de 65% de ativação. Como um concorrente nos disse: “isso é benchmark mundial”. Isso quer dizer que o cliente abre a conta e realmente usa os serviços. Acreditamos que isso ocorra, pois, como dissemos acima, o Banco Inter conseguiu ser um substituto perfeito para um cliente de banco de varejo possuindo ainda melhor atendimento e custo muito mais baixo. Assim, os clientes podem fechar suas contas correntes no BB, Itaú, Bradesco, Santander e CEF e ter uma ótima experiência no Banco Inter pagando menos. O que aliás não é muito difícil, uma vez que a percepção de qualidade de serviços bancários na média não é alta e o custo para os clientes excessivo. Outra

indicação que isso está acontecendo é que 40% dos seus clientes já possuem sua conta principal no Inter.

A segunda é relativa ao valor de mercado do banco. No mundo de VC, plataformas digitais como N26, Revolut, Nubank, dentre outros são avaliados a um múltiplo de US\$ 1.000 por cliente (ativo ou não). Então, por exemplo, o Banco tem hoje 2 milhões de clientes e poderia ter um *valuation* de US\$ 2,0 bilhões. Ao final do ano, com 4 milhões de clientes, o banco poderia valer US\$ 4,0 bilhões. Não estamos afirmando que esse é o valor, mas estamos chamando atenção para a diferença de precificação de um ativo líquido contra seus pares em um mercado privado. E, ainda como vimos, a ativação do Banco Inter é muito superior aos demais concorrentes, portanto, o múltiplo poderia estar mais perto da realidade no Banco Inter do que em alguns de seus pares.

Para outros segmentos bancários vemos outros players com diferentes soluções. Para o público de mais baixa renda, os clientes acabam demandando mais soluções de crédito. Aqui vemos os players que atuam com consignado e crédito pessoal, negativado ou não, criando soluções de conta corrente digitais para facilitar a concessão e a cobrança do crédito. Bancos como Agibank, Pan e BMG estão desenvolvendo suas soluções.

A novidade é que o varejo também tem um caminho onde poderá avançar na prestação de serviços financeiros para seus clientes. Uma vez que já oferecem crédito através de cartões para a compra de mercadoria, crédito pessoal e seguros, poderão passar a oferecer também soluções de conta corrente. Os varejistas integrados, como as grandes redes de vestuário Renner e Riachuelo, deverão seguir esse caminho.

Já no segmento de PME, acreditamos que as mudanças serão um pouco mais profundas. Os canais tradicionais de distribuição de serviços financeiros nunca foram muito eficientes devido ao alto custo de atender esses clientes. Agora, passaram a ter mais competição através de algumas plataformas digitais. Acreditamos que essas plataformas, sejam verticais ou horizontais, serão as “donas naturais” de alguns clientes, tanto por trazerem vendas para esses clientes como por possuírem elevado *switching cost*. Como um empreendedor nos ensinou: “conquistará o coração do cliente aquele que trouxer negócios para ele”.

Chamamos de plataformas verticais aquelas soluções especializadas para alguns segmentos de negócios com demandas específicas. Por exemplo, o iFood deverá ser uma potente plataforma de distribuição de serviços financeiros para seu segmento. Uma vez que sua solução traz novas vendas para os restaurantes, sua importância para estes é alta. Agregando aquisição e conta digital, como já está fazendo, passará a poder oferecer crédito baseado nas informações de vendas dos seus clientes. O canal de venda para novos produtos já estará aberto, facilitando sua conversão e assim aumentando sua rentabilidade por cliente. O mais interessante é que não será necessário que a empresa vire um banco, pois atualmente existem algumas instituições trabalhando em

soluções de BaaS (*banking as a service*) que viabilizarão esse tipo de oferta.

Outra solução vertical que acreditamos que seguirá por esse caminho (e de fato está) é o Mercado Livre. Sua solução acaba sendo importante para aquelas empresas que vendem online e, de forma análoga ao iFood, será uma potente distribuidora de produtos financeiros. O mesmo acontecerá com a PagSeguro, que, por sua vez, já lançou o PagBank.

Já as soluções horizontais não atendem necessariamente a um segmento apenas, mas PMEs de várias naturezas. Aqui acreditamos que as mais relevantes são os software de gestão (ERP). O custo de mudança de uma solução de ERP é alto, uma vez que o sistema tende a controlar grande parte das operações de seus clientes. Os ERPs acabam tendo um conjunto de informações transacionais e alavancas importantes para aqueles que desejam prover serviços financeiros para sua base. Por isso, já começamos a ver movimentos importantes neste sentido.

A Linx, por exemplo, tem uma base grande de clientes que usa suas soluções de ponto de venda (POS, TEF⁵) e ERP. Oferecer uma solução de aquisição é um passo natural. Inicialmente a companhia fez um acordo de distribuição com a Rede, mas com o entendimento do potencial de valor desse negócio resolveu dar passos maiores. Iniciou a oferta de serviços de aquisição, sendo um subadquirente e terceirizando parte da infraestrutura necessária. Seu discurso de vendas para aqueles clientes de TEF é de preço atraente com conveniência, permitindo o cliente falar com apenas um provedor de serviço em caso de problemas.

O potencial de penetração em sua base é bastante relevante, já que atende muitos varejistas que podem substituir seus provedores atuais de serviço de aquisição. O custo de chegar neste cliente é baixo, uma vez que está atacando sua própria base, possibilitando que a empresa tenha uma proposta de valor bastante competitiva, com maior rentabilidade. Como as empresas já são clientes e a Linx está apenas vendendo mais um serviço, sua rentabilidade marginal é bastante alta. Os próximos passos certamente passarão pela conta digital e oferta de crédito. Lembrando que a quantidade de informações financeiras que a empresa tem de seus clientes é maior do que a maioria dos provedores de crédito possui.

A Omie é outro exemplo. Uma *startup* que provê uma solução de ERP para quase vinte mil clientes PMEs, em média, menores que os da Linx. Em parceria com uma empresa especializada em antecipação de recebíveis, já está conseguindo ofertar um serviço muito interessante. Após o cadastro do cliente, faz uma antecipação de recebível (de natureza diferente de cartões) com depósito em conta em trinta minutos, através de uma interface no próprio ERP. Aqui a distribuição de produtos financeiros por canais eletrônicos alternativos já é uma realidade. A empresa acabou de receber um aporte de US\$ 20 milhões

⁵ TEF: Transferência Eletrônica de Fundos – sistema que faz a conexão entre o estabelecimento comercial e as adquirentes.

feito pela Riverwood, que facilitará a intensificação do crescimento que vem tendo.

Nossa visão é que as soluções para PME deverão seguir um caminho de *bundling* (agrupamento) de serviços, assim como aconteceu no setor de telecomunicações. A indústria de telecom entendeu que vender somente um serviço tem custo alto e uma equação econômica pior, pois além da receita ser menor por cliente, o *churn* é maior (o cliente troca mais fácil de provedor de serviço). Por isso, criou os *bundles* de telefonia fixa, móvel, internet e televisão paga. Assim, para um custo de aquisição similar, temos mais receita e um *churn* menor, pois é muito mais complicado trocar três ou quatro serviços do que somente um.

Provavelmente, veremos *bundles* para os provedores acima mencionados. Vários serviços em um pacote facilita a fidelização, diminui o *churn* e eleva receita unitária, além de gerar mais flexibilidade no modelo de cobrança, podendo-se até cobrar por um serviço e oferecer outro de graça. Assim veremos cada vez mais a oferta de um pacote com software de POS, ERP, solução de pagamento, conta digital e outros serviços financeiros. O cliente teria apenas um provedor para todos esses serviços com um preço bastante atrativo, de difícil comparação para seus clientes, com melhor nível de serviço e mais facilidade na resolução de problemas.

O caminho contrário, da empresa financeira oferecer software de gestão (ERP), é mais complicado. O produto é muito mais complexo do que o financeiro e o ciclo de vendas mais longo. Portanto, fazer esse caminho nos parece mais arriscado e com menos chances de sucesso para os incumbentes.

Os bancos grandes sempre terão a vantagem da oferta de crédito, de difícil replicação para qualquer outro player. Entretanto, terão que aprimorar muito suas ofertas, melhorar seu atendimento e reduzir seus custos. Seu movimento natural seria usar a grande geração de caixa para adquirir algumas dessas plataformas e tentar blindar suas ofertas para PME. Veremos se isso ocorrerá ao longo dos anos.

Observações Finais

Vivemos um momento interessante, onde mudanças profundas ocorrem no nosso ambiente e criam a

necessidade de atualização e adaptação em nossa atividade de investimentos. Começamos esse processo já há algum tempo e embora ainda tenhamos muito a aprender, acreditamos ter entendido a dinâmica das mudanças e identificado alguns vetores que podem impactar nosso universo de empresas que investimos. Acreditamos que o foco dado ao tema já trouxe resultados visíveis para nosso processo de investimento.

No lado dos riscos, o conhecimento acumulado até aqui nos permitiu ter agilidade para evitar perdas no emblemático caso de transferência de valor das adquirentes incumbentes para novos players. Identificamos as mudanças nos fundamentos deste setor há algum tempo e vendemos nossa posição na Cielo, que foi veículo de investimento do fundo por anos, antes da perda de valor que ocorreu sequencialmente conforme o acirramento competitivo se tornou mais visível.

Em relação a oportunidades, realizamos investimentos no Banco Inter, Linx e Mercado Livre, antecipando o desenvolvimento das tendências destacadas e seu impacto na valoração desses ativos. Embora o conjunto de tais investimentos tenham representatividade razoável para o portfólio, suas posições individuais foram calibradas para refletir os desafios de se fazer investimento em fenômenos novos, dinâmicos e que muitas vezes requerem uma mentalidade diferente na questão do *valuation*. Provavelmente ainda precisaremos de um processo mais longo de ambientação para permitir escalar posições individuais nesses temas.

Estamos vivenciando um momento de relevante transferência de valor para novas empresas e modelos de negócio onde riscos e oportunidades não podem ser negligenciados. Em meio a esse ambiente de mudanças seguiremos com foco na atualização de nossa capacitação. Sem, é claro, perder de vista os valores de nossa cultura de investimento como o foco nos fundamentos, visão de longo prazo, gradualismo e a cautela de sempre.

Obrigado pela confiança.

Objetivo do Fundo

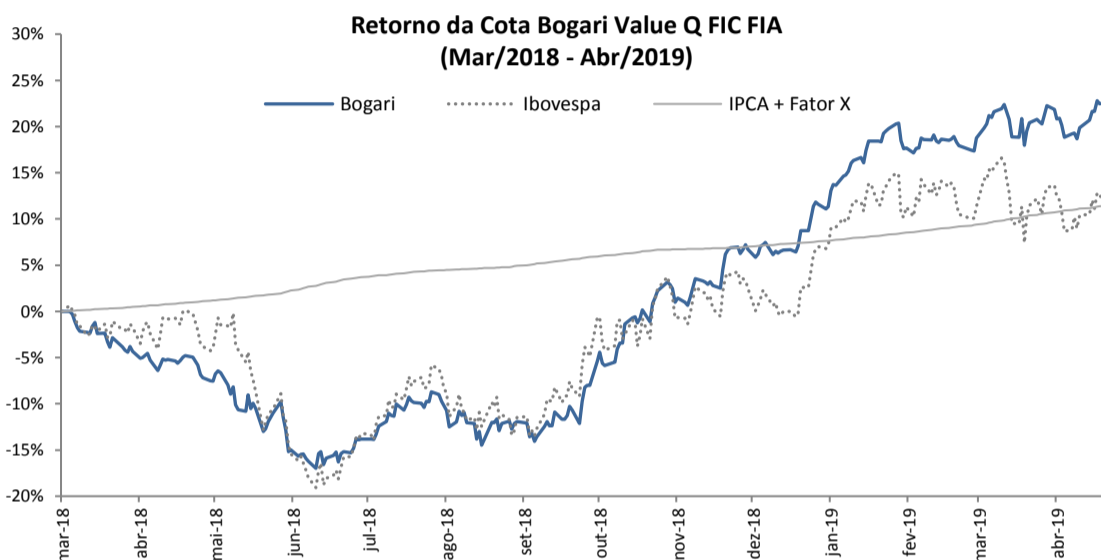
Nosso objetivo é prover aos clientes oportunidade de investimento em ativos de elevado potencial de valorização, baseada na identificação da distorção entre seu valor e preço de negociação, trazendo retornos consistentes no longo prazo.

Rentabilidade

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2019	Bogari	9,9%	-1,0%	1,8%	2,5%									13,5%	23,4%
	IPCA + Fator X*	0,8%	0,8%	1,1%	1,0%									3,7%	11,5%
2018	Bogari			-2,9%	-2,2%	-7,3%	-3,7%	5,6%	-1,9%	1,7%	13,6%	5,4%	1,7%	8,7%	8,7%
	IPCA + Fator X*			0,3%	0,6%	0,8%	1,6%	0,8%	0,4%	0,8%	0,9%	0,2%	0,5%	7,5%	7,5%

Nota: (1) O Bogari Value Q FIC FIA teve início em 09/03/2018. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$72,4 milhões e o atual de R\$ 198,8 milhões. A rentabilidade acumulada dos últimos 12 meses foi de 29,9%, frente a rentabilidade acumulada do IPCA + Fator X* de 10,4%.

Data-Base: 30/04/2019



Informações sobre o produto

Administrador	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	Aplicação	D+1 (dias úteis)
Gestor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Resgate	D+30 (dias corridos)
Distribuidor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Liquidação	D+33 (30 dias corridos + 3 dias úteis)
Custódia	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	Taxa de Administração	1,5%
Auditor	KPMG Auditores Independentes	Taxa de Performance	20% do que exceder IPCA + Fator X*
Aplicação mínima	R\$300.000,00	Código Anbima	222593
Movimentação mínima	R\$10.000,00	Tipo Anbima	Ações Ativo Valor/Crescimento
Público-Alvo	Investidor Qualificado	Cota	Fechamento
Horário	9h às 14h	Imposto de renda	15% sobre o ganho nominal

* Valor atual: 5,12%. O fator "X" é definido no último dia útil de cada semestre civil para o semestre subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias nos três últimos meses antecedentes ao fim do semestre, tendo em vista que a taxa indicativa diária é a média das taxas indicativas dos títulos que compõem o IMA-B 5+ (títulos com prazo para o vencimento igual ou superior a cinco anos) ponderadas pelo peso no próprio índice, divulgados pela ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, em seu website no endereço <http://www.anbima.com.br/ima/ima.asp> ("Parâmetro").

Este material de divulgação tem caráter unicamente informativo. A Bogari Gestão de Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Este Fundo possui Lâmina e Regulamento, os quais podem ser acessados através do site: www.bnymellon.com.br. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. Este fundo utiliza estratégias 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. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Rua Jardim Botânico, 674/523 | Jardim Botânico | Rio de Janeiro - RJ | Tel +55 (21) 2249-1500
www.bogaricapital.com.br

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61)
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905
Telefone: (21) 3219-2500 Fax (21) 3974-2501 www.bnymellon.com.br/sf
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219

Objetivo do Fundo

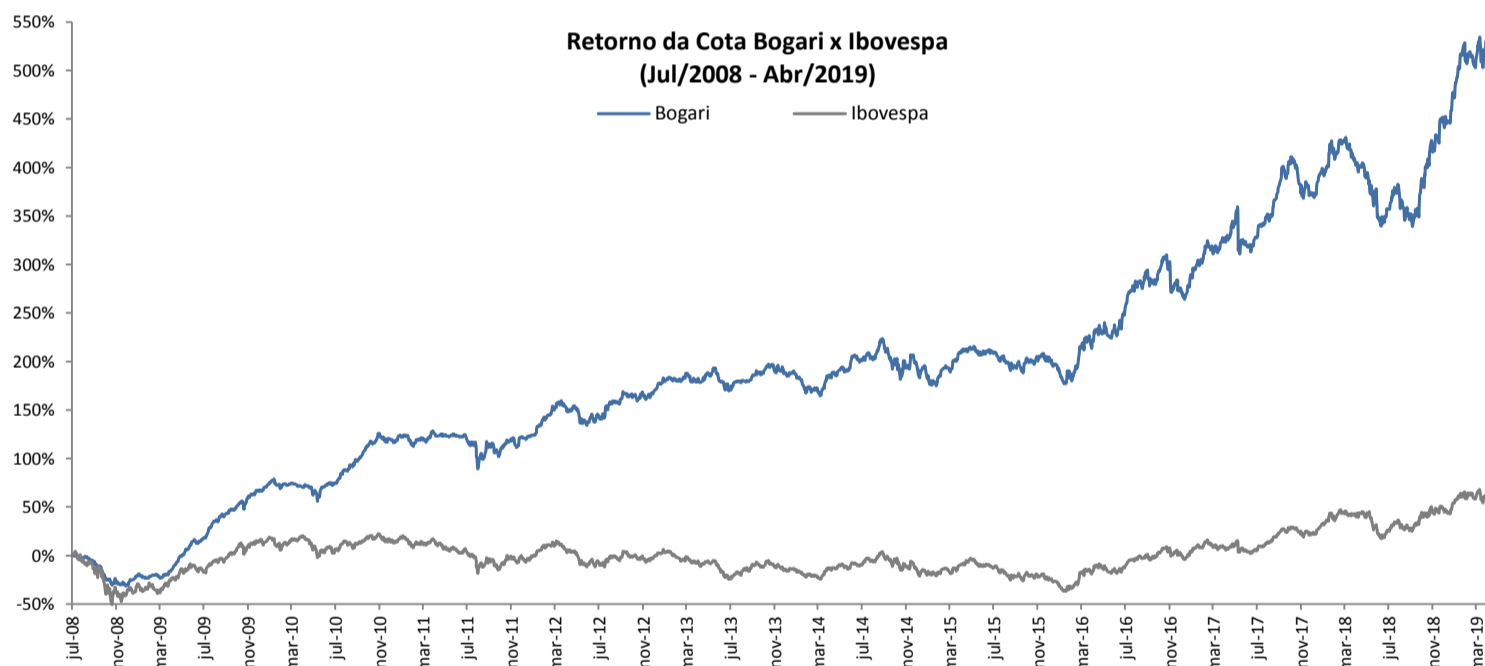
Nosso objetivo é prover aos clientes oportunidade de investimento em ativos de elevado potencial de valorização, baseada na identificação da distorção entre seu valor e preço de negociação, trazendo retornos consistentes no longo prazo.

Rentabilidade

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2019	Bogari	11,6%	-2,2%	1,4%	2,8%									13,7%	535,6%
	Ibov	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%									9,6%	61,8%
2018	Bogari	6,5%	0,1%	-1,6%	-2,4%	-7,4%	-3,7%	5,3%	-4,3%	0,9%	13,3%	6,3%	1,6%	13,6%	458,9%
	Ibov	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	-10,9%	-5,2%	8,9%	-3,2%	3,5%	10,2%	2,4%	-1,8%	15,0%	47,6%
2017	Bogari	6,0%	4,2%	1,2%	3,6%	-3,4%	0,4%	4,1%	5,8%	5,4%	-0,8%	-3,7%	4,4%	29,9%	391,8%
	Ibov	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%	6,2%	26,9%	28,3%
2016	Bogari	-1,9%	3,3%	7,5%	3,5%	-2,8%	7,1%	9,0%	1,7%	-1,4%	8,1%	-6,4%	-1,4%	27,9%	278,6%
	Ibov	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	1,2%
2015	Bogari	-6,9%	6,9%	2,7%	3,6%	-2,1%	1,1%	-1,6%	-3,3%	-1,0%	2,0%	0,9%	-1,6%	0,2%	196,0%
	Ibov	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-27,2%
2014	Bogari	-5,9%	-0,5%	3,4%	1,7%	1,5%	4,1%	0,2%	6,5%	-7,7%	1,1%	1,9%	-3,7%	1,8%	195,4%
	Ibov	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%	-8,6%	-2,9%	-16,0%
2013	Bogari	1,2%	0,9%	-0,4%	1,2%	0,4%	-3,6%	0,8%	0,4%	2,1%	3,7%	-0,7%	-1,5%	4,5%	190,3%
	Ibov	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-13,5%
2012	Bogari	5,9%	5,9%	2,2%	0,0%	-6,0%	1,1%	4,3%	2,0%	2,6%	-0,4%	1,7%	4,1%	25,1%	177,8%
	Ibov	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	2,4%
2011	Bogari	-2,0%	0,7%	2,1%	0,3%	0,0%	-0,9%	-2,9%	-2,1%	-1,9%	4,2%	0,8%	1,5%	-0,5%	122,1%
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-4,7%
2010	Bogari	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,7%	-0,1%	1,2%	8,7%	4,4%	6,7%	4,8%	0,3%	1,7%	29,5%	123,1%
	Ibov	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	16,4%
2009	Bogari	-1,2%	5,5%	-0,9%	21,3%	12,3%	5,1%	15,1%	7,3%	4,0%	3,0%	8,7%	4,2%	122,0%	72,3%
	Ibov	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	15,2%
2008 ⁽¹⁾	Bogari							-3,7%	-0,8%	-12,9%	-13,0%	-0,6%	7,8%	-22,4%	-22,4%
	Ibov							-0,1%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-36,9%	-36,9%

Nota: (1) O Bogari Value FIC FIA teve início em 08/07/2008. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$644,6 milhões e o atual de R\$ 489,1 milhões. A rentabilidade acumulada dos últimos 12 meses foi de 26,3%, frente a rentabilidade acumulada do Ibovespa de 11,9%.

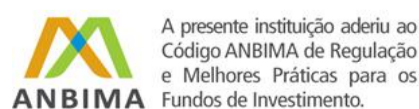
Data-Base: 30/04/2019



Informações sobre o produto

Administrador	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	Aplicação mínima	R\$50.000,00
Gestor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Saldo mínimo	R\$50.000,00
Distribuidor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Movimentação mínima	R\$10.000,00
Custódia	Banco Bradesco S.A.	Público-Alvo	Investidores em Geral
Auditor	KPMG Auditores Independentes	Código Anbima	212962
Aplicação	D+1 (dias úteis)	Tipo Anbima	Ações Ativo Valor/Crescimento
Resgate	D+30 (dias corridos)	Cota	Fechamento
Liquidação	D+33 (30 dias corridos + 3 dias úteis)	Horário	9h às 14h
Taxa de Administração	2,0% (Taxa Máxima: 2,2%)	Imposto de renda	15% sobre o ganho nominal
Taxa de Performance	20% do que exceder Ibovespa (com marca d'água)		

Este material de divulgação tem caráter unicamente informativo. A Bogari Gestão de Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Este Fundo possui Lâmina e Regulamento, os quais podem ser acessados através do site: www.bnymellon.com.br. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. Este fundo utiliza estratégias 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. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.



Rua Jardim Botânico, 674/523 | Jardim Botânico | Rio de Janeiro - RJ | Tel +55 (21) 2249-1500
www.bogariacapital.com.br

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61)
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905
Telefone: (21) 3219-2500 Fax (21) 3974-2501 www.bnymellon.com.br/sf
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 021 9512