

O que deseja encontrar?

DROGASIL



aster
capital



Ofertas do Final
de Semana



Serviços e
Vacina Gripe



Nossas Lojas



Seus pontos
stix

Novidades Drogasil

AS MELHORES
MAQUIAGENS

A PARTIR DE R\$

2ª Carta aos Investidores

A Terceira Onda da Publicidade Digital

Janeiro 2023

aproveite

Caro Investidor,

A Aster Capital completa o primeiro ano de operação de seus fundos, e, em primeiro lugar, gostaria de agradecer pelo apoio e confiança de nossos investidores. Muito obrigado!

Em nossa primeira carta, explicamos nossa filosofia de investimentos. Nessa segunda carta, focaremos em uma revisão do nosso primeiro ano, seguida por uma análise mais profunda de uma de nossas teses mais importantes no portfólio: Publicidade Digital (*Digital Ads*).

Ao longo de 2022, os mercados passaram por enormes mudanças. A inflação elevada se tornou um grande problema na maior parte dos países relevantes, tanto nos emergentes quanto nos desenvolvidos, e isso essencialmente impede que a fórmula vigente até então – diferentes combinações de injeção de liquidez e redução das taxas de juros – seja utilizada novamente.

Nesse período, a taxa de juros de 10 anos nos Estados Unidos mais do que dobrou, de 1,51% ao fim de 2021 para 3,87% ao fim de 2022, enquanto a taxa de 3 anos no Brasil (referência para a avaliação das TIRs das empresas em que investimos) saiu de 10,42% para 12,66%. A performance do Aster FIC FIA foi -14,38% e a do Ibovespa foi +4,69%.

Esse cenário com juros mais altos afeta os *valuations* das companhias, não apenas por meio de um custo de capital maior ao descontar os fluxos de caixa futuros dos negócios, mas também afeta os próprios fluxos de caixa ao acionista, e de forma bastante desigual. Nesses momentos, negócios mais alavancados, por exemplo, encontram-se, em geral, com menos graus de liberdade do que os menos alavancados; negócios com demanda ligada a juros sofrem mais do que negócios com tickets de venda menores e demanda menos discricionária.

Gostamos de pensar o portfólio como uma *holding* não operacional de alguns dos melhores negócios do Brasil, tocados pelos melhores times. Essa *holding* teria apresentado um resultado operacional sólido nos últimos 12 meses:

Média Ponderada	3Q22 LTM ¹ vs. 3Q21 LTM
Crescimento de Receita	22%
Crescimento de Ebitda	24%
Crescimento de Lucro Líquido	21%
ROIC	18%

Apesar dessa performance dos negócios, a nossa performance foi frustrante. Discutiremos as duas grandes influências nas performances das ações:

1. Revisões de lucro: Ao avaliar nossas estimativas de EPS² para os negócios do portfólio, vemos que, ao longo de 2022, tivemos uma revisão de EPS estimado para 2023 de apenas -1%. Isso é uma média ponderada pelo tamanho das posições, e há uma dispersão relevante das revisões: desde -27% para XP até +30% para MELI.

Essa ótica é importante, mas deixa de fora um aspecto muito relevante para o ano de 2022: posições que estiveram no portfólio, mas foram zeradas. Essas empresas também tiveram revisões de estimativas de lucros, e bem mais negativas do que as companhias que ainda estão no portfólio: uma revisão média de EPS 2023 de -40%.

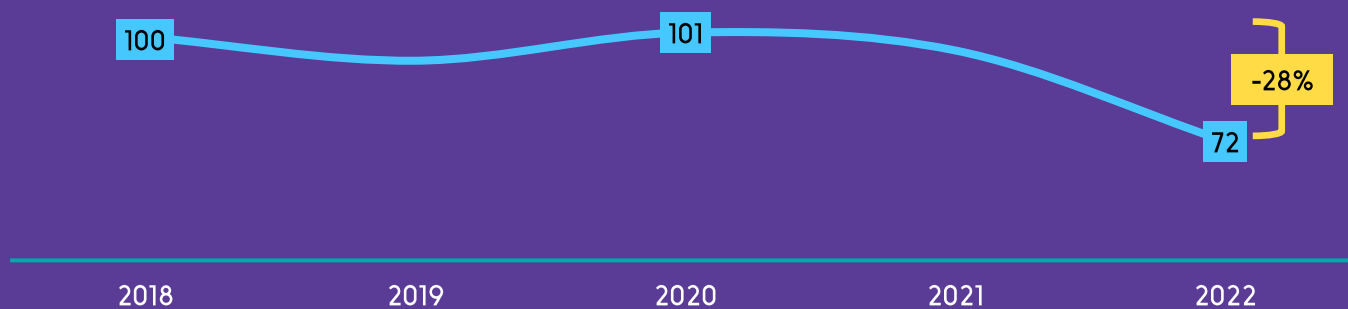
2. Contração de múltiplos: A força mais preponderante para explicar as performances do ano foi, portanto, a contração de múltiplos. O P/E³ do portfólio contraiu 32% ao longo de 2022.

Para conseguirmos avaliar se essa contração de múltiplo foi excessiva ou não, utilizamos a performance de uma cesta de títulos públicos longos⁴ com *duration* próxima ao portfólio como *proxy* do efeito da taxa livre de risco, cujo valor caiu 14% no mesmo período. Ou seja, vemos uma contração de múltiplos de 21%⁵ em excesso ao que o movimento dos juros sugeriria.

Para termos um cenário mais completo, mesmo incorporando 2019 e 2020, que foram anos de expressiva expansão de múltiplos, enxergamos evidências de que estamos em um ponto em que a contração de múltiplos foi além do que somente o macro explicaria, implicando, então, em um aumento do prêmio de retorno esperado para investir nesse portfólio.

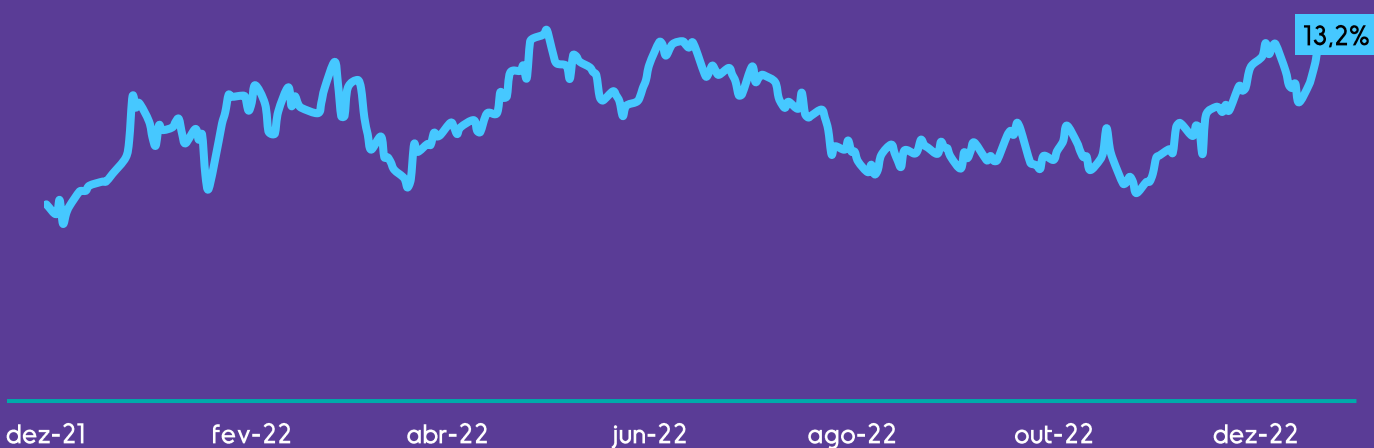
Para estimar a performance relativa do múltiplo do portfólio, dividimos a performance do múltiplo médio do portfólio pela performance da cesta de títulos públicos longos de 2018 até hoje. Essa análise sugere uma contração de múltiplo de 28% em excesso à taxa livre de risco, ou seja, um aumento relevante do prêmio de risco para se investir nesse portfólio.

Performance de Múltiplos / Cesta de Títulos Públicos Longos (Base 100 = 2018)



Entendemos que a combinação dos fatores acima sugere um atrativo cenário de retornos esperados para os negócios que continuarem entregando uma performance operacional sólida. Mesmo com um aumento na Taxa Pré de 3 anos de 224 bps ao longo de 2022, vemos um delta atrativo da TIR esperada do portfólio vs. a Taxa Pré de 3 anos (*proxy* para o prêmio de risco para o investimento nesses negócios do portfólio).

Equity Risk Premium (TIR Esperada do portfólio - Taxa Pré de 3 anos)



Um outro capítulo importante nesta discussão sobre o portfólio ao longo de 2022 são as mudanças realizadas.

A deterioração do cenário de inflação e juros - no Brasil e no mundo desenvolvido - levou a revisões mais frequentes dos nossos investimentos. As repercussões dessa mudança de cenário foram muito diferentes entre as companhias do portfólio, e alguns riscos operacionais tiveram um aumento significativo na probabilidade de materialização. Algumas dessas companhias negociavam também a múltiplos de curto prazo mais altos, e concentraram a nossa redução de exposição.

Posições que estavam no portfólio ao fim de Dezembro 2021 e foram zeradas ao longo do ano somavam 24% do portfólio no começo do ano: Amazon, Alpargatas, Hapvida, Petz e VTEX. Dessas, VTEX não teve uma revisão de lucro negativa ao longo do ano, mas tinha o múltiplo mais alto do portfólio, enquanto as outras 4 companhias tiveram uma revisão média de lucro 2023 de -36% ao longo de 2022, além de múltiplos de curto prazo que não foram compensados por resultados fortes. Essas cinco companhias geraram um attribution de -6,3% em 2022, e fecharam o ano a um preço em média 30% menor que nosso preço médio de venda.

Essas reduções abriram espaço para executarmos um aumento de exposição de 26% em companhias que, além de passarem em nossos critérios de qualidade, negociavam a múltiplos de curto prazo mais baixos que a média do portfólio. Itaú e Hypera concentram mais da metade desse aumento, e trouxeram fortes resultados operacionais, balanços sólidos e atrativa margem de segurança.

Nosso foco em negócios de qualidade permanece, e continuamos mantendo no portfólio companhias que possuem múltiplos de curto prazo mais altos, como Weg, RD e MELI, pois entendemos que a durabilidade do crescimento dessas companhias vai mais do que compensar o alto múltiplo de curto prazo.

**“Não dá para ultrapassar 15 carros debaixo do sol,
mas, quando está chovendo, é possível”**

Ayrton Senna

O período após a eleição trouxe um cenário de maior risco fiscal no Brasil, com efeitos negativos sobre as expectativas de inflação e juros. A probabilidade de que tenhamos que viver com juros altos por mais tempo aumentou, e o efeito disso nos negócios não é homogêneo.

Em cenários mais desafiadores, reforçamos ainda mais nosso foco em negócios com boa dinâmica operacional micro e times provados. No Brasil, é razoavelmente bem estabelecido o fenômeno em que os fortes “ultrapassam muitos carros” em tempos chuvosos, e entendemos que nosso portfólio tem muitas companhias que construíram a capacidade de executar mais e melhor do que seus concorrentes, de maneira que a mesma chuva que cai sobre todos tenha um efeito mais suave sobre elas do que em seus concorrentes, o que permite que essas companhias abram novas frentes de criação de valor aos seus acionistas.

Trazemos abaixo alguns exemplos de companhias do portfólio em posição vantajosa para ultrapassar muitos concorrentes nesse período mais "chuvoso":

Itaú Unibanco

O Itaú Unibanco (Itaú) possui um longo histórico de alocação de capital, crescimento rentável e habilidade de aproveitar momentos mais desafiadores para gerar valor aos seus acionistas. Exemplos disso foram as aquisições do BBA em 2002 e do Unibanco em 2008.

Estamos vivendo um momento desafiador no ciclo de crédito no Brasil, com deterioração da inadimplência, e o Itaú não apenas está apresentando resultados de curto prazo muito superiores aos seus pares, como também saiu na frente dos outros incumbentes em decisões de longo prazo, encarando o desafio de executar uma transformação digital em seu negócio, colocando de fato o cliente no centro das decisões, adaptando incentivos, estrutura hierárquica e forma de trabalhar.

Como resultado disso, esperamos uma continuação da superioridade operacional do Itaú não apenas em relação aos seus concorrentes tradicionais, como também em relação às Fintechs de maneira geral.

Totvs

A Totvs adicionou, nos últimos 12 meses, BRL 900 mi de Receita Anual Recorrente (ARR) em seu maior segmento de negócio, ERP, o que se compara a BRL 710 mi de receita anual total de seu principal concorrente no segmento, e ainda deve começar 2023 com um caixa líquido de aproximadamente BRL 1 bi. E tudo isso enquanto continua a desenvolver as outras vias mais transformacionais de crescimento (Techfin e Business Performance). Ela conquistou o direito de jogar na ofensiva, e tem à sua frente um terreno fértil para aquisições.

Localiza&Co

Após anos de restrição de crescimento por falta de suprimentos das montadoras de veículos, competição mais acirrada com a Movida e estado de espera para a conclusão da aquisição da Unidas, a Localiza iniciou o ano de 2023 em uma posição competitiva muito mais forte, com uma frota 2,6x a do seu principal concorrente no segmento, menos alavancada (2,4x vs. 3,5x Dívida Líquida/EBITDA do concorrente) e entregando *spread* de ROIC e custo de dívida 2x melhor que o concorrente. Somada à sua provada capacidade de disciplina de capital, vemos uma combinação valiosa de qualidade, crescimento e *valuation* atrativo.

Banco BTG Pactual

O Banco BTG Pactual (BTG) está na melhor situação competitiva desde o início da sua história: desenvolveu em pouco tempo um negócio de investimentos que cresce muito rápido, tem diversificado e evoluído suas fontes de receitas, continua mantendo a liderança em sua franquia de Investment Banking e tem uma *partnership* madura e testada, que ajuda a manter uma máquina irreplicável de recrutamento e retenção de talentos.

Enquanto alguns incumbentes sofrem com o ciclo atual de crédito, vemos o BTG mudando seu patamar de geração de lucro nos últimos anos (esperamos um lucro maior que BRL 10 bi em 2023) e bem posicionado para continuar ultrapassando concorrentes nesse período mais desafiador.

Rede D'or

Hoje, a Rede D'Or é o maior player do segmento hospitalar privado do país, contando com 69 hospitais e 11.000 leitos totais - 3x maior do que o seu principal competidor. Nos próximos 3 anos, acreditamos que a companhia adicionará cerca de 6.000 novos leitos, um total equivalente à soma dos leitos que o segundo e terceiro players possuem hoje.

Ao executar essa expansão, esperamos ver a Rede D'Or construindo uma companhia em 2025 com o Ebitda maior do que a receita de hospitais de seu maior concorrente, que está hoje com 5x Dívida Líquida / Ebitda de alavancagem e capacidade de investimento comprometida.

Mercado Livre (MELI) e Raia Drogasil (RD)

MELI e RD construíram plataformas com vantagens competitivas fortes, já estão acelerando a diferença de performance em relação aos concorrentes, e esperamos que aproveitem os tempos desafiadores para expandir ainda mais suas vantagens. Além disso, elas também têm em comum a nossa tese de publicidade digital, que detalharemos a seguir.

A Terceira Onda da Publicidade Digital

Publicidade digital deu origem a um grupo de companhias que concentrou 3 das 5 maiores capitalizações de mercado no mundo ao longo dos últimos 5 anos - Google, META e Amazon. No entanto, essa geração de valor foi concentrada nos Estados Unidos, enquanto as outras regiões do mundo ficaram assistindo.

Após anos de evolução do segmento, finalmente surgiram veículos de investimento no Brasil. Entendemos que o advento das *Retail Media Networks (RMNs)* – ou a terceira onda da publicidade digital, seguida da busca (*search*) e da publicidade em redes sociais (*social media advertising*) – traz oportunidades de investimentos bem atrativas, e nossas posições de MELI e RD têm esse fenômeno como pilar essencial.

No caso do MELI, estimamos que a receita de *digital ads* pode chegar a 4% do GMV em 4 anos, o que significaria um lucro operacional (Ebit) de USD 1,7 bi vindo apenas desse segmento. Caso esse cenário se materialize, isso significaria que *digital ads* se tornou a principal fonte de lucro da companhia, e então avaliáramos apenas esse segmento sozinho a um valor equivalente à capitalização de mercado total do MELI hoje.

A RD segue uma estratégia diferente do MELI em *digital ads*, mas não menos relevante. A RD tem um negócio com Retorno sobre Capital Investido (ROIC) muito bom, maior do que 20%, que é obtido por meio de um giro alto combinado com margem baixa. Nos últimos anos, a RD tem apresentado uma margem líquida ao redor de 3%, o que implica que mudanças pequenas de margem podem ser muito impactantes. Estimamos que a execução bem-sucedida da estratégia de *digital ads* pode adicionar de 100 a 150bps de margem líquida à RD, o que significaria um incremento de lucro de 30% a 50% ao longo dos próximos 4 anos, em adição ao já robusto crescimento de lucro quase 20% ao ano advindo da estratégia clássica de expansão da companhia.

Como esse potencial impacto é muito relevante em posições que somam 11% do portfólio, aprofundaremos a discussão sobre as *RMNs*.

O resumo da discussão das próximas páginas é que o ecossistema de publicidade digital passou muitos anos evoluindo, melhorando substancialmente sua precisão de segmentação, e, com isso, criando negócios excepcionalmente rentáveis. Essa evolução gerou uma onda crescente de preocupação com privacidade e mudanças regulatórias, que, combinadas com o aumento de complexidade do setor, passaram a ameaçar justamente esse valioso ganho de precisão que o ecossistema havia conquistado.

Operações com alta densidade de dados próprios (*1st party data*) precisos se tornaram alternativas viáveis e escaláveis para endereçar esse problema. A demanda por espaços eficientes de anúncios não mudou, mas os anunciantes precisaram encontrar novos caminhos. Entendemos que a nova alternativa mais relevante são as *RMNs*.

Ao anunciar na Amazon, por exemplo, o anunciante não está dependendo de uma complexa e polêmica rede de monitoramento de comportamento digital do público, mas sim de dados pertencentes à Amazon: demografia, histórico de compras, histórico de interesse etc. Com isso, não só o anunciante pode determinar características do público-alvo dele, como também saberá com precisão qual a venda efetiva gerada pela campanha.

Não achamos que o fato da Amazon ter criado esse negócio implica que qualquer e-commerce relevante também conseguirá. Mas entendemos que MELI e RD, especificamente, já estão conseguindo, e essa conclusão é uma peça essencial para o nosso investimento nas duas companhias.

As próximas páginas buscarão fundamentar com mais detalhes esse nosso resumo.

Os primeiros passos do mercado de publicidade digital

No começo do mercado de publicidade digital, um anunciante (ou uma agência que o representasse) comprava espaços publicitários diretamente dos grandes portais de conteúdo. A negociação desses espaços disponíveis (inventário de mídia), normalmente em formato de banners, se dava por número de mil impressões de uma página, ou por um valor fixo por período. Essas negociações eram feitas uma a uma, pois não havia um formato padrão para o tamanho dos banners, a forma de cobrança, a contagem e as medições.

Muitos portais de conteúdo acabavam com alguns espaços não vendidos e, nesses casos, vendiam esses espaços com desconto para agregadores conhecidos como *Ad Networks*. Essas *Ad Networks* começaram a desenvolver relacionamentos com os anunciantes e agências, atuando como intermediários para os portais de conteúdo. Além do papel de intermediário, criaram muitas das funcionalidades que são usadas até hoje, como organizar o inventário de mídia disponível em cada portal de conteúdo, padronização de formatos e um início de organização das audiências, ou seja, mais informações sobre a navegação nas páginas e nos anúncios.

Em 2000, o Google lançou a Google AdWords (hoje Google Ads), uma *Ad Network* que junta os resultados de buscas realizadas no Google (nesse momento o Google já era o líder mundial de mecanismo de buscas na internet) ao cookie de navegação, pequeno arquivo de informações que os sites salvam nos navegadores identificando de forma única cada dispositivo que se conecta àquele site. Essa força de trazer ao anunciante a possibilidade de associar palavras-chave aos resultados de buscas marca o início de uma nova fase na publicidade digital.

Evolução do ecossistema

Ao longo do tempo, a complexidade do ecossistema só cresceu, trazendo evoluções tecnológicas e novas plataformas de negociação de mídia. Os cookies, por sua vez, ganharam ainda mais importância, tornando-se um componente essencial na criação de audiências e identificação de usuários por trás dessas novas plataformas.

Abaixo, detalhamos os agentes mais importantes da evolução do ecossistema.

Ad Exchanges

São marketplaces de mídia direta entre anunciantes e detentores de espaço publicitário. Uma evolução do modelo de *Ad Networks*, pois nas *Ad Exchanges* não há dependência de um intermediário agregando o inventário de mídia e determinando, conforme suas próprias regras, a efetivação da demanda por espaço com a oferta.

As *Ad Exchanges* viabilizaram as *DMPs*, *SSPs* e *DSPs*, que, por sua vez, potencializaram a segmentação de anúncios com base em comportamento do usuário.

Data Management Platforms (DMPs)

As *DMPs* são agregadores de dados capazes de cruzar os cookies de navegação de diferentes sites e dispositivos móveis e criar um identificador único de pessoas, possibilitando, assim, que os anunciantes pudessem finalmente direcionar seus anúncios a um público-alvo mais preciso.

A combinação das *Ad Exchanges* com as *DMPs* viabiliza, por exemplo, que um anunciante segmente uma campanha apenas para mulheres de 35 a 45 anos de idade, que navegaram em sites de moda nos últimos 30 dias, têm a intenção de comprar um sapato, nunca acessaram o site do anunciante e estão na região de São Paulo.

A campanha deixa de escolher somente o local (portal de conteúdo) em que será apresentado o anúncio, e passa a focar no público-alvo (audiência), independente de onde essa audiência esteja. Isso se torna possível por meio do uso de dados de terceiros (obtidos por meio de *3rd party cookies*), que permitem que esses identificadores únicos sejam criados, às custas da compra e venda de dados das pessoas que navegam na internet.

Demand Side Platforms (DSPs)

São os softwares agregadores de demanda que concentram dados de audiência, inclusive se conectando a fontes de dados externas. As *DSPs* se conectam às *Ad Networks* e *Ad Exchanges* e oferecem ao anunciante a possibilidade de acessar um alto volume de tráfego qualificado por meio de um só lugar.

Supply Side Platforms (SSPs)

São os softwares que organizam os diferentes tipos de inventário de mídia dos produtores de conteúdo (diferentes formatos, como mobile e desktop).

Os desafios do ecossistema

Esse ecossistema que passou anos evoluindo e melhorando a precisão da segmentação dos seus anúncios sofre, no entanto, algumas mudanças estruturais:

1. Preocupação crescente com privacidade e uso de dados dos usuários;
 - a. Perda de sinal devido à decisões de companhias (Apple iOS, remoção de cookies pelos navegadores)
 - b. Mudanças regulatórias;
2. Novos formatos de mídia e fragmentação de audiência;
3. Busca por maior transparência pelos anunciantes.

1. Preocupação crescente com privacidade

O uso de dados pessoais para construir audiências cada vez mais precisas tem gerado um desconforto dos usuários, o que chamou atenção tanto de reguladores quanto de certas empresas de tecnologia.

a. Perda de sinal devido às decisões de companhias

O sucesso dos smartphones permitiu o crescimento do uso de aplicativos e, com isso, a explosão das redes sociais. O Facebook (META) e o Google, através da construção de suas próprias *Ad Exchanges* (FBX e Google AdX), criaram os dois maiores ecossistemas fechados de publicidade digital, que ficaram conhecidos como “*walled gardens*”.

Isso significa que um anunciante interessado em comprar um determinado público-alvo que (1) tenha sido identificado utilizando dados de *search* do Google ou (2) estivesse fazendo um *search* no Google, obrigatoriamente deveria trabalhar com a AdX do Google. E o mesmo raciocínio para as redes sociais do META e a FBX.

Mas, em resposta à crescente preocupação dos usuários com privacidade, viabilizadores da infraestrutura da publicidade digital estão tomando certas decisões que estão causando perda de sinal.

A “perda de sinal” é a perda gradual e inevitável da infraestrutura e capacidade de rastreamento que as *DSPs* herdaram do modelo criado pelas *Ad Networks* e *Ad Exchanges*, incluindo identificadores (*IDs*) de anúncios móveis, cookies de terceiros e dados de dispositivos móveis. O que afeta a qualidade do sinal é o conjunto de todas as informações que os anunciantes recebem da interação do usuário com sua campanha, e a deterioração da qualidade dificulta a análise de resultados das campanhas em andamento e, principalmente, o planejamento das campanhas futuras.

Essa onda começou em 2014, quando os navegadores Firefox e Safari lançaram funcionalidades de bloqueio de cookies com a intenção de fortalecer a privacidade de seus usuários. Em 2017, o Safari lançou o *Intelligent Tracking Prevention* e, em 2021, a Apple lançou a versão 14.5 de seu sistema operacional para smartphones, trazendo ao usuário o controle de compartilhamento de seus dados com terceiros, afetando diretamente empresas como META e o futuro do uso de dados de terceiros (*3rd party data*). Por fim, o Google atrasou, mais uma vez, agora para final de 2024, a retirada dos *3rd party cookies* do seu navegador Chrome. São justamente essas mudanças implementadas por Apple e Google que estão criando uma ameaça existencial para a segmentação de audiências.

Essa incerteza, inclusive, nos remete à década anterior, quando ainda havia essa dificuldade de direcionamento preciso dos públicos-alvo e da atribuição. A peculiaridade do momento atual é que o cookie de terceiros (*3rd party cookies*), usado como pilar para construção dos identificadores únicos, e também para captura de dados dos usuários, está sendo descontinuado por toda a indústria. Sendo assim, as *DSPs* perdem muitas das funcionalidades construídas até então, pois as regras do jogo mudaram.

b. Mudanças regulatórias

Governos também começaram a implementar mudanças regulatórias que afetaram a segmentação de audiências. Em 2018, a União Europeia aprovou a *GDPR (General Data Protection Regulation)*, arcabouço regulatório que dá início a um maior controle sobre uso de dados pessoais na internet, com o uso subsequente para publicidade digital.

Em 2018, o Brasil aprovou a LGPD – Lei Geral de Proteção de Dados –, que passou a ser de fato aplicada a partir de Agosto de 2020, e é inspirada na GDPR.

2. Novos formatos de mídia e fragmentação de audiência

Para Google e META, a concorrência aumenta com novas mídias surgindo e crescendo, como TVs conectadas (CTVs) e as *RMNs*, além de novas redes sociais roubando a atenção de usuários e apresentando funcionalidades de comércio integradas, como o TikTok, que deve atingir o mesmo share de atenção dos usuários norte-americanos que o Instagram já em 2024⁶.

Além da fragmentação, o ecossistema inteiro de publicidade digital passou a sofrer com a incerteza de que a atribuição – a relação entre o investimento na campanha e seu resultado – esteja realmente correta, justamente por causa do contínuo aumento de sinais diferentes (tvs conectadas, videogames, novas redes sociais etc.).

3. Busca por maior transparência pelos anunciantes

A reação natural de agências e anunciantes de publicidade é a de procurar mídias com maior transparência, melhor qualidade de dados de público-alvo, inventário de mídia de tamanho relevante, capacidade de integração tecnológica com todo o *stack* de tecnologia já existente e, principalmente, com menor exposição às restrições impostas pelas legislações de privacidade que seguem entrando em vigor em todo o mundo.

Amazon e Retail Media Network

Desde 2001, a Amazon fala do potencial da publicidade digital em seus *calls*, sendo que a partir de 2017 esse tema mudou de patamar.

A receita da Amazon com publicidade é o principal símbolo do sucesso das *RMNs*. Esse é o segmento que mais cresce nos Estados Unidos⁷. Nos últimos 12 meses, a Amazon gerou USD 36 bi de receita global em publicidade. Essa é a fonte de receita com maior margem na companhia consolidada e estimamos um Lucro Operacional (Ebit) de publicidade de USD 27 bi, já quase 20% maior que o Ebit da AWS, tornando-se, assim, a principal fonte de lucro da companhia. E isso com apenas 12% de market share no mercado americano de publicidade digital⁸.

O mercado mundial de publicidade digital deve atingir mais de USD 570 bi em 2022. Somente o mercado de publicidade digital dos Estados Unidos representa mais de USD 240 bi, dos quais as *RMNs* representam USD 40 bi, mais que o triplo de 2019⁸.

As *RMNs* têm pouca padronização, e o segmento ainda pode incluir a publicidade que roda em outros websites, aplicativos, ou redes sociais. Por meio de uma *DSP* de um marketplace, passa a ser possível fazer um anúncio em um portal de notícias não relacionado ao marketplace, buscando apenas um público que já comprou em determinada categoria no marketplace - ou seja, usando dados da audiência do próprio marketplace, ou o que chamamos de *1st party data* (dados originados pelo próprio site, e não comprados de terceiros).

6. eMarketer, Abril 2022.

7. eMarketer, Março 2022.

8. eMarketer, Outubro 2021.

Dito isso, ao redor de 80% dos investimentos em *RMN* são concentrados no próprio canal de e-commerce⁹. E, desse canal, mais de três quartos dos anúncios estão ligados ao formato de resultados de buscas e o restante em *display* (anúncios em banners)⁹. Isso mostra como é forte a conexão entre busca de produtos e publicidade, e a importância de funcionalidades de buscas avançadas nos ecommerces e marketplaces.

Nesse caso, um anunciante pode, dentro de um marketplace, comprar anúncios em formato de resultados de pesquisas usando sua experiência de anos trabalhando com esse tipo de anúncio no Google, mas, dessa vez, usando a *DSP* do marketplace e dados reais da audiência desse marketplace para aprimorar sua campanha. Tudo isso com a tranquilidade de trabalhar com dados *1st party*.

Os grandes varejistas e marketplaces têm uma enorme oportunidade pela frente. Se esse potencial for bem explorado por meio de suas *DSPs*, poderão seguir um desenvolvimento parecido ao de Google e META, com a possibilidade de fazer anúncios com combinações de dados *1st party* que só eles têm, possivelmente criando seus próprios *walled gardens*.

Surfando o crescimento das *RMNs* na América Latina

A fonte clássica de recursos para investimento em mídia é a área de Marketing das grandes companhias. Mas as *RMNs* têm acessado orçamentos de Trade Marketing, que são uma fonte nova de orçamento para publicidade digital, vinda das áreas comerciais dos anunciantes, e não das áreas de marketing - efetivamente aumentando o mercado endereçável.

As *RMNs* têm se provado uma boa forma de atender aos objetivos das promoções no canal de vendas: visibilidade de produtos, proximidade ao fechamento da compra e posicionamento vantajoso em relação à concorrência. Isso tem ocorrido na arena digital, de forma massiva e rápida, sem que os desafios discutidos anteriormente (perda de sinal, transparência e privacidade) acarretem em perda de precisão.

De acordo com o MELI¹⁰, 70% das buscas de produtos no Brasil já são iniciadas em plataformas de e-commerce, sendo que, no MELI, 80% dessas buscas são relacionadas a produtos sem marcas, ou seja, o consumidor procura por produtos usando termos genéricos como "tênis", "sandálias", "televisão". Portanto, há uma boa oportunidade para anunciantes se apropriarem disso, tornando-se a marca de destaque nesse momento em que o consumidor ativamente manifesta seu interesse.

A migração do início da jornada dos usuários para dentro de varejistas e marketplaces (em vez de mecanismos de busca) retroalimenta a evolução da experiência de navegação, das funcionalidades e tecnologias de busca. Há aproximadamente uma década, a meta de experiência do usuário em sites de e-commerce e marketplaces era focada em encontrar o produto rapidamente, levar para o carrinho de compras e realizar o pagamento o quanto antes. Isso mudou, e hoje os marketplaces generalistas buscam aumentar o número de páginas visitadas, filtros em buscas e tempo de navegação. Isso tudo auxilia na criação de mais inventários de mídia. Ou seja, quanto mais tempo de navegação e/ou visualização de páginas, mais oportunidades de apresentar novos anúncios.

Dado o contexto, enxergamos um caminho a ser percorrido por empresas na América Latina que queiram construir um ambiente propício para o desenvolvimento de uma estratégia de *RMN*. Esse caminho pode ser, de forma geral, resumido em cinco passos.

1. Construção manual de um inventário de mídia. Normalmente através de banners dentro dos sites de ecommerce dos varejistas. Essa estratégia ajuda a empresa a entender o apetite de investimento da indústria e experimentar as ferramentas de busca, gestão de catálogo e medição necessárias para gerar os dados que os anunciantes necessitarão;
2. Desenvolvimento de uma *Ad Network* para gestão do inventário de mídia criado no primeiro passo. Nessa fase, a empresa começa a trabalhar com tecnologias de publicidade digital que permitirão o ganho de escala e conexão com agências de publicidade dos anunciantes;
3. Entregar para os anunciantes a capacidade de criar campanhas por produto com a possibilidade de realizar as funções básicas de uma campanha digital, como pausar, acompanhar quantidades de cliques e, principalmente, construir clusters de público-alvo baseados nos dados proprietários do varejista. É nesse passo que a vantagem competitiva do canal de *RMN* começa a aparecer e se diferenciar dos demais canais de mídia digital;
4. Criar a capacidade de entregar tudo feito até o momento de uma forma *self-service*, ou seja, sem a necessidade de ajustes manuais sendo realizados pelo time do varejista e entregando para as agências e anunciantes funcionalidades de mídia programática e *real-time bidding*;
5. Criar a capacidade de se integrar com outras plataformas de publicidade, *Ad Networks* e soluções de tecnologia de agências de publicidade, além de ferramentas de "clean room", que são focadas em executar campanhas publicitárias direcionadas, aplicar limite de frequência, medir o desempenho de campanhas e executar atribuição de mídia em um ambiente controlado de privacidade de dados.

A força do generalista - MELI

Assim como na Europa e nos Estados Unidos, os anunciantes e agências de publicidade vivem no Brasil os mesmos desafios já mencionados: busca por transparência na gestão de suas campanhas, perda de sinal no complexo ecossistema de mídia digital e, principalmente, a legislação voltada à privacidade do usuário. Esse último com detalhes específicos da região.

Embora o segmento de *Retail Media* esteja apenas começando no Brasil, estimamos que, já em 2022, o MELI tenha ao redor de BRL 1 bi de receita apenas de *advertising* no Brasil, o que, de acordo com nossas estimativas, implicaria um market share de aproximadamente 3% em publicidade digital no país.

Impressionou a velocidade do MELI na construção das diferentes ofertas e funcionalidades do Mercado Ads tanto para seus *sellers* como para grandes anunciantes e agências de publicidade digital.

Podemos ver os passos percorridos pela Amazon já sendo executados de maneira sólida nos produtos do Mercado Ads. Da solução de trade marketing que entrega impacto e visibilidade para a marca do anunciante, passando pela funcionalidade de Audience Display Native que permite a construção de audiências inteligentes dentro de toda a jornada de compra do usuário do Mercado Livre, chegando até o Audience Deals, que merece destaque a parte.

Audience Deals é a solução de mídia programática do Mercado Ads que permite criar campanhas fora do MELI, com audiências qualificadas pelo comportamento dos usuários dentro do marketplace. Ou seja, passa a ser possível comprar, por meio da DSP do MELI, um espaço para anúncio em um portal independente de notícias, direcionado apenas a usuários que já compraram determinada categoria no marketplace. É, portanto, um potencial maior do que o tráfego do marketplace.

A Amazon ter conseguido desenvolver um negócio muito relevante não implica que qualquer outro grande ecommerce consiga também – muitas operações grandes não conseguirão ganhar relevância nisso. A jornada é complexa, e, mais uma vez, vemos a capacidade de tecnologia do MELI fazendo diferença em relação aos concorrentes.

A profundidade do especialista - RD

O poder que o Mercado Livre conquistou com vendedores e compradores através de investimentos em tecnologia, logística, soluções financeiras e publicidade o transformou na maior plataforma de ecommerce generalista da América Latina. Ainda assim, acreditamos que, no Brasil, a estratégia de marketplace especialistas ou verticais pode crescer junto com os generalistas, principalmente para setores com especificidades de produtos ou regulamentações, como Saúde e HPC (Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos).

Em 2022, o valor investido somente em publicidade digital para os setores de Saúde e HPC deve chegar a aproximadamente BRL 1,1 bi¹¹. Assim como nos demais setores, esse valor está fortemente concentrado nos serviços de Google e META. No entanto, além das restrições de publicidade em certos produtos no Brasil para esses setores, o Google limita a publicidade de alguns produtos ou substâncias, como, por exemplo, a creatina presente em diversos produtos da linha fitness.

A Raia Drogasil (RD) já provou sua capacidade e qualidade como varejista. Não apenas é a líder indiscutível em seu mercado, mas também é a que mais cresce e melhor executa sua estratégia digital. A RD saiu na frente na aceleração de seu ecommerce e hoje o ecommerce da companhia sozinho seria a 5ª maior rede de farmácias do Brasil. Estimamos que em algum momento de 2023 a "RD Digital" já se torne a 4ª maior. Esse canal tem sido reforçado por sua estratégia de marketplace, uma vez que estimamos que ao redor de 90% dos produtos disponíveis no site já são de terceiros.

Com o lançamento do RD Ads em 2017 e a aquisição da eLoopz em 2022, a empresa fundamenta quatro pilares essenciais de uma estratégia de *RMN*:

1. Sortimento. A RD expandiu seu sortimento tanto em profundidade quanto em novas categorias de produtos e serviços. Isso permite que clientes passem mais tempo nos sites, aplicativos e farmácias da RD buscando por produtos e estando assim mais propensos a serem expostos a diferentes campanhas de marketing no site ou nas telas digitais já presentes nas farmácias;

2. Busca. É a principal funcionalidade dentro do ecommerce para mídia e início da jornada da maioria dos visitantes de sites e aplicativos. A busca se torna a melhor maneira de capturar intenções de compra direcionando o produto correto de um catálogo tão extenso, além de ser a base das primeiras funcionalidades de *RMN*;

3. Tráfego. Os anunciantes têm recursos limitados e priorizam plataformas capazes de alcançar um grande número de pessoas. A RD tem mais de 40 milhões de acessos mensais em seus sites e aplicativos, 8 milhões de clientes diários nas farmácias, 19 milhões de usuários cadastrados em sites e aplicativos, além de 46 milhões de clientes ativos por todo o Brasil com altas taxas de recência e frequência;

4. Dados 1st Party. A base do sucesso do canal de Retail Mídia é a capacidade do varejista de trabalhar com seus dados *first party* e com a gestão do consentimento do uso desses dados, ou seja, da confiança que o cliente tem com o varejista no tratamento dos seus dados.

O principal diferencial da RD é o fato de 97% das transações realizadas em suas farmácias serem identificadas. Somando isso às vendas em seus sites e aplicativos, a empresa é capaz de mensurar cada etapa e o real efeito de cada uma das campanhas de marketing que apresenta a seus clientes, podendo assim categorizar audiências e até mesmo criar promoções em tempo real no ponto de venda tanto da farmácia quanto do site ou aplicativo. Esse posicionamento da RD é único, possibilitando campanhas e mensuração precisa de resultados no online e também nos drogarias físicas.

Esses pilares permitem à RD criar uma estratégia de mídia digital completa para anunciantes e agências de publicidade focadas na vertical de Saúde e HPC utilizando seus ativos próprios, sites, aplicativos e farmácias, para campanhas de marketing e para ações de trade marketing digital, além de também ser um hub de mídia programática para fora da RD, se conectando a outros inventários de mídia.

Uma nova fase para MELI e RD

Esses fundamentos nos deixam muito positivos em relação às nossas posições em MELI e RD. Não há muita controvérsia sobre a superioridade dessas duas companhias em relação aos seus concorrentes, e nem sobre a capacidade de continuarem crescendo seus negócios com retornos atrativos. Por outro lado, entendemos que o impacto da publicidade digital é transformacional para esses negócios, e esse potencial não é suficientemente apreciado.

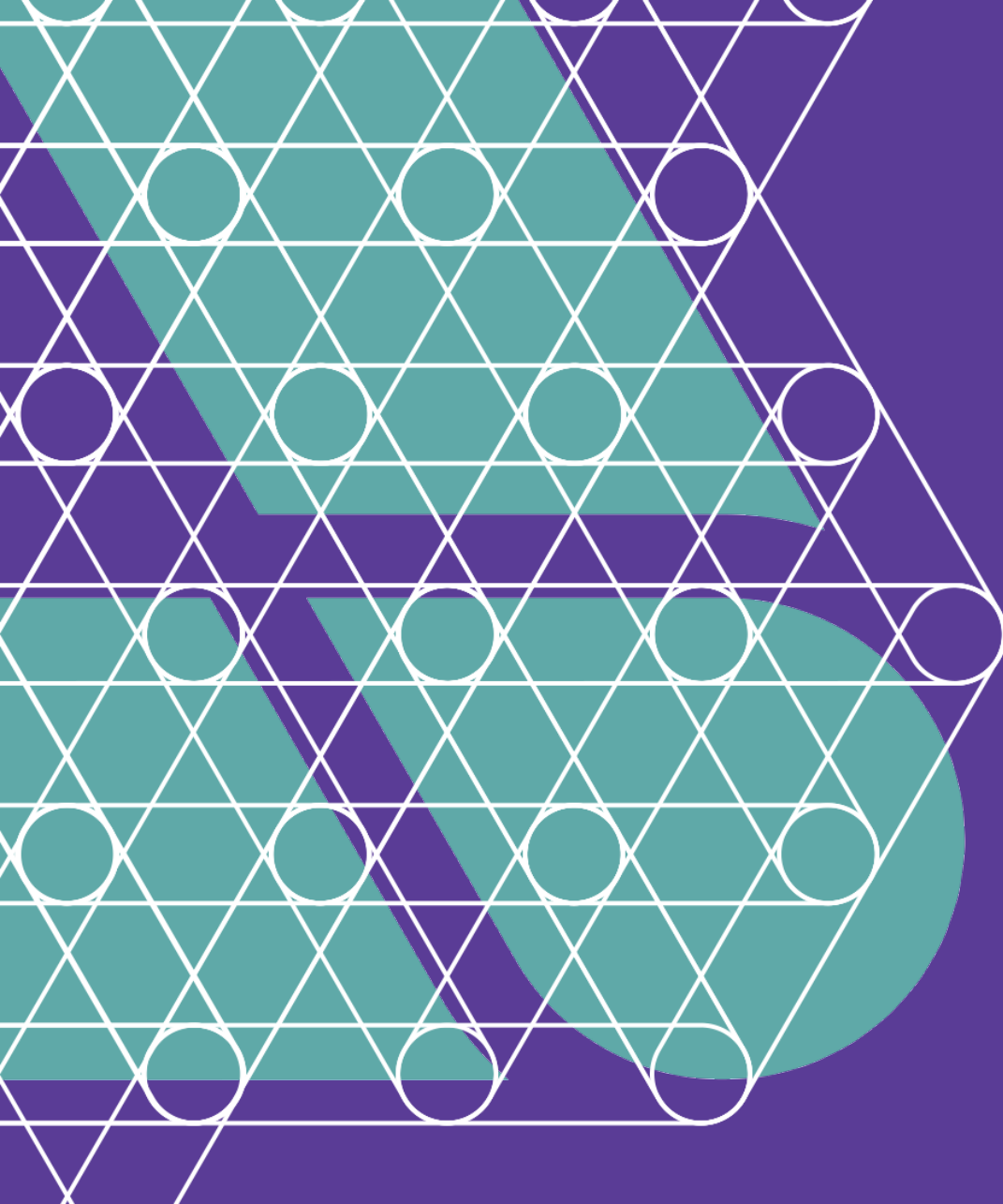
Nos últimos 3 anos, a RD teve um crescimento forte de receita e lucro, mesmo com uma pressão de despesas, pois estava não apenas expandindo farmácias, mas também construindo pilares para o futuro - principalmente seu sólido ecommerce, que é muito bem integrado com as lojas físicas da empresa. Esse desenvolvimento do ecommerce viabilizou o desenvolvimento de uma estratégia de *RMN*, também integrada com os pontos físicos. A compreensão desse caminho da RD está longe de ser consensual, e fundamenta boa parte da nossa TIR esperada de 25% na companhia (usando múltiplos de saída menores do que sua média histórica pré-covid).

O MELI passou por uma mudança relevante em sua rentabilidade após 2016, pois era um negócio com margem Ebitda ao redor de 30%, e passou a ter não apenas margem líquida negativa, como até Margem Ebitda negativa por alguns anos. Foi um período em que as referências de valuation ficaram menos tangíveis, e tínhamos que entender e comprar a construção de um negócio muito maior, alguns anos à frente, sem perspectiva de vermos lucro no curto prazo.

Agora estamos em um novo capítulo na história do MELI. Esperamos que a companhia se aproxime de USD 1 bi de lucro líquido já em 2023, e apresente um crescimento anual de lucro de 2022-2025 de 42%, nos levando a uma TIR próxima de 30%, com múltiplos de saída abaixo de sua média histórica até 2016. Esperamos que *Digital Advertising* seja responsável por mais da metade desse crescimento de lucro esperado para os próximos anos.

Reforçamos nossa disponibilidade para construir uma relação de longo prazo próxima e transparente com nossos investidores. Para nós, é essencial que nossos parceiros nos entendam bem. Agradecemos e valorizamos a confiança.

Time Aster Capital



Disclaimer

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas para esta finalidade. Nenhuma informação contida neste material constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de cotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. A Aster Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, da lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Este material não é direcionado para quem se encontrar proibido por lei a acessar as informações nele contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária a qualquer lei de qualquer jurisdição. Fundos de Investimento não contam com a garantia de administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantido de Créditos - FGC. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento utilizam 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, podendo, inclusive, acarretar tanto perdas superiores ao capital aplicado, quanto uma consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Fundos de investimento podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos podem ainda estar expostos a uma significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A Aster Capital, seus administradores, sócios e funcionários não se responsabilizam pela publicação acidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material é para uso exclusivo de seu destinatário e não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Aster Capital. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco do seu usuário.



astercapital