

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Liam Victor Dunphy

Incumbents X Newcomers:
Não é o tamanho, é a agilidade

São Paulo

2021

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa

Faculdade de Economia e Administração

Liam Victor Dunphy

**Incumbents X Newcomers:
Não é o tamanho, é a agilidade**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Nakagawa - Insper

São Paulo

2021

Liam Victor Dunphy

**Estudo de Caso Incumbents X Newcomers:
Não é o tamanho, é a agilidade**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas,
como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel em
Economia do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

EXAMINADORES

Prof. Dr. Marcelo Nakagawa

Orientador

Resumo

O trabalho terá como objetivo estudar o processo de inovação de uma incumbente e uma entrante no mercado. Cada vez mais é possível perceber o aumento de novas entrantes em segmentos consolidados que não tinham muitas expectativas de crescimento. Muitas vezes as novas companhias conseguem observar dores nestes setores, seja através de uma parcela da população que não está sendo atendida, criando um modelo de negócio diferenciado ou através de produtos substitutos. Diversas empresas conseguem caracterizar essas entrantes, como Stone, Netflix, Tesla, Beyond Meat entre outras. O foco será no setor de adquirência, comparando a Stone Pagamentos com a Cielo como empresas deste estudo de caso.

Palavras- chave: inovação, incumbentes, Stone Pagamentos e Cielo

Abstract

This paper aims to study the innovation process of an incumbent company and a newcomer. The number of newcomers in consolidated segments with little growth, is increasingly popular. These new companies can observe opportunities in these industries be it from a new possible client population or through substitute products. Several companies could be characterized as these newcomers, such as Stone, Netflix, Tesla, Beyond Meat, among others. This case study will focus specifically on innovation the payments industry, comparing innovation aspects of Stone Pagamentos and Cielo.

Key Words: innovation, incumbents, Stone Pagamentos, Cielo

Índice

1. Introdução.....	7
2. Revisão da Literatura.....	11
3. Metodologia	15
4. Stone Co.....	17
5. Cielo.....	19
6. Resultados Financeiros	21
7. Discussão	24
8. Referências.....	26

1. Introdução

Inovação é algo central à economia mundial. Para conseguir sobreviver em mercados competitivos, empresas precisam inovar. Seja, para diferenciar seu produto, para cortar custos ou até para entrar em um novo segmento, Greenwald (2005).

Atualmente, com a era de digitalização e globalização, inovações se tornaram cada vez mais fundamentais. Mercados uma vez, regionais, se tornaram globais. Qualquer tipo de produto ou serviço, está cada vez mais próximo do consumidor. Com a era da digitalização, fica cada vez mais fácil para consumidores testarem e compararem diversos produtos, Schwab (2016). Criando uma situação extremamente competitiva entre companhias do mesmo segmento. Os custos de troca de produto/serviço acabam diminuindo muito e a lealdade do consumidor também, Greenwald (2005). A inovação é necessária para a sobrevivência das companhias.

Em diversos setores, conseguimos ver exemplos de empresas inovadoras. Essas companhias acham dores em mercados consolidados, que empresas bilionárias não atacavam. As empresas que dominavam o mercado acabam percebendo que este segmento que as entrantes estão é o segmento de maior crescimento e com maiores oportunidades dentro do setor, então anos depois entram no segmento. Atrasadas e com menos *know-how* operacional, as empresas incumbentes ficam muito para trás nestes segmentos de alto crescimento. Essa entrada tardia nestes segmentos ou modelo de negócios, além de perder na onda de crescimento, pode levar a consequências extremas, Bower (1995).

Um exemplo de um entrante inovando e conseguindo ganhar muito espaço num segmento, que previamente tinha um monopólio é a Stone Pagamentos. A empresa que foi fundada em 2012, entrou no segmento de aquisição onde as líderes do setor: Cielo e Rede tinham como donos os principais bancos do Brasil. A Cielo, com o Banco do Brasil e o Bradesco e a Rede com o Itaú. A Stone, entrou no segmento focando numa parcela da população que não era bem servida pelas duas principais companhias: o segmento das pequenas e médias

empresas (PMEs), oferecendo serviços melhores e personalizados, Stone (2020).

Em 2012, a Cielo teve como receita líquida mais de R\$5,4 bilhões de reais, Cielo (2013). Com os últimos dados da Economática (2007) do dia 24 de setembro de 2021, o valor de mercado da Stone é de U\$12,360 bilhões, usando o câmbio dólar para real de 5,3441 da própria plataforma da Economática (2007), a empresa tem um valor de mercado de R\$66,053 bilhões. Adicionando a dívida líquida no final de 2020 da companhia de R\$4,48 bilhões Stone (2021), o *Enterprise Value* da companhia chega a R\$70,533 bilhões. Considerando a receita líquida da empresa no final de 2020, Stone (2021), de R\$3,32 bilhões, convertendo com mesmo câmbio Economática (2007), a empresa atualmente está sendo negociada a 19,90 vezes a receita de 2020 na bolsa Nasdaq. Enquanto a Cielo, usando os últimos dados da Economática do dia 24 de setembro de 2021, a empresa tem um *Market Cap* de R\$6,537 bilhões, somado aos R\$4,74 bilhões da dívida líquida Cielo (2020) da empresa no final de 2020, a empresa tem um *Enterprise Value* de R\$11,277 bilhões. Usando a receita líquida do ano de 2020, advinda da DFP da empresa Cielo (2020) que foi de R\$11,19 bilhões, a empresa está sendo negociada a 1,01 vezes receita de 2020. Para os fins de comparação entre as duas empresas, o principal indicador será o múltiplo *Enterprise Value / Receita*, dado que ele leva em consideração a estrutura toda de Capital da companhia e mostra como o mercado tem precificado ambas as empresas, Damodaran (1996). Como pode ser visto na Tabela 1 abaixo, existe uma grande diferença entre as empresas. Apesar da receita da Cielo ser 3,37 vezes maior que o da Stone, o *Enterprise Value* é 6,25 vezes menor.

Tabela 1 – Comparação de Valor de Mercado e Receita das Companhias Stone

	Stone	Cielo
Ano de Fundação	2012	1995
Valor de Mercado (Reais Bi)	66,05	6,54
Dívida Líquida (Reais Bi)	4,48	4,74
Enterprise Value (Reais Bi)	70,53	11,28
Receita (Reais Bi)	3,32	11,19
Enterprise Value / Receita	19,90	1,01

Fonte – Economática (2007), Stone Co (2021), Cielo (2020).

Existem vários outros exemplos de empresas que inovaram em setores onde já existiam companhias consolidadas. A Stone inovou, olhando para uma parcela da população que não era bem atendida pelas empresas consolidadas, sem mudar muito as principais dinâmicas do setor, Stone (2021). Empresas como Tesla, a principal empresa no segmento de carros elétricos, Plumer (2021) e a Beyond Meat, principal produtora de carnes vegetarianas, Beyond Meat (2021), enxergaram produtos substitutos em seus mercados. No caso de ambas estas empresas, o nicho que elas atuam ainda é pequeno comparado ao total do setor, mas já vemos uma transição em ambos os setores para estes nichos. Mirando especificamente no setor de carnes vegetais nos EUA, só representa 2% do mercado total de carnes, Beyond Meat (2021). Quando comparamos as companhias com as maiores incumbentes de seus respectivos setores, conseguimos ver o mesmo padrão, onde os novos entrantes têm receitas expressivamente menores, mas tem múltiplos muito maiores. Como podemos ver na Tabela 2 abaixo:

Tabela 2 – Comparação de Valor de Mercado e Receita das Companhias

	Tesla	Volkswagen	Beyond Meat	JBS
Ano de Fundação	2003	1937	2009	1953
Valor de Mercado (Reais Bi)	4.097,10	737,41	37,08	88,21
Dívida Líquida (Reais Bi)	(32,32)	985,81	(0,64)	54,43
Enterprise Value (Reais Bi)	4.064,78	1.723,22	36,44	142,64
Receita (Reais Bi)	168,53	1.139,57	2,17	270,20
Enterprise Value / Receita	24,12	1,51	16,79	0,53

Fonte – Economática (2007), Tesla (2021), Volkswagen (2021), Beyond Meat (2021), JBS (2021)

Montadoras de veículos e frigoríficos estão entrando nos segmentos de carros elétricos, Plumer (2021) e carnes vegetais, Mendes (2021), respectivamente visto o crescimento destes segmentos e a maneira que estes ativos estão sendo precificados. O problema que as companhias incumbentes enfrentam é o que estas duas companhias entrantes, estão nestes segmentos de mercado há anos. Portanto, estão anos na frente no quesito de *know-how* operacional e as peculiaridades do segmento, algo que foi observado por Bower (1995) no seu estudo do segmento de *hard-drives*.

Por outro lado, existem companhias inovadoras que revolucionaram a dinâmica do mercado como um todo. Por exemplo, o Netflix, que é sempre comparado ao Blockbuster. Inovou, primeiramente no modelo de negócio *asset-light*, que ao contrário do incumbente alugava seus filmes pela internet e os entregava pelos correios em vez de em lojas físicas, Netflix (2020). O Blockbuster começou a replicar o modelo de entrega de DVDs em 2007, New York Times (2010), no mesmo ano que o Netflix, lançou seu produto de streaming, onde consumidores poderiam ver qualquer filme dentro da plataforma online da companhia por uma pequena mensalidade, Netflix (2020). Essa mudança drástica completamente mudou a indústria de filmes e acabou levando seu principal concorrente à falência em 2010, com uma dívida de quase \$1 bilhão de dólares, New York Times (2010), atrelada principalmente aos pontos de venda.

O foco deste trabalho é buscar entender, através de um estudo de caso da Stone Pagamentos comparado à Cielo, a dinâmica da inovação comparando companhias incumbentes e novas entrantes.

2. Revisão da Literatura

Visto que o objetivo do estudo foca em entender a dinâmica da inovação, especialmente separando entre novas entrantes e incumbentes, o melhor caminho para o objetivo seria uma revisão bibliográfica. O foco dela seria entender como funciona a inovação e sua relação com os dois tipos de companhia.

Schumpeter, (1942) foi um dos primeiros autores a escrever sobre o tema de inovação e seu papel interlaçado com o capitalismo. O autor discute como na década de 1930, existiam mais monopólios do que em 1890. Na teoria econômica, Schumpeter argumenta, mercados com monopólios e oligopólios, vão totalmente contra o capitalismo dado que não atingem os níveis ótimos de produção para a garantia do melhor preço para a companhia produtora. Para entender melhor, a situação ele compara o poder de compra de trabalhadores comuns nas duas épocas. Nesta comparação o autor fica surpreso, com a diferença tremenda entre as duas épocas com os trabalhadores da década de 1930, com um poder aquisitivo expressivamente maior. A conclusão que o autor chega é de que o capitalismo está sempre em movimento, evoluindo e forçando a criação de novas tecnologias. Com isso, ele chamou o processo de Destruição Criativa, que é o fato essencial do capitalismo. Inovação é o que move o capitalismo e vice-versa.

Inovação continua sendo um tema muito estudado, com autores discutindo o tema 70 anos depois. Para Schwab, (2016) o foco principal consiste em entender as principais inovações do passado e as divide em três principais revoluções industriais: produção mecânica, produção em massa e a revolução digital. A primeira olhava para o final do século XVIII, sendo baseada na construção de ferrovias e o motor à vapor. A segunda, principalmente focada em eletricidade e a terceira nos computadores e na internet. Schwab (2016), acredita que atualmente estamos no meio da quarta revolução. A quarta seria uma revolução ainda mais digital, com 3 tipos de megatendências: as físicas com carros autônomos por exemplo, as digitais com IoT e as biológicas na possibilidade de mudanças de genes. O autor acredita também que as inovações não vão ser necessariamente de somente um desses grupos. O foco do artigo é mostrar que inovação, não vai parar no futuro próximo e que na verdade só tende a acelerar.

Para Schwab (2016, p.20, tradução livre) “A questão para toda companhia não é mais ‘Será que vou sofrer uma disrupção?’ mas, ‘Quando que a disrupção vem e de qual forma virá?’”

Dado que a inovação e disrupção são inevitáveis, seria interessante entender como as companhias entrantes e incumbentes estão posicionadas frente essa inovação. Minár (2017) debate sobre os dois tipos de companhia, buscando mostrar os lados positivos de cada. Começando pelos entrantes, que de acordo com o autor são mais acostumados com tecnologias modernas, são mais dinâmicos e flexíveis e tendem a ter uma base de clientes mais fiel. Incumbentes pelo outro lado, tendem a ter mais capital e mais acesso à dados devido ao seu tamanho. Além do fato de que as companhias incumbentes têm uma facilidade de venda cruzada de vários produtos (*cross-sell*), oferecendo para sua enorme base de clientes atuais serviços novos, diminuindo seu custo de aquisição do consumidor (CAC). Mostrando que ambos, os tipos de companhia têm os recursos para inovar.

Bower (1995), argumentava através de um estudo do setor de *hard-drives* que entrantes tendem a observar melhor tendências de mercado. O autor, estudou três tipos de produtos que ao longo do tempo foram substituindo uns aos outros: os *hard-drives* de 8, 5 e 3 polegadas. No estudo, a companhia que se tornava líder de um *hard-drive*, não conseguia se manter no topo quando o mercado se mudava para os *hard-drives* menores. Bower (1995) pontuava o fato de que as companhias incumbentes focavam na sua base de clientes e as suas necessidades devido ao fato de que esses mercados eram lucrativos para as empresas. Enquanto, os entrantes focavam em nichos do mercado que eram ignorados pelos incumbentes. Com o tempo, esses nichos se tornavam o mercado principal e as entrantes viravam líderes da indústria.

Por outro lado, Buenstorf (2015) foca na exploração das contribuições das companhias incumbentes nos quesitos de inovação. O autor explicita duas maneiras onde incumbentes afetam inovação de maneira direta, através dos altos custos de escala especialmente com pesquisa e desenvolvimento e dos investimentos em mercados similares. Um exemplo dado, seria o da Apple, que após ser uma empresa por anos de computadores, se tornou líder nos setores de dispositivos de música e de celulares. Incumbentes também afetam inovação

sendo formadores de empreendedores de entrantes assim como compradores de *startups* e companhias entrantes.

Finalmente, Blank (2013) explora a possibilidade da troca do modelo de negócio das incumbentes. Ele argumenta, que incumbentes tem focado principalmente nos cortes de custos pelos últimos 50 anos e que este modelo não funciona mais. O argumento ideal para a sobrevivência destas corporações seria na criação de novos modelos de negócios constantemente. Focando principalmente, na criação de novos produtos e rapidamente entregando aos consumidores, usando a estratégia de MVPs, ou seja, produtos minimamente viáveis. Então, em vez de gastar anos desenvolvendo um produto, Blank argumenta que corporações deveriam fazer vários testes com seu público até chegar no melhor produto possível. Mostrando que incumbentes ainda conseguem inovar se trocarem as suas estruturas, imitando entrantes.

Para conseguir entender e comparar o crescimento e inovação das companhias é necessário usar alguns indicadores. Damodaran (1996), explicita que uma das melhores maneiras de comparar companhias e seus valores de mercado é através do *valuation* relativo, usando múltiplos de indicadores financeiros. Assim, é possível comparar empresas de diversos tamanhos, comparando seus resultados financeiros com o valor que o mercado atribuiu. O que deve ser levado em consideração é que empresas de diferentes setores tem dinâmicas diferentes, fazendo com que os múltiplos sejam muito diferentes. Muitas vezes, argumenta o autor, existem múltiplos que funcionam com métricas específicas de cada setor específico. O principal múltiplo, usado, se baseia na divisão entre *Enterprise Value* e Receita. *Enterprise Value* é o valor combinado da companhia somando o valor de mercado da companhia com o valor da dívida. O valor de mercado da companhia é calculado através da multiplicação de todas as ações dela com o preço por ação. O valor da dívida é calculado pela subtração de todas as dívidas da companhia com o caixa atual, chamada de Dívida Líquida. O caixa que a companhia tem é subtraído, pois em tese, a companhia poderia pagar um montante igual ao seu caixa das suas dívidas. Damodaran, também discute o que faz uma empresa ter múltiplos maiores que outras empresas. Seu principal argumento é que os múltiplos são resultados de uma mistura entre crescimento e margens das companhias.

Com isso, ainda existe um debate na literatura sobre qual tipo de companhia tende a inovar e ser mais disruptiva entre os entrantes e incumbentes. Para conseguir estudar melhor esse debate, será feito um estudo de caso entre a Stone Co, entrante, e a Cielo S.A, incumbente.

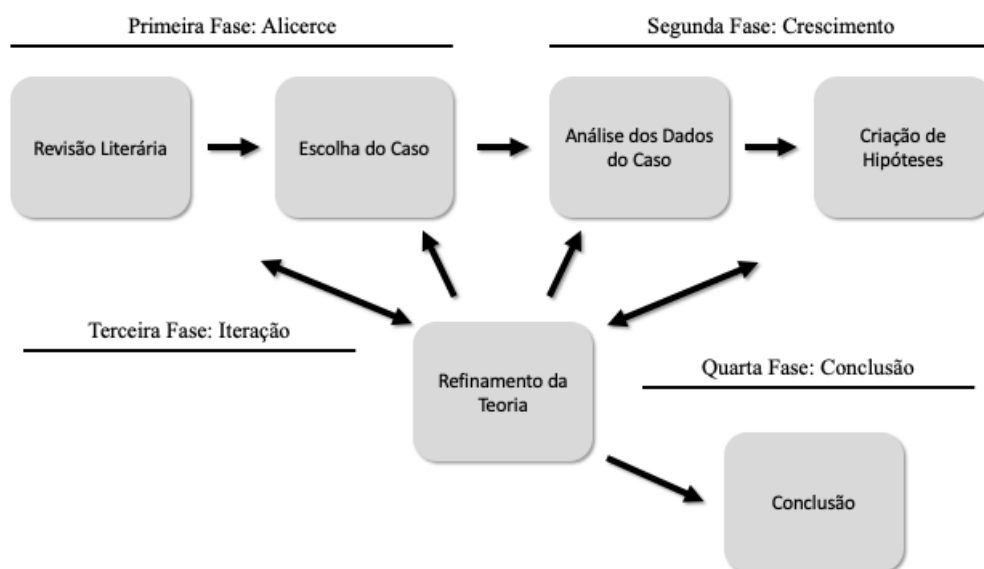
3. Metodologia

O presente estudo será um estudo de caso focado em entender o dilema de inovação entre incumbentes e entrantes.

Estudos de caso de acordo com Jensen (tradução livre, p1, 2001), são “Minas de Ouro Intelectuais”. O autor defende estudos de caso têm dois principais pontos positivos. O primeiro sendo a beleza da especificidade dos estudos de caso com o segundo sendo a meta-análise entre estudos de caso. Um ponto que já foi muito criticado dos estudos de caso é a especificidade deles, mas para Jensen (2011) isso é um ponto extremamente positivo. Isso se deve ao fato de que um estudo de caso entra em detalhes sobre uma entidade, algo que estudos empíricos não fazem devido ao alto número de entidades observadas. Estes detalhes podem ser depois analisados para diversos outros estudos sobre diferentes temas, Jensen (2011). O caso da meta-análise foca no conjunto de diversos estudos de caso, sendo base para os próximos estudos de caso, criando um acúmulo de conhecimento ainda maior a cada novo estudo de caso.

Usando a teoria de estudos de caso que Lewis (1998), usam o método da iteração triangular, que pode ser melhor observada na Figura 1 abaixo. A autora, divide o caso em 4 fases: o alicerce, crescimento, iteração e conclusão. O alicerce começa através da revisão de literatura assim como a escolha do caso. Nessa etapa, o foco é tentar entender como o tema foi estudado antes e quais aspectos ainda necessitam de mais estudo. Com isso em mente, chega o momento de escolher um caso, que necessariamente precisa interagir com a revisão literária. Em seguida, vem a etapa do crescimento que foca na análise dos dados do caso, na criação de hipóteses e encontrar padrões. A iteração, a parte mais importantes do estudo de caso, consiste no agrupamento e conexão das etapas anteriores. Neste momento, as hipóteses serão testadas contra os dados do estudo, dados de outros estudos e a literatura prévia. Finalmente, será feita uma conclusão.

Figura 1 – Método de Iteração Triangular



Fonte – Lewis (1998)

A empresa escolhida para o estudo de caso foi a Stone Co. A empresa foi fundada em 2012 e atualmente é a quarta maior empresa e maior independente no setor de adquirência no Brasil, Stone Co (2021). Outra empresa também será estudada, a Cielo S.A, que é a maior empresa do setor de adquirência, em termos de faturamento, Cielo (2021). A principal fonte de inovação neste segmento foi o foco nos pequenos e médios empreendedores, algo que as incumbentes não focavam, Stone Co (2018). O estudo terá três principais fontes de informação: a plataforma Economática para dados financeiros, arquivos próprios das companhias (Demonstrações Financeiras Padronizadas, Formulário de Referência e outros materiais feitos pela companhia) e finalmente relatórios feitos por bancos de investimento.

O foco deste trabalho é analisar as empresas para entender o processo de inovação assim como estudar as possibilidades da companhia à medida que ela cresce a ponto de se tornar uma incumbente.

4. Stone Co

A Stone Pagamentos foi fundada em 2012, por André Street e Eduardo Pontes, com o objetivo de democratizar a oferta de serviços financeiros para os brasileiros, Stone Co (2018). Em 2004, os dois fundaram a Braspag, empresa que processava pagamentos para o *e-commerce*, Stone (2018). A empresa virou líder neste segmento e os fundadores venderam a companhia para o Grupo Silvio Santos em 2009, Folha de São Paulo (2009). Curiosamente, a Braspag foi vendida para a Cielo em 2011, Globo (2011).

Em 2009 e 2010, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), junto com o Banco Central Brasileiro, fizeram uma série de mudanças no setor de adquirentes, sendo que a principal foi a quebra de exclusividade que as adquirentes, Cielo (na época conhecida como Visanet) e Rede, tinham com as principais bandeiras de cartão Visa e MasterCard, Cade (2019). Antes disso, o setor era dominado por apenas as duas empresas citadas. Essa dinâmica fazia com que os milhões de pequenos e médios estabelecimentos tivessem pouca opção dado que o duopólio focava apenas nas grandes empresas, Stone Co (2018). Quando elas entraram em vigor, em 2011, os fundadores da Stone observaram uma oportunidade tremenda no setor especialmente no nicho das pequenas e médias empresas que nunca foi o foco das duas líderes, Stone Co (2018).

A companhia conseguiu sua licença de adquirente em 2013, Stone Co (2018), e desde então sempre demonstrou crescimento. O mesmo, vem de acordo com a companhia, por causa do seu modelo de negócio. O *Stone Business Model*, é baseado em três pilares: tecnologia de ponta, distribuição hiper local e serviço ao consumidor de excelência, Stone Co (2018). A Stone desenvolveu tecnologia baseada na nuvem, que consegue oferecer as melhores e mais adaptáveis ferramentas para seus clientes. Ferramentas com fácil integração com *softwares* de gestão e redes sociais, que como estão na nuvem conseguem ser atualizadas automaticamente, Stone Co (2018). Com esse grande número de dados dos seus clientes, a companhia conseguiu oferecer uma antecipação de recebíveis para seus consumidores, algo que é essencial para o fluxo de caixa das pequenas e médias empresas, Stone Co (2018). A sua distribuição hiper local, acontece através de seu sistema de *Stone Hubs*, que são polos regionais

pequenos que conseguem oferecer todos os produtos para seus clientes. A companhia os instalou pelo Brasil para conseguir competir com a rede de distribuição das grandes companhias que usavam agências bancárias, Stone Co (2018). Finalmente, a companhia focou em serviço ao consumidor de excelência. A estratégia da Stone foi implementada através dos *Green Angels*, que estão em todos os *Hubs* e conseguem oferecer ajuda para os clientes em sua região. A companhia ainda promete que os consumidores tenham acesso a um *Green Angel* em algumas horas, Stone Co (2018).

A Stone Co, é uma entrante no mercado com menos de dez anos na indústria, mas que inovou no mercado através de um modelo de negócio inovador e atendendo uma parcela nova da população, com isso conseguiu capturar uma parcela relevante do mercado.

5. Cielo

A Cielo, foi fundada em 1995 através de uma parceira do Banco do Brasil, Bradesco, Banco ABN Amro Real (hoje Santander) e a Visa International. A empresa, na época Visanet, foi feita para principalmente ter um maior controle das relações com a imensa rede de comércios que aceitavam a bandeira Visa no Brasil, dado que a companhia tinha um contrato de exclusividade com a bandeira, Cielo (2021). Em 1996, a companhia já contava com 100 mil estabelecimentos parceiros e ao longo dos anos foi criando soluções inovadoras como o Visa Electron (cartão de débito) e o Visa Vale (que substituía os tíquetes refeição de papel), Cielo (2021).

Em 2009, a companhia fez a sua abertura de capital na B3 alcançado mais de R\$ 8 bilhões. A oferta, que foi toda secundária, foi a maior da história na época, Cielo (2021). No final do mesmo ano, a companhia trocou seu nome para Cielo.

Em 2011, a companhia começou a aceitar as outras bandeiras devidas as mudanças implementadas pelo Cade e Banco Central, Cade (2019). No ano seguinte, a companhia adquiriu a Merchant e-Solutions, uma empresa norte americana com o intuito de entrar nos Estados Unidos. Em 2014, firmou uma parceira com a subsidiária do Banco do Brasil responsável pelos cartões Elo e Ourocard, chamada Cateno. A Cateno tem como principal objetivo a gestão destes cartões, Cielo (2021). Mostrando inovações geográficas e de escopo, ao longo de sua história.

Em 2016, a companhia lançou uma plataforma aberta chamada Cielo LIO, que conseguia integrar as vendas com os sistemas de gestão de seus clientes se aproximando do modelo da Stone. Em 2018, no seu relatório dos resultados do terceiro semestre que foi o período em que a Stone abriu seu capital, a companhia menciona pela primeira vez pequenas e médias empresas, Cielo (2018). A companhia começou a observar o crescimento deste nicho e o crescimento acelerado das novas entrantes com a Stone e decidiu entrar no mercado. A estratégia da companhia, dado que ela sempre foi muito capitalizada e teve grandes bancos como acionistas, foi diferente da Stone. Ela focou na

redução drástica de preços, Valor Econômico (2019), para conseguir captar novos clientes deste nicho em crescimento.

Ao longo de sua história, a companhia tem inovado entrando em diversos setores e sendo pioneira no mercado de adquirência, resultando na sua liderança de mercado, principalmente, através de parceiras e aquisições com tudo, não conseguiu observar o nicho das pequenas e médias empresas antes das entrantes.

6. Resultados

A Stone Pagamentos, ainda é uma empresa entrante, ganhando participação de mercado aos poucos das principais adquirentes que ainda tem uma parte relevante do setor. Ao olharmos para a Tabela 3, que demonstra o volume total transacionado pelas máquinas de adquirência, podemos ver que a Cielo ainda é a líder do setor. Olhando especificamente para a Stone, a empresa cresce quase 100% ao ano desde 2016, demonstrando a velocidade e efetividade na captura de clientes que a empresa teve. A PagSeguro, outra entrante que também foca nas pequenas e medias empresas, tem crescido e ganhado participação de mercado rapidamente também. As duas empresas entrantes estavam seguindo caminhos similares de crescimento, porém a Stone conseguiu crescer muito com a pandemia por causa da sua estratégia de aproximação do seu consumidor, Stone Co (2021). O mais interessante é a estrutura das outras companhias com Cielo, Rede e Getnet, onde todas tem como principal acionistas, os bancos tradicionais. Banco do Brasil e Bradesco são da Cielo, Cielo (2021), Itaú da Rede Itaú (2021) e Santander da Getnet, BCO Santander (2021). Mesmo com acionistas de grande porte, as empresas estão perdendo espaço de mercado para a Stone e PagSeguro. Vale ressaltar que mesmo com os dois novos entrantes, as empresas incumbentes continuam crescendo e ainda dominam grande parte do mercado.

Tabela 3 – Volume Total Transacionado (TPV)

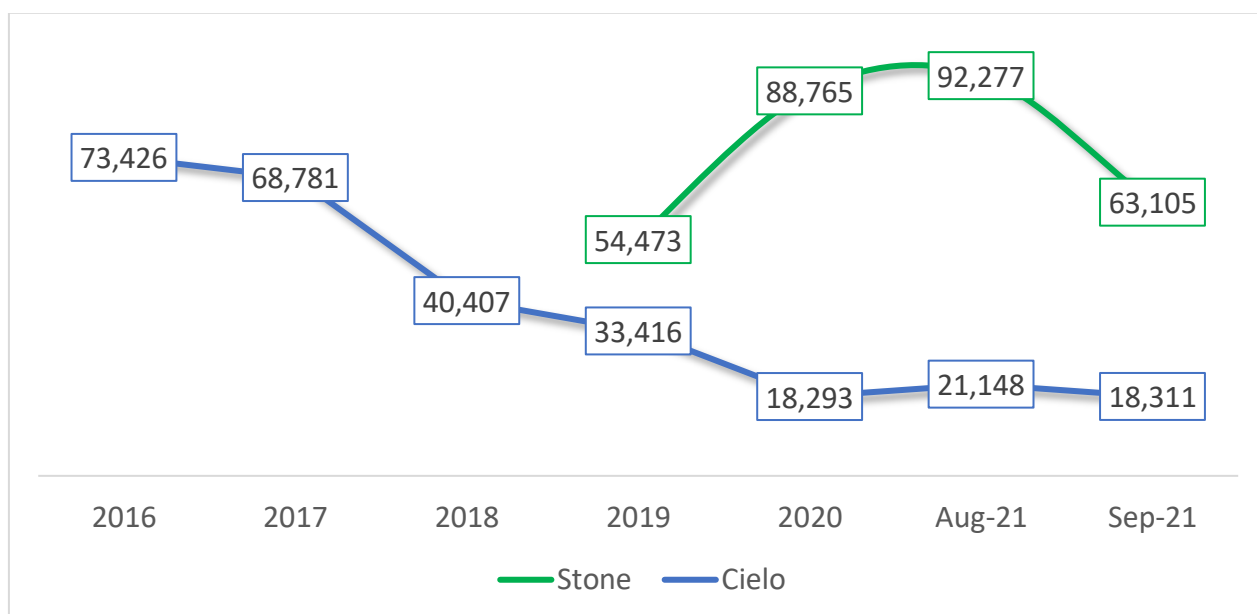
TPV R\$ Bi	Stone	Cielo	Pags	Rede	Getnet	Outros
2016	28	585	14	387	108	103
2017	49	626	38	392	142	132
2018	83	627	77	437	187	-
2019	129	683	115	485	239	-
2020	210	644	162	507	274	-

Fonte: Credit Suisse (2018), Cielo (2021), Stone Co (2021), Pag Seguro Digital (2021), Santander (2021), Itaú (2021)

Além de olhar o crescimento, do volume transacionando e os resultados operacionais. Vale olhar para como mercado está precificando as companhias. Na Figura 2, abaixo podemos ver o *Enterprise Value* da Cielo e Stone durante o

período dos números acima. Temos uma limitação nesse gráfico, que é o IPO da Stone, que somente aconteceu no final de 2018, limitando os dados possíveis de comparação. Quando olhamos para a Tabela 3 e a Figura 2, conseguimos ver um padrão do mercado. À medida que novos entrantes foram ganhando espaço no setor, o *Enterprise Value* da Cielo, foi continuamente decrescendo. Por outro lado, o da Stone, sempre esteve acima do valor da Cielo mesmo com um TPV quase quatro vezes menor. Algo que é ainda mais reforçado quando olhamos para a Tabela 4, que compara o múltiplo *Enterprise Value / TPV* ao longo dos anos. Vemos que o múltiplo da Cielo cai vertiginosamente, enquanto o da Stone se mantém igual mesmo quando praticamente dobrou o denominador de um ano para o outro.

Figura 2 – Enterprise Value ao longo dos anos (R\$ Mi)



Fonte: Economática (2007)

Tabela 4 – Múltiplo *Enterprise Value / TPV* ao longo do tempo

EV/TPV	Stone	Cielo
2016	N/A	0,125
2017	N/A	0,108
2018	N/A	0,063
2019	0,418	0,048
2020	0,419	0,028

Fonte: Cielo (2021), Stone Co (2021), Economática (2007)

Por outro lado, olhando para o lucro líquido histórico de ambas as companhias, temos um cenário bem similar ao descrito por Bower (1995) no setor de *hard-drives*, onde as companhias incumbentes eram lucrativas nos mercados antes da inovação acontecer. Como podemos ver na tabela 5, durante anos a Cielo obteve lucros bilionários, enquanto a Stone que focava num nicho menor e menos desenvolvido teve anos de prejuízo.

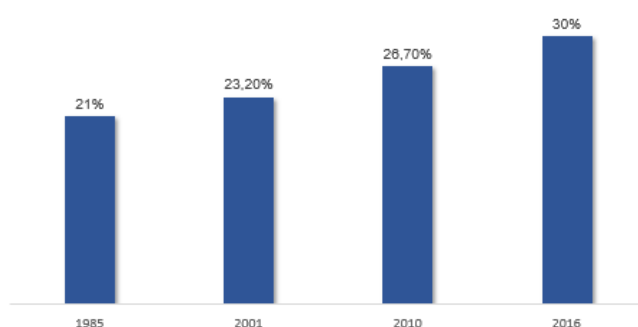
Tabela 5 – Lucro Líquido ao longo do tempo

Lucro Líquido (R\$ Mi)	Stone	Cielo
2016	(119,83)	4.183,50
2017	(108,73)	4.264,63
2018	301,23	3.357,60
2019	803,22	1.753,12
2020	854,07	631,51

Fonte: Cielo (2021), Stone Co (2021), Economática (2007)

Olhando para os resultados financeiros das duas companhias, é possível ver um crescimento da Stone em dois quesitos importantes, o volume transacionado e o lucro líquido. Esses números podem ser explicados pelas estratégias e pelo modelo de negócio da Stone, mas algo importante de se notar é o crescimento da importância do nicho principal da Stone. Como pode se notar na Figura 3, as pequenas empresas têm crescido constantemente o seu percentual de relevância dentro da economia brasileira.

Figura 3 – Participação das Micro e Pequenas Empresas na Economia Brasileira



Fonte: Sebrae (2020)

7. Discussão

Inovação é algo que vem sendo estudado por muitos anos e acontece em diversos setores da economia. Neste estudo, o foco foi no setor de adquirência olhando a maior empresa, Cielo, e a quarta colocada Stone. O principal foco de inovação ao longo da história da Cielo, foi nas parcerias e aquisições. A companhia começou através de uma parceria de alguns bancos extremamente importantes no Brasil com uma das maiores bandeiras do mundo. Enquanto a Stone, observou desde o início, a oportunidade das pequenas e médias empresas. Esse foi um público extremamente ignorado pelas grandes companhias, mas que tem um espaço enorme para o crescimento, Stone Co (2018). Partindo da estratégia de dar valor aos pequenos comerciantes, a Stone focou na qualidade do atendimento. Com o objetivo em mente, ela criou diversos mini-hubs espalhados pelas cidades. Alegando que teria um *green angel*, técnico da máquina, para ajudar o pequeno comerciante em no máximo três horas Stone Co (2020). Além da qualidade do serviço, a empresa teve uma estratégia forte na área de antecipação de recebíveis para seus clientes, devido a sua tecnologia baseada na nuvem. A antecipação de recebíveis é algo extremamente importante para as pequenas e médias empresas devido às estruturas de capital de giro destas companhias, Stone (2020). Essas estratégias focaram no aumento da lealdade de seus clientes Stone (2021). Em suma, a Stone, atendeu uma parcela da população que não era bem atendida e também inovou no modelo de negócios.

A companhia rapidamente se tornou líder neste segmento e viu seu valor de mercado crescer cada vez mais. Além disso, a empresa já começa a mostrar sua vontade por inovação através da compra multibilionária da Linx, empresa de sistema de gestão de companhias, Moreira (2020). Com essa aquisição, a companhia consegue ter um acesso muito maior dos seus clientes, à medida que a Linx oferece produtos que ajudam na gestão do estoque, relacionamento com o cliente, contabilidade, abastecimento, ciclo de vida de produtos, programas de fidelidade entre outros, Linx (2021).

Os resultados financeiros conseguem provar o sucesso que a entrante, Stone teve. O mercado precifica a Stone, muito acima da Cielo, mesmo com um histórico de lucro líquido menor e com volume transacionando expressivamente mais baixo. Algo que comprova o sucesso da sua estratégia, é o aumento da participação das pequenas empresas na economia brasileira. Vale ressaltar, todavia que a comparação entre os números não é perfeita devida às flutuações do câmbio e pelos impactos da pandemia do COVID 19. A Stone é listada na NASDAQ nos Estados Unidos e, portanto, reporta seus números em dólar. A pandemia afetou as duas companhias, mas como é uma circunstância atípica os números de 2020, não podem ser analisados com tanto rigor,

Como visto e discutido na revisão bibliográfica, especialmente por Bower (1995) mesmo com empresas enormes com acionistas muito capitalizados, a inovação acaba vindo por meio de novos entrantes nos mercados. A Cielo, dominava e ainda é a líder do setor, mas seu preço de mercado só diminuiu. O peso da inovação acabou se tornando tão grande que empresas com métricas operacionais melhores conseguem ser vistas como oportunidades piores. A Stone, tem como um dos pilares da companhia, inovação e agilidade, Stone (2021). Prometendo continuar inovando mesmo na medida que ela se torna uma incumbente. De acordo com a revisão bibliográfica, as chances são que ela também vai sofrer uma disrupção, perpetuando a cadeia de inovação.

8. Referências

BBC. **Blockbuster files for bankruptcy in US**. 2010. Disponível em: <https://www.bbc.com/news/business-11397020>. Acesso em: 4 abr. 2021.

BCO Santander (BRASIL); S.A. **Getnet Apresentação**: BCO Santander (BRASIL); S.A 2021.30 de julho de 2021.533p.Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WRI/documentos/url-apres-getnet/21-03-02_211904_apresentacao%20cisao%20getnet.pdf . Acesso em: 24 set. 2021

BEYOND MEAT INC. **Form 10-K**: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.01 de MARÇO de 2021.161p.Disponível em: <https://investors.beyondmeat.com/static-files/69e9ffb0-648e-4e0c-b16e-4a496c6a67d9> . Acesso em: 04 abr. 2021

BLANK, S. Why The Lean Start-Up Changes Everything vMay 2013, p 65-72 Brighton, MA: **Harvard Business Review**, 2013.

BOWER, J..L; Christensen, Clayton L. Disruptive Technologies: Catching the Wave, Jan 1995, p 41-53 Brighton, MA: **Harvard Business Review**, 1995.

BUENSTORF, G. Schumpeterian incumbent and industry evolution. **Journal of Evolutionary Economics** v. L11 p. 824-836, 2015

Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Cadernos do Cade: Mercado de Instrumentos de Pagamento** Cade 2019 .outubro de 2019.149p.Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/cadernos-do-cade/mercado-de-instrumentos-de-pagamento-2019.pdf> Acesso em: 10 out. 2021

CIELO S.A. **Formulário de Referencia**: Cielo S.A 2013.07 de maio de 2013.309p.Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/6d7e298e-fbff-40be-a2b8-ee881af927b1/formulario-de-referencia/ceffaf69a01a44969db5b944fc9cde7d8271e3a202765676c93530717c33f7ad/formulario_de_referencia_2013.pdf. Acesso em: 04 abr. 2021

CIELO S.A. **Formulário de Referencia**: Cielo S.A 2021.03 de novembro de 2021.511p. <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d1ebe73-b068-4443-992a-3d72d573238c/de3915d1-11ce-82de-ed07-c93791381589?origin=1> . Disponível em:. Acesso em: 10 nov. 2021

CIELO S.A. **ITR / DFP - IFRS**: Cielo S.A Comentários sobre as demonstrações financeiras 2020.28 de janeiro de 2021.80p.Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d1ebe73-b068-4443-992a-3d72d573238c/322333f7-9eb7-0287-8b8d-085ca2eb9166?origin=1>. Acesso em: 04 abr. 2021

CIELO S.A. **Resultados do 2T18:** Cielo S.A Relatório dos resultados apresentados no segundo trimestre de 2018. 30 de julho de 2018 .46p.Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/21733/IPE/2018/9c42d61c-bbb0-4107-8289-ce9bce3e3fd9/20180730205011175916_634440.pdf. Acesso em: 04 abr. 2021

CREDIT SUISSE. **Brazilian Payments:** There is no winner in a price war. 19 de novembro de 2018. 80p.Acesso em 04 abr. 2021

Damodaran, Aswath. **Investment Valuation:** Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Nova Iorque :Wiley, 1996.1356p

ECONOMÁTICA. Economática: tools for investment analysis. 07 set. 2007. Acesso em: 24 set. 2021 (Módulo Cotações)

FOLHA DE SÃO PAULO. **Grupo Silvio Santos compra empresa de pagamentos on-line Braspag.** São Paulo, 8 de junho de 2009. Disponível em: <https://m.folha.uol.com.br/mercado/2009/06/578136-grupo-silvio-santos-compra-empresa-de-pagamentos-on-line-braspag.shtml> . Acesso em: 10 out. 2021.

Globo. **Cielo adquire Braspag, empresa de pagamentos do grupo Silvio Santos.** 23 de maio de 2011. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/05/cielo-adquire-braspag-empresa-de-pagamentos-do-grupo-silvio-santos.html>. Acesso em: 10 out. 2021.

GREENWALD, Bruce. **Competition Demystified:** A radically simplified approach to business strategy. Nova Iorque. Penguin Group, 2005.397 p.

ITAU UNIBANCO HOLDING S.A. **Formulário de Referencia:** ITAU UNIBANCO HOLDING S.A. 2021 .25 de agosto de 2021.588p.Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=1zmggg3mLgWYqUY30KiYvQ==&IdCanal=rQmIXNzFOcoHRPHioVRb7A==&linguagem=pt> . Acesso em: 24 set. 2021

JBS S.A. **Formulário de Referencia:** JBS S.A 2021. 01 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/9cc3be68-6d4d-baa9-60c3-787b6f45c5b2?origin=1> . Acesso em 24 set. 2021.

Jensen, J; Rodgers R. Cumulating the Intellectual Gold of Case Study Research. **Public Administration Review** v. 61 p. 235-244, 2001

LINX S.A. **Formulário de Referencia:** Linx S.A 2021. 28 de maio de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0f096bac-7f76-4ace-96d0-af7eab4e55a5/36443d84-7a68-23e3-be24-d207b9ec3f19?origin=1>. Acesso em 01 jun. 2021.

Lewis ,M. Iterative triangulation: a theory development process using existing case studies. **Journal of Operations Management** v. 16 p. 455-469, 1998

LINX S.A. **Formulário de Referencia:** Linx S.A 2021. 28 de maio de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0f096bac-7f76-4ace-96d0-af7eab4e55a5/36443d84-7a68-23e3-be24-d207b9ec3f19?origin=1>. Acesso em 01 jun. 2021.

MENDES, Luiz Henrique. PIPELINE: JBS paga R\$2,3 bi por plant based Vivera. **Valor Econômico.** Disponível em: <https://valor.globo.com/agronegocios/noticia/2021/04/19/pipeline-jbs-paga-r-23-bi-por-plant-based-vivera.ghtml>. Acesso em 01 jun.202.

MINÁR, P. Incumbent Vs. Newcomer Different Strategies for the Current Disruptive Changes. Marketing Identity, [s. l.], n. Part 1, p. 358–373, 2017

MOREIRA, Talita. Stone compra a Linx por R\$ 6,7 bilhões. **Valor Econômico.** São Paulo 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/11/18/stone-compra-a-linx-por-r-67-bilhoes.html> . Acesso em: 4 abr. 2021.

NETFLIX INC. **Form 10-K:** Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.28 de janeiro de 2021.95p.Disponvel em: <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001065280/8f311d9b-787d-45db-a6ea-38335ede9d47.pdf> Acesso em: 04 abr. 2021

New York TIMES. **Blockbuster, Hoping to Reinvent Itself, Files for Bankruptcy.** Nova Iorque 2010. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2010/09/24/business/24blockbuster.html>. Acesso em: 4 abr. 2021.

PAG SEGURO DIGITAL LTD. **Form 20-F:** Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.29 de abril de 2020. 280p.Disponível em: <https://dd7pmep5szm19.cloudfront.net/2495/0001193125-20-115076.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2021

PAG SEGURO DIGITAL LTD. **Form 6-K:** Report of Foreign Private Issuer Pursuant to Rule 13a-16 or 15d-16 under the Securities Exchange Act of 1934.11 de março de 2021.78p.Disponível em: <https://dd7pmep5szm19.cloudfront.net/2495/0001628280-21-003333.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2021

PLUMER, Brad. Electric Cars Are Coming. How Long Until They Rule The World. **New York Times.** Nova Iorque 2021. Disponível em: <https://www.nytimes.com/interactive/2021/03/10/climate/electric-vehicle-fleet-turnover.html>. Acesso em: 1 jun. 2021.

SEBRAE; FGV. **Atualização De Estudo Sobre Participação De Micro E Pequenas Empresas Na Economia Nacional** FGV Projetos 2020 .março de 2020.63p.Disponível em: <https://datasebrae.com.br/wp->

<content/uploads/2020/04/Relat%C3%B3rio-Participa%C3%A7%C3%A3o-mpe-pib-Na.pdf> Acesso em: 10 out. 2021

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalism, Socialism & Democracy**. Abingdon-on-Thames, Reino Unido: Taylor & Francis, 2003. *E-book*.

SCHWAB, K. The Fourth Industrial Revolution. **Rotman Management**, v. Fall 2016, p. 19–24, 2016

STONE CO LTD. **Form F-1**: Registration statement for certain foreign private issuers.01 de out de 2018.549.Disponível em <https://investors.stone.co/node/6126/html> . Acesso em: 04 abr. 2021

STONE CO LTD. **Form 20-F**: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.29 de abril de 2020.280p.Disponível em: <https://investors.stone.co/static-files/f40178c5-3889-4b3b-85f1-ccb642ff3f13>. Acesso em: 04 abr. 2021

STONE CO LTD. **Form 6-K**: Report of Foreign Private Issuer Pursuant to Rule 13a-16 or 15d-16 under the Securities Exchange Act of 1934.11 de março de 2021.78p.Disponível em: <https://investors.stone.co/static-files/af2266a8-2aac-466c-acfd-bfec6a97a575>. Acesso em: 04 abr. 2021

TESLA INC. **Form 10-K**: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.08 de fevereiro de 2021.126p.Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000156459021004599/tsla-10k_20201231.htm . Acesso em: 24 set. 2021

Valor Econômico. **Cielo anuncia taxa zero para novo cliente que comprar maquininha**. São Paulo 2019.01 de outubro de 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/10/01/cielo-anuncia-taxa-zero-para-novo-cliente-que-comprar-maquinhinha.ghtml> . Acesso em: 10 out. 2021.

VOLKSWAGEN AG. **Annual Financial Statements of Volkswagen AG**.16 de março de 2021.85p.Disponível em: https://www.volkswagenag.com/presence/investorrelation/publications/annual-media-conference/2021/HGB%20Anhang%20Volkswagen%20AG%202020_e.pdf . Acesso em: 24 set. 2021