

VTEX: DAVI E GOLIAS

Os momentos de crises globais frequentemente atuam como catalisadores para o desenvolvimento tecnológico, que por sua vez, pode levar a melhorias significativas na qualidade de vida da sociedade. Em situações emergenciais, a necessidade de soluções rápidas e eficazes acelera a inovação e a implementação de tecnologias, as quais em tempos normais, poderiam demorar anos para serem desenvolvidas e adotadas.

Durante a 2ª Guerra Mundial, a necessidade de decifrar códigos inimigos levou à criação dos primeiros computadores eletrônicos, como o “Colossus”¹. Esses aparatos abriram caminho para o desenvolvimento de máquinas cada vez mais poderosas e acessíveis, transformando em todos os aspectos a sociedade moderna.

Outro exemplo, foi a criação do radar para detectar aeronaves inimigas, revolucionando a defesa militar. Após a guerra, essa tecnologia foi adaptada para o controle de tráfego aéreo civil e meteorologia, melhorando a segurança e a eficiência do transporte aéreo.

No decorrer da pandemia do COVID-19 não foi diferente. O evento provocou uma aceleração de tendências já conhecidas, incluindo a forma como as pessoas compram produtos e serviços. As restrições de mobilidade, medidas de distanciamento social e o fechamento temporário de lojas físicas impulsionaram significativamente a adoção e o desenvolvimento do comércio eletrônico, trazendo uma maior clareza às empresas quanto a necessidade do canal online.

Apesar da pandemia como um efeito catalisador para a adoção das compras online no varejo só ter ocorrido em 2020, a história da Vitrine Textil (hoje, conhecida globalmente por VTEX) se inicia muito antes.

“Seja mais apaixonado pelo seu futuro do que tenha orgulho do seu passado”

- Mariano Gomide em uma de suas entrevistas²

Em 1997, Mariano Gomide e Geraldo Thomaz iniciam suas trajetórias profissionais como estagiários do Banco Icatu. Unidos pela paixão à pesca submarina, modalidade de pesca com arpão e sem equipamento autônomo de respiração, os protagonistas dessa história têm suas relações estreitadas. Curiosamente, o *know-how* de programação dos fundadores – pouco difundido na época – veio das aulas no laboratório de transferência de calor que Geraldo e Mariano tiveram na faculdade.

Esse conhecimento, inicialmente desprezioso, mais tarde viria a se tornar a semente para a criação de seus primeiros produtos de tecnologia. Após se formarem em Engenharia Mecânica

¹ Fonte: [Wikipedia](#)

² Link: [Entrevista](#)

em umas das instituições de ensino mais tradicionais do Rio de Janeiro, resolvem empreender criando assim a Vitrine Textil.

O *core business* da empresa era um software B2B que tinha como objetivo integrar toda a fragmentada cadeia de suprimentos do setor de vestuário brasileiro, desde sua produção até a venda na ponta, passando por todos os elos: fiações, tecelagens, malharias, confecções, transportadores, distribuidores, lojistas... Todas essas partes devem se comunicar de forma clara, objetiva e eficiente para o bom funcionamento do mercado.

Se hoje os colossos do varejo brasileiro, que acumulam décadas de experiência no setor, sofrem para orquestrar todas as partes – os bem-sucedidos acabam criando vantagens competitivas relevantes versus seus comparáveis – fazer isso há 25 anos atrás era algo impensável.

Diante dos imensos desafios que se propuseram a enfrentar e com acesso limitado a capital, Geraldo e Mariano começam a desenvolver softwares para terceiros como uma forma de levantar fundos para sustentar a operação de B2B. Em 2001, um amigo de um dos fundadores manifesto urgente necessidade de digitalizar sua loja de perfumes³, e a Vitrine Textil resolve ajudá-lo.

A partir desse ponto, a receita desse "braço secundário" começa a ganhar relevância. Com o passar do tempo, criar e implementar lojas online torna-se a maior fonte de receita da empresa e, em 2006, esta passa por sua primeira grande transformação. A Vitrine Textil altera seu modelo de negócio e se estabelece oficialmente como um provedor de *e-commerce*.

Nessa toada, a segunda virada de chave da Companhia não leva muito tempo e, em 2007, fecham o *WalMart* como cliente. De lá para cá, a antiga Vitrine Textil (agora, renomeada para VTEX) se torna uma referência⁴ em termos de provedores de software para *e-commerce* do mundo, passando a oferecer suas soluções para mais de 2600 grandes clientes, para além de 3,5 mil lojas online, em mais de 40 países e transacionando um valor superior a US\$ 16 bilhões em GMV por ano.

Imagem 1: DRE Histórico VTEX

HISTÓRICO											
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Liq (US\$ M)	13,7	17,8	19,4	28,9	41,4	49,0	61,3	98,7	125,8	157,6	201,5
yoy Receita		30,2%	9,1%	48,7%	43,2%	18,4%	25,0%	60,9%	27,5%	25,3%	27,8%
EBIT GAAP	-4,0	0,8	1,1	5,6	6,0	2,8	-1,8	6,5	-45,3	-44,9	-13,7
Lucro Líquido	-2,3	1,5	0,2	3,2	5,0	1,4	-4,6	-0,8	-40,0	-48,5	-13,8
Margem EBIT	-29,1%	4,7%	5,9%	19,4%	14,5%	5,7%	-2,9%	6,6%	-36,0%	-28,5%	-6,8%
Margem Líquida	-16,9%	8,7%	1,0%	11,1%	12,2%	2,9%	-7,5%	-0,8%	-31,8%	-30,8%	-6,9%

Fonte: Diário Oficial e Release VTEX. Elaboração Athena Capital

Hoje, a VTEX oferece uma plataforma completa de *e-commerce* em nuvem, permitindo que empresas criem, gerenciem e otimizem suas operações de vendas online. Seus serviços incluem a gestão de lojas virtuais, *marketplaces* e sistemas de pedidos *omnichannel*. A plataforma VTEX também integra soluções de pagamento e logística, proporcionando uma

³ Loja de Varejo Sacks

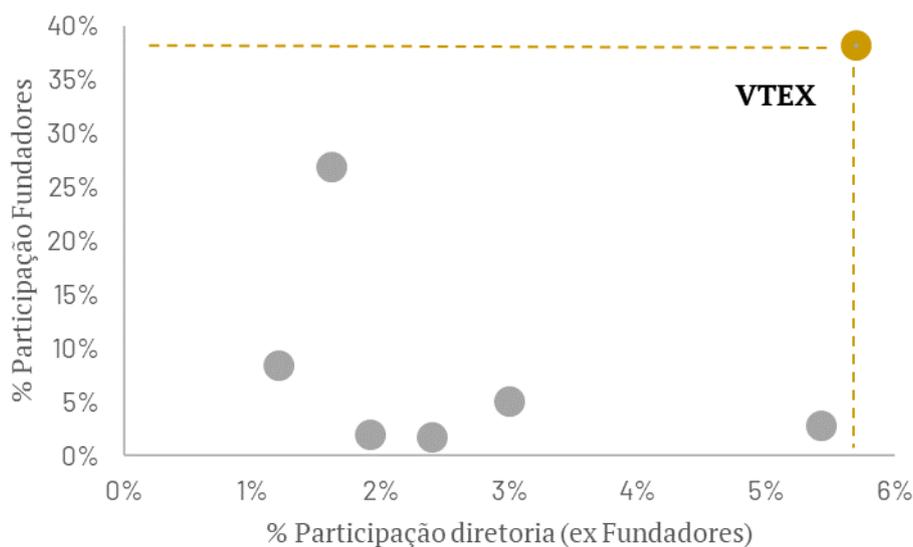
⁴ VTEX já aparece com relevância em diversos rankings e análises de consultorias como Gartner, Forrester e IDC.

experiência de compra contínua para os consumidores. Além disso, também oferece ferramentas avançadas de marketing, personalização e análise de dados para ajudar seus clientes a aumentarem suas vendas e melhorar o engajamento do seu público.

Porém, o sucesso corporativo da VTEX não foi por acaso. Em nossa visão, grande parte da próspera história da Companhia passa por dois fatores que, como investidores, julgamos essenciais para uma boa alocação de capital. O primeiro e mais importante é a presença do fator “Skin in the Game” de quem toma as decisões estratégicas no negócio. Hoje, mesmo após rodadas de capital e um IPO, os dois fundadores detêm ao todo em torno de 40% do stake econômico da empresa, representando parte substancial de seus patrimônios pessoais.

No entanto, o diferencial de alinhamento da VTEX não se limita aos seus fundadores. Ao analisarmos a participação dos executivos não fundadores - e até alguns funcionários que estão mais na linha de frente - fica claro a forma como Geraldo e Mariano pensam o alinhamento do seu time (Imagem 1).

Imagem 2: Cada ponto representa a configuração societária de cada uma das empresas citadas a seguir: SAP, TOTVS, VTEX, Locaweb, Infracommerce, Salesforce e Shopify.



Fonte: Sites de RI de empresas listadas e 20-F. Elaboração Athena Capital

Outro ponto que julgamos crucial foi a capacidade dos seus fundadores de criar uma cultura corporativa forte o suficiente que permite a empresa navegar por diferentes correntezas do mercado de tecnologia, sem perdas significativas de talentos que possam botar o sucesso da empresa em risco.

Através de interações com diversos executivos do setor, pudemos chegar à conclusão de que historicamente o *turnover*⁵ da VTEX foi abaixo da média da indústria. Ter uma cultura robusta e positiva pode contribuir a atrair para reter talentos de alta qualidade, fomentar a inovação e assegurar que todos na organização estejam alinhados com a visão e os objetivos de longo prazo.

⁵ Turnover: rotatividade de funcionários

Ainda, a capacidade de uma empresa de manter uma cultura coesa e motivadora pode ser um indicador poderoso do seu potencial de crescimento sem ferir os *economics* de longo prazo.

Ao buscar o conceito de software no dicionário, encontramos a seguinte definição: “*software é um conjunto de instruções, dados ou programas utilizados para operar computadores e executar tarefas específicas*”. Contudo, ao interagir com executivos de alto escalão da VTEX, surge uma perspectiva distinta que revela como esses líderes compreendem e operam seu negócio:

“Software é a arbitragem de conhecimento em processo”

- Mariano Gomide

O serviço de software para comércio eletrônico emergiu de forma regional há mais de duas décadas, com diversas empresas oferecendo soluções distintas em diferentes partes do mundo. Com a pandemia do COVID-19, essa funcionalidade passou por um processo acelerado de consolidação, uma dinâmica semelhante à vivenciada pela indústria de ERP⁶ anos atrás. No início, havia mais de 50 ERPs focados em escopos locais. Com o passar do tempo, a indústria se consolidou em torno de 2-3 *players* globais, com apenas alguns locais resistindo à consolidação devido a complexidades fiscais específicas.

Não prevemos uma trajetória diferente para o software de *e-commerce*. De um cenário inicial com mais de 40 *players*, atualmente restam aproximadamente 7 principais, e essa concentração tende a aumentar. Isso ocorre porque o conhecimento, na medida que o tempo avança, se torna uma commodity. Quando o conhecimento se commoditiza, o mesmo ocorre com o processo e, por consequência, também ao software.

Para permanecer valiosa, ativa e altamente competitiva, é crucial escolher o menor escopo de software (nicho) possível em que possam se destacar, permitindo assim uma diferenciação clara. Almejar ser uma Companhia global está dentro do norte estratégico da empresa. Nesse contexto, a Companhia opta pelo segmento de OMS⁷ e *Engine de Inventory Management System*⁸, que permite seu cliente ter visibilidade clara do estoque em todos os canais, otimizar seu processo de *fulfillment*⁹ e aumentar suas margens de lucro.

A solução da VTEX nasce na nuvem e seu código é reescrito com uma estrutura *Multi Tenant*, decisão tomada pela alta cúpula da empresa anos atrás, que julgamos ser um *moat* relevante para a perenidade do negócio (adiante na carta ficará mais claro a importância da escolha dessa estrutura).

O *modus operandis* da VTEX sempre foi *customer-centric* (abordagem de negócios que coloca as necessidades e desejos dos clientes no centro de todas as decisões e estratégias da empresa). A versão mais prática desse termo rebuscado é: “fazer o necessário para que o cliente sobreviva”, segundo Mariano.

⁶ ERP (Enterprise Resource Planning) é um sistema integrado que centraliza e automatiza processos empresariais, como finanças, RH, manufatura e vendas, melhorando a eficiência e a colaboração.

⁷ OMS (Order Management System): software que centraliza e gerencia o processamento de pedidos, desde a captação até a entrega, integrando diferentes canais de venda e estoque.

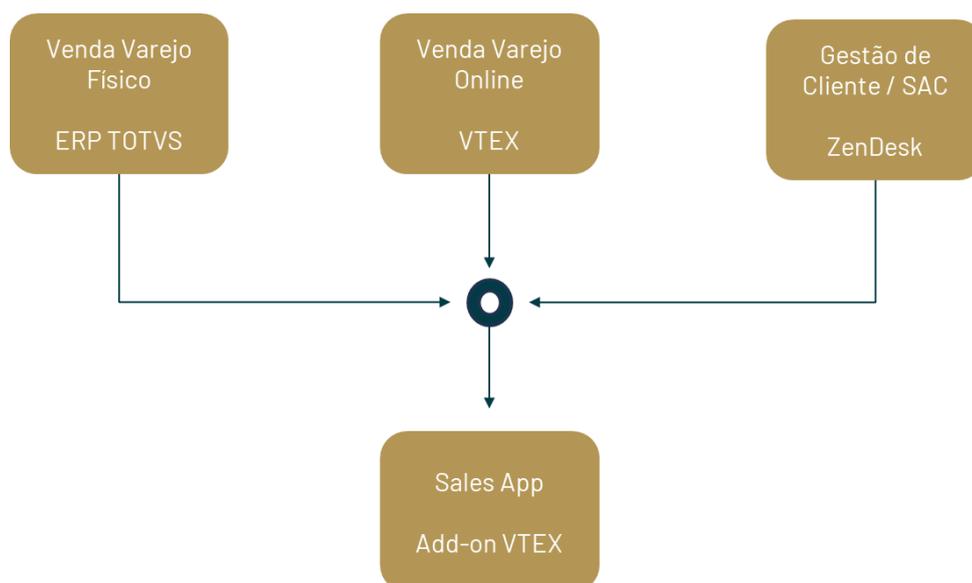
⁸ Inventory Management System (Sistema de Gestão de Inventário): sistema que automatiza e otimiza os processos de controle de estoque, desde a entrada de mercadorias até a saída para o cliente final.

⁹ Fulfillment: processo completo de recebimento, processamento e entrega de pedidos ao cliente final.

Nesse contexto, a inovação vira marca da empresa, no qual citaremos algumas delas como os *Add-ons*, funcionalidades/recursos secundários à sua solução que, integrados ao *core*, potencializam a performance dos clientes e, conseqüentemente, impulsionam a receita da Companhia.

1. **Sales App:** a implementação prática do conceito de omnicanalidade permitiu as empresas trabalharem melhor a experiência de marca do consumidor. Hoje em dia, uma varejista não consegue ser verdadeiramente *omnichannel*, se não controlar o UX (experiência do cliente) de sua marca em todos os canais de venda. Até pouco tempo (muitas vezes, ainda se faz realidade), uma empresa teria: i) um ERP para gerir as vendas em loja física, ii) um provedor de *e-commerce* para fazer suas vendas online e iii) uma ferramenta de gestão de contato com o cliente para gerir seu *call center*. Em outras palavras, o empreendedor estaria enxergando 3 clientes, mas que na verdade é apenas um (porém em diferentes canais de contato). Com isso, VTEX lança o *Sales App*, ferramenta que combina estoques, pedidos e dados de clientes em uma única experiência para sua equipe de vendas, permitindo assim uma visão mais holística da jornada de compra.

Imagem 3: Ilustração da integração trazida pelo Sales App



Fonte: Elaboração Athena Capital

2. **Live Commerce:** percebendo que a modalidade de vendas online por meio de lives estava ganhando tração significativa, no Oriente - *Live Commerce* já representam mais de 20% do *e-commerce* da China, segundo a Emarketer, e a tendência é que o formato ganhe relevância ao redor do mundo - a empresa resolve construir e disponibilizar a funcionalidade. Assim nasce o *Live Shopping*, *Add-on* que permite os clientes VTEX fazerem *lives* para vender produtos e aumentar sua produtividade no canal online.
3. **Ad Network:** o modelo de precificação das plataformas de anúncios digitais como Google e Meta são baseados em um sistema de leilão, onde os anunciantes fazem lances para que seus anúncios sejam exibidos aos usuários. Esse sistema é exacerbado pela alta demanda do mercado, com inúmeras empresas competindo pelos mesmos espaços

publicitários. Como resultado, o custo por clique (CPC) e o custo por mil impressões (CPM) aumentam significativamente. A intensa concorrência, somada ao desejo de alcançar públicos altamente segmentados, eleva os preços dos lances necessários para vencer o leilão, tornando a publicidade digital um investimento substancial e muitas vezes caro para as empresas.

O problema desse modelo é que chega um momento em que os altos custos de marketing, muitas vezes tornam-se inviáveis para muitas operações, forçando as empresas a buscarem fontes alternativas e mais baratas de publicidade para manterem-se competitivas e rentáveis. Foi nessa esteira de pensamento, que a VTEX criou uma alternativa “win-win-win”. O cliente VTEX (varejista) passa a disponibilizar um *real estate* digital (em seu site), para que a indústria faça anúncios personalizados e atinja públicos segmentados por um custo bem mais baixo. Dessa forma, o varejista *ganha* ao receber uma receita adicional de *retail* média que antes não tinha acesso, a indústria *ganha*, pois, consegue uma alternativa mais barata de promover seus produtos e a VTEX ganha ao se apropriar de parte dessa verba de marketing. A graça desse jogo é que a Companhia passa a não mais se limitar ao “bolso” do TI de seus clientes e passa a acessar outros como o de marketing.

Parte da razão pela qual acreditamos que a VTEX conseguiu lançar essas funcionalidades em comparação com a concorrência, reside no seu foco. Enquanto a VTEX se concentrou em ser um provedor de *e-commerce*, oferecendo uma solução prática e eficiente, muitos concorrentes têm suas atenções divididas. Como mostraremos adiante, para muitos competidores, o *e-commerce* não é um produto *core*, resultando em uma divisão de tempo e foco da equipe de gestão. O SAP Commerce e o Oracle Commerce, por exemplo, priorizam suas ferramentas de ERP e banco de dados, delegando inovações e funcionalidades secundárias para o ecossistema de parceiros desenvolver.

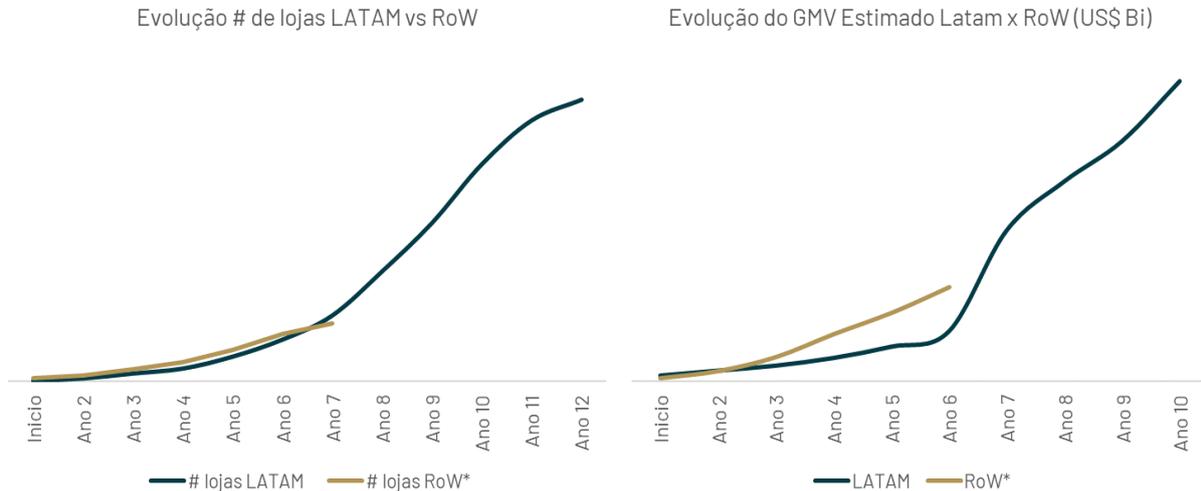
Embora o mercado endereçável da VTEX seja vasto, proporcionando uma miríade de oportunidades de crescimento, essa mesma amplitude representa nosso maior receio em relação à tese. Para que a VTEX se torne uma empresa rentável, competitiva e duradoura, é essencial que ela consiga capturar e capitalizar essa oportunidade de forma eficaz. Estamos diante de um case de assimetria, onde o potencial de crescimento é enorme, mas a execução precisa ser exemplar para evitar que desafios operacionais e estratégicos comprometam o futuro promissor. A capacidade da VTEX de navegar por esse mar de oportunidades determinará seu sucesso no longo prazo.

Adicionalmente, um movimento de expansão internacional, frequentemente, enfrenta preconceitos, especialmente quando se trata de uma empresa latina vendendo *software* para o mercado americano e europeu. Onde um povo admira o outro, é lá que se encontra o seu *benchmark*. A Colômbia e a Argentina, por exemplo, têm uma admiração pelo Brasil, o que resulta em curvas de adoção de clientes mais rápidas. Por outro lado, o Chile e o México olham para os Estados Unidos como referência, resultando a uma adoção mais lenta. Em outras palavras, o principal gargalo é o preconceito, que só pode ser superado com consistência de entrega, não apenas com marketing.

Contudo, a VTEX tem demonstrado sua capacidade de superar esses obstáculos, conquistando gradualmente a confiança e o respeito de clientes importantes nos EUA e Europa. Não por acaso, a inclinação da curva de adesão de clientes nessas novas geografias, segundo a empresa, se assemelha muito à da América Latina, com um atraso temporal de

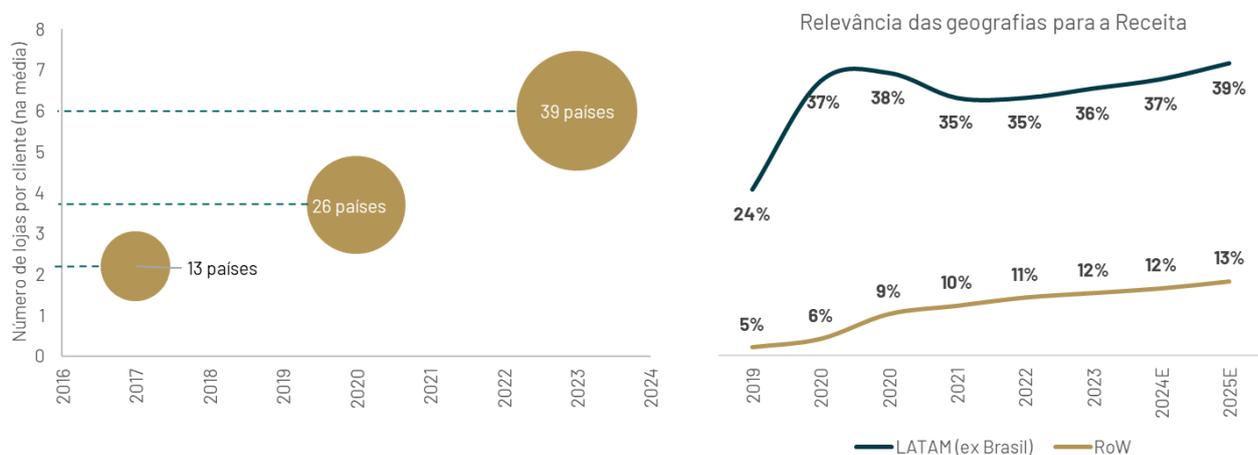
aproximadamente cinco anos. Entre os clientes notáveis que a empresa adquiriu estão a Hearst¹⁰, colosso americano do ramo de mídia e comunicação, e a USESI, uma distribuidora de suprimentos elétricos dos Estados Unidos que contratou a solução B2B da VTEX.

Imagem 4: Curva de evolução de clientes por geografia



Fonte: informações divulgadas em apresentação institucional da empresa e estimativas Athena Capital (premissa de *takerate* - assumimos o *takerate* flat historicamente a fins de exercício). Elaboração Athena Capital *Curva de RoW (Rest of the World) deslocada 5 anos para trás

Imagem 5: Expansão para outros países e relevância para a receita



Fonte: Releases e apresentação Institucional VTEX. Elaboração Athena Capital

Um risco pouco debatido, mas de grande importância, é o tema de Segurança e Privacidade. Em poucos anos, a contratação de *software* será predominada por esses critérios. Da mesma forma que as empresas não atuam como suas próprias seguradoras, delegando o gerenciamento de riscos a terceiros, a indústria de *software* seguirá a mesma lógica no que tange à segurança e privacidade. Este é um risco demasiadamente elevado para ser administrado exclusivamente

¹⁰ Hearst é a 37º maior empresa privada dos US, segundo a Forbes, e conta com mais de 20.000 funcionários.

dentro de casa. Com o fator "segurança" assumindo um papel central, empresas com soluções *on-premise*¹¹ ou licenças instaladas diretamente nos clientes, como muitos produtos da Oracle e SAP Hybris, enfrentarão dificuldades em manter os padrões de segurança exigidos e, conseqüentemente, em obter as certificações necessárias.

O cenário descrito já se faz presente atualmente. Um exemplo notável é a vitória da VTEX em uma RFP¹² (*Request for Proposal*) contra a Oracle. O cliente era a *Pierce Manufacturing*, empresa fabricante de caminhões e veículos personalizados de última geração para bombeiros americanos (cliente B2B). Nada poderia ser mais emblemático do que a conquista de um cliente "*pure blood*" americano por um provedor de tecnologia latino. Parte da razão da vitória foi uma certificação de segurança que a Oracle, devido à sua arquitetura monolítica, não conseguia obter.

Uma arquitetura de software monolítica é aquela em que todos os componentes e funcionalidades do software são integrados em um único bloco ou sistema. Isso significa que todas as partes do software estão interligadas e dependem umas das outras, o que pode dificultar atualizações e escalabilidade. Por outro lado, uma arquitetura *multitenant* permite que um único software sirva a múltiplos clientes (ou "*tenants*") de forma independente, compartilhando a mesma infraestrutura, mas mantendo os dados de cada cliente isolados e seguros. Essa abordagem facilita a escalabilidade, manutenção e atualização do software.

Do ponto de vista da segurança, a arquitetura monolítica é consideravelmente mais suscetível a invasões e ataques cibernéticos. A *Oracle* – assim como outros competidores – precisaria reescrever muitos anos de software para alcançar essa certificação. Ao optar por uma arquitetura *multitenant*, a VTEX se posicionou de maneira privilegiada no mercado de software, demonstrando uma visão estratégica inovadora ao tomarem a decisão de reescrever toda sua arquitetura no passado.

O competidor que mais tem ganho *marketshare* globalmente no momento é a Salesforce, conhecida globalmente por sua solução de CRM¹³, em 2016, a Companhia resolve dar mais um passo na expansão de sua oferta de produtos e entra no business de provedor de *e-commerce*, através da aquisição da *Demandware*. A aquisição resultou na criação da *Salesforce Commerce Cloud*, uma plataforma que combina a expertise de CRM da *Salesforce* com as capacidades de comércio eletrônico da *Demandware*. Essa sinergia permitiu que a *Salesforce* oferecesse uma solução completa para empresas que buscavam melhorar suas operações de venda online, desde a gestão de inventário até a personalização da experiência do cliente. Entendemos que esta é uma das soluções que mais ganha espaço no contexto global de software para *e-commerce*, principalmente nos EUA. Esta é uma solução altamente customizável. Contudo, essa flexibilidade pode ser uma faca de dois gumes, pois quando a customização se torna muito complexa, pode gerar fricções operacionais e prejudicar a jornada do cliente.

Ainda assim, o competidor que mais nos traz receio é o *Shopify*, provedor global de plataforma de *e-commerce* que, em 2014, lançou sua solução *Enterprise*, o *Shopify Plus*.

¹¹ On-premise: software instalado e executado localmente nos servidores e infraestrutura do cliente, em vez de ser hospedado em um servidor remoto ou na nuvem.

¹² Uma RFP (*Request for Proposal*) é um documento formal usado por organizações para solicitar propostas detalhadas de fornecedores, descrevendo como atenderão aos requisitos e necessidades de um projeto específico.

¹³ CRM (*Customer Relationship Management*) é um sistema que ajuda empresas a gerenciar e analisar interações com clientes, centralizando informações de vendas, marketing e atendimento para melhorar o relacionamento, a retenção e a satisfação dos clientes.

Nossa principal preocupação competitiva quanto ao *Shopify* não reside em LATAM, onde sua precificação segue sendo dolarizada (necessita de uma tropicalização da oferta) e possui baixo nível de integração com o ecossistema local, mas nos EUA, mercado onde VTEX assume o papel de “challenger”.

Apesar de ter uma solução *Enterprise*, hoje, entendemos que na medida que o cliente passa de um determinado tamanho, problemas atrelados à alta complexidade surgem e a solução passa a pesar no bolso do cliente. A *AB Inbev*, por exemplo, usava VTEX no Brasil e *Shopify* no Chile, pois ainda se tratava de uma operação pequena. Na medida que a operação cresceu, eles migraram para a VTEX. Apesar de, até o momento, o segmento *Enterprise* não parecer ser o foco estratégico da Companhia sediada em Ontario – temos feedback da empresa negar diversas RFPs – mantemos o acompanhamento competitivo constante, uma vez que se trata de um *player* capitalizado e detentor de um capital humano invejável.

A *Commerce Tools* é outro *player* que julgamos importante no cenário provedores de software de *e-commerce* global. Sua solução de *Headless* (não provê o *front-end* das lojas, apenas o *back-end*) com estrutura *multitenant* já atende grandes corporações que necessitam de soluções complexas e que tenham recursos para contratar parceiros com alta experiência em integrações. Apesar de seu tamanho ainda pequeno e modelo diferente de precificação (*takerate* efetivo bem menor que o da VTEX), a Companhia vem entregando taxas exponenciais (GMV cresceu 45% ano contra ano, em 2023¹⁴) de crescimento e chama nossa atenção.

A proposta da VTEX não é ser a melhor solução absoluta, embora se sobressaia frente a muitos competidores, porém oferecer uma solução simples, prática e eficiente que enderece as dores do cliente – através de seu ecossistema – com o menor nível de fricção operacional possível.

A Companhia é consciente ao escolher suas batalhas. Se um cliente busca extrema customização, integrações complexas e muitas funcionalidades extras de terceiros, a solução ideal para ele provavelmente não será a VTEX – e a empresa reconhece isso, muitas vezes recusando tais clientes. Essa visão pragmática permite à VTEX crescer de forma sólida e sustentável, atendendo às necessidades reais dos clientes sem comprometer a escalabilidade. Projetos de *e-commerce* excessivamente complexos podem gerar “micro-problemas” que se acumulam, resultando em maior necessidade de *headcount* de TI e ocasionando em uma experiência de usuário deficiente, impactando negativamente o desempenho financeiro do cliente – uma vez que o site converte menos e tem mais despesas com pessoal.

O *switching cost* de uma ferramenta de *e-commerce* não é desprezível. Ao trocar de provedor, é necessário recadastrar todos os SKUs, migrar dados de clientes e histórico de compras, entre outros. Além disso, as configurações de *front-end* (cores, fontes etc.) precisam ser refeitas do zero.

Não por acaso, o *churn* médio da VTEX gira em torno *mid single digit* – em outras palavras, na média, o cliente que migra para a VTEX fica 20 anos com a empresa. Por essa razão, enxergamos o caso da OBI como emblemático para o case.

¹⁴ Fonte: <https://commercetools.com/press-releases/commercetools-accelerates-global-momentum-announces-strong-2023-business-results>

A *OBI* é uma das maiores varejistas de DIY¹⁵ da Europa e o maior da Alemanha. A empresa, que conta com mais de 600 lojas físicas em toda a Europa, migrou sua plataforma de *e-commerce* de *Oracle* para *VTEX*. Com um *headcount* de TI que foi reduzido significativamente, a *OBI* se tornou um exemplo de ganho em eficiência ao optar pela *VTEX* como parceira estratégica.

Em nossa visão, esse movimento – e diversos outros similares que vem ocorrendo – evidencia a diferenciação da proposta de valor da *VTEX* frente à competição e valida a abordagem de produto que a Companhia tem adotado. À medida que o mercado amadurece e percebe que, no final do dia, mais importante do que ter uma solução idealizada – muitas vezes, por um CTO – é possuir uma solução que resolva seus problemas rapidamente, acreditamos que a *VTEX* continuará a conquistar clientes desse porte no cenário global de software.

As evidências de que essa dinâmica já vem ocorrendo são claras. Em 2023, já é possível observar a empresa adentrando no segmento "Líder" do quadrante da *Gartner*¹⁶. Embora, não seja trivial entender o impacto imediato de certas informações qualitativas como estão, situar-se no mapa da *Gartner* traz uma credibilidade à solução da *VTEX* que é difícil de mensurar no curto prazo, tornando-se tangível apenas ao longo dos anos. A *Gartner*, por ser uma das principais empresas de pesquisa e consultoria em tecnologia do mundo, elabora relatórios anuais que influenciam significativamente as decisões de contratação de soluções de software por empresas ao redor do mundo. Aparecer nesse ranking é de suma importância para a construção de marca.

A aceleração e o ganho de participação dos marketplaces dentro do *e-commerce*, especialmente quando se tem um único dominante, podem representar um risco significativo para o *business* da *VTEX*. Seu mercado endereçável é predominantemente o D2C (*Direct-to-Consumer*), ou seja, o canal direto das marcas. Este canal permite às marcas venderem diretamente aos consumidores, sem intermediários, o que é essencial para manter o controle sobre a experiência do cliente e os dados de compra.

Em um cenário que determinado marketplace domine 90% do mercado, qualquer varejista e marca perderia poder. O controle passa para quem possui o relacionamento direto com o cliente, e não para quem controla o produto. O mercado de 3P (*third-party*) evoluiu de 0% há 20 anos para aproximadamente 65-70% do *share* do *e-commerce* dos EUA, atualmente.

No entanto, mais recentemente, essa penetração tem se comportado de forma mais estável e, até por essa razão, essas plataformas têm buscado novos meios de monetização. Paralelamente, as marcas já entenderam que este é um jogo de poder, resultando em estratégias de limitação parcial ou total de sortimento, como demonstrado pela Nike ao anunciar sua saída da Amazon em 2019.

Outro ponto que julgávamos um risco e que hoje parece ter sido endereçado era o gargalo de crescimento limitado pelo capital humano. Na *VTEX* são os engenheiros e arquitetos de software, detentores do conhecimento técnico do produto, que fazem todo o processo de venda – seguindo a escola alemã de botar a engenharia à frente do marketing, em oposição à

¹⁵ Varejista *Do it Yourself* se especializam em vendas para clientes que não buscarão profissionais adicionais para usar os materiais comprados.

¹⁶ *Gartner* é uma das principais empresas de pesquisa e consultoria em tecnologia da informação do mundo. Esta oferece análises detalhadas, relatórios e insights sobre tendências tecnológicas e desempenho de fornecedores de software. Suas avaliações, como o Magic Quadrant, são amplamente reconhecidas e influenciam decisões de negócios em empresas de todo o mundo.

americana. Assim, a escassez de funcionários desse escopo de trabalho significaria uma impossibilidade de atender os novos clientes.

Pensando nisso, a Companhia idealizou o DCS¹⁷, programa interno de formação de desenvolvedores. Esse programa de formação de talentos recruta os engenheiros das melhores faculdades do Brasil, os treinam por 18 meses e os lançam ao campo para adquirir conhecimentos práticos. Os alunos passam 2 anos treinando nas estruturas do Brasil e LATAM, recebendo instruções e aulas de um instituto da Inglaterra, e depois são exportados para atender outras geografias.

Nosso investimento em VTEX foi feito em um momento operacional atípico. A companhia vinha de um contexto de encolhimento expressivo de suas margens (em seus mais de 25 anos de história, a empresa só havia entregado lucro negativo em 4 deles). Em muitos dos casos, quando se é observado esse tipo de tendência em margens, é normal serem levantados questionamentos sobre a durabilidade da vantagem competitiva, escalabilidade e rentabilidade do modelo de negócio, mudança no ambiente competitivo, capacidade de *earnings power* e assim por diante. No entanto, uma análise um pouco mais minuciosa logo evidenciaria que este não era o caso.

Na esteira de um IPO bem-sucedido, a VTEX decidiu acelerar proativamente os investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), para criar outras funcionalidades (os já mencionados *Add-ons*), também em Vendas e Marketing, a fim de reforçar sua equipe e estrutura de vendas. Contrariando o possível cenário desenhado acima (de degradação do modelo de negócios), a Companhia continuou a crescer a taxas superiores às do mercado, expandiu suas operações para novas geografias e intensificou o *cross-sell* e *upsell* entre seus clientes existentes. Além disso, a manutenção da dinâmica de ganho de *share* traz um conforto de que suas vantagens competitivas seguem intactas e que a capacidade de gerar valor aos seus clientes, diferente do que as quedas abruptas de margens possam sugerir, se mantém.

Um fator que avaliamos e julgamos essencial ao investir em um case é a transparência das informações publicamente divulgadas e, mais importante ainda, como interpretá-las. O termo "Contabilidade Criativa" é amplamente conhecido e discutido.

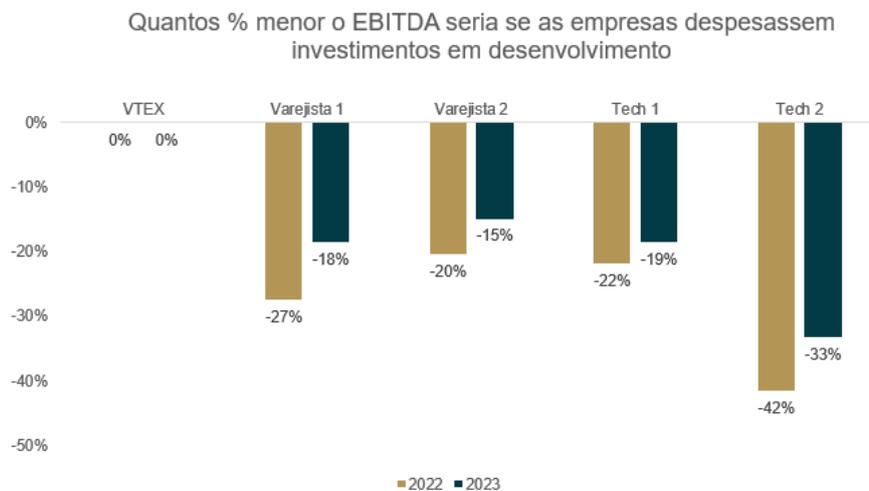
Embora legal - pelo menos até o momento - trata-se da distorção das demonstrações financeiras para apresentar uma situação financeira mais favorável do que realmente é. Através de técnicas e métodos contábeis, empresas ajustam números, antecipam receitas, postergam despesas e inflam lucros. Um exemplo clássico é a reclassificação de despesas operacionais como CAPEX, permitindo que as empresas amortizem os custos ao longo de vários anos, em vez de reconhecê-los imediatamente.

De acordo com o IFRS, os custos incorridos durante a fase de desenvolvimento de um software podem ser capitalizados se certos critérios forem atendidos, como a viabilidade técnica, a intenção de concluir o software, a capacidade de usar ou vendê-lo, a geração provável de benefícios econômicos futuros, entre outros. Em muitos casos, isso pode gerar uma leitura distorcida do Demonstrativo de Resultados, especialmente se a companhia começar a investir mais em P&D do que historicamente, fazendo com que a adição de intangíveis se torne maior que a despesa de amortização do período.

¹⁷ DCS: Programa Digital Commerce Specialist

A adoção de uma contabilidade conservadora pela VTEX na hora de contabilizar gastos com desenvolvimento reflete uma abordagem prudente e estratégica, que visa resguardar a integridade financeira da empresa. Ao optar por despesa imediata dos custos de desenvolvimento, a VTEX evita inflar seus ativos intangíveis, garantindo que suas demonstrações financeiras ofereçam uma visão realista e transparente da sua posição econômica, além de prover uma relação muito mais direta entre o lucro operacional e a geração de caixa. Em nossa visão, esta prática conservadora, longe de ser meramente um exercício de cautela, demonstra um compromisso com a precisão contábil e a transparência, reforçando a confiança dos investidores na solidez e integridade da empresa.

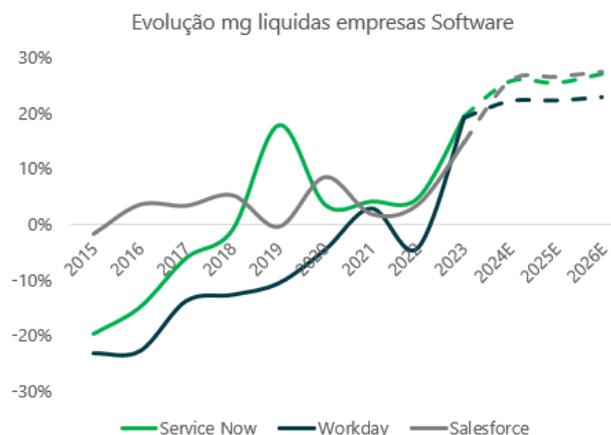
Imagem 6: Simulação de outras empresas para mesma contabilidade que VTEX



Fonte: Sites de RI das empresas abertas. Elaboração Athena Capital

O modelo de precificação de software, ao contrário de negócios como o varejo tradicional, não se baseia em um *mark-up* sobre o custo do produto vendido (CPV). Em vez disso, considera dois fatores principais: i) quanto o cliente está disposto a pagar, que está intimamente ligado ao valor percebido do produto, e ii) quanto os concorrentes estão cobrando. Combinando esses elementos com um modelo de negócio altamente escalável, o resultado são margens elevadas para os *players* que possuem a maior escala.

Imagem 7: Evolução de Margens Líquidas (linhas pontilhadas são estimativas Bloomberg)



Fonte: Releases das empresas. Elaboração Athena Capital

Ao alinhar: i) um mercado endereçável vasto, ii) alta escalabilidade e iii) margens elevadas, torna-se evidente porque essas empresas são negociadas com prêmios substanciais em comparação com outros setores. Em 2013, a SAP resolve comprar a Hybris, empresa alemã provedora de e-commerce e soluções *omnichannel* por US\$1,3 bilhão. Três anos mais tarde, a Demandware foi adquirida pela Salesforce por US\$2,8 bilhões configurando um *EV/Sales trailing* de aproximadamente 12x. Não muito tempo depois, foi a vez da Adobe em adquirir a Magento por US\$1,7 bilhão (~11x Sales).

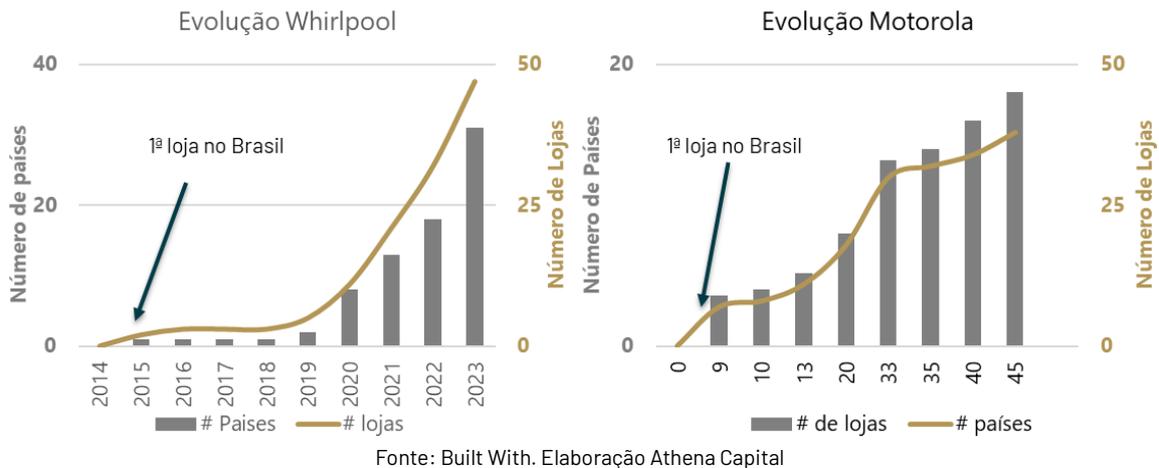
A avaliação de empresas de tecnologia apresenta desafios únicos, frequentemente caracterizados por múltiplos extremamente elevados que podem desviar a atenção da essência do valor subjacente. Parte da dificuldade reside principalmente em o analista ter o conforto de pagar por altas taxas de crescimento por longos períodos. A fim de entender melhor como que esse contexto se encaixa na realidade da VTEX, quebramos seu crescimento de receita em dois vetores:

1. **Crescimento originado pela base atual de clientes:** a base deveria crescer o *Same Client Sale* multiplicado por 66%, que na média é o percentual variável do contrato da VTEX (atrelado ao crescimento de GMV), menos o *churn* (perda de contratos). O *Same Client Sale*, nesse caso, nada mais é do que o i) crescimento orgânico das operações de e-commerce de cada cliente, somado ao ii) *cross sell* e *upsell* que estão relacionados à contratação de *Add-ons* ou criação de novas lojas em um mesmo cliente (quando o cliente usa a VTEX em outra geografia de atuação);
2. **Crescimento via captura de novos clientes:** basicamente a receita vinda dos novos clientes no ano em que suas operações de e-commerce são tombadas para o software da VTEX.

Embora a VTEX tenha um alto *market share* em algumas regiões como o Brasil, são justamente essas geografias que apresentam maior potencial de crescimento no e-commerce devido à baixa penetração atual. Por outro lado, em mercados como os Estados Unidos e a Europa, onde o e-commerce já está mais desenvolvido, o *market share* da VTEX é ínfimo. Essa dinâmica cria uma oportunidade única: aproveitar o crescimento robusto em mercados emergentes, enquanto trabalha para aumentar sua presença em regiões já maduras.

Outro vetor de extrema importância, e que, em nossa visão, é subestimado pelo mercado, é o crescimento impulsionado pelo **efeito cascata** ao adquirir clientes multinacionais no Brasil. Dar atenção às marcas globais no Brasil e fornecer um serviço de excelência tem se mostrado uma estratégia eficaz para expansão internacional. Funciona como uma ponte: a VTEX começa oferecendo suas soluções em uma geografia específica do grupo – geralmente o Brasil – e, ao ser bem-sucedida, expande seus serviços para outras regiões. Assim, cresce organicamente. Parcela importante do crescimento da VTEX vem do próprio cliente, que impulsiona o *upsell*. Não faltam exemplos para ilustrar tal dinâmica e os gráficos abaixo demonstram a evolução da VTEX em alguns deles:

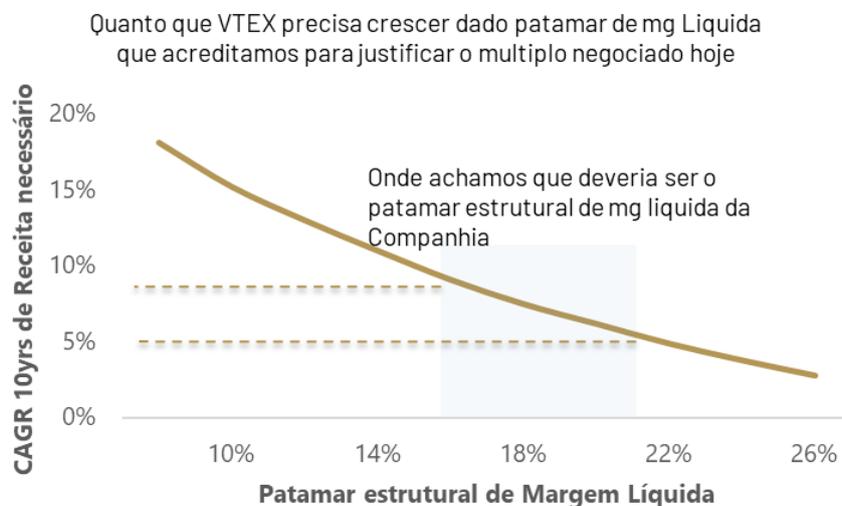
Imagem 8: Evolução de empresas ao entrar em novo país



Não consideramos justo avaliar a VTEX utilizando apenas métricas padrões como P/E e EV/EBITDA, principalmente pelo nível de maturidade da empresa. Limitar-se apenas à essas métricas pode resultar em uma subestimação do verdadeiro valor potencial da empresa, especialmente quando se trata de negócios em rápido crescimento de receita e margens altas. Portanto, é essencial buscar diferentes óticas que auxiliem a capturar nas análises o valor integral da empresa. Fazemos um exercício de estimar quanto que a Companhia precisaria entregar de CAGR de crescimento de Receita nos próximos 10 anos em diversos patamares de margem líquida para justificar o valuation que negocia hoje (e com uma premissa de ROIC, o qual achamos que o *business* deveria ter).

Em outras palavras, o gráfico mostra que, assumindo que a margem líquida normalizada da VTEX fique em torno de *high teens* – um patamar que muitas empresas maduras de tecnologia já superam – e, considerando um ROIC específico que o negócio evidencia ter, o CAGR de crescimento necessário nos próximos 10 anos para justificar o valor negociado hoje é abaixo de 10%. Acreditamos que a VTEX tem a capacidade de alcançar taxas de crescimento bem superiores a essa.

Imagem 9: Projeção de margem em função do crescimento



Unidos a esse exercício, buscamos entender como que esse crescimento conversa com a necessidade de ganho de *share* implícito em cada geografia de atuação – Brasil, LATAM x Brasil e Resto do Mundo. Ao decompor o valuation dessa forma, fica claro que o potencial de ganho de marketshare da VTEX não está totalmente precificado pelo mercado e que o múltiplo justo da Companhia deveria ser maior do que o de tela. Embora a conquista de clientes nos Estados Unidos e Europa seja importante para o case, esse exercício nos evidencia que grande parte do crescimento futuro da empresa na verdade reside nos países da LATAM.

Gostamos de analisar quanto que o investimento em *Sales & Marketing* de um ano impacta no crescimento de receita vinda de novos clientes no ano seguinte. Ao analisarmos os números passados, em média, a Companhia converteu 40-50% do S&M em receita de novos clientes no ano seguinte. Em outras palavras, a VTEX necessita investir 30% de sua receita nessa linha para sustentar um crescimento incremental de 12 pontos percentuais (40% x 30%) no ano subsequente. Este ponto também nos auxilia a entender um pouco mais a fundo a mecânica de alavancagem de margem do modelo de negócio.

Imagem 10: Relação entre o crescimento e a necessidade de gastos com S&M – assumindo taxa de conversão histórica

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6	Cenário 7	Cenário 8	Cenário 9	Cenário 10
Crescimento	21%	20%	19%	18%	17%	15%	14%	13%	12%	11%
S&M % Recorrente Necessário	-36%	-33%	-30%	-27%	-24%	-21%	-18%	-15%	-12%	-9%

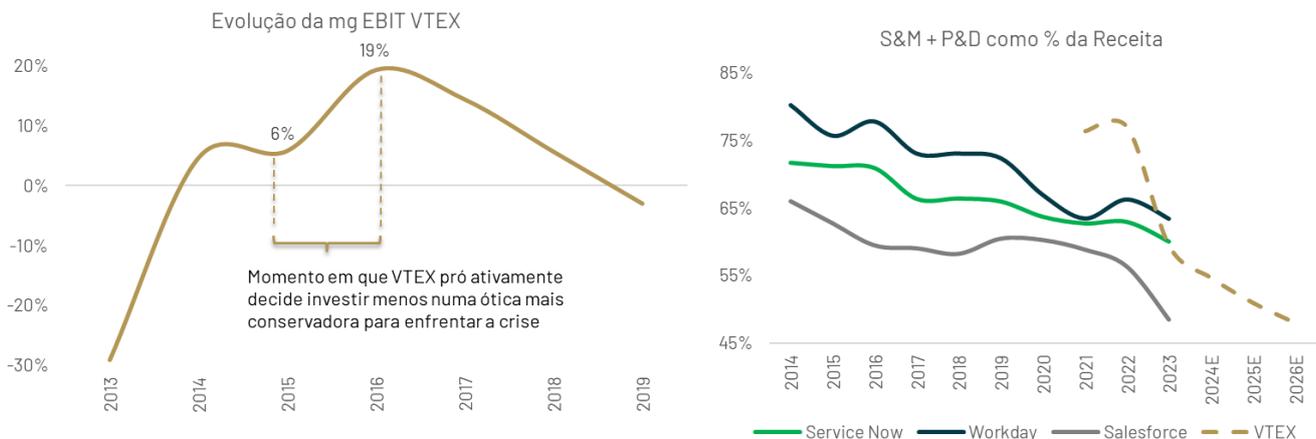
Fonte: Elaboração Athena Capital

Com base nesse modus operandis, não acreditamos existir um cenário estrutural em que a VTEX desacelere substancialmente seu crescimento e mantenha as margens de *low-single digit*. Uma vez a companhia com um crescimento mais maduro, sua estrutura comercial (majoritariamente *solution engineer* e *solution architects*) deveria ser menor e conseqüentemente sua margem expandir.

Conseguimos observar essa dinâmica em diversas empresas de software, inclusive na própria VTEX, em 2015 e 2016 (gráfico abaixo), quando a Companhia resolve ser mais conservadora nos investimentos em crescimento e sua margem EBIT salta mais de 13pp em apenas um ano. A dinâmica de diluição de despesas de marketing e até mesmo de P&D, na medida que empresas crescem, pode ser observada em diversas empresas de tecnologia que passaram a arrebentação e se tornaram líderes em seus nichos.

Se a VTEX resolvesse parar de crescer às altas taxas que cresce hoje, e ajustasse sua estrutura comercial para seu novo patamar de crescimento - assumimos 10% para fins de exercício - seu P/E ajustado seria próximo de 24x, um múltiplo, em nossa visão, abaixo do justo para uma empresa com o ROIC e margem líquida que a VTEX tem

Imagem 11: Histórico de margem e projeção do S&M+P&D como % da receita



Fonte: Diários Oficiais, Releases das empresas. Elaboração Athena Capital

Temos observado que o mercado tem se preocupado excessivamente com resultados do DRE de curto prazo – evidente no *price-action* histórico – e que as informações qualitativas entregues (que em nossa visão são excelentes e que endereçam diversos receios do case) estão ficando em segundo plano. Notamos que existe um mal-entendido que permeia o mercado quanto a forma que a VTEX funciona. A Companhia não está “entrando nos EUA”, ela está entrando em clientes americanos e existe uma diferença muito grande nisso. No passado, a Companhia entendeu que não adianta entrar proativamente em um país, montar estruturas fixas, alugar escritórios e contratar time comercial, se a geografia não tem demanda suficiente por sua solução. O fator que define a VTEX entrar em uma nova geografia é a própria demanda dos clientes lá presentes, portanto, não existem investimentos extra feitos na frente.

O cliente puxa a expansão, e não o contrário. Dessa forma, voltamos novamente à importância dos conceitos de simplicidade de produto e credibilidade de marca. Quanto mais i) simplificarem produto em termos de escopo, ii) usar o ecossistema para entregar a solução e iii) mais conhecida sua marca for, mais rentável ela será por conta do ciclo virtuoso que trabalha em prol de um Custo de Aquisição de Cliente (CAC) cada vez menor.

Hoje, a VTEX representa uma posição significativa em nosso fundo. Identificamos nela um case de assimetria, onde a oportunidade de captura de mercado é vasta, e o valuation atual não exige um prêmio excessivo.

Vale salientar que grandes conquistas levam tempo para serem alcançadas. Assim como foi no Brasil e na América Latina, a evolução nos EUA e Europa levará tempo. Movimentos dessa magnitude não ocorrem da noite para o dia e temos consciência disso; é necessário um planejamento estratégico, execução consistente e capacidade de adaptação às mudanças do mercado. Cada vitória – aqui lê-se cliente – é fruto de esforços contínuos e aprimoramentos constantes, demonstrando que a paciência e a perseverança são essenciais para atingir metas ambiciosas e construir um legado duradouro.

Impulsionada pelo vento de cauda do crescimento do e-commerce, seu baixo *market share* em diversas geografias e seu diferencial no posicionamento de oferta de produto, acreditamos que a VTEX deve continuar crescendo a altas taxas e capturando mercado. Observamos indícios claros desse sucesso em suas recentes conquistas e inovações, o que reforça nossa confiança quanto ao seu futuro promissor.