

A Tributos

O banco Mundial divulga desde 2003 uma publicação anual chamada *Doing Business*¹. Trata-se de uma tentativa de mensurar a qualidade do ambiente de negócios dos países, ranqueados segundo elementos de natureza microeconômica, do tipo: facilidade para abrir e fechar um negócio, obter licença para construção, transferir propriedades, obter crédito e pagar impostos, flexibilidade do mercado de trabalho, proteção aos investidores e execução de contratos.

Na última edição de 2009, o Brasil apareceu numa incômoda 125ª posição do ranking de 181 países, escoltado por vizinhos como Butão (124ª) e Micronésia (126ª). O pior desempenho do país foi obtido no critério “pagamento de impostos”, onde o Brasil ostentou o 145º lugar. Este item é composto por três indicadores, um que serve como proxy para o tamanho da carga tributária, outros dois que procuram medir a complexidade dos processos administrativos necessários para o cumprimento das obrigações fiscais. Num destes itens, que mede o número de horas por ano necessárias para preparar, preencher e entregar os formulários exigidos pelo fisco, o Brasil conquistou o último lugar do ranking global, atingindo o recorde de 2,6 mil horas, guardando ainda considerável distância sobre o penúltimo lugar, Camarões, com 1,4 mil horas.

Entre impostos, contribuições, fundos e taxas, o Brasil conta hoje com um arsenal de 85 tributos². O custo da burocracia fiscal no país é proibitivo. Seus efeitos sobre o setor privado já são há muito conhecidos: distorções na estrutura da produção e do emprego, proliferação da sonegação e da ilegalidade, impondo uma dupla desvantagem competitiva para as empresas sérias. Menos observado é o fato de que o Governo tenha mostrado sinais de sentir na própria carne os efeitos perversos da complexidade tributária. E assim, em 2003, determinou expressamente, via emenda constitucional, que as administrações tributárias teriam “recursos prioritários” para atuarem de “forma integrada”, buscando inclusive “o compartilhamento de cadastros e de informações fiscais”³. A partir daí, diversas iniciativas foram promovidas no âmbito das

secretarias federal, estaduais e municipais de Fazenda. Destacam-se o aumento da utilização da substituição tributária (ST), o PMATA (Projeto de Modernização da Administração Tributária e Aduaneira) e os Protocolos de Cooperação Técnica que resultaram na criação e no compromisso de desenvolvimento e de implantação do Sistema Público de Escrituração Digital (SPED).

No regime de substituição tributária, a responsabilidade pelo recolhimento de determinado imposto é atribuída a outro contribuinte. Tributos plurifásicos (que incidem mais de uma vez ao longo da cadeia de fornecimento) são assim transformados em monofásicos, o que facilita a arrecadação, concentrando a responsabilidade do recolhimento num único agente.

Já o SPED, instituído por decreto presidencial, é o instrumento para conversão obrigatória em formatação digital dos livros fiscais e contábeis das empresas. Contendo três subprojetos principais – escrituração contábil, escrituração fiscal e a nota fiscal eletrônica - a meta do novo sistema é a de validar e autenticar

Nota: Nosso Desempenho

A partir deste trimestre, as Cartas Dynamo não terão mais a seção *Nosso Desempenho*. Tão logo encerrado cada trimestre, nossos cotistas receberão pelo correio, juntamente com o extrato, os comentários sobre o nosso desempenho no período. As Cartas continuarão com o texto principal, abordando temas da atualidade sobre o universo de investimentos, finanças, mercados, negócios e companhias. Nossa expectativa é de continuar produzindo quatro Cartas por ano, que poderão eventualmente ser entregues em periodicidade distintas. Com isso, pretendemos manter o mesmo padrão e estilo das nossas análises, sem comprometer a atualidade do comentário do *Nosso Desempenho*, como vinha ocorrendo ultimamente.

¹ www.doingbusiness.org

² A lista completa pode ser encontrada em <http://www.portaltributario.com.br/tributos.htm>.

³ Artigo 1º da Emenda Constitucional n. 42, aprovada em 19 de dezembro de 2003, que introduziu o inciso XXII ao artigo 37 da Constituição.

por meio eletrônico toda escrituração comercial e fiscal das associações empresariais⁴.

O programa é inédito, ambicioso e agora prioritário. No caso da nota fiscal eletrônica, o regime de obrigatoriedade foi instituído para vinte e cinco setores da economia, alguns deles desde dezembro de 2008⁵. Estudos estimam que cerca de vinte mil empresas deverão se adaptar ao sistema até setembro deste ano, outras duzentas e dez mil até final de 2010 e mais três milhões até dezembro de 2012. O projeto pode representar uma transformação radical no ambiente de negócios da economia brasileira, tradicionalmente caracterizada pela informalidade e pela sonegação fiscal.

Se na origem a iniciativa foi uma resposta da base técnica das secretarias fazendárias a uma diretriz legislativa, não se pode descartar que em algum momento os interesses econômicos dos fiscos estaduais viessem encampar o projeto. Afinal, é óbvio o impacto arrecadatório positivo, se o sistema digital for implementado com sucesso. O fisco passa a enxergar mais e melhor. Ambientes remotos e obscuros, à margem da legalidade fiscal serão arejados e iluminados. Expandida sua capacidade de processamento e cruzamento de informações, o fisco ganha poder de controle sobre os contribuintes.

Adicionalmente, representantes do setor privado em dia com suas obrigações fiscais cedo aderiram ao projeto, percebendo a oportunidade de reduzir a enorme vantagem competitiva que a sonegação e a ilegalidade oferecem aos seus concorrentes. O programa qualifica-se assim como um dos poucos exemplos de parcerias público-privadas bem sucedidas no país.

Tudo isso num momento em que a carga tributária no Brasil atinge patamares considerados limítrofes e a crise financeira não apenas interrompe a trajetória de crescimento da receita pública, mas exige aumento dos dispêndios contra-cíclicos e/ou renúncias fiscais, numa realidade de execução orçamentária com alto grau de despesas vinculadas. Neste contexto, iniciativas que produzam eventuais aumentos da capacidade de arrecadação sem mexer nas alíquotas parecem mais do que oportunas.

Não pretendemos aqui tecer considerações normativas sobre estas tendências e iniciativas. Isso seria penetrar em searas que tangenciam aspectos ideológicos e políticos sobre o papel, o tamanho e a eficiência do Estado no Brasil. Questões sobre o retorno para a sociedade das transferências públicas, o perfil (regressivo) da nossa estrutura tributária, a relação gasto corrente/investimento do Governo ou o efeito-deslocamento do setor privado são fundamentais para uma boa análise do desempenho qualitativo do setor público, mas não são o nosso foco

neste momento. Também não temos experiência do que pode representar um fisco extremamente eficiente e *panóptico* numa economia onde 40% da força de trabalho ainda não possui carteira assinada e 25% do faturamento total das empresas em 2008 foi não-declarado⁶.

Partimos apenas da premissa e da constatação de que este caminho na direção de uma maior eficiência da *res fiscalis* parece irreversível, embora os impactos difiram no tempo. No caso da ST, o resultado tem sido mais rápido. Segundo a Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo, maior entusiasta da medida, *“a implantação da substituição tributária é uma das grandes aliadas do governo no combate à sonegação. Ao transferir para a origem a arrecadação do imposto, o Fisco facilita o acompanhamento do recolhimento do tributo e garante a justiça fiscal, evitando a concorrência desleal que algumas empresas praticam quando não recolhem adequadamente o imposto. Além disso, o sistema traz também significativo ganho de eficiência à administração tributária e reduz os custos, já que a fiscalização passa a ser feita de forma concentrada”*.

Já o SPED tem um tom de novidade e vem exigindo considerável quantidade de recursos e de tempo para que empresas e governos se adaptem às novas exigências. O cronograma sofreu algumas extensões de prazo, mas o projeto deverá ser executado, até porque já encontra amplo *enforcement* no direito administrativo e mesmo no criminal. É lógico que a eficácia do programa, em termos de impactos definitivos sobre a sonegação e a ilegalidade, depende de um melhor aparelhamento dos órgãos competentes. Embora a direção pareça acertada, não se pode subestimar o risco de execução do projeto, caso não sejam feitos os investimentos compatíveis em equipamentos e principalmente em capacitação de pessoal.

A idéia desta Carta é a de ilustrar como alguns de nossos investimentos estão posicionados para se beneficiar de forma direta desta transformação. Não que nossa tese de investimento nestas companhias repouse exclusivamente no sucesso destas iniciativas. Nada disso. Encontramos o tema a partir da nossa análise *bottom-up* das companhias e não vice-versa. Trata-se, portanto, de um ingrediente a mais, que acrescenta tempero em modelos de negócios já interessantes. Como dissemos acima, a iniciativa mostra-se oportuna e, ao que parece, irreversível. Única em propósito, atinge as empresas nas quais investimos sob prismas diversos. Vejamos então os casos.

Totvs

A adaptação ao novo ambiente de escrituração digital vem exigindo das empresas investimentos não desprezíveis em equipamentos e em pessoal. Atualizar e sanear bancos de

4 O Governo já trabalha em outros módulos que devem ser implementados na sequência, são eles: CT-e (conhecimento de transporte eletrônico), SPED e-previdência, central de balanços, e-LALUR, livro PIS/COFINS, NFS-e e livro de controle da produção e do estoque.

5 Os setores pioneiros foram: fabricantes de automóveis e afins, de cimento, medicamentos, carnes, bebidas alcoólicas, refrigerantes, aço, ferro-gusa e fornecedores de energia elétrica.

6 *Estudo Sobre Sonegação Fiscal das Empresas Brasileiras*, Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário, mar-2009.

dados e cadastros, adequar a infra-estrutura de telecomunicações e de tecnologia de informação (TI), redefinir processos operacionais e contábeis para que possam ser suportados por sistemas integrados, treinar as equipes para o preenchimento, verificação e validação dos arquivos eletrônicos, são algumas das tarefas preparatórias necessárias. O benefício certamente chegará mais a frente, com a grande simplificação de rotinas manuais, redução dos custos de pessoal, diminuição da burocracia 'física', economia de papelada, etc. Quando totalmente implementado, o sistema deve gerar maior eficiência e confiabilidade, devendo ainda reduzir eventuais despesas com autuações e multas. Se o resultado positivo para as empresas que se adaptam ao SPED só chega ao longo do tempo, para as fornecedoras de software a oportunidade já está à porta.

A Totvs é a líder no Brasil na atividade de desenvolvimento e comercialização de software de gestão empresarial integrada (ERP). Possui uma base de mais de 23 mil clientes, bem diversificados geograficamente e setorialmente, além de uma rede de distribuição bastante capilar com mais de cento e trinta canais (incluindo os representantes e franqueados). Resultado da integração bem sucedida de várias aquisições nos últimos anos, a companhia encontra-se bem posicionada para aproveitar o impulso que a iniciativa do *fisco eletrônico* pode representar em seu modelo de negócios.

A Dynamo acompanha e investe no setor de TI desde 2001. O segmento se beneficiou das inúmeras transformações ocorridas na economia brasileira e no ambiente de negócios das empresas nas últimas décadas, tais como: fim da inflação de dois dígitos, maior abertura comercial, privatização, aumento da competição, queda da reserva de mercado de TI, maior profissionalização (sofisticação) da administração das empresas, redução dos preços dos produtos de informática e avanços nas telecomunicações. Tais mudanças incentivaram e viabilizaram os investimentos corporativos em ferramentas de TI, focados em aumentar a produtividade e a eficiência da gestão, o nível de controles internos e a eficácia da execução do planejamento das empresas.

A Totvs vem mostrando competência em se aproveitar deste ambiente favorável. Seja através de aquisições ou de forma orgânica, a companhia apresenta um histórico de crescimento elevado e consistente. Além da qualidade no desenvolvimento dos produtos, parte importante do sucesso da companhia repousa na estrutura do seu canal de distribuição e na competência da prestação de serviços. O modelo de negócios da Totvs apóia-se numa força de vendas capilar e, principalmente, no suporte técnico ao longo de todo o processo de implementação do sistema, etapa crítica que define a aceitação do produto junto ao cliente. E este é um diferencial competitivo importante, já que o mercado alvo da companhia são as pequenas e médias empresas, o que supõe uma necessidade de escala na oferta desde serviço, bem como um conhecimento nuclear da base

potencial de clientes, atributo que os concorrentes e os eventuais novos entrantes terão dificuldade de replicar. Treinar e manter uma equipe de especialistas para acompanhar toda a etapa de implantação, num primeiro momento, representa um incremento nos custos de aquisição de clientes, mas logo se transforma em maior fidelização da base e, assim, no crescimento da parcela de manutenção (receita recorrente), que apresenta margens superiores. Isso reforça a tese de que a Totvs oferece um produto considerado como uma "utility de baixo *churn*", já que o software de gestão torna-se cada vez mais um "elemento crítico para estabilidade operacional dos clientes".

Nessa abordagem mais sistêmica do modelo corporativo da Totvs, o SPED surge não como uma oportunidade isolada de inclusão de um módulo tributário nos pacotes de venda de licença de software. Trata-se de um movimento com repercussões mais amplas e duradouras, que pode acelerar o caminho irreversível da informatização para um vasto espectro de pequenas e médias empresas ainda à margem da vida digital. E mesmo entre aquelas já informatizadas, serão necessários investimentos adicionais em software ERPs como ferramenta para perseguir maior eficiência operacional, sem falar no atendimento das demandas específicas do fisco. Compatível com essa leitura, a Totvs tem acenado com ações estratégicas direcionadas, como por exemplo, o lançamento recente de uma campanha institucional de fortalecimento da marca, o reforço dos canais de distribuição e a destinação de um montante expressivo de recursos para gastos com P&D (cerca de R\$ 100 milhões).

Com o crescimento vertiginoso dos últimos anos, a Totvs atingiu uma escala que lhe permite oferecer produtos de qualidade, com as funcionalidades necessárias, a um custo compatível com a realidade orçamentária de seu mercado alvo, ainda pouco penetrado pelos ERPs. A alavancagem operacional se manifesta também no crescimento das margens. Neste primeiro trimestre, a margem EBITDA atingiu 26,2%, ganhando cinco pontos percentuais sobre igual trimestre do ano anterior e quatro pontos acima do último trimestre de 2008. Num momento em que muitos setores da economia ainda sofrem com a crise financeira, a Totvs apresenta crescimento de receita na casa de 20% por trimestre, segue ampliando seu quadro de pessoal e acrescentando cerca de quinhentos clientes por trimestre em sua base.

Naturalmente, tamanha velocidade de crescimento impõe desafios adicionais sobre a capacidade de execução da companhia. Convergência de marcas diversas, aumento no número de produtos, movimento de expansão internacional, otimização dos gastos em P&D são algumas das matérias que exigem monitoramento. Além disso, é de se esperar que a Totvs encontre pela frente um aumento da competição em seu mercado alvo, o que pode eventualmente pressionar custos de pessoal qualificado, recurso já escasso no mercado. Mas, no nosso entendimento, nada que comprometa o momento virtuoso da companhia. Sem dúvida, a iniciativa do *fisco digital* veio alavancar um segmento

de mercado em franca expansão e o modelo de negócios da Totvs tem mostrado competência em capturar as oportunidades oferecidas no setor.

Ultrapar – Ipiranga

O mercado de distribuição de combustíveis convive com práticas de adulteração de produtos (diluição com solventes ou água) e de sonegação fiscal há muito tempo. Nos anos noventa, com a abertura do mercado, o número de distribuidores explodiu, passando de dez a quatrocentas empresas, que operavam, em sua grande maioria, de forma irregular. No final da década, a retirada de combustíveis na refinaria de Paulínia feita por empresas não-associadas ao Sindicom chegou a mais de 70% do total vendido⁷. O problema foi endereçado por meio da substituição tributária, quando as refinarias tornaram-se responsáveis por recolher os tributos da cadeia, destacadamente o ICMS e o PIS-Cofins. Ainda assim, a solução da questão não veio de forma imediata. Diversas companhias utilizaram a justiça para questionar o novo regime tributário, o que na época ficou conhecido como a “indústria de liminares”. A desordem em relação ao ICMS foi reduzida em 1998, quando o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo suspendeu todas as liminares vigentes. O problema com o PIS-Cofins continuou e foi atacado em 2000

⁷ O Sindicom é a associação que abriga as dez maiores companhias distribuidoras de combustíveis e de lubrificantes que atuam no país. As empresas reunidas no Sindicom seguem as práticas do mercado formal.

com a MP 2.037/00 e, mais à frente, com a Lei 9.900, que zerou a alíquota destas contribuições na distribuição, concentrando suas cobranças nas refinarias.

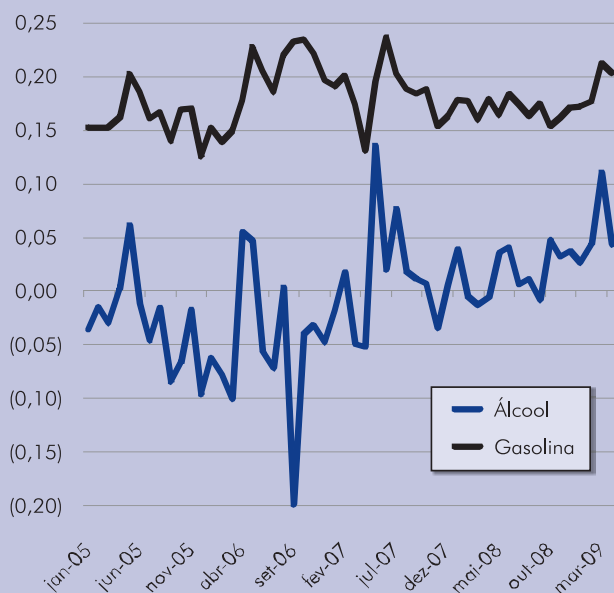
Naquela altura, o consumo de álcool combustível era menos expressivo e o esforço das autoridades competentes concentrou-se na gasolina e no diesel. Com o advento dos veículos flex, o mercado de álcool cresceu de forma explosiva e com ele as conhecidas manobras de sonegação e adulteração. O agravante aqui é que enquanto a produção de gasolina se concentra em pouco mais de uma dezena de refinarias sob controle da Petrobras, a de álcool se dá através de cerca de trezentas e cinquenta usinas. Esta fragmentação de interesses impõe desafios adicionais à legalização. Daí que a participação de mercado das distribuidoras representadas pelo Sindicom, atinge apenas 60% no etanol, enquanto que na gasolina já chegou a 77% e no diesel a 84%. Isto explica também o fato de a maior parte da substituição tributária no álcool continuasse recaindo sobre os distribuidores (60%) e apenas uma parte menor (40%) tenha ficado a cargo das usinas, enquanto que na gasolina 100% da ST se dá nas refinarias. Adicionalmente, o medidor de vazão, dispositivo que permite a contagem do fluxo de produção e que muito contribuiu para o fim da sonegação no segmento cervejeiro, ainda aguarda regulamentação específica para ser instalado nas usinas alcooleiras.

Os tributos são parte muito relevante do preço final dos combustíveis. Na gasolina, por exemplo, os impostos correspondem a cerca de 40-50% do preço final do produto. A sonegação gera uma vantagem competitiva expressiva neste mercado. O PIS-Cofins na distribuição corresponde a algo como oito centavos por litro de álcool, sendo que a margem bruta para este combustível gira em torno de quatro ou cinco centavos por litro. Quem não recolhe estas contribuições pode cobrar, por exemplo, seis centavos por litro a menos do que um concorrente idôneo, induzindo-o a operar com margem negativa, e ainda assim apresentar uma margem de seis a sete centavos por litro.

As práticas ilegais de sonegação e adulteração geralmente estão associadas aos revendedores e varejistas dos postos ‘bandeira branca’, ou seja, aqueles que não têm contrato de suprimento de combustíveis com as grandes distribuidoras. Para se ter uma idéia, dos cerca de 36 mil postos existentes no Brasil em dezembro de 2008, nada menos do que 15,8 mil são bandeira branca (44%). Além disso, a maior parte destes postos localiza-se no Estado de São Paulo, maior produtor e comercializador de álcool combustível da Federação. Não por acaso as margens operacionais no etanol das distribuidoras que operam no mercado paulista têm sido historicamente bem inferiores às da gasolina, conforme ilustra o Gráfico I.

O combate à ilegalidade representa assim uma combinação de oportunidades para o negócio de distribuição de

Gráfico I
Margem Bruta do Mercado de Distribuição de Combustível em São Paulo - R\$/litro



combustíveis: i) elimina a vantagem da competição desleal; ii) abala o modelo de negócios da maior parte dos postos não embandeirados, permitindo o livre acesso das distribuidoras idôneas sobre este enorme mercado potencial; iii) oferece possibilidade de arbitragem de margens no mercado paulista de maior volume e maior sazonalidade de preços. De fato, com as medidas mais recentes, já se pode perceber alguma tendência de melhoria no ambiente, quando as margens do etanol para as distribuidoras deixaram de ser negativas (cfr mesmo Gráfico I).

A maior oferta de postos a serem embandeirados pode ainda trazer vantagens negociais para as distribuidoras no momento do embandeiramento, provavelmente diminuindo o capex de aquisição (luvas, melhorias, etc), aumentando assim o retorno por litro vendido.

O cerco à sonegação e o aumento do embandeiramento deverá se traduzir numa grande redução no número de distribuidores no mercado. Na outra ponta, o movimento de concentração da produção nas usinas tem se mostrado bem mais lento. Como resultante, o poder de barganha das distribuidoras frente aos usineiros deve aumentar. Não por acaso, a Cosan, maior produtor de cana-de-açúcar do país, adquiriu a Esso, passando a atuar também como distribuidor. O movimento é o atestado dos produtores de etanol de que o outro lado da mesa estaria em melhor posição competitiva para se apropriar das oportunidades de arbitragens deste mercado.

Com o aperto à ilegalidade, a dinâmica da competição do setor de varejo de combustíveis deveria finalmente recair sobre os atributos que fundamentam o negócio, quais sejam: escala (logística de distribuição), marca (serviço de varejo) e gestão. Neste caso, a situação da Ipiranga é única.

A Ipiranga é a segunda maior empresa de distribuição de combustíveis do país, atrás apenas da BR Distribuidora, subsidiária integral de Petrobras. A maior concentração dos postos dá-se nas regiões sul/sudeste, onde o volume é maior. Com a aquisição da Texaco, a Ipiranga chega à casa de cinco mil postos, aumentando a exposição nas regiões centro-oeste, norte e nordeste, de maior crescimento. A abrangência geográfica da revenda e a qualidade dos ativos logísticos conferem um potencial sem precedentes de captura de ganhos de escala na aquisição de novas unidades (alavancagem operacional), reforçando a vantagem competitiva da companhia num ambiente de crescimento.

A marca Ipiranga foi construída ao longo dos anos a partir de uma visão do negócio como uma prestação de serviço no varejo e não como uma oferta de *commodity* no atacado. O cuidado com a gestão da marca dos antigos controladores da Ipiranga combinado à experiência em aquisições do Grupo Ultra vem produzindo resultados bastante interessantes. As margens operacionais melhoram trimestre a trimestre, refletindo a capacidade da administração de capturar os ganhos de escala do

negócio. Desde a aquisição da Ipiranga no 2T2007, o EBITDA por litro da companhia cresceu quase 40%. A recente aquisição da Texaco, cujos postos vêm sendo convertidos em prazos mais curtos e custos mais baixos do que o esperado, promete trazer ganhos adicionais com o adensamento da rede, diluição de SGA e otimização da base logística.

Neste contexto, não é difícil perceber a enorme oportunidade para a Ipiranga se o combate à sonegação empurrar os postos bandeira branca para a formalidade. No limite, é como se o maior *player* do mercado de etanol estivesse à venda.

Drogasil

O varejo de medicamentos é outro segmento onde a informalidade e a complexidade fiscais do país causam enorme distorções. Segundo o *IMS Health*, ao final de 2006 existiam no Brasil cerca de 55,6 mil drogarias, números muito próximo aos Estados Unidos (58 mil). Acontece que lá, foram vendidos U\$ 291 bilhões de medicamentos em 2008 ao passo que no Brasil o volume de vendas foi de apenas U\$ 17 bilhões. O fato de termos por aqui praticamente o mesmo número de farmácias em um mercado 17 vezes menor não nos parece fazer sentido. Adicionalmente, no mercado americano, as maiores redes varejistas de produtos farmacêuticos são responsáveis por cerca de 40% do total do faturamento do setor e os operadores independentes, aqueles que não estão ligados a nenhuma rede varejista, detêm 30% dos pontos de venda. Já no Brasil, 93% do número total de farmácias são independentes.

A tendência de concentração do varejo de medicamentos verificada em diversos países na última década seguiu a lógica econômica. Explicamos. No negócio de drogarias, ao contrário

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até março de 2009

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	141,13%	129,66%	86,29%
36 meses	18,09%	13,99%	8,71%
24 meses	-6,07%	-6,55%	-9,69%
12 meses	-23,04%	-30,41%	-32,10%
3 meses	7,07%	10,68%	9,60%

Valor da cota em 31/03/2009 = R\$ 145,209094096

de outras atividades comerciais, não existem barreiras significativas a entradas de novos competidores. Capital não costuma ser problema, dado que as farmácias geralmente são lojas de bairro de porte pequeno, que exigem pouco investimento inicial. Marca é outro atributo de menor visibilidade neste negócio, já que a percepção dominante do consumidor é a de que os produtos oferecidos nas lojas são idênticos. Localização pode representar alguma vantagem em determinadas cidades, mas, novamente, pelo tamanho das lojas, não é tão determinante como em outros tipos de varejo, como supermercados, por exemplo. De fato, será que o consumidor estaria disposto a pagar mais pela mesma aspirina na farmácia "X" do outro lado da rua?

Se a atividade de comercializar medicamento parece pouco diferenciada, podendo ser entendida como um 'produto' *commodity*, os custos de venda deveriam pesar no diferencial competitivo. E neste caso, um menor custo unitário deveria prevalecer entre os *players* de maior tamanho. Negociar direto e em condições vantajosas com as indústrias farmacêuticas, bem como diluir o custo fixo da infra-estrutura logística e dos investimentos em sistemas de TI necessários para uma boa operação varejista são prerrogativas exclusivas das grandes redes. Assim, tamanho deveria ser credencial competitivo, como o movimento de concentração provou ser lá fora, mas a brutal fragmentação da concorrência no Brasil mostra que efetivamente isso não ocorre por aqui. Ingredientes outros deslocam a boa lógica do cálculo econômico puro. Mais uma vez, a informalidade e a sonegação explicam a distorção.

Assim como no caso da Ipiranga, a análise da rentabilidade por unidade vendida (neste caso, caixa de remédio) ilustra de forma gráfica as vantagens da sonegação. De acordo com os dados publicados pela Drogasil, a companhia obteve em 2008

um preço médio de R\$ 11,60 por caixa vendida, gerando um resultado de R\$ 0,56 por unidade. Com o nível de ICMS sobre a receita alcançando cerca de 18% do preço final, isto é R\$ 2,10 por caixa, é fácil perceber a enorme vantagem competitiva da sonegação, e explicar seu desdobramento atípico: a existência de tão grande quantidade de farmácias independentes.

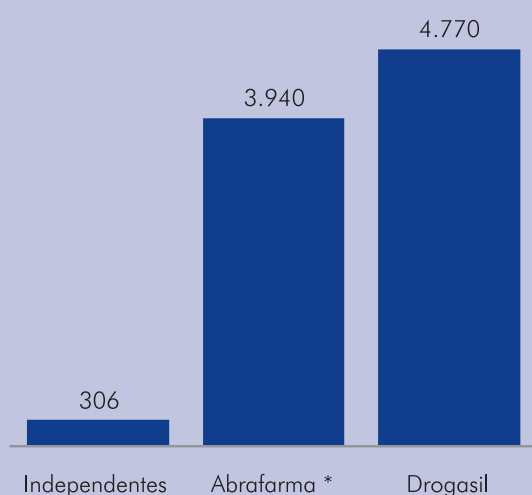
O Gráfico II apresenta uma ilustração adicional. Segundo os dados da Abrafarma, o faturamento da Drogasil por loja em 2006 foi cerca de 16 vezes maior que a média dos independentes. Uma vez que existe um componente fixo relevante nos custos de operar uma loja (pessoal, despesas com utilidades e aluguel), o faturamento por loja passa a ser um indicador essencial para aferir a rentabilidade do negócio. E dado que a própria Drogasil trabalha com margens baixas (cerca de 3-4% de margem líquida), torna-se mais desafiador ainda compreender como os independentes podem ser viáveis sem qualquer ganho de escala.

De fato, um estudo realizado no setor em 2005⁸, concluiu que cerca de 23% de todos os impostos devidos na cadeia do setor são sonegados, cerca de 40% da utilização da mão-de-obra é informal e 27% das vendas de medicamentos em determinadas classes terapêuticas são feitas através de troca ilegal de pedido.

Com o advento da substituição tributária, a chegada da nota fiscal eletrônica, a exigência de informatização dos livros fiscais e o rastreamento remoto dos produtos, os fiscos passam a ter em mãos instrumentos poderosos no combate às práticas desleais. Acreditamos assim que a participação dos gestores independentes deverá ceder espaço para as redes de varejo. O movimento natural de concentração no setor deverá finalmente se acelerar, a exemplo do que ocorreu em outros países. Com isso, a dinâmica de competição no setor deverá se orientar de forma crescente para os fundamentos do negócio operado dentro das conformidades legais. E aqui acreditamos que a Drogasil encontra-se muito bem posicionada.

A Drogasil está entre as cinco maiores redes de farmácias do Brasil. Atua em cinco Estados e 73 municípios, através de 270 lojas, sendo 68% delas no Estado de São Paulo. Comandada pelo Sr. Cláudio Roberto Ely desde 1998, a companhia vem investindo consistentemente para criar diferenciais competitivos sobre a concorrência. E assim, ao longo deste período difícil, a Drogasil conseguiu cultivar atributos que serão cada vez mais importantes no novo ambiente competitivo que se consolida no setor. Dentre eles, destacam-se: i) eficiência na gestão de custos e da cadeia de suprimentos - através de uma estrutura de distribuição própria e moderna, de compras diretas da indústria e de um sistema de tecnologia customizado para o negócio. Além da vantagem direta de um menor custo por unidade vendida,

Gráfico II – Faturamento por Loja
(R\$ mil) - 2006



* Média dos associados Abrafarma excluindo a Drogasil

Fonte: Abrafarma, Drogasil, Dynamo

8 "Informalidade no Setor Farmacêutico: Barreira ao Crescimento da Economia Brasileira e Risco à Saúde Pública", Instituto de Ética Concorrencial (ETCO), dez.2005

estes investimentos em infra-estrutura permitem uma gestão de estoques bastante calibrada, permitindo à companhia atingir os menores índices de *stockout* da indústria⁹; ii) Excelência no atendimento ao consumidor. Aqui a Drogasil subverteu aquela visão tradicional, que descrevemos acima, do negócio de drogarias como um varejo não-diferenciado. Partindo do conceito de que o serviço na loja poderia não apenas alavancar as vendas episódicas, mas também gerar fidelidade de clientes, a Drogasil de forma pouco óbvia vem investindo em treinamento de pessoal, buscando criar uma cultura de excelência no atendimento. Isto passa, por exemplo, pela preocupação em atender as necessidades do cliente, complementando a venda dos remédios com ofertas de outros produtos, como itens de higiene pessoal, fraldas, etc., sem falar no cumprimento rigoroso de todas as exigências regulatórias, como a proibição da troca de remédios e a permanência de um farmacêutico sempre que a loja estiver aberta, obrigações que nem sempre são satisfeitas pelos concorrentes.

O combate à informalidade no setor ganhou força no início de 2008 quando o Estado de São Paulo instituiu a substituição tributária na cadeia de medicamentos. Com isto o ICMS que deveria ser recolhido no momento da venda do remédio ao cliente final passou a ser incorporado ao preço de compra da mercadoria por parte do varejista. Isto teve dois impactos importantes no mercado de farmácias: i) reduziu drasticamente o espaço para sonegação, e ii) criou uma maior demanda por capital de giro por parte do varejo, uma vez que o adiantamento do imposto levou a uma elevação do valor monetário dos estoques. Ambos os efeitos favoreceram a posição competitiva da Drogasil, que jamais apoiou seu modelo de negócios sobre qualquer prerrogativa fiscal, tendo inclusive participado como voluntária nos projetos pilotos para a implantação da nota fiscal eletrônica, e desde a operação de abertura de capital em julho de 2007, já aparecia como a empresa mais capitalizada do setor.

Não por acaso, a Drogasil apresentou nos dois últimos anos a melhor performance operacional de sua história, com aumento de participação em todos os segmentos de mercado onde atua. O crescimento nas vendas mesmas lojas, que já vinha em ritmo bastante elevado (cerca de 15%) ao longo de 2007, elevou-se significativamente nos últimos 12 meses chegando a atingir 24% no primeiro trimestre de 2009, destacando-se entre as principais companhias listadas do setor de varejo (cfr. Gráfico III).

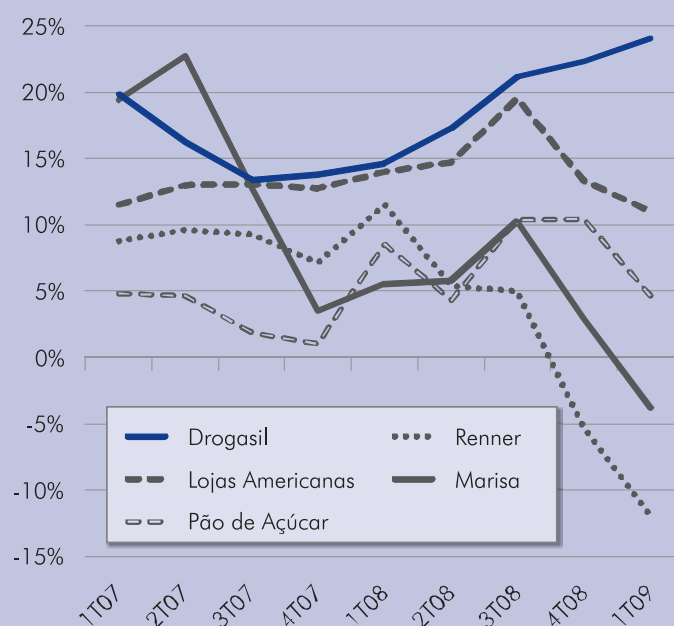
Os resultados operacionais da Drogasil também foram bastante interessantes com o ebitda consolidado crescendo 180% desde 2005. Performance particularmente expressiva, se

levamos em conta o crescimento da base de lojas neste período, o que contraria a norma do varejo de que a margem ebitda deve sofrer em momentos de expansão orgânica agressiva. Isto porque, neste momento, os custos pré-operacionais de abertura das novas unidades são importantes e estas, ainda em curva de maturação, costumam apresentar vendas aquém do potencial.

Nos últimos 3 anos, a Drogasil cresceu sua base de lojas em 65%, passando a atuar em três novos estados: Goiás, Brasília e Espírito Santo. Ainda assim, sua participação de mercado em todas as praças onde atua continua bem modesta (no máximo, 11%). Como vimos, ao longo da última década, a companhia construiu as bases para um crescimento saudável, que deverá ser acelerado pela oportunidade de consolidação do varejo de drogarias, a partir da expectativa de redução da informalidade no setor.

Um ambiente de negócios saudável é pré-requisito para o desenvolvimento sustentável de uma nação. No momento em que o Brasil se apresenta como força econômica emergente no cenário mundial, destino atraente para fluxos de recursos externos, a convivência com estruturas microeconômicas arcaicas parece anacrônica. A legalidade fiscal e a formalização do emprego amparadas por uma estrutura tributária simples e justa são *conduites* do investimento produtivo e da competição criativa. Costumam inaugurar assim um movimento virtuoso, terreno fértil para oportunidades de negócios. Investidores que acompanham o dia a dia das empresas já poderiam identificar as companhias que devem se beneficiar deste ambiente favorável.

Gráfico III – Crescimento Vendas Mesmas Lojas
(sobre igual trimestre ano anterior)



Fonte: Cias

⁹ Boa parte das vendas nas farmácias se dá através de prescrição médica. É hábito arraigado do consumidor comprar num único estabelecimento, que atenda todos os itens integrantes da receita. Assim, o *stockout* tem um efeito negativo multiplicador, já que o item faltante 'impede' a venda potencial dos demais produtos prescritos.

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
2002	-	-7,86	878,90	-	-24,15	91,67	-	-46,01	10,12
2003	-	93,94	1.798,51	-	145,16	369,91	-	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84
2ºTrim/07	29,34	41,85	9.259,40	28,84	41,81	1.709,26	27,19	35,73	874,08
3ºTrim/07	7,46	52,43	9.957,63	15,72	64,10	1.993,66	16,39	57,98	1.033,74
4ºTrim/07	4,76	59,69	10.436,57	2,63	68,42	2.048,71	9,78	73,43	1.144,60
1ºTrim/08	-1,74	-1,74	10.253,11	4,09	4,09	2.136,62	-4,06	-4,06	1.094,11
2ºTrim/08	16,40	14,37	11.950,74	11,55	16,11	2.394,95	17,94	13,16	1.308,33
3ºTrim/08	-32,92	-23,28	7.983,42	-23,37	-26,01	1.480,89	-38,71	-30,65	763,15
4ºTrim/08	-31,09	-47,14	5.470,06	-17,58	-50,05	973,34	-35,86	-55,52	453,66
1ºTrim/09	8,08	8,08	5.919,86	5,05	5,05	1.027,53	10,63	10,63	512,51

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 869.505.435,63

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720