



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA



RAUL NUNES GUIMARÃES DE CARVALHO

**Análise do desempenho econômico-financeiro de uma *fintech* de
pagamento: estudo de caso da Stone**

CAMPINAS
2023

RAUL NUNES GUIMARÃES DE CARVALHO

**Análise do desempenho econômico-financeiro de uma *fintech* de
pagamento: estudo de caso da Stone**

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas como parte dos requisitos exigidos
para a obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Miguel Juan Bacic

CAMPINAS
2023

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

C253a Carvalho, Raul Nunes Guimarães de, 2001-
Análise do desempenho econômico-financeiro de uma *fintech* de pagamento : estudo de caso da Stone / Raul Nunes Guimarães de Carvalho. – Campinas, SP : [s.n.], 2023.

Orientador: Miguel Juan Bacic.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Instituições financeiras. 2. Finanças - Inovações tecnológicas. 3. Sistema de pagamentos. I. Bacic, Miguel Juan, 1954-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

Título em outro idioma: Economic and financial performance analysis of a payment fintech: a case study of Stone

Palavras-chave em inglês:

Financial institutions

Finance - Technological innovations

Payment systems

Titulação: Bacharel em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Miguel Juan Bacic [Orientador]

Ana Lucia Gonçalves da Silva

Data de entrega do trabalho definitivo: 26-06-2023

RAUL NUNES GUIMARÃES DE CARVALHO

Análise do desempenho econômico-financeiro de uma *fintech* de pagamento: estudo de caso da Stone

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Data de aprovação: ____ / ____ / ____

Banca Examinadora

Prof. Dr. Miguel Juan Bacic – Presidente da banca

Universidade Estadual de Campinas

Profa. Dra. Ana Lucia Gonçalves da Silva – Docente convidada

Universidade Estadual de Campinas

RESUMO

As *fintechs* de meios de pagamentos têm conduzido grande parte do crescimento do setor no Brasil ao longo da última década. As firmas que atuam no mercado de adquirência, em especial, apresentaram um franco crescimento nesse mesmo período, por fatores econômicos, tecnológicos e regulatórios. Antes concentrado em duas únicas empresas, a Cielo e a Rede, em 2010 esse mercado foi aberto a novos participantes, que desafiaram o modelo de negócio das incumbentes e ganharam cada vez mais participação, entre eles a Stone, empresa brasileira fundada em 2012. Desde 2016, quando o Banco Central começou a autorizar as credenciadoras como instituições de pagamentos, o volume transacionado (TPV) tem crescido vertiginosamente. Nos últimos anos, uma série de eventos e mudanças estruturais afetaram as *fintechs*, como a “guerra das maquinhas”, iniciada em 2019; a pandemia da Covid-19, a partir de 2020; a introdução do Pix, em 2020; e a elevação das taxas de juros, a partir de 2021. O objetivo deste trabalho é compreender como o desempenho econômico-financeiro das *fintechs* brasileiras de meios de pagamentos foi impactado nos últimos anos, através de um estudo de caso da Stone, tendo-se como hipótese que houve mudanças importantes nos indicadores da companhia no período de 2018 a 2022. Para tanto, foram realizadas as análises verticais e horizontais do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício da Stone relativos aos períodos em questão e a análise de seus indicadores de desempenho econômico-financeiro, a partir dos dados financeiros coletados por meio das demonstrações contábeis e de relatórios divulgados pela companhia. Demonstrou-se, com o trabalho, que o desempenho econômico-financeiro da Stone passou por mudanças relevantes no período, que afetaram, principalmente, sua lucratividade.

Palavras-chave: Instituições financeiras; Finanças – Inovações tecnológicas; Sistema de pagamentos.

ABSTRACT

Payment fintechs have driven a significant portion of the growth in the sector in Brazil over the past decade. Firms operating in the merchant acquiring market, in particular, have experienced significant growth during this period due to economic, technological, and regulatory factors. Previously concentrated in just two companies, Cielo and Rede, this market was opened to new participants in 2010, which have been challenging the business model of the incumbents and gaining increasing market share, including companies like Stone, a Brazilian company founded in 2012. Since 2016, when the Central Bank started authorizing merchant acquirers as payment institutions, the total payment value (TPV) has grown rapidly. In recent years, a series of events and structural changes have affected fintechs, such as the "war of the card machines" that began in 2019, the COVID-19 pandemic starting in 2020, the introduction of Pix in 2020, and the increase in interest rates from 2021. The objective of this study is to understand how the economic and financial performance of Brazilian payment fintechs has been impacted in recent years, using a case study of Stone, with the hypothesis that there have been significant changes in the company's indicators from 2018 to 2022. To this end, vertical and horizontal analyses of Stone's Balance Sheet and Income Statement were conducted for the mentioned periods, along with an analysis of its economic and financial performance indicators based on the financial data collected from the company's financial statements and reports. The study demonstrated that Stone's economic and financial performance underwent significant changes during the period, which mainly affected its profitability.

Keywords: Financial institutions; Finance – Technological innovations; Payment systems.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Interação entre os agentes no processo de pagamentos	7
Figura 2 - Taxas de desconto dos agentes no mercado de pagamentos.....	8

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Participação de mercado anual por adquirente no Brasil	6
Gráfico 2 - Abertura das "Contas a receber de emissores de cartões" por detentores dos direitos creditórios	14
Gráfico 3 - Composição de empréstimos e financiamentos por tipo de instrumento	19
Gráfico 4 - Abertura de empréstimos e financiamentos por prazo de vencimento	20
Gráfico 5 - Evolução da Liquidez Corrente da Stone, 2018-2022	24
Gráfico 6 - Evolução da Participação dos Ativos Líquidos da Stone, 2018-2022	26
Gráfico 7 - Evolução da Independência Financeira da Stone, 2018-2022	27
Gráfico 8 - Evolução do Grau de Imobilização do Capital Próprio da Stone, 2018-2022	28
Gráfico 9 - Evolução do Caixa Líquido Ajustado/(Dívida Líquida Ajustada) da Stone, 2018-2022	29
Gráfico 10 - Evolução do Índice de Eficiência da Stone, 2018-2022	30
Gráfico 11 - Evolução da Margem Líquida da Stone, 2018-2022	31

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Análise Vertical dos Ativos (valores em R\$ milhões)	13
Tabela 2 - Análise Horizontal dos Ativos	13
Tabela 3 - Análise Vertical dos Passivos (valores em R\$ milhões)	16
Tabela 4 - Análise Horizontal dos Passivos	17
Tabela 5 - Análise Vertical da Demonstração de Resultados do Exercício (valores em R\$ milhões)	20
Tabela 6 - Análise Horizontal da Demonstração de Resultados do Exercício	21
Tabela 7 - Métricas operacionais.....	22

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Instituições de pagamento do Brasil.....	4
Quadro 2 - Principais instituições de pagamentos do Brasil	5
Quadro 3 - Composição da métrica “Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado” da Stone.....	11

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
IP	Instituição de Pagamento
MDR	<i>Merchant Discount Rate</i> (Taxa de Desconto do Estabelecimento Comercial)
POS	<i>Point of Sales</i> (Ponto de Venda)
TPV	<i>Total Payments Value</i> (Valor Total Transacionado)

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
	1.1 Mercado e instituições de pagamento.....	4
	<i>1.1.1 Definição</i>	<i>4</i>
	<i>1.1.2 Atual panorama do mercado de pagamentos no Brasil</i>	<i>5</i>
	1.2 Fintechs	6
	1.3 Apresentação da Empresa.....	7
	1.4 Análise do desempenho econômico-financeiro	9
	<i>1.4.1 Indicadores de Liquidez</i>	<i>10</i>
	<i>1.4.2 Indicadores de Estrutura de Capital</i>	<i>10</i>
	<i>1.4.3 Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade.....</i>	<i>12</i>
2	ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	12
	2.1 Balanço Patrimonial	12
	2.2 Demonstração de Resultados do Exercício	20
3	ANÁLISE DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS	23
	3.1 Indicadores de Liquidez	23
	<i>3.1.1 Liquidez corrente.....</i>	<i>24</i>
	<i>3.1.2 Participação dos ativos líquidos</i>	<i>26</i>
	3.2 Indicadores de estrutura de capital.....	27
	<i>3.2.1 Independência financeira</i>	<i>27</i>
	<i>3.2.2 Imobilização do capital próprio</i>	<i>27</i>
	<i>3.2.3 Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado</i>	<i>28</i>
	3.3 Indicadores de lucratividade e rentabilidade	29
	<i>3.3.1 Índice de eficiência.....</i>	<i>29</i>
	<i>3.3.2 Margem líquida</i>	<i>30</i>
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	32
	REFERÊNCIAS	35
	ANEXO A – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	39

1 INTRODUÇÃO

As *fintechs*, empresas que oferecem soluções financeiras baseadas na tecnologia da informação, transformaram a forma como os consumidores realizam pagamentos e têm impulsionado a renovação no setor (DELOITTE, 2022). As tecnologias financeiras multiplicaram-se em quantidade e importância a partir de 2008/09, quando a crise financeira global expôs a carência de inovações nesse setor (FARIA, 2018), impulsionadas pelo constante avanço tecnológico, que tem feito da digitalização da economia uma tendência global, transformando a forma como as transações comerciais, os serviços financeiros e as interações entre empresas e consumidores são realizados.

No Brasil, as *fintechs* do setor de meios de pagamentos apresentaram um franco crescimento ao longo da última década, impulsionadas por fatores tecnológicos, socioeconômicos e regulatórios. Até 2010, o mercado brasileiro de pagamentos era concentrado em poucas instituições, o que ocorria de forma especial no setor de adquirentes (ou credenciadoras) – instituições de pagamento que credenciam os estabelecimentos comerciais, tornando-os aptos a receber meios de pagamentos como cartões de crédito através do fornecimento das “maquinhas”, como são mais conhecidos os dispositivos POS (do inglês, “point of sales”, ou ponto de vendas). O processamento das transações de cartões das bandeiras Mastercard e Visa eram exclusivamente realizados por meio das credenciadoras Redecard e Cielo, respectivamente, ambas vinculadas a grandes bancos nacionais. A partir de um esforço regulatório empreendido pelo Banco Central, pela Secretaria de Direito Econômico e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico, foi possível a “quebra” desse monopólio, de modo a possibilitar a todas as credenciadoras aceitarem todas as bandeiras em suas máquinas, conforme Prudencio (2020), o que criou condições para a entrada de novos *players*. Em 2013, a Lei 12.865 regulamentou as primeiras *fintechs* na área de pagamentos, denominando-as instituições de pagamento, e inseriu-as no universo sob regulação e supervisão do Banco Central (BCB, 2020). Em 2016, o Banco Central do Brasil começou a autorizar o funcionamento das instituições de pagamento, facilitando o crescimento dos novos entrantes, sendo os principais a Getnet (subsidiária do Banco Santander), a Stone e a PagSeguro. Entre as diversas inovações que traziam em relação aos incumbentes, as instituições em ascensão tinham como característica uma maior presença da tecnologia em seu modelo de negócio, razão pela qual algumas foram classificadas como *fintechs* pelo mercado. Com as medidas regulatórias, a participação de mercado combinada da Cielo e da Rede, que dominavam o mercado, caiu para cerca de 70%. Estudo do Banco Central do Brasil (2020) mostrou que as

credenciadoras não pertencentes aos conglomerados bancários mais do que dobraram seu espaço de mercado desde 2017. O setor, nestes últimos anos, tem apresentado um crescimento acelerado – entre 2017 e 2022, o valor total das transações realizadas por meio de cartões de débito, crédito e pré-pago cresceu 161%, conforme estatísticas de meios de pagamento publicadas pelo Banco Central do Brasil (2023).

Apesar do crescimento vertiginoso, o período recente, no entanto, demonstrou um cenário mais desafiador para as *fintechs* com atuação no setor de adquirência. Em 2019, a “guerra das maquininhas” – na qual as empresas do setor passaram a reduzir as taxas de desconto cobradas dos lojistas para conquistar, no caso das entrantes, ou manter, no caso das incumbentes, participação no mercado – reduziu as margens das adquirentes, com a esperança de que isso fosse compensado pelo aumento do volume processado decorrente da aquisição de clientes (FURLAN, 2020a). Em 2020, com a pandemia da Covid-19, ocorreu o fechamento de vários estabelecimentos, que correspondiam à base de clientes das adquirentes, bem como a origem dos seus rendimentos; no entanto, com o crescimento do desemprego, aumentou o número de microempreendedores e profissionais autônomos que demandavam soluções de pagamento para receber por seus serviços e produtos (CARRO, 2021). Em 2021, o cenário macroeconômico tornou-se desafiador para as *fintechs*: o aumento da inflação, que atingiu 10,1% no ano, contra 4,5% no ano anterior, impactou a inadimplência de instituições que ofereciam produtos de crédito, em razão da redução do poder de compra das pessoas físicas e do risco no faturamento para pessoas jurídicas; a elevação da taxa básica de juros, de 2% para 9,25 aumentou o custo de *funding* (captações de recursos financeiros), adicionando pressão sobre *fintechs* que contavam com menor acesso a capital mais barato (REISS, 2022). Em 2022, o cenário continuou desafiador, com as taxas de juros subindo a 13,75%, impulsionando um aumento das taxas cobradas dos lojistas após 6 anos de contrações para compensar o aumento do preço do *funding* e restringindo o apetite de crédito das adquirentes (RIBEIRO, 2023).

Gomes (2022) identificou uma combinação de mudanças estruturais que tem pressionado o setor de adquirentes, a saber: a rápida adesão ao sistema de pagamentos instantâneos (o Pix), lançado em 2020 pelo Banco Central, que promove a “desintermediação da cadeia de pagamentos”, reduzindo intermediários como credenciadoras e bandeiras; o cenário macroeconômico com altas consecutivas da taxa básica de juros, que aumentam o custo de capital e pressionam a rentabilidade de empresas em crescimento; e o aumento acirrado da concorrência, marcado tanto pelas adquirentes tradicionais como pela entrada de novos bancos digitais.

Entre as fintechs com atuação nesse mercado, uma empresa chama a atenção por seu histórico recente: a Stone. Em 2022, a companhia estava posicionada como a maior adquirente independente do Brasil e a quarta maior em termos de volume total transacionado (TPV). Fundada em 2012, em 2016 a companhia adquiriu a operação da Elavon, pertencente ao Citi e ao US Bancorp e então a quarta maior credenciadora no Brasil, enquanto a Stone estava na oitava posição (FIGUEIREDO et al., 2020). Atraindo investidores pelo seu potencial de crescimento, evidenciado por incrementos expressivos de receita a cada ano, em 2018 a Stone abriu capital na Nasdaq, captando US\$ 1,5 bilhão, incluindo um aporte de Warren Buffett, um dos maiores investidores da bolsa de valores (ARROYO; BRETAS, 2018). Conforme Furlan, 2020b, o modelo de crescimento da Stone era baseado na oferta de soluções customizadas de pagamentos a pequenas e médias empresa, com modelo de distribuição em *hubs* – pequenos escritórios de atendimento ao cliente que suplantavam a falta de acesso à rede de agências bancárias – e sob a estratégia de adquirir empresas para agregar à gestão de negócios do lojista. Em 2021, a Stone chamou atenção pelo acentuado recuo nos preços das suas ações, as quais tiveram queda de 79,9%, depois de um avanço de 110% em 2020 (PINTO; RIBEIRO, 2022).

A fim de compreender como o desempenho econômico-financeiro das *fintechs* brasileiras de meios de pagamentos foi impactado nos últimos anos, será realizado um estudo de caso da Stone. Devido a fatores como as transformações econômicas e sociais decorrentes da pandemia da Covid-19, o aumento da demanda por serviços financeiros digitais, as variações das condições macroeconômicas nos últimos anos e o surgimento de novos meios de pagamentos digitais, tem-se como hipótese que houve mudanças importantes nos indicadores da Stone.

O primeiro capítulo apresentará o mercado de pagamentos de brasileiro e seu funcionamento, aprofundando-se no setor de adquirência e nas principais empresas que o compõe no Brasil, diferenciando as que se classificam como *fintechs* de pagamento. Neste mesmo capítulo, foi realizada uma apresentação da Stone, incluindo suas principais linhas de negócio e algumas das estratégias comerciais empregadas pela empresa. O capítulo também conterà uma descrição dos indicadores a serem utilizados para avaliar o desempenho econômico-financeiro da Stone. Para cada indicador, são descritos sua fórmula de cálculo e seu significado para a análise da empresa.

No segundo capítulo, será realizada a análise vertical e horizontal das demonstrações de resultados do exercício e dos balanços patrimoniais da Stone, no período de 2018 a 2022. No terceiro capítulo, será realizada a análise de indicadores econômico-financeiros da Stone, no mesmo período. Serão utilizadas, como principais fontes para tais análises, as demonstrações

financeiras e os relatórios (*release* de resultados, apresentação de resultados, transição de teleconferência de resultados e arquivamentos na SEC) publicados pela empresa.

Por fim, nas considerações finais, serão avaliadas as mudanças mais relevantes nos resultados dos indicadores de modo a fornecer uma síntese sobre o desempenho econômico-financeiro da Stone no período analisado.

1.1 Mercado e instituições de pagamento

1.1.1 Definição

No Brasil, as companhias de meios de pagamento atuam sob regulação do Banco Central, que as denomina como Instituições de Pagamento (IPs). O regulador define uma Instituição de pagamento como “a pessoa jurídica que viabiliza serviços de compra e venda e de movimentação de recursos, no âmbito de um arranjo de pagamento, sem a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a seus clientes.” (BCB, c2022).

O Banco Central autoriza as IPs a atuarem em três modalidades: como emissores de moeda eletrônica, emissões de instrumento de pagamento pós-pago, e credenciador, conforme definidas no Quadro 1. Uma mesma instituição de pagamento, porém, pode atuar em mais de uma modalidade, como é o caso da maioria das grandes empresas do setor, que exercem o papel de credenciadores e também gerenciam contas de pagamento.

Quadro 1 - Instituições de pagamento do Brasil

Tipos de instituições de pagamento	Função	Exemplo
Emissor de moeda eletrônica	Gerencia conta de pagamento do tipo pré-paga, na qual os recursos devem ser depositados previamente.	Exemplo: emissores dos cartões de vale-refeição e cartões pré-pagos em moeda nacional.
Emissor de instrumento de pagamento pós-pago	Gerencia conta de pagamento do tipo pós-paga, na qual os recursos são depositados para pagamento de débitos já assumidos.	Exemplo: instituições não financeiras emissoras de cartão de crédito (o cartão de crédito é o instrumento de pagamento).
Credenciador	Não gerencia conta de pagamento, mas habilita estabelecimentos comerciais para a aceitação de instrumento de pagamento.	Exemplo: instituições que assinam contrato com o estabelecimento comercial para aceitação de cartão de pagamento.

Fonte: Banco Central (c2022). Elaboração própria.

1.1.2 Atual panorama do mercado de pagamentos no Brasil

O mercado de pagamentos brasileiro atualmente concentra-se em cinco instituições que representavam mais de 80% do valor total transacionado em 2021, conforme o Quadro 2. As instituições com as maiores participações de mercado são empresas consolidadas no mercado e pertencentes a conglomerados de grandes bancos: a Cielo (26,2% de market share), que é controlada pelo Bradesco e pelo Banco do Brasil e a Redecard (21,3%), que é controlada pelo Itaú Unibanco.

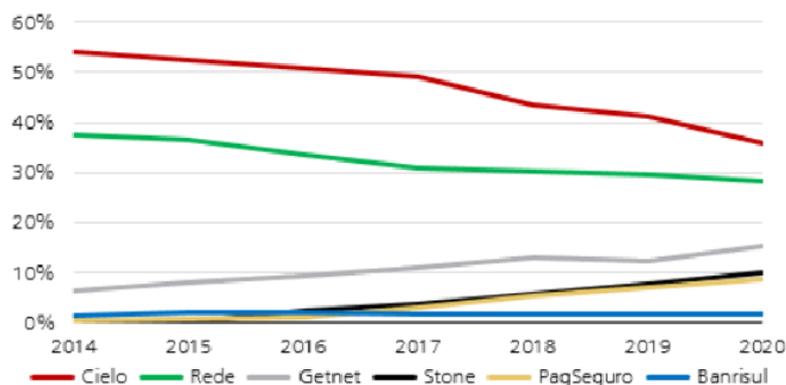
Quadro 2 - Principais instituições de pagamentos do Brasil

Instituição	Ano de fundação	Pertencente a conglomerado bancário	Valor transacionado (TPV) em 2021 (R\$ bilhões)	Participação no TPV total de 2021
Cielo	1995	Sim, Bradesco e Banco do Brasil	713	27%
Rede	1996	Sim, Itaú Unibanco	599	23%
Getnet	2003	Sim, Santander	409	15%
Stone	2012	Não	275	10%
PagSeguro	2006	Não	147	6%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados da ABECS (2022) e em informações publicadas pelas companhias.

Até 2010, Cielo e Rede detinham o monopólio do setor de adquirência, em razão da exclusividade que possuíam para operar com as bandeiras Visa e Mastercard, respectivamente. Apesar de ainda ocuparem as primeiras posições, essas instituições têm enfrentado cada vez mais a concorrência de novos entrantes, em especial das fintechs. Como mostra o Gráfico 1, elaborado por Leite (2021), a participação de mercado de ambas caiu nos últimos anos, enquanto a participação dos novos entrantes tem aumentado.

Gráfico 1 - Participação de mercado anual por adquirente no Brasil



Fonte: Leite (2021).

1.2 Fintechs

O Financial Stability Board (FSB) define FinTech como “inovação financeira tecnologicamente habilitada que pode resultar em novos modelos de negócios, aplicações, processos, ou produtos com um associado efeito material nos mercados financeiros e instituições e no provimento de serviços financeiros” (FSB, 2022). O Banco Central do Brasil adota definição semelhante; conforme o regulador, “fintechs são empresas que introduzem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para criar novos modelos de negócios. Atuam por meio de plataformas online e oferecem serviços digitais inovadores relacionados ao setor” (BCB, c2022).

As inovações financeiras representadas pelas fintechs amplificaram-se após a crise financeira de 2008/09, a qual revelou a fragilidade do sistema bancário e a falta de inovações no setor financeiro – na altura deste evento, esse mercado havia passado por poucas mudanças desde o último quarto do século 20 (FARIA, 2018).

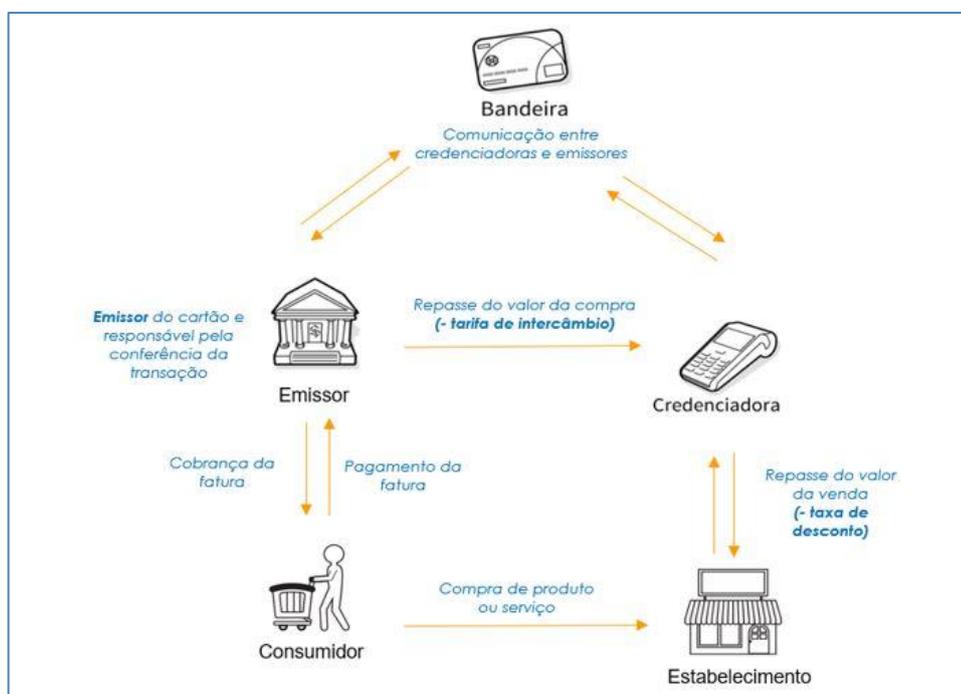
Conforme o Banco Central do Brasil (c2022), no país existem fintechs de várias categorias: de crédito, de pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, câmbio e multisserviços. O setor de pagamentos, em especial, tem sido bastante impactado por esses novos negócios, que têm inovado o modelo tradicional das “maquininhas de cartão”. Entre dezembro de 2017 e dezembro de 2019, o ativo das instituições de pagamento cresceu 42% (BCB, 2020).

1.3 Apresentação da Empresa

A StoneCo é um grupo que oferece soluções de tecnologia financeira e de software para estabelecimentos comerciais através de múltiplos canais. Seu maior negócio é o de aquisição, através do qual fornece tecnologia aos lojistas para aceitação de cartões e outros instrumentos de pagamento. Em 2017, a Stone se tornou a primeira instituição não bancária a obter autorização do Banco Central do Brasil para operar como uma credenciadora (ou adquirente). Em 2022, a Stone estava posicionada como a maior adquirente independente do Brasil e a quarta maior em termos de volume total transacionado (TPV).

Como credenciadora, a Stone atua no processo de pagamentos credenciando os estabelecimentos comerciais para que possam aceitar cartões e outros instrumentos como forma de pagamento e capturar as compras por meio de POS (“point of sales” ou pontos de vendas, as denominadas “maquininhas”). Ao capturar a transação, a POS é conectada ao emissor do cartão (em geral, bancos) pela bandeira do cartão (sendo as principais a Visa e Mastercard) para verificação da autorização da compra. Em caso de autorização, a credenciadora comunica a autorização, liquida a compra e gera um recebível ao estabelecimento para que ele receba o valor da compra (INSTITUTO PROPAGUE, 2021). A Figura 1 mostra o processo de pagamentos e a interação dos agentes para viabilizar a transação.

Figura 1 - Interação entre os agentes no processo de pagamentos

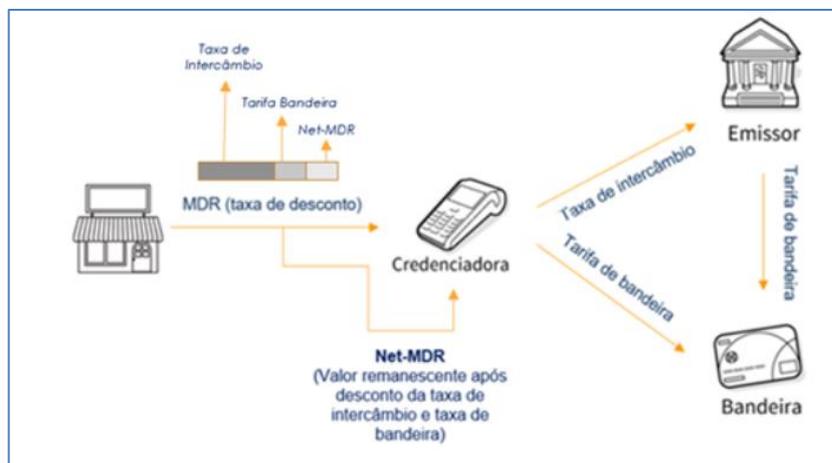


Fonte: Instituto Propague

A Stone gera receitas com base, principalmente, nas taxas cobradas pelos serviços que oferece. Isso inclui (i) taxas de processamento de pagamentos e taxas sobre transações

bancárias, (ii) receita financeira relacionada à solução de antecipação de recebíveis, um produto de capital de giro, e à solução de crédito; e (iii) taxas de assinatura e aluguel de equipamentos, que inclui receitas de assinatura recorrente sobre as soluções de software.

Figura 2 - Taxas de desconto dos agentes no mercado de pagamentos



Fonte: Instituto Propague

Receita de processamento de transações

A receita com processamento de pagamentos é composta principalmente pela MDR líquida, que corresponde à comissão retida pela credenciadora do valor total pago ao estabelecimento comercial. A MDR, sigla para “*merchant discount rate*”, refere-se à taxa total que é descontada do lojista. Dessa taxa, são descontadas as taxas de intercâmbio, retidas pelos emissores dos cartões, e as taxas de bandeira, devidas às instituidoras de arranjos de pagamento, como Visa e Mastercard. O valor após esses descontos é a MDR líquida, a qual é apropriada pela Stone. A apropriação da taxa de desconto pelos agentes pode ser visualizada na Figura 2.

Aluguel de POS

A empresa também gera receita por meio de taxas de assinaturas mensais fixas pagas pelos seus clientes ativos. Essas taxas incluem, principalmente, o aluguel das “maquininhas” para os lojistas.

Antecipação de recebíveis

No serviço de aquisição, a companhia recebe primeiro dos bancos emissores e só então paga aos estabelecimentos comerciais, seus clientes. Em uma transação de crédito padrão no Brasil, na qual os consumidores pagam suas faturas em 26 dias (em média), o banco emissor paga o valor da transação à adquirente em aproximadamente 28 dias após a compra; a adquirente, por sua vez, paga o lojista em aproximadamente 30 dias após a data da compra. (STONECO LTD., 2022). No caso das transações com cartão de débito, o prazo para o lojista receber o pagamento é, em média, de 2 dias após a compra. (GARBER; NAKANE, 2015).

Além disso, ainda há a possibilidade de parcelamento das compras. Para suprir necessidades de capital de giro do lojista devido a esses prazos, a Stone oferece o produto de antecipação de recebíveis, pelo qual financia o adiantamento do pagamento aos estabelecimentos comerciais, cobrando, para tanto, uma taxa de desconto sobre o valor adiantado.

1.4 Análise do desempenho econômico-financeiro

A análise das demonstrações contábeis, ou análise de balanços, é a principal fonte de informações para a análise da posição econômica e financeira da empresa. Conforme Padoveze e Benedicto (2013), a demonstração do resultado do exercício e o balanço patrimonial são os principais relatórios objeto de análise financeira. Trabalhos importantes sobre análise de balanço, como Assaf Neto (2020) e Padoveze e Benedicto (2013), apresentam os seguintes procedimentos básicos para uma análise de balanço: (i) análise vertical; (ii) análise horizontal; (iii) análise de indicadores econômico-financeiros; e (iv) conclusão ou análise geral. Embora não haja uma metodologia formal aceita uniformemente pelos analistas, técnicas que envolvem esses procedimentos alcançaram evidências científicas ao longo do tempo, comprovando sua validade (ASSAF NETO, 2020).

As análises vertical e horizontal consistem em cálculos percentuais de participação ou estrutura e de variação (crescimento ou diminuição), entre dados de dois ou mais períodos (PADOVEZE E BENEDICTO, 2013). A análise vertical é uma análise temporal do crescimento da empresa, que pretende identificar a evolução dos elementos patrimoniais e dos resultados ao longo de determinado período de tempo, enquanto a análise horizontal permite conhecer a estrutura financeira e econômica da empresa, a partir do cálculo da participação relativa de cada elemento (ASSAF NETO, 2020).

Conforme Padoveze e Benedicto (2013), os indicadores econômicos e financeiros são dados (índices, números relativos) que permitem, além de mensurar e verificar as interrelações básicas das operações, criar conceitos complementares para identificação das operações da empresa e de sua movimentação financeira. Há diversos índices úteis para o processo de análise de balanço, sendo os principais: liquidez, endividamento e estrutura, e rentabilidade.

Considerando a natureza do balanço da Stone, composto principalmente por instrumentos financeiros, foram adotados tanto indicadores tradicionais (Liquidez Corrente, Independência Financeira, Imobilização do Capital Próprio, Margem Líquida, Retorno sobre Patrimônio Líquido), quanto indicadores geralmente utilizados na análise de instituições financeiras (Participação dos Ativos Líquidos e Índice de Eficiência). Ademais, foi analisada

também uma métrica própria da companhia, Caixa Líquido Ajustado/(Dívida Líquida Ajustada), dada sua centralidade para a gestão, conforme descrito nos materiais para investidores.

1.4.1 Indicadores de Liquidez

Liquidez Corrente

A liquidez corrente é obtida através da razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante. Conforme Assaf Neto (2020), “a liquidez corrente indica o quanto existe de ativo circulante para cada \$ 1 de dívida a curto prazo. Quanto maior a liquidez corrente, mais alta se apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro.”

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Participação dos Ativos Líquidos

O indicador de Participação de Ativos Líquidos é considerado o indicador de liquidez de mais fácil observação em uma instituição financeira. Como ativos líquidos, são geralmente considerados “caixa, reservas no banco central, depósitos de curto prazo em outros bancos, certificados de depósito negociáveis, títulos negociáveis da mais alta qualidade com vencimento inferior a um ano ou facilmente negociáveis em um mercado líquido e títulos do governo que podem ser facilmente vendidos através de agentes ou bolsas oficiais” (GRIER, 2012, tradução nossa).

$$\text{Participação dos Ativos Líquidos} = \frac{\text{Ativos Líquidos}}{\text{Ativo Total}}$$

1.4.2 Indicadores de Estrutura de Capital

Independência Financeira

O indicador de Independência Financeira, mensurado através da relação entre Patrimônio Líquido e Ativo Total, indica a independência da empresa em relação a recursos de

terceiros. Quanto mais próximo de 1, mais elevada a independência da empresa em relação a utilização de capitais de terceiros (ASSAF NETO, 2020). Quanto menor o indicador, mais a companhia está aumentando sua alavancagem.

$$\text{Independência Financeira} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Imobilização do Capital Próprio

O grau de imobilização do capital próprio é calculado pela razão entre o Ativo Não Circulante e o Patrimônio Líquido. O indicador indica se patrimônio líquido é suficiente para lastrear financeiramente as aplicações no ativo não circulante. Quando atinge um valor superior a 1, apura-se um capital de giro próprio negativo, incentivando uma participação maior de capital próprio como fonte de financiamento de suas operações (ASSAF NETO, 2020).

$$\text{Imobilização do Capital Próprio} = \frac{\text{Ativo Não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Caixa Líquido Ajustado/(Dívida Líquida Ajustada)

A métrica é semelhante ao indicador mais tradicional “dívida líquida”, calculado pela diferença entre a dívida financeira e o caixa, geralmente utilizado para mensurar a capacidade financeira em relação às obrigações da companhia. Quanto menor o indicador de dívida líquida, “mais aquém de risco a empresa se apresenta para liquidar seus passivos” (SILVA; BARROS, 2022). A diferença é que, no cálculo da métrica da Stone, os conceitos de caixa e dívida são ajustados, conforme o Quadro 3.

Quadro 3 - Composição da métrica “Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado” da Stone

Métrica	Fórmula
Caixa Ajustada	Caixa Ajustado = Caixa e Investimentos de Curto Prazo + Aplicações Vinculadas a Contas de Pagamento + Contas a receber de emissores + Empréstimos a Clientes + Instrumentos financeiros derivativos (Ativos)
Dívida Ajustada	Dívida Ajustada = Contas a pagar a estabelecimentos + Empréstimos e financiamentos + Depósitos de Clientes em Contas de Pagamento + Obrigações com FIDCs + Instrumentos financeiros derivativos (Passivo)
Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado	Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado = Caixa Ajustado - Dívida Ajustado

1.4.3 Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade

Índice de Eficiência

Conforme (SIMPSON, 2005), “existem formas diferentes para calcular esse número, mas a sistemática é a mesma: ele é empregado para medir a razão entre as despesas que não incidem juros e o lucro. O ideal é que esse número seja o menor possível - quanto menor for esse número, menos se estará gastando com coisas como marketing, salários, custos das agências, e melhores serão os lucros”.

De acordo com (GRIER, 2012), o índice de eficiência representa o valor gasto pela administração ou pelo banco para gerar cada unidade de receita, sendo formado pela razão entre as despesas não decorrentes de juros – iguais às outras despesas operacionais do banco, como salários, aluguéis e despesas administrativas – e a receita total, que é igual à receita bruta de intermediação financeira mais as receitas não decorrentes de juros.

$$\text{Índice de Eficiência} = \frac{\text{Despesas Operacionais}}{\text{Resultado Bruto de Intermediação Financeira} + \text{Receitas Não Financeiras}}$$

Margem Líquida

A margem líquida é calculada pela divisão do Lucro Líquido pelas Receitas Totais. O indicador, conforme Assaf (2020), mede a eficiência global da empresa.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquida}}{\text{Receitas Totais}}$$

2 ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

2.1 Balanço Patrimonial

Tabela 1 - Análise Vertical dos Ativos (valores em R\$ milhões)

Ativo Total	2018		2019		2020		2021		2022	
Circulante	12.438	94%	18.405	94%	29.275	92%	29.944	71%	30.659	73%
Caixa & Investimentos de Curto Prazo	3.070	23%	3.919	20%	10.618	33%	6.708	16%	5.003	12%
Vinculadas às contas de pagamentos	-	0%	62	0%	715	2%	2.346	6%	3.961	9%
Contas a receber de emissores	9.245	70%	14.067	72%	16.307	51%	19.287	46%	20.695	49%
Empréstimos a clientes	-	0%	125	1%	1.265	4%	511	1%	27	0%
Outros ativos circulantes	123	1%	232	1%	370	1%	1.092	3%	974	2%
Não Circulante	855	6%	1.201	6%	2.474	8%	12.153	29%	11.586	27%
Investimentos	2	0%	28	0%	52	0%	1.305	3%	325	1%
Imobilizado de uso	266	2%	549	3%	717	2%	1.570	4%	1.641	4%
Intangível	308	2%	374	2%	1.040	3%	8.278	20%	8.632	20%
Outros ativos não circulantes	279	2%	250	1%	665	2%	1.001	2%	988	2%
Ativo Total	13.293	100%	19.606	100%	31.749	100%	42.097	100%	42.245	100%

Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

Tabela 2 - Análise Horizontal dos Ativos

Ativo Total	2018-2022	2021-2022	2020-2021	2019-2020	2018-2019
Circulante	147%	2%	2%	59%	48%
Caixa & Investimentos de Curto Prazo	63%	-25%	-37%	171%	28%
Aplicações vinculadas às contas de pagamento	N/A	69%	228%	1045%	N/A
Contas a receber de emissores	124%	7%	18%	16%	52%
Empréstimos a clientes	N/A	-95%	-60%	914%	N/A
Outros ativos circulantes	689%	-11%	195%	60%	88%
Não Circulante	1254%	-5%	391%	106%	40%
Investimentos	14407%	-75%	2410%	84%	1162%
Imobilizado de uso	516%	5%	119%	31%	106%
Intangível	2706%	4%	696%	178%	21%
Outros ativos não circulantes	254%	-1%	51%	166%	-10%
Ativo Total	218%	0%	33%	62%	47%

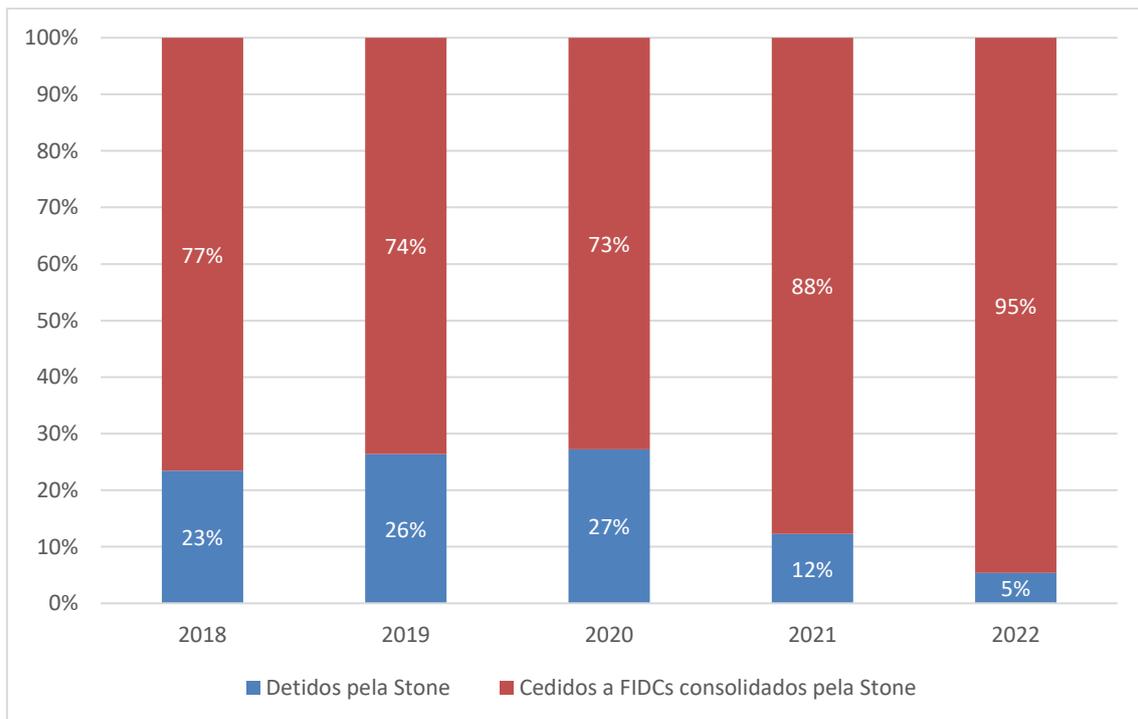
Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

Entre os anos de 2018 e 2020, o Ativo Total da Companhia era mais de 90% composto por Ativo Circulante. A partir desse ano, no entanto, ocorreu uma mudança na representatividade da parte circulante do ativo, que passou a equivaler a 71% do Ativo Total, em 2021, e a 73%, em 2022. Dois movimentos importantes ocorridos em 2021 alteraram essa composição: (i) a participação do Intangível passou para 20% do Ativo Total, contra 3% em 2020, em razão da aquisição da empresa de *software* de gestão para varejo Linx S.A. por R\$ 6,7 bilhões, completada em julho de 2021, além de outras subsidiárias com menor representatividade; e (ii) a companhia realizou um investimento de R\$ 2,5 bilhões no Banco Inter na oferta subsequente de ações realizada pelo banco, que aumentou a participação da conta não circulante de Investimentos de 0% para 3% do Ativo Total.

O principal item do Ativo Circulante da Stone são as Contas a Receber de Emissores de Cartões. Trata-se dos valores a receber dos bancos emissores de cartões, decorrente das

transações realizadas com cartões de crédito e débito. Esses recebíveis aumentaram 124% entre 2018 e 2022, como resultado do aumento do volume de pagamentos processado pelas “maquininhas” da Stone. Os recebíveis, em geral, têm vencimento menor do que 12 meses, razão pela qual essa conta é quase totalmente circulante. Parte do total de recebíveis de emissores de cartões é vendida pela Stone para bancos comerciais e outras entidades, sendo os valores correspondentes a essas operações baixados da conta de Contas a Receber de Emissores de Cartões – a venda de recebíveis a terceiros é atualmente a principal forma de financiamento do negócio de antecipação de recebíveis. A Stone também pratica a cessão de recebíveis para Fundos de Direitos Creditórios (FIDCs) para financiar seu negócio de antecipação. Continuam somados no item de contas a receber os valores cedidos aos FIDCs nos quais a Stone possui cotas subordinadas, e, portanto, são consolidados nas demonstrações financeiras da companhia, conforme o Gráfico 1. Apesar do aumento expressivo do valor transacionado (TPV) a cada ano, o crescimento da rubrica de Contas a Receber de Emissores de Cartões tem desacelerado a cada exercício, o que é um indicativo de que a empresa está aumentando a utilização da venda de recebíveis como forma de financiamento do negócio de antecipação. Como se trata de recebíveis sujeitos a risco dos bancos emissores, essa carteira de contas a receber pode ser considerada segura.

Gráfico 2 - Abertura das "Contas a receber de emissores de cartões" por detentores dos direitos creditórios



Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

A segunda conta mais representativa do Ativo Circulante da Stone corresponde a Caixa e Investimentos de Curto Prazo. Esta conta é formada pelos itens de caixa e equivalentes de caixa (nos quais se inserem disponibilidades, depósitos em bancos e outros investimentos de alta liquidez com vencimento em menos de 3 meses) e pelos investimentos de curto prazo, compostos por títulos públicos e privados de renda fixa com vencimento até 12 meses. Até 2019, essa posição representava cerca de 20% do Ativo Total. Em 2020, essa participação chegou a 33%, em razão, principalmente, dos recursos captados em uma oferta subsequente de ações (em inglês, *follow on*) realizada em agosto do mesmo ano, com o objetivo principal de financiar a aquisição da Linx S.A., a qual foi concluída em julho de 2021. Em 2021, com o pagamento pela aquisição, a posição foi diminuída em 37% e sua participação foi reduzida de 33% para 16% do Ativo Total. Em 2022, essa participação caiu para 12% do Ativo Total, influenciada pela decisão da empresa de financiar o seu negócio de antecipação de recebíveis com caixa próprio, o que reduziu em 25% sua posição de caixa e investimentos no curto prazo.

O Ativo Circulante é, ainda, integrado pelas Aplicações Vinculadas a Contas de Pagamento, relacionadas às soluções bancárias da Stone. Trata-se de uma reserva compulsória exigida pela Banco Central do Brasil como garantia dos depósitos dos clientes nas contas digitais da Stone. Conforme exigido pela Resolução BCB nº 80/21, de 25 de março de 2021, a Stone aplica os recursos depositados pelos clientes, registrados na conta passiva Depósitos de Clientes em Contas de Pagamento, em contas custodiadas no Banco Central ou em títulos públicos federais. Por se tratar de aplicações em instrumentos de alta liquidez, os valores desta conta são totalmente circulantes. O produto da conta digital foi lançado no final 2019 e desde então, este item vem ganhando representatividade no balanço da Stone, passando de 2% do Ativo Total em 2020 para 9% em 2022.

Outra mudança relevante de representatividade refere-se à conta de Empréstimos a Clientes, relacionadas ao produto de crédito da Stone para pequenas e médias empresas. A carteira do produto de crédito, que originalmente consistia em empréstimos garantidos pelas expectativas de vendas futuras, conhecido no mercado como “crédito-fumaça” (PIOVESANA; SILVA JUNIOR, 2021), atingiu seu maior montante em 2020, quando chegou a R\$ 1,3 bilhões, mas o produto foi descontinuado em 2021 após a observação de um elevado nível de inadimplência. A conta, que apareceu no balanço pela primeira vez em 2019, chegou a representar 12% do Ativo Circulante (4% do Ativo Total) em 2020, reduzindo-se a 8% em 2021 e por fim, a menos de 1% em 2022 (montante que representa a carteira legada, ou seja, cujas originações datam de antes da interrupção do produto).

O Ativo Não Circulante cresceu 14 vezes entre 2018 e 2022, passando de 6% para 27% do Ativo Total neste intervalo. O aumento foi proporcionado, principalmente, pelo reconhecimento dos ágios por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) das aquisições realizadas pela companhia, registrados na conta do Intangível. Neste período, a companhia realizou diversas combinações de negócios a fim de criar um ecossistema próprio de soluções para as pequenas e médias empresas. O Intangível cresceu 178% entre 2019 e 2020, devido a compra de diversos negócios, sendo o mais representativo deles a Vitta, uma *startup* da área de saúde. Entre 2020 e 2021, a ampliação do Intangível foi de 696%, como resultado da aquisição da Linx S.A. Durante todo o período, o Intangível cresceu 28 vezes e ampliou sua participação no Ativo Total de 2% para 20%. Também no Ativo Não Circulante, a conta de Imobilizado de Uso, formada principalmente pelos dispositivos POS (as “maquininhas” de cartão), cresceu 516% de 2018 a 2022, como resultado do aumento da base de clientes ativos do negócio de pagamentos de 269 mil em 2018 para 2,6 milhões em 2022, ampliando sua participação em relação ao Ativo Total de 2% para 4%. A representatividade da conta de Investimentos de Longo Prazo em relação ao Ativo Total saltou de 0% em 2020 para 3% em 2021, como resultado do investimento no Banco Inter. Em 2022, no entanto, a companhia vendeu 21,5% da posição que detinha no Banco Inter, reduzindo essa participação para 1% do ativo total.

Tabela 3 - Análise Vertical dos Passivos (valores em R\$ milhões)

Passivo Total	2018		2019		2020		2021		2022	
Circulante	6.055	46%	11.873	61%	13.380	42%	22.790	54%	25.174	60%
Depósitos de clientes em contas pagame	-	0%	-	0%	900	3%	2.202	5%	4.024	10%
Contas a pagar a estabelecimentos	4.996	38%	6.500	33%	8.848	28%	15.723	37%	16.579	39%
Empréstimos e financiamento	761	6%	2.948	15%	1.185	4%	2.579	6%	1.847	4%
Contas a pagar ao FIDC	17	0%	2.091	11%	1.960	6%	1.295	3%	975	2%
Outros passivos circulantes	281	2%	334	2%	487	2%	991	2%	1.749	4%
Não Circulante	2.145	16%	1.761	9%	3.515	11%	5.771	14%	4.177	10%
Contas a pagar a estabelecimentos	-	0%	-	0%	-	0%	3	0%	36	0%
Empréstimos e financiamento	1	0%	87	0%	524	2%	3.556	8%	2.728	6%
Contas a pagar ao FIDC	2.058	15%	1.620	8%	2.414	8%	932	2%	-	0%
Outros passivos não circulantes	86	1%	53	0%	576	2%	1.279	3%	1.413	3%
Patrimônio Líquido	5.093	38%	5.972	30%	14.853	47%	13.536	32%	12.894	31%
Passivo Total	13.293	100%	19.606	100%	31.749	100%	42.097	100%	42.245	100%

Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

Tabela 4 - Análise Horizontal dos Passivos

Passivo Total	2018-2022	2021-2022	2020-2021	2019-2020	2018-2019
Circulante	316%	10%	70%	13%	96%
Depósitos de clientes em contas pagamentos	N/A	83%	145%	N/A	N/A
Contas a pagar a estabelecimentos	232%	5%	78%	36%	30%
Empréstimos e financiamento	263%	-27%	23%	-38%	548%
Contas a pagar ao FIDC	5759%	-25%	-34%	-6%	12461%
Outros passivos circulantes	523%	76%	103%	46%	19%
Outras obrigações	449%	59%	106%	42%	19%
Não Circulante	95%	-28%	64%	100%	-18%
Contas a pagar a estabelecimentos	N/A	1028%	N/A	N/A	N/A
Empréstimos e financiamento	32%	-39%	53%	72%	-17%
Contas a pagar ao FIDC	-100%	-100%	-61%	49%	-21%
Outros passivos não circulantes	1547%	11%	122%	980%	-38%
Patrimônio Líquido	153%	-5%	-9%	149%	17%
Passivo Total	218%	0%	33%	62%	47%

Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

A composição do Passivo Total também passou por alterações relevantes durante o período em análise, refletindo, entre outros fatores, o aumento do volume transacionado; a variedade de estratégias de financiamento adotadas pela Stone para financiar as operações e os investimentos da empresa; e a diversificação de produtos, com a maior atuação em soluções bancárias. Entre 2018 e 2019, observa-se um aumento da participação do Passivo Circulante no Passivo Total, de 46% para 61%, ocasionada pelo aumento das Contas a Pagar a Estabelecimentos e da dívida no curto prazo. Em 2020, apesar de um crescimento de 13% das obrigações circulantes, sua participação caiu para 42%, devido à expansão de 149% do Patrimônio Líquido em decorrência da oferta subsequente de ações (*follow on*) realizada no mesmo ano para financiar a aquisição da Linx S.A., o que elevou a participação do capital próprio para 47% do Passivo Total. Em 2021, o Passivo Circulante cresceu 70%, devido ao aumento de 78% no volume de Contas a Pagar a Estabelecimentos e de 145% no volume de Depósitos de Clientes em Contas de Pagamento, e retornou a patamares normalizados, perfazendo 54% do Passivo Total, enquanto o Patrimônio Líquido teve uma redução de 5% – houve movimentação semelhante em 2022, ano em que o Passivo Circulante atingiu 60% do Passivo Total. A redução do Patrimônio Líquido, de 9% em 2021 e 5% em 2022, foi ocasionada pelo acúmulo dos prejuízos dos exercícios dos respectivos anos.

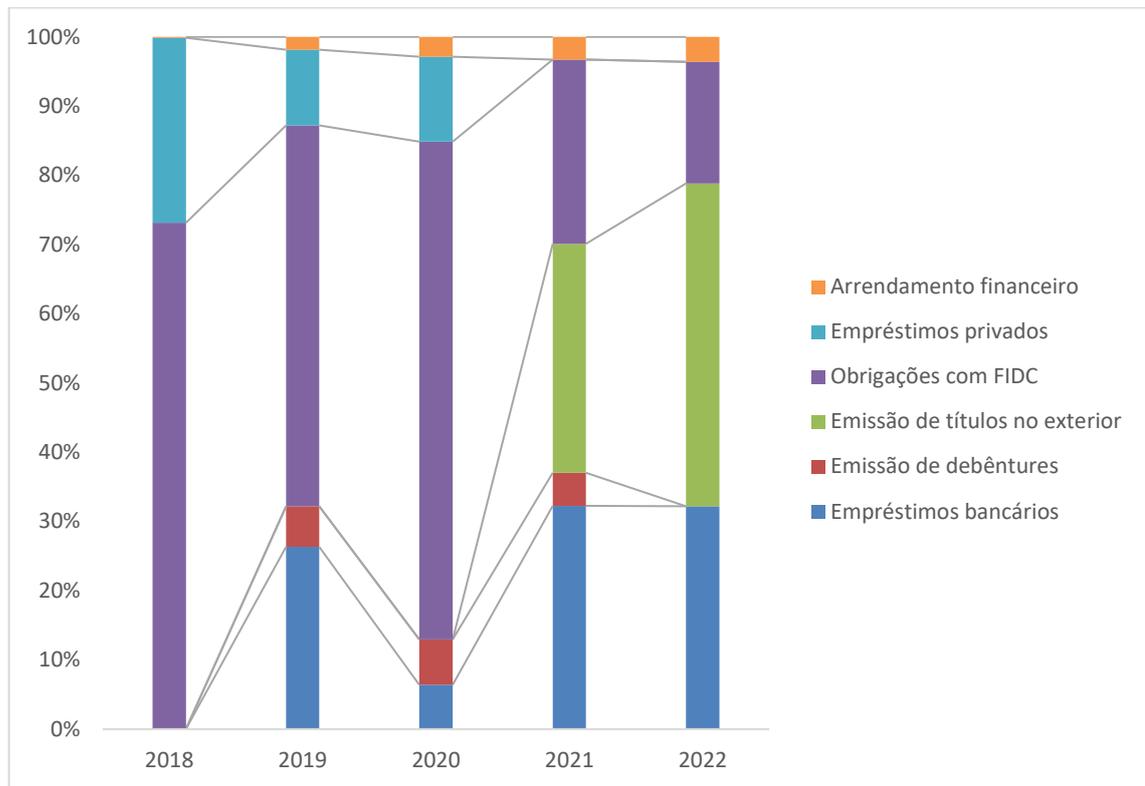
Em todo o período analisado, o principal item do Passivo Exigível permaneceu sendo as Contas a Pagar a Estabelecimentos, referentes aos repasses a serem feitos aos clientes por obrigações originadas nas transações com cartões de débito e crédito. A cada valor registrado na conta Contas a Pagar a Estabelecimentos está diretamente vinculado um valor de Contas a Receber de Emissores de Cartões. A Companhia recebe dos bancos emissores e, então, paga

aos seus clientes. Quando há antecipação de recebíveis, o valor antecipado aos lojistas é baixado desta conta. Entre 2018 e 2022, essa conta cresceu 263%, refletindo o crescimento do TPV, e aumentou sua participação no Passivo Total de 38% para 41%. Os repasses, em geral, devem ser efetuados no curto prazo, razão pela qual essa conta é quase totalmente circulante.

Os empréstimos e financiamentos, tanto circulantes quanto não circulantes, que representavam mais de 20% do Passivo Total no período de 2018 a 2021, sofreram uma redução significativa, atingindo 13% em 2022. Essa diminuição foi resultado da decisão da empresa de reduzir sua dependência de recursos de terceiros, devido aos aumentos substanciais nos custos de financiamento decorrentes do expressivo incremento da taxa básica de juros (Selic) ao longo desse período. A taxa Selic, que iniciou 2022 a 9,25% e encerrou o ano a 13,75%, é utilizada como referência para os diversos instrumentos financeiros utilizados para fins de financiamento. Como alternativa, a companhia financiou seu negócio de antecipação de recebíveis com caixa próprio. Além de realizar uma menor captação no mercado, em 2022 a empresa aproveitou-se de uma geração mais forte de caixa operacional para amortizar parte das dívidas. Apesar da menor participação, o volume de empréstimos e financiamentos cresceu 96% entre 2018 e 2022, refletindo a expansão da Stone – um crescimento, no entanto, menor do que o balanço total da companhia no período, equivalente a 218%.

As principais fontes de financiamento externo da empresa são (i) as obrigações com os cotistas de FIDCs, as quais são garantidas pelas Contas a Receber de Emissores de Cartões cedidas a esses fundos e utilizadas para financiar o negócio de antecipação de recebíveis – os valores registrados no Passivo correspondem a pagamentos para amortização do principal acrescido de juros; (ii) empréstimos bancários, correspondente a CCBs (cédulas de crédito bancário) de curto e longo prazo, voltados também para financiamento do negócio de antecipação de recebíveis; e (iii) recursos de emissão de títulos no exterior, referente à uma emissão internacional de US\$ 500 milhões em bônus (*bond*), com prazo de vencimento de 7 anos, realizada em 2021 com a finalidade de financiar a compra da participação no Banco Inter. Ao longo dos anos, a Stone diversificou suas fontes de captação externa, conforme evidenciado no Gráfico 2.

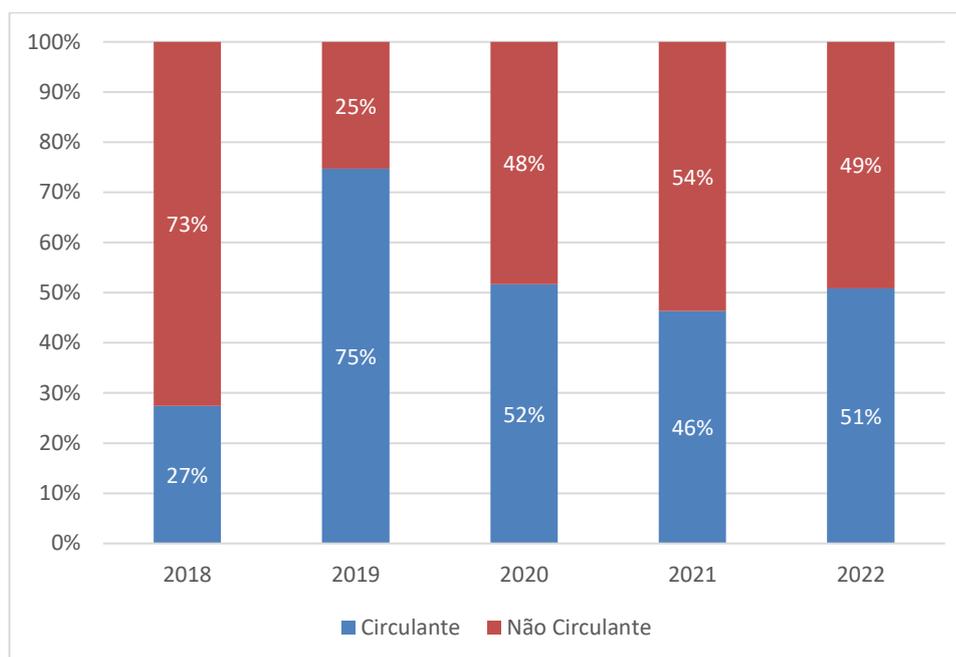
Gráfico 3 - Composição de empréstimos e financiamentos por tipo de instrumento



Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

Com relação a prazos de vencimento, nos últimos três anos os valores de empréstimos e financiamento têm-se dividido de forma quase equitativa entre circulante e não circulante, como evidenciado no Gráfico 3 – em 2021 e 2022, a porção não circulante tinha como principal item o *bond* emitido no mercado externo, enquanto o principal item circulante eram os empréstimos bancários, tomados com prazos de vencimento de 3 a 18 meses.

Gráfico 4 - Abertura de empréstimos e financiamentos por prazo de vencimento



Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

2.2 Demonstração de Resultados do Exercício

Tabela 5 - Análise Vertical da Demonstração de Resultados do Exercício (valores em R\$ milhões)

DRE	2018	2019	2020	2021	2022
Receita de serviços de transações de pagamentos	515	770	1.144	1.627	2.617
Receita de assinaturas e aluguel de equipamentos	214	332	388	1.072	1.761
Receitas operacionais	728	1.102	1.532	2.699	4.378
Receitas financeiras	801	1.288	1.647	1.878	4.638
Outras receitas financeiras	50	186	141	247	573
(-) Despesas financeiras	(301)	(353)	(340)	(1.269)	(3.515)
Resultado de intermediação financeira	550	1.121	1.448	856	1.696
(+/-) Outras receitas (despesas) operacionais	(835)	(1.131)	(1.845)	(3.726)	(5.605)
(-) Custo dos serviços prestados	(323)	(427)	(770)	(1.714)	(2.670)
(-) Despesas administrativas	(253)	(286)	(392)	(813)	(1.121)
(-) Despesas de venda	(190)	(361)	(506)	(1.013)	(1.511)
(+) Outras receitas (despesas) operacionais	(69)	(58)	(177)	(186)	(303)
= Resultado operacional	443	1.091	1.135	(171)	469
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	(137)	(286)	(290)	68	(139)
(+) Resultado de participação em controladas	(0)	(1)	(7)	(1.275)	(857)
Resultado líquido	305	804	837	(1.377)	(526)

Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

Tabela 6 - Análise Horizontal da Demonstração de Resultados do Exercício

DRE	2018-2022	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022
Receita de serviços de transações de pagamentos	409%	50%	49%	42%	61%
Receita de assinaturas e aluguel de equipamentos	724%	55%	17%	176%	64%
Receitas operacionais	501%	51%	39%	76%	62%
Receitas financeiras	479%	61%	28%	14%	147%
Outras receitas financeiras	1055%	276%	-25%	76%	132%
(-) Despesas financeiras	1067%	17%	-4%	273%	177%
Resultado de intermediação financeira	208%	104%	29%	-41%	98%
(+/-) Outras receitas (despesas) operacionais	571%	35%	63%	102%	50%
(-) Custo dos serviços prestados	726%	32%	80%	123%	56%
(-) Despesas administrativas	343%	13%	37%	107%	38%
(-) Despesas de venda	695%	90%	40%	100%	49%
(+) Outras receitas (despesas) operacionais	337%	-17%	207%	5%	63%
= Resultado operacional	6%	147%	4%	-115%	-375%
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	1%	109%	1%	-124%	-304%
(+) Resultado de participação em controladas	192404%	82%	756%	18275%	-33%
Resultado líquido	-272%	163%	4%	-264%	-62%

Fonte: Elaboração própria, com base nos demonstrativos da Stone.

A receita total da companhia é formada por “Receitas de serviços de transações de pagamentos e outros serviços”, “Receitas de serviços por assinatura e aluguel de equipamentos”, “Receita financeira” e “Outras receitas financeiras”. As “Receitas de serviços de transações de pagamentos e outros serviços” correspondem às taxas de desconto cobradas dos estabelecimentos sobre as transações realizadas processadas pela Stone (conhecidas como taxas MDR, de “*merchant discount rates*”), além de taxas transacionais referentes a outros serviços, como pagamentos digitais e operações bancárias; estas receitas estão bastante relacionadas à variação do volume total transacionado (ou TPV, de “*total payment volume*”), bem como ao crescimento das soluções bancárias. As “Receitas de serviços por assinatura e aluguel de equipamentos” correspondem às taxas cobradas pelo aluguel de equipamentos (principalmente as “maquininhas” POS), às assinaturas de soluções de software e a taxas de outras soluções e serviços; essas receitas são especialmente impactadas pelo tamanho da base de clientes (que se ampliou com a captura de micro e pequenas empresas) e, a partir de 2021, cresceram consideravelmente com a consolidação dos resultados da subsidiária Linx, uma empresa de software. As “Receitas financeiras” são compostas principalmente pelas taxas cobradas aos clientes nas operações de antecipação de recebíveis e, até 2021, também tinham como fonte relevante as receitas com juros das operações de crédito, que foram paralisadas no mesmo ano. As “Outras receitas financeiras” correspondem aos rendimentos de títulos e aplicações financeiras da companhia, que são sensíveis ao nível de recursos mantidas nessas contas e à taxa básica de juros do país, uma vez que se tratam, em sua maioria, de títulos

indexados à taxa Selic. Em todo o período, as receitas financeiras representaram a fonte de receitas mais relevante para a companhia, sendo responsáveis por, em média, 48% das receitas totais, mostrando a grande importância do negócio de antecipação de recebíveis para sua operação; seguidas pelas receitas transacionais, que responderam por 32%, em média, das receitas totais, e pelas receitas de aluguel de equipamentos (16%) e outras receitas financeiras (5%).

Tabela 7 - Métricas operacionais

	2018	2019	2020	2021	2022
TPV (R\$ bilhões)	83,4	129,1	209,9	275,4	367,4
Take Rate (%)	1,83%	1,85%	1,51%	1,54%	2,15%
Clientes ativos (milhares)	267,9	480,9	774,5	1.766,1	2.584,0

Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

Entre 2018 e 2022, houve um crescimento de 507% da receita total da Stone, passando de R\$ 1,6 bilhões em 2018 para R\$ 9,6 bilhões em 2022. Entre 2018 e 2019, as receitas totais cresceram 63%, em razão do aumento de 80% da base de clientes ativos, com uma maior captação de pequenas e médias empresas, e de 55% do TPV. Entre 2019 e 2020, ano em que a pandemia de covid-19 teve início, houve um aumento de 29% das receitas totais, crescimento impulsionado pelo TPV 61% maior, que foi compensando por um menor “take rate” (renda apropriada por volume transacionado) devido, principalmente, à maior utilização do cartão do auxílio emergencial nas transações, que possui uma taxa menor do que o cartão de crédito, e aos menores preços dos serviços de antecipação de recebíveis devido à redução das taxa básica de juros (Selic), que contribuiu para reduzir as “outras receitas financeiras” em 25%. De 2020 a 2021, a companhia apresentou um crescimento de 45% das receitas totais, como resultado da expansão em 128% da base de clientes ativos e do aumento de TPV, bem como do acréscimo de receitas com a consolidação da Linx; do lado das receitas financeiras, apesar do crescimento de 14% devido aos maiores volumes de antecipação de recebíveis, houve uma queda de R\$ 764 milhões nas receitas com operações de crédito, em razão do maior nível de inadimplência e da baixa perspectiva de recuperação dos créditos inadimplidos. Entre 2021 e 2022, as receitas totais aumentaram 99%, em razão de um aumento nos preços, elevando o “take rate” para 2,15%, em razão do aumento da taxa de juros no período; além disso, também contribuíram as novas avenidas de crescimento, como soluções bancárias e relacionadas ao Pix, e o aumento das “Outras receitas financeiras” devido ao aumento das taxas de juros.

Com relação aos custos e despesas, até 2020 as despesas operacionais com “Custos dos serviços prestados”, “Despesas administrativas” e “Despesas de vendas” eram equivalentes a cerca de 40% a 50% do valor das receitas totais. Em 2021, no entanto, esse valor passou a 73%, devido, principalmente, aos custos consolidados da aquisição da Linx e dos investimentos na registradora de recebíveis TAG, além de incrementos de custos com marketing e pessoal, refletindo a duplicação do número de colaboradores, que passou de 7 mil para 14 mil (VALENTI, 2021). Em 2022, essa participação reduziu-se a um valor de 55%, em razão de ganhos de eficiência com custos dos serviços e despesas de marketing.

As despesas financeiras equivaliam a 19% das receitas totais em 2018, porcentagem que foi reduzida e chegou a 10% em 2020, com o menor custo de financiamento devido à redução da taxa básica de juros (Selic) ao longo do ano, chegando à mínima histórica de 2%. Em 2021, no entanto, essa participação aumentou para 26%, com o impacto do aumento da taxa básica de juros, que chegou a 9,25%, encarecendo os custos de financiamento da empresa. Em 2022, com a sequência de aumentos da taxa básica de juros que chegou a 13,75%, as despesas financeiras passaram a equivaler a 28% das receitas totais.

O resultado líquido, que cresceu 163% em 2019, chegando a R\$ 804 milhões, em 2020 expandiu-se apenas 4%, para R\$ 837 milhões, como resultado do menor crescimento das receitas totais e de uma menor eficiência de custos em relação ao ano anterior. Em 2021, no entanto, a companhia apresentou prejuízo de R\$ 1,4 bilhão, influenciada pelas perdas com o produto de crédito, pelo aumento das despesas financeiras em razão do custo de *funding* e da emissão de dívidas, pelo aumento substancial das despesas com as subsidiárias Linx e a TAG e, ainda, uma perda de R\$ 1,3 bilhão relativa à marcação a mercado do investimento no Banco Inter, em razão da desvalorização das ações do banco durante o ano – em 2021, a empresa pagou R\$ 57,80 por ação na aquisição da participação; em 2022, vendeu parte dessa fatia a R\$ 19,35, uma perda de 66% (PIOVESANA; SILVA JUNIOR, 2022).

Em 2022, a companhia reduziu seu prejuízo para R\$ 526 milhões, após ajustes na precificação que melhoraram a margem bruta, também sendo beneficiada pelo desinvestimento no Banco Inter que reduziu as perdas no resultado de participação em controladas.

3 ANÁLISE DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

3.1 Indicadores de Liquidez

A principal necessidade de capital de giro da Stone corresponde ao financiamento do negócio de antecipação de recebíveis. Na antecipação, o valor antecipado pela Stone ao lojista, acrescido das taxas cobradas pela antecipação, é baixado das Contas a Pagar a Estabelecimentos, no Passivo.

A antecipação é financiada, principalmente, pela venda de recebíveis para bancos comerciais e estruturas do mercado de capitais. Quando a companhia realiza tal operação, ocorre uma baixa também nas Contas a Receber de Emissores de Cartões, gerando um impacto positivo no caixa referente às taxas cobradas do cliente pelo serviço de antecipação, líquida dos descontos cobrados nas vendas de recebíveis.

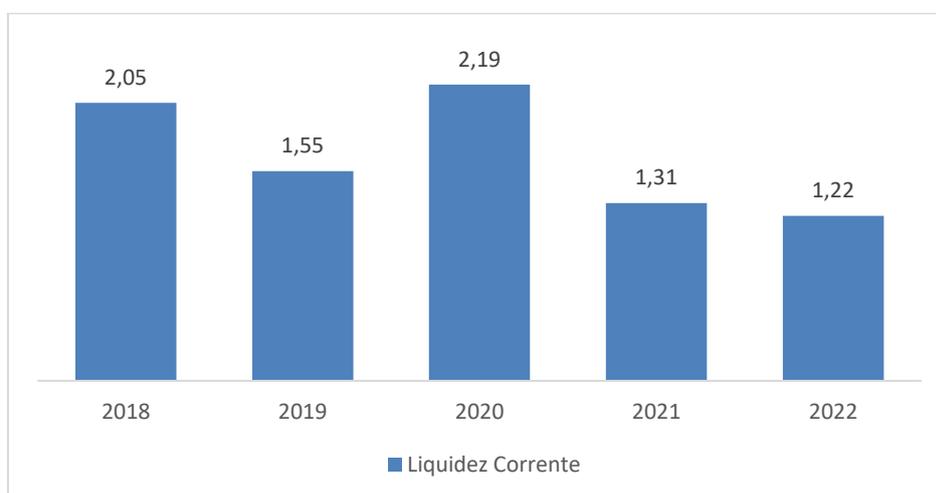
Outra possibilidade de financiamento é a cessão dos recebíveis, referentes aos valores antecipados, para os FIDCs nos quais mantêm participação. Quando este é o caso, os recebíveis permanecem no Ativo, enquanto os recursos captados pelo fundo são registrados no passivo, na conta “Obrigações com FIDCs”, gerando um impacto líquido positivo no caixa com essa operação.

Caso a Stone financie essa antecipação utilizando recursos próprios, o valor antecipado consome caixa, enquanto o valor dos recebíveis correspondentes aos pagamentos antecipados se mantém no ativo, gerando um crédito contra as instituições financeiras.

3.1.1 *Liquidez corrente*

A liquidez corrente, definida como a razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante, manteve-se acima de 1 em todo o período, demonstrando a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro (ASSAF NETO, 2020).

Gráfico 5 - Evolução da Liquidez Corrente da Stone, 2018-2022

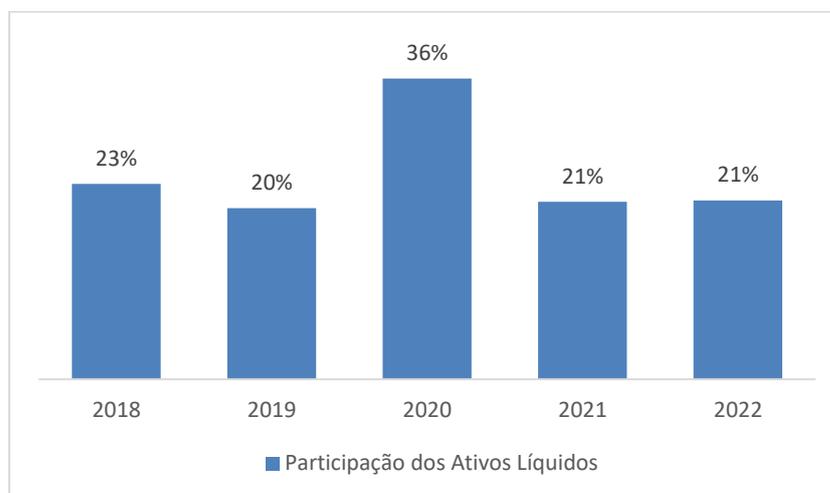


Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

Em 2018, a empresa mantinha uma situação de liquidez corrente bastante favorável, sendo o Ativo Circulante 2,05 vezes maior do que o Passivo Circulante. O principal motivo pela situação confortável é que, neste ano, as “Obrigações com FIDCs”, que financiam 23% das Contas a Receber de Emissores de Cartões, conforme Gráfico 1, estão quase totalmente alocadas no Passivo Não Circulante; ou seja, a companhia está financiando atividades do curto prazo com recursos de longo prazo, o que favorece a liquidez corrente. Em 2019, há uma queda no indicador, em razão de uma expansão anual do Passivo Circulante (96%) maior do que o crescimento do Ativo Circulante (48%) no mesmo período, uma vez que (i) as obrigações com FIDC passaram a ficar majoritariamente no curto prazo e (ii) a empresa aumentou seu endividamento bancário no curto prazo. Em 2020, o índice de liquidez corrente sobe para 2,19, em razão de um aumento anual do Ativo Circulante (de 59%) muito maior do que o do Passivo Circulante (de 13%), devido aos seguintes fatores: (i) um incremento de R\$ 6,7 bilhões (crescimento anual de 171%) em caixa e investimentos de curto prazo, resultantes dos valores embolsados da oferta subsequente realizada no mesmo ano para financiar a aquisição da Linx, e (ii) uma redução dos valores de endividamento bancário e de obrigações com FIDC a vencer no curto prazo, os quais ficaram concentrados no longo prazo. Em 2021, no entanto, houve uma redução considerável do índice de liquidez corrente, que caiu para 1,31, ocasionada principalmente pelo desembolso do caixa para pagamento pela aquisição da Linx, promovendo uma situação de “elevada imobilização de capital em ativos fixos, sacrificando sua folga financeira” (ASSAF NETO, 2020). Em tal ano, o Ativo Circulante aumentou apenas 2%, enquanto o Passivo Circulante aumentou 70%, devido a um maior volume de contas a pagar aos FIDCs a vencer no curto prazo do que no longo prazo, além de um crescimento combinado da soma de Contas a Pagar a Estabelecimentos e “Obrigações com FIDCs” de 36% (muito maior do que o crescimento das “Contas a pagar a emissores”, de 18%, demonstrando um aumento do financiamento do capital de giro através da venda de recebíveis a bancos comerciais). Em 2022, houve pouca variação do índice de liquidez corrente, a qual caiu para 1,22, principalmente devido a uma redução de 25% de caixa e investimentos de curto prazo em razão da utilização de caixa próprio pela companhia para financiar suas necessidades de capital de giro e para amortizar dívidas.

3.1.2 Participação dos ativos líquidos

Gráfico 6 - Evolução da Participação dos Ativos Líquidos da Stone, 2018-2022



Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

O indicador de Participação de Ativos Líquidos é considerado o indicador de liquidez de mais fácil observação em uma instituição financeira. Para bancos, um nível de qualidade para esse indicador estaria entre 20% e 30% (GRIER, 2012). No caso da Stone, podem ser consideradas ativos líquidos as contas “Caixa e Investimentos no Curto Prazo” e as “Aplicações relacionadas a contas de pagamentos”. Durante todo o período analisado, de 2018 a 2022, a Stone manteve níveis acima de 20%. Em 2020, o indicador atingiu o maior valor, chegando a 36%, em razão do caixa embolsado após a oferta subsequente de ações. No entanto, esse valor logo seria desembolsado para aquisição da Linx S.A.

De acordo com o vice-presidente de Finanças e diretor de Relações com Investidores da Stone, Rafael Martins, a Stone tem flexibilidade para decidir qual o nível de caixa a empresa quer ter, uma vez que “as contas a receber de emissores são maiores que as contas a pagar. É nossa decisão se eu vou transformar em caixa ou não o excesso que eu tenho de conta a receber e de conta a pagar. Se eu tenho uma necessidade, por algum motivo, de um caixa mais alto, posso transformar em caixa muito rápido”. (FLEISCHMANN, 2023). Nesse sentido, ao se analisar a liquidez da empresa, deve-se considerar que os recebíveis de cartões possuem uma elevada liquidez, o que é corroborado pelo seu vencimento no curto prazo e pelo seu baixo risco (uma vez que o risco dos recebíveis são o risco dos emissores do cartão, majoritariamente grandes bancos com sólida liquidez), o que torna análises de fatores relacionados a “participação de ativos líquidos”, que consideram caixa, disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo como fontes imediatas de liquidez, de menor importância relativa

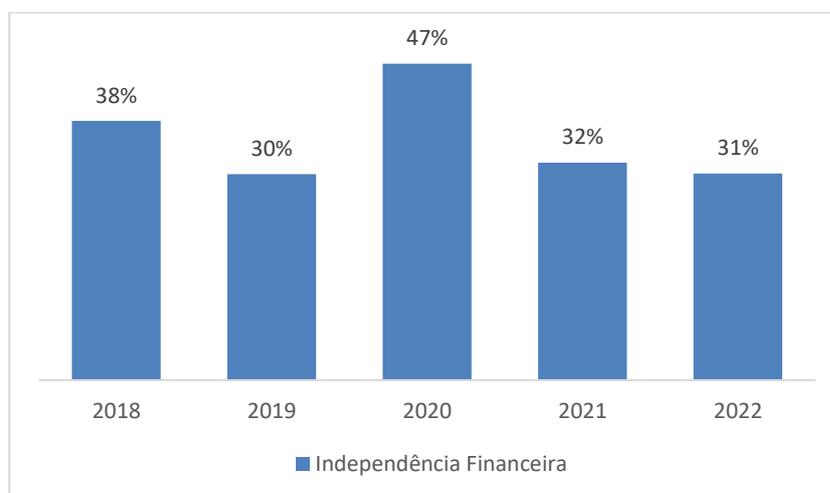
para a empresa, sendo a análise da liquidez corrente mais apropriada para avaliar a situação financeira da Stone.

3.2 Indicadores de estrutura de capital

3.2.1 *Independência financeira*

A Stone conta com uma sólida capitalização. O indicador de independência financeira, definido como a razão entre o Patrimônio Líquido e o Ativo Total, está acima de 30%, um valor considerado elevado para uma instituição financeira, que em geral está bem capitalizada a um índice de 8%, conforme Grier (2012). O indicador atingiu um pico em 2020, apresentando um valor de 47%, devido a uma oferta subsequente de ações naquele ano que aumentou o capital próprio da empresa. A partir de 2021, a companhia retornou a um patamar de 30%, após um crescimento do ativo total que foi financiado sobretudo com capital de terceiros.

Gráfico 7 - Evolução da Independência Financeira da Stone, 2018-2022



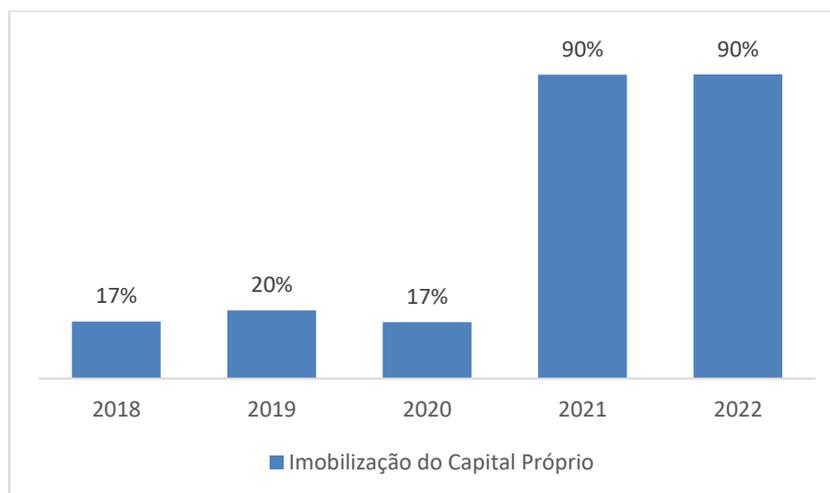
Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

3.2.2 *Imobilização do capital próprio*

O crescimento do ativo a partir de 2020 foi devido sobretudo ao ativo não circulante, correspondente à aquisição de subsidiárias e a investimentos de longo prazo. Nesse sentido, o grau de imobilização aumentou consideravelmente em 2021, mostrando que o patrimônio líquido foi destinado para fazer frente aos desembolsos para as novas aquisições. Ao ultrapassar 100%, o patrimônio líquido não seria suficiente para lastrear aplicações não circulantes,

devido a instituição incentivar uma participação maior de capital próprio como *funding* de suas operações, conforme Assaf (2020). O índice atingiu 90% em 2021 e 2022. Mesmo não atingindo 100%, tem-se que, para viabilizar a aquisição das ações do Banco Inter, a empresa emitiu um bônus de US \$500 milhões no mercado internacional em 2021.

Gráfico 8 - Evolução do Grau de Imobilização do Capital Próprio da Stone, 2018-2022



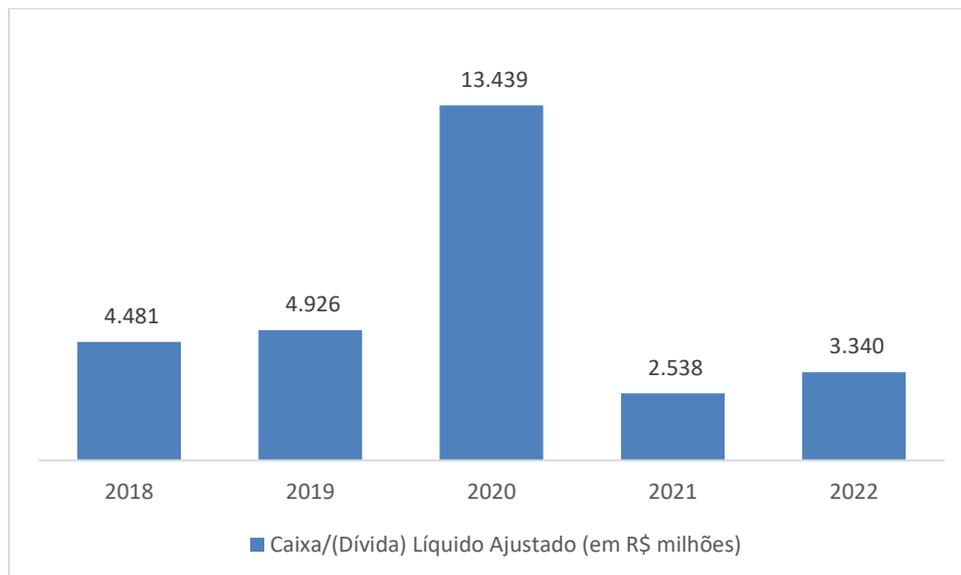
Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

3.2.3 Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado

A estratégia de gerenciamento da estrutura de capital do grupo é manter um balanço positivo da métrica “Caixa/(Dívida) Líquido Ajustado”.

Conforme o gráfico 8, a empresa manteve um nível de Caixa Ajustado acima da Dívida Ajustada em todo o período. O valor discrepante em 2020 refere-se ao caixa embolsado através da oferta subsequente de ações realizada no mesmo ano, o qual foi desembolsado no ano seguinte para aquisição da subsidiária Linx S.A.

Gráfico 9 - Evolução do Caixa Líquido Ajustado/(Dívida Líquida Ajustada) da Stone, 2018-2022



Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

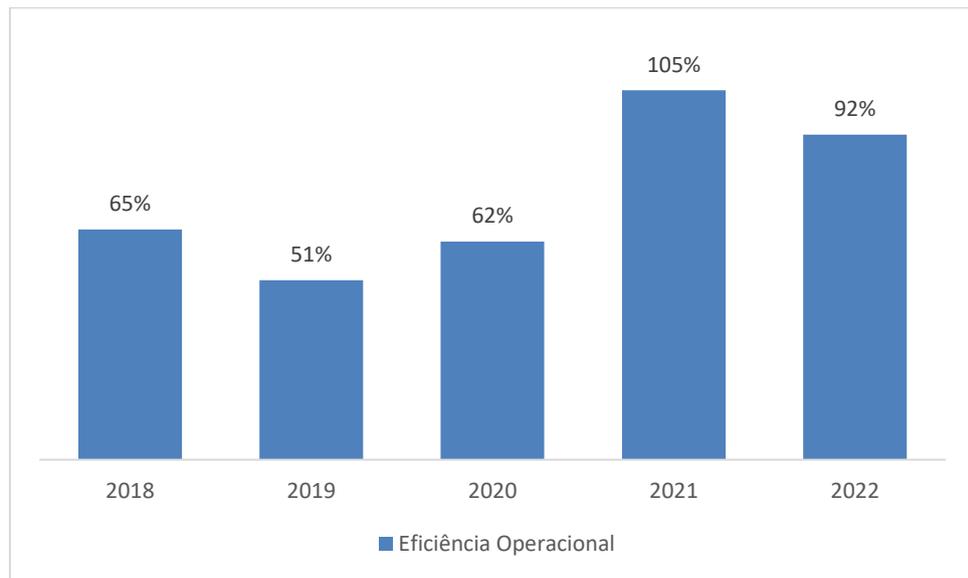
3.3 Indicadores de lucratividade e rentabilidade

3.3.1 Índice de eficiência

Conforme Grier (2012), um índice de eficiência de qualidade para instituições financeiras situa-se entre 50% e 60%. De 2018 a 2020, verificou-se que o índice observado da Stone ficou próximo a esse patamar, atingindo 65% em 2018, 51% em 2019 e 62% em 2020. Entretanto, em 2021, o índice chegou a 105%, seguindo um aumento de 102% das despesas operacionais, principalmente em razão da consolidação da Linx, mas também destinadas a desenvolvimento de produtos, tecnologia e aumento de pessoal. De acordo com o ex-presidente da Stone, Augusto Lins, não se tratava de uma forma de “despesa clássica”, mas de “uma forma de investimento”, uma vez que o resultado dessas despesas seriam o crescimento (VALENTI, 2021).

De acordo com Grier (2012), para se manter competitiva, uma instituição pode ser compelida a realizar investimentos, às vezes somas substanciais, em tecnologia e pessoal especializado, além de outras despesas administrativas são necessárias para apoiar o crescimento dos negócios. Com o tempo, conforme o autor, embora em determinado momento o índice de eficiência fique para trás das médias dos concorrentes, os benefícios devem fluir ao longo do tempo para melhorar o lucro operacional.

Gráfico 10 - Evolução do Índice de Eficiência da Stone, 2018-2022

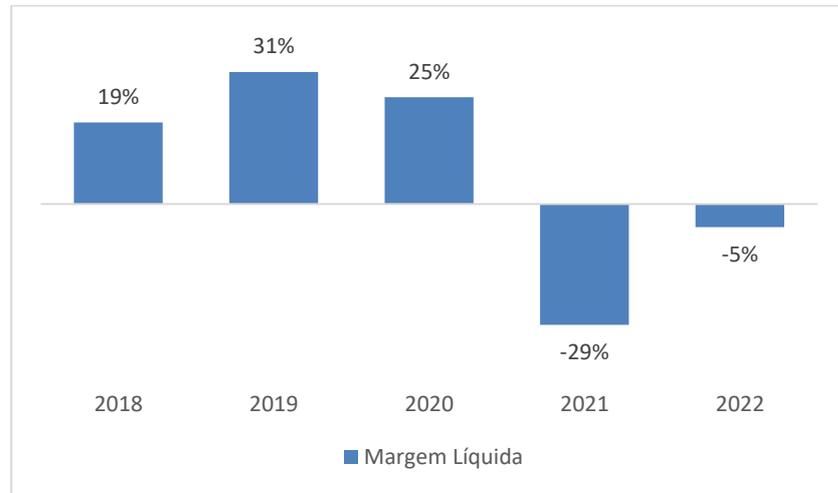


Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

3.3.2 Margem líquida

Entre 2018 e 2020, a empresa atingiu margens líquidas positivas, de 19% a 25%. A margem líquida caiu consideravelmente em 2021 para -29% após o prejuízo reportado no exercício, em função (i) das menores margens financeiras com o produto de crédito, que foi lançado em 2020 e descontinuado em 2021; (ii) das maiores despesas financeiras devido ao aumento do custo de *funding* devido ao aumento da taxa básica de juros, (iii) da menor eficiência de custos, resultado da expansão das operações da empresa e da contabilização dos custos das subsidiárias Linx e TAG, e (iv) da marcação a mercado relativa ao investimento no Banco Inter. Em 2022, a companhia reduziu seu prejuízo, após um esforço de reprecificação que contribuiu para o aumento do resultado bruto de intermediação financeira em 98%, bem como da venda de 21,5% da participação no Banco Inter.

Gráfico 11 - Evolução da Margem Líquida da Stone, 2018-2022



Fonte: Elaboração própria, com base nos relatórios de resultados da Stone.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo realizado, a partir do caso da Stone, possibilitou a compreensão do desempenho econômico e financeiro de uma adquirente através da análise de suas demonstrações contábeis. Essas instituições vêm passando por um processo acelerado de crescimento no Brasil e em outras partes do mundo em um contexto de avanço da tecnologia sobre vários aspectos da vida humana. No caso das adquirentes, trata-se de um modelo de negócio que viabiliza diariamente bilhões de reais em transações financeiras, tendo um grande potencial escalável.

A partir da análise da Stone, constatou-se o seu acelerado crescimento entre 2018 e 2022, materializado por uma expansão de 341% do TPV, de 865% da base de clientes ativos, de 507% das receitas totais e de 218% do ativo total.

Através da análise do balanço patrimonial, verificou-se a centralidade do negócio de adquirência para a empresa, uma vez que as principais contas do balanço da empresa são, no ativo, as Contas a Receber de Emissores de Cartões e, no passivo, as Contas a Pagar a Estabelecimentos; tais contas referem-se, respectivamente, aos recebíveis e aos repasses dos valores das transações de cartões, com vencimento em geral no curto prazo.

No balanço, também foi possível identificar o ganho de representatividade de outras avenidas de crescimento, como os produtos bancários, através das contas de Depósitos de Clientes em Contas de Pagamentos (Passivo), que corresponde aos valores depositados nas contas digitais oferecidas pela Stone, e Aplicações Vinculadas a Contas de Pagamentos (Ativo), que correspondem a aplicações compulsórias exigidos pelo Banco Central para garantir esses depósitos.

Por meio da observação do Intangível, pôde-se constar o maior investimento em soluções de software dada a aquisição da Linx, outra avenida de crescimento da Stone.

Analisando-se a conta de Empréstimos e Financiamentos, verifica-se a redução da importância dessa conta, em razão da priorização do *funding* via venda de recebíveis e caixa próprio, e a presença de uma diversificação de fontes de captação, composta por empréstimos bancários, emissão de títulos de dívidas no exterior e obrigações com FIDCs.

A análise da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) demonstrou a centralidade do negócio de antecipação de recebíveis para a Stone, o qual é o principal item da conta de Receitas Financeiras, superando as receitas transacionais. Por outro lado, as receitas de serviços por assinatura foram as que mais cresceram no período em análise (aumento de 724%), em grande maneira devido à incorporação da Linx. Verificou-se, mediante a discussão das receitas,

que as receitas transacionais estão fortemente relacionadas à variação do TPV e às taxas MDR cobradas dos lojistas; as receitas de serviços por assinatura são impactadas pela base de clientes, uma vez que parte relevante se refere a aluguel de dispositivos POS, e pelas receitas de software provenientes da Linx; as outras receitas financeiras, provenientes de rendimentos de aplicações financeiras, são bastante impactadas pelas taxas de juros (aumentam conforme o crescimento da taxa Selic, à qual a maioria das aplicações é indexada).

Apesar do crescimento do TPV em todo o período, o *take rate* da Stone foi reduzido em 2020 em razão das transações feitas com os cartões do auxílio emergencial, que possuem uma menor taxa de desconto. Em 2022, após o aumento das taxas de juros, o *take rate* teve um aumento considerável, como resultado da estratégia de reprecificação da companhia.

O período se caracterizou por uma expansão significativa das despesas operacionais, em especial as de marketing e pessoal. No entanto, os aumentos são vistos pela administração como investimentos que geram crescimento. As despesas financeiras aumentaram consideravelmente entre 2020 e 2022, como reflexo da maior taxa básica de juros no período, que encareceu o custo de captação.

Os problemas com o produto de crédito foram um dos principais fatores responsáveis pelo “tombo” das ações da empresa a partir de 2021. Conhecido como “crédito-fumaça”, o empréstimo tinha como garantia o fluxo futuro de recebíveis dos lojistas. Com a elevada taxa de juros e o aumento da inflação, muitos clientes foram afetados, o que levou a altos níveis de inadimplência, reduzindo sobremaneira a receita financeira da empresa em 2021. A movimentação desse produto foi observada na conta de Empréstimos a Clientes, que corresponde à carteira do produto que começou a ser originada em 2019, atingiu R\$ 1,3 bilhão em 2020 e decresceu em razão da interrupção da solução.

Através da análise dos indicadores de liquidez, verificou-se uma posição adequada e confortável de liquidez da companhia, devido à natureza de curto prazo de seus recebíveis e da manutenção de um volume maior de ativos do que passivos no curto prazo, e também uma estratégia de diversificação das fontes de financiamento, o que é positivo e mostra capacidade de adaptação da empresa a fatores conjunturais.

Em termos de estrutura de capital, a companhia mostrou pautar-se pela busca por uma posição de recursos de terceiros menor do que o volume de seus ativos líquidos, o que se refletiu em uma boa independência financeira.

Em termos de lucratividade e retorno, a companhia mostrou ter fontes de receitas escaláveis e diversificadas, mas teve como desafios o aumento dos custos de financiamento, com a elevação da taxa de juros, e a eficiência dos custos resultantes da expansão da empresa,

que comprimiram as margens. Além disso, o produto de crédito representou um revés em razão de ter significado uma concessão muito acelerada sem garantias sólidas, representando um sinal para as *fintechs* na concessão desenfreada de crédito.

Portanto, pode-se concluir que, no período analisado, a Stone passou por mudanças relevantes que afetaram seu desempenho econômico-financeiro, com destaque para a queda da lucratividade. Mediante a análise dos resultados, evidenciou-se a importância do acesso a fontes de financiamento baratas, para fazer frente a cenários de maior custo de *funding* e restrição de crédito – mesmo a Stone dependendo pouco de fontes com custos elevados, suas despesas financeiras aumentaram, afetando sua rentabilidade. Além disso, os resultados trouxeram a importância da cautela das *fintechs* com os produtos de crédito; ao oferecer linhas com menor custo do que os bancos, as *fintechs* devem levar em consideração que os intermediadores financeiros tradicionais têm maior acesso a *funding*, enquanto o menor histórico e o menor tamanho das *fintechs* acaba encarecendo suas captações. A diversificação de receitas é outro ponto importante, uma vez que as margens do serviço de aquisição são pequenas e os volumes estão sujeitos a volatilidades da atividade econômica, entre outros fatores. Por fim, a competitividade é um fator-chave a ser considerado pelas *fintechs*, uma vez que o mercado de pagamentos tem sido cada vez mais acessado por outras instituições, em meio a estímulos regulatórios, bem como o setor tem enfrentado a concorrência de sistemas de pagamentos digitais de maior acessibilidade à população, como o Pix.

REFERÊNCIAS

ABECS. **Balanco do setor de meios eletrônicos de pagamento - RESULTADOS 2021**, 10 fev. 2022. Disponível em: <<https://api.abecs.org.br/wp-content/uploads/2022/02/Apresentação-2021.pdf>>. Acesso em: 5 jul. 2023.

ARROYO, P.; BRETAS, V. Uma pedra de US\$ 7 bilhões. **IstoÉ Dinheiro**, 26 out. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estruturas e Análise de Balanços - Um Enfoque Econômico-financeiro**. São Paulo: Grupo GEN, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fintechs**. Banco Central do Brasil, c2022. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>>. Acesso em 14 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Instrumentos de Pagamento - Dados Estatísticos 2022, 2023a**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/spbadendos>>. Acesso em: 4 de julho de 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instituições de pagamento e seus modelos de negócio. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária (2019)**. Brasília, junho de 2020.

CARRO, R. Delivery na pandemia impulsiona ‘maquininha’. **Valor Econômico**, 8 fev. 2021.

DELOITTE. **Payment providers | The race to scale and expansion into new markets.**, mar. 2022.

FARIA, E. **Fintechs de crédito e intermediários financeiros: uma análise comparativa de eficiência**. 2018. 123 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo - São Paulo, 2018.

FIGUEIREDO, J. A. L. et al. Stone Pagamentos: Armadilhas do Crescimento Exponencial. **Administração: Ensino e Pesquisa**, v. 21, n. 1, p. 114–145, 2 jan. 2020.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **FinTech**. Publicado em maio de 2022. Disponível em: <<https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/fintech/>>.

Acesso em: 02 de outubro de 2022.

FLEISCHMANN, I. Stone: melhora de indicadores não se reflete ainda em preços de ativos, diz VP. **Bloomberg Línea**, 14 mar. 2023.

FURLAN, F. Competição ainda deve pressionar ganhos com ‘maquininhas’. **Valor Econômico**, 13 jan. 2020a.

FURLAN, F. Como a Stone abriu espaço no setor de pagamentos. **Valor Econômico**, 21 ago. 2020b.

GARBER, G.; NAKANE, M. I. **The Break of Brand Exclusivity in Brazilian Credit Card Acquiring: effects and markup-cost decomposition in a price dispersion setting**. Working Paper Series do Banco Central do Brasil, n.390, 2015.

GOMES, A. DE A. G. **EQUILIBRANDO RENTABILIDADE E CRESCIMENTO: ESTRATÉGIAS DE CRESCIMENTO E DE RESPOSTAS A DISRUPÇÃO NA FINTECH PAGSEGURO**. Dissertação de Mestrado—São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2022.

GRIER, W. A. **Credit Analysis of Financial Institutions**. 3. ed. Londres: Euromoney Institutional Investor PLC, 2012.

INSTITUTO PROPAGUE. **Mercado de pagamentos: o que é e como funciona?**, 14 mar. 2021. Disponível em: <<https://institutopropague.org/pagamentos/mercado-de-pagamentos-o-que-e-e-como-funciona/>>. Acesso em: 3 jul. 2023

LEITE, L. M. **A Evolução dos Meios de Pagamentos Digitais no Brasil Durante a Pandemia do Covid-19: Uma Análise Sobre o Pix**. 2021. 74p. Monografia (Graduação em Engenharia de Produção) - Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo - São Carlos, 2021.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G.C. D. **Análise das Demonstrações Financeiras - 3ª ed. revista e ampliada.** São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2013.

PINTO, L.; RIBEIRO, M. Sob pressão, ações de credenciadoras ilustram busca por novos caminhos. **Valor Econômico**, 14 jan. 2022.

PIOVESANA, M.; SILVA JUNIOR, A. Caso Stone abre dúvida sobre crédito em fintechs. **O Estado de S.Paulo**, 27 nov. 2021.

PIOVESANA, M.; SILVA JUNIOR, A. ESPECIAL: STONE REDUZ FATIA NO INTER COM PREJUÍZO ALTO E GERA INCERTEZA SOBRE FUTURO DA PARCERIA. **Broadcast**, 3 jun. 2022.

PRUDENCIO, H. D. **As mudanças no sistema brasileiro de pagamentos com a entrada das fintechs no mercado.** 2020. 54p. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas), Universidade Federal de Santa Catarina - Florianópolis, 2020.

REISS, S. “Para as fintechs o desafio maior ainda é a inadimplência” [Entrevista concedida a] Solange Monteiro. **Blog da Conjuntura Econômica FGV IBRE**, 12 jul. 2022.

RIBEIRO, M. Taxa cobrada de lojista por uso de ‘maquininha’ volta a subir após 6 anos. **Valor Econômico**, 11 jan. 2023.

SILVA, K. R.; BARROS, A. H. S. **AS TEORIAS DE TRADE-OFF E PECKING ORDER: UM ESTUDO APLICADO AOS SHOPPING CENTERS DA BM&FBOVESPA.** Congresso de Administração, Sociedade e Inovação - CASI. **Anais...** 4 jul. 2022. Disponível em: <<https://www.unirv.edu.br/conteudos/fckfiles/files/Kesia%20Silva.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2023

SIMPSON, S. D. Uma olhada mais de perto nas ações de bancos. **Fundamentus**, 2005. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/pagina_do_ser/bancos.htm>. Acesso em: 24 jun. 2023

STONECO LTD. FORM 20-F, ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 - For the fiscal year ended

December 31, 2022. 2022. Disponível em:

<https://investors.stone.co/node/8656/html#i310177fc8f23418694bab7e1f7ad74ca_55>.

Acesso em: 17 jun. 2023

VALENTI, G. Stone dobra base de clientes, mas expansão custa queda de margem. **Exame**, 16 nov. 2021.

ANEXO A – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Ativo Total	2018	2019	2020	2021	2022
Circulante	12.437.781	18.404.898	29.274.824	29.944.452	30.659.203
Disponibilidades	297.929	968.342	2.446.900	4.495.645	1.512.604
Títulos e valores mobiliários	2.770.589	2.937.029	8.128.058	1.993.037	3.453.772
Aplicações vinculadas às contas de pagamentos	-	62.434	714.907	2.346.474	3.960.871
Instrumentos financeiros derivativos	1.195	14.062	43.103	219.324	36.400
Contas a receber de emissores	9.244.608	14.066.814	16.307.155	19.286.590	20.694.523
Empréstimos a clientes	-	124.661	1.264.579	511.240	26.866
Rendas a receber	52.361	148.412	183.734	455.304	566.290
Outros créditos	71.099	83.144	186.298	636.838	407.877
Não Circulante	855.437	1.200.851	2.473.840	12.152.560	11.586.237
Títulos e valores mobiliários	-	-	-	1.238.476	214.765
Contas a receber de emissores	-	-	-	-	54.334
Operações de crédito	-	-	382.106	-	-
Rendas a receber	-	-	-	59.595	37.324
Outros créditos	279.270	250.303	282.632	940.997	896.550
Investimentos	2.237	28.242	51.982	66.454	109.754
Imobilizado de uso	266.273	548.607	717.234	1.569.520	1.641.178
Intangível	307.657	373.699	1.039.886	8.277.518	8.632.332
Ativo Total	13.293.218	19.605.749	31.748.664	42.097.012	42.245.440

Passivo Total	2018	2019	2020	2021	2022
Circulante	6.054.775	11.872.527	13.380.381	22.789.845	25.174.139
Depósitos de clientes em contas de pagamentos	-	-	900.454	2.201.861	4.023.679
Instrumentos financeiros derivativos	586	1.354	16.233	23.244	209.714
Contas a pagar a estabelecimentos	5.113.938	6.597.896	9.028.529	16.095.878	17.174.782
Empréstimos e financiamento					
<i>Obrigações por empréstimos bancários</i>	750	1.777.083	390.830	2.108.123	1.787.817
<i>Obrigações por emissão de debêntures</i>	-	394.997	-	399.509	-
<i>Obrigações por emissão de bônus</i>	-	-	-	4.592	4.007
<i>Contas a pagar ao FIDC</i>	16.646	2.090.894	1.960.121	1.294.806	975.248
<i>Outras financiamentos</i>	760.306	775.731	793.907	66.531	55.583
Outras obrigações	162.549	234.572	290.307	595.301	943.309
Não Circulante	2.145.118	1.760.843	3.514.821	5.770.721	4.177.395
Contas a pagar a estabelecimentos	-	-	-	3.171	35.775
Captações					
<i>Obrigações por empréstimos bancários</i>	-	-	-	589.518	45
<i>Obrigações por emissão de debêntures</i>	-	-	398.358	-	-
<i>Obrigações por emissão de bônus</i>	-	-	-	2.760.018	2.583.861
<i>Contas a pagar ao FIDC</i>	2.057.925	1.620.000	2.414.429	932.368	-
<i>Outras financiamentos</i>	1.395	87.483	126.005	206.924	144.564
Outras obrigações	85.798	53.360	576.029	1.278.722	1.413.150
Patrimônio Líquido	5.093.325	5.972.379	14.853.462	13.536.446	12.893.906

DRE	2018	2019	2020	2021	2022
Receita de serviços de transações de pagamentos	514.602	770.276	1.144.086	1.626.853	2.617.407
Receita de serviços por assinatura e aluguel de ec	213.679	331.565	388.033	1.071.932	1.760.915
Receitas financeiras	801.322	1.287.760	1.647.017	1.877.683	4.638.022
Outras receitas financeiras	49.578	186.367	140.687	247.293	572.601
Receitas totais	1.579.181	2.575.968	3.319.823	4.823.761	9.588.945
(-) Despesas financeiras	(301.065)	(353.451)	(339.844)	(1.269.058)	(3.514.739)
(-) Custo dos serviços prestados	(323.039)	(426.961)	(769.946)	(1.713.828)	(2.669.752)
= Resultado operacional bruto	955.077	1.795.556	2.210.033	1.840.875	3.404.454
(+) Outras receitas (despesas) operacionais	(512.738)	(704.901)	(1.082.371)	(3.286.429)	(3.791.744)
(-) Despesas administrativas	(252.852)	(285.788)	(392.476)	(813.341)	(1.121.357)
(-) Despesas de venda	(190.177)	(360.612)	(505.902)	(1.012.544)	(1.511.241)
(+) Resultado de participação em controladas/col	(445)	(810)	(6.937)	(1.274.650)	(856.645)
(+) Outras receitas (despesas) operacionais	(69.264)	(57.691)	(177.056)	(185.894)	(302.501)
= Resultado antes de tributos e participações	442.339	1.090.655	1.127.662	(1.445.554)	(387.290)
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social	(137.112)	(286.460)	(290.216)	68.206	(139.106)
Resultado líquido	305.227	804.195	837.446	(1.377.348)	(526.396)