

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Centro de Ciências Sociais (CCS)

Departamento de Economia

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise Fundamentalista da TOTVS, a maior empresa de tecnologia do Brasil

Aluno: Pedro Macedo Ferreira de Mello

Matrícula: 1611076

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro de Sousa

Novembro de 2021



Centro de Ciências Sociais (CCS)

Departamento de Economia

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise Fundamentalista da TOTVS, a maior empresa de tecnologia do Brasil

Aluno: Pedro Macedo Ferreira de Mello

Matrícula: 1611076

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro de Sousa

Novembro de 2021

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

Assinatura do Autor

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradecimentos

Os agradecimentos fundamentais são à minha família: meu irmão mais velho, João; minha mãe, Tereza; e meu pai, Nilson.

João, é um enorme privilégio poder ter ao meu lado sua cordura e amizade. Você é um companheiro essencial para mim.

Aos meus pais, agradeço por todos os valores que me foram passados. Incansáveis, tenho uma fiel e obstinada mãe, e um exemplar e façanhoso pai, presentes em todos os momentos. Não fosse me apoiando no imensurável esforço que fizeram, jamais alcançaria grandes voos. Obrigado por me escancararem que a vida é melhor quando repleta de duros desafios, e que estarei eternamente convivendo com eles. Vocês sempre me apontaram o caminho correto a se percorrer e sempre serei grato por isso. Espero poder retribuir em vida tudo o que promovem para nossa família.

Um beijo especial aos meus avós, tios e primos, por todo carinho, e ao inconfundível labrador preto Max, meu melhor amigo há quase uma década.

Sumário

I. Introdução.....	6
1. Motivação e Prefácio	
2. Resumo do projeto	
II. Totvs.....	11
1. A Totvs inserida no setor de tecnologia e contexto macro	
2. Governança Corporativa, Diretoria e Conselho de Administração	
3. Composição Acionária	
4. O modelo de negócios	
i. Softwares de Gestão	
ii. Business Performance	
iii. Techfin	
5. Como uma <i>growth stock</i> se comporta na bolsa?	
6. Riscos	
III. Premissas e projeções de Receitas.....	32
1. Receita de Software	
i. Receita Recorrente (<i>Recurring Revenues</i>)	
a. SaaS Gestão	
b. Business (Biz) Performance e RD Station: Receita Recorrente Adicional (<i>Additional Recurring Revenues</i>)	
ii. Receita Não Recorrente	
a. Licenças	
b. Serviços	
2. Techfin	

IV. Premissas macroeconômicas.....	39
V. Contabilidade.....	40
1. Demonstração do Resultado do Exercício	
2. Balanço Patrimonial	
3. Fluxo de Caixa para a Firma e Valor Presente Líquido	
VI. Valuation: o modelo.....	44
1. Metodologia: Fluxo de Caixa Livre para a Firma	
2. Estrutura de Capital: calculando K_e e K_d	
3. A taxa de desconto: WACC	
4. <i>Target</i> : encontrando o “valor justo” da empresa	
VII. Conclusão.....	48
VIII. Referências Bibliográficas.....	49

Capítulo I – Introdução

1. MOTIVAÇÃO E PREFÁCIO

Ao olhar para o passado, noto que, durante minha formação como cidadão, estive, sem perceber, progressivamente fascinado com a ciência econômica. Sempre preocupado com as condições do ambiente em que vivo, mas sem compreender de forma suficiente, quando mais novo, do que se tratava de fato o estudo de tal ciência, mergulhei no que achava ser “entender de Economia” e no que acreditava ser necessário para o país onde moro se desenvolver. Mais do que isso, buscava entender o que motivou o Brasil a se encontrar da maneira em que está. Hoje, apesar das convicções que encontrei, discordo de muito do que já pensei ser verdade e concordo com o que pouco imaginei. Daí, é possível observar uma boa lição: a noção rasa das coisas engana as pessoas, que pensam saber demais. E com a alavancagem do verdadeiro aprendizado, esse comportamento se inverte; e quanto mais sabemos, mais achamos não saber. Portanto, a conclusão deve ser apenas uma: jamais deixar de lado o apego pelo conhecimento.

Com a iminência da escolha de um curso superior, decidi, através de encorajamento decisivo dos meus pais, enxergar o meu potencial e topar o desafio de me tornar um economista, desistindo do ingresso na carreira do Direito. Após esses anos de PUC, e de entender que as Ciências Econômicas exigem mais Matemática, da qual se aprende a gostar, do que quaisquer outras matérias para seu ferramental, estou feliz e realizado de ter cumprido o objetivo. É com arrepio ao dissertar sobre as diversas áreas de nossa ciência no dia a dia que dou mais um passo para o exercício do que tenho o prazer de dizer ser a minha profissão.

As indecisões, contudo, não cessaram de uma hora para a outra. Durante o curso, tive um apreço muito grande pela Macroeconomia, sobretudo no que se refere à política monetária, entendendo ser, naquele momento, o caminho que eu devesse trilhar para contribuir para a melhora de nosso país. Também apareceu o desejo de atuar em colunas, programas de televisão e editoriais jornalísticos, ou de atuar no Executivo. Desisti de almejar tais cargos, cuja perseguição eu não descarto no futuro, por entender que eles exigiriam outras responsabilidades, muitas das quais experimentaria no meio profissional.

Assim sendo, acabei me tornando outro “seduzido pelo mercado financeiro”, mais especificamente pela bolsa de valores brasileira e pela análise de empresas. O entendimento de que o setor privado é vital para a geração de riquezas, e que um mercado financeiro e de crédito sólido só tende a gerar benefícios para as pessoas, foi motivo crucial para o aumento dessa obsessão. Uma vez que pude compreender que a minha - desde cedo - preocupação inicial como economista, a de maximizar o bem-estar e utilidade social, estaria, de certa forma, sendo combatida pelo trabalho dos que atuam no mercado financeiro, tive a certeza de trilhar este caminho. Uma vez que, atuando no mercado de capitais, eu esteja ajudando o investimento do país a ser fomentado; que esteja estimulando a boa alocação de recursos, ao interligar poupadores e tomadores de crédito; que esteja disseminando princípios de educação financeira; que esteja havendo incentivos para o acúmulo de poupança; que estejamos desenvolvendo um ambiente mais propenso à tomada de risco (seguros de quais os sejam); e que esses fatores contribuirão para mais renda e emprego das pessoas, a minha preocupação inicial estaria sendo sanada, tendo a certeza de estar no caminho certo. Equivocados são aqueles que lidam mal com a “opinião dos mercados”, como se dela não decorressem preocupações sociais e que visam, na verdade, melhorar o ambiente em que vivemos.

Portanto, é daqui que nasce o meu desejo de transformar o meu objeto de trabalho, a análise de investimentos, fruto tanto do que aprendi na universidade quanto do que exerço no meio profissional, em monografia de conclusão de curso: ter a noção de que é um conhecimento que ajuda a contribuir para um país mais desenvolvido e, logo, para a melhora do bem-estar das pessoas.

A partir daí, algo que me fez refletir recentemente sobre economia e finanças foi o seguinte: se elas estariam, como ciências, de alguma forma relacionadas com a arte. Em geral, ciência e arte dificilmente possuem qualquer relação. Ao me adentrar por métodos de precificação e valoração de ativos, percebo que, no caso de avaliação de empresas, podemos colorir os estudos de nuances que alterem seus resultados empíricos. Por óbvio, a compostura que o assunto merece, é claro, não permite tempo para brincadeiras. Contudo, acena-se com bom humor para os que apreciam diferentes formas de arte, mas que não a identificam na ciência.

Desse modo, quanto mais profundidade e complexidade temos em um modelo científico, mais arte temos. E a profundidade a que se pode chegar é infinita, apesar de

nossa mente não conseguir alcançar esse limite. Muita arte pode significar, também, um aumento dos erros, no caso de mais falsas premissas, que irão mais prejudicar do que ajudar o modelo. Exemplifiquemos: quando pensamos nas variáveis que importam para o bom desempenho operacional de uma empresa, podemos incorporar num modelo de projeção de resultados algo muito profundo, como a quantidade de horas de um dia que seus funcionários dormem. Ou, em relação aos seus custos, o histórico de tempo médio que as lâmpadas de um escritório ficam acesas, projetando para o futuro essa duração. Assim, projeta-se o preço a se pagar pela energia... Também, o nível das chuvas nos reservatórios que moldarão a oferta de energia e, portanto, seu preço. A demanda da sociedade pela energia. Assim, por diante. A quantidade de variáveis, umas mais complexas que outras, que podem ser incorporadas num modelo, foge do controle de nosso imaginário. O cuidado que se deve ter é, justamente, incorporar apenas aquilo que seja relevante e que não nos custe tempo preciso, já que é sabido que a tomada de decisão para um investimento está intrinsicamente relacionada ao período em que ela ocorre. Logo, os benefícios de aprofundamento na valoração de um ativo devem superar seus custos. Trata-se de um tradeoff entre profundidade e praticidade.

Como se pode observar, é necessário chamar atenção para o nível de complexidade que pode ser o trabalho de mapear o valor justo de um ativo. Trata-se de algo subjetivo, que envolve infinitas variáveis e que, pelo que hoje acredito, jamais a espécie humana conseguirá ter exata precisão. Provavelmente alguma divindade a tenha, assim como esta seja responsável por moldar o destino das coisas e do mundo.

Mais do que isso, como veremos adiante, cada indivíduo emprega um valor diferente para cada ativo, por possuírem exigências de retorno para o investimento diferentes.

Somos, todavia, economistas. E precisamos elaborar modelos não que resolvam exatamente os problemas que de fato temos, pois, como apresentei acima, isso seria impossível, mas, sim, modelos que resolvam problemas muito parecidos com os nossos. E que, portanto, nos deem uma solução, simples, muito parecida com a solução que devemos tomar.

2. RESUMO DO PROJETO

O objetivo deste projeto consiste em precificar, na ótica do investidor brasileiro e do investidor estrangeiro, o valor justo para uma ação ordinária da maior companhia de tecnologia do Brasil em receita e valor de mercado, a TOTVS, de forma a notabilizar se o investimento no papel é vantajoso. O modelo a ser utilizado neste processo é o de fluxo de caixa descontado para a firma, o discounted free cash flow to firm (FCFF). Isso será feito após, em primeiro lugar, aprofundar-se em amplo conhecimento sobre o modelo de negócios da empresa e sobre sua forma de obter faturamento. Em seguida, elencarei premissas para precificação dessa receita, bem como para os custos e despesas operacionais, além do investimento, da depreciação, das amortizações e da necessidade de capital de giro. Assim, projetarei a geração de caixa futura para a firma. Também será preciso analisar qual será a geração de caixa na perpetuidade, atrelando o crescimento da companhia a uma variável g .

Após esse processo, é preciso elaborar uma taxa de desconto, o custo médio ponderado de capital (em inglês, weighted average cost of capital, WACC). Para isso, será levado em conta o custo de capital próprio (custo de equity, K_e), o custo de capital de terceiros (custo da dívida, K_d) e a estrutura de capital da companhia (o tamanho de sua dívida bruta e o quanto ela possui de valor de mercado). Esse último nos permite mostrar a proveniência do capital: o quanto é capital próprio (dos acionistas) e o quanto é capital de terceiros (dos credores). Temos que, para cada firma e para cada modelo de negócio, pode ser encontrada uma estrutura de capital ótima, na qual a empresa maximiza a geração de valor. Para o modelo, não a calcularemos, mas tomaremos como base a estrutura de capital ótima fornecida pela empresa em reuniões com seus representantes. A estrutura de capital dará certo peso ao K_d e o restante ao K_e .

A ideia da taxa de desconto é trazer a valor presente a geração de caixa futura, de modo a precificarmos quanto vale a companhia. Assim sendo, em capítulo posterior, farei a comparação dos diferentes custos de oportunidade e das diferentes valorações para dois tipos de investidor: o investidor doméstico (brasileiro) e o investidor estrangeiro. Cada um deles possui variáveis diferentes no K_e (custo de equity), enquanto o K_d (custo de dívida) é o mesmo para ambos. Isso faz com que enxerguem diferentes upsides ou downsides para o papel.

Nas projeções do modelo, terei como suporte premissas para as principais variáveis macroeconômicas: taxa básica de juros, renda, inflação e índices inflacionários, como o IGP-M. O câmbio é um fator que não afeta diretamente as atividades da companhia, apesar de claramente ter a sua importância no que se refere aos fluxos de recursos entre os diferentes mercados globais. É importante entender como tais variáveis influenciam no desempenho operacional, dada não só a condição setorial em que a empresa se encontra, como também a forma que isso afeta no valuation em si. Para tal, utilizarei o Boletim Focus, pesquisa semanal realizada pelo Banco Central do Brasil com dezenas de instituições, com objetivo de ter sensibilidades acerca das expectativas do mercado.

Para todo esse processo de precificação, será fundamental compreender de antemão os riscos iminente ao case, suas vantagens competitivas, sua disputa por market-share, padrões de governança corporativa, liquidez e composição acionária.

Ao fim, após análise extensa desses indicadores, de modo a conferir boas premissas, pretendo inferir qual seria uma boa decisão de investimento relacionada à valoração das ações dessa companhia: a de compra ou a de venda, com o objetivo de acumular capital no longo prazo. Essa decisão seria tomada avaliando se a obtenção da geração de caixa futura a um valor presente está acima ou abaixo do “valor de tela” em que ela é negociada a mercado. Além disso, de forma complementar, é recomendável também avaliar seus múltiplos de preço e alavancagem com os múltiplos de pares setoriais, de forma a obter efeito comparativo.

As fontes de informação para esse trabalho serão os dados contábeis da própria companhia, bem como conversas com seus representantes comerciais e relatórios de analistas do mercado, além das plataformas de informações financeiras Quantum Axis, TradeMap e Valor Pro, e estarão disponibilizadas no capítulo de referências bibliográficas. Para toda a base teórica, serão utilizados livros sobre o tema, também descritos nesse capítulo.

Capítulo II – Totvs

1. A TOTVS INSERIDA NO SETOR DE TECNOLOGIA DA B3

A TOTVS é uma empresa de tecnologia de capital aberto da bolsa de valores brasileira, a B3. Trata-se da primeira companhia do setor de tecnologia a integrar o Ibovespa. A companhia abriu capital em março de 2006 e passou a integrar o índice IBrX-50, das 50 ações com maior negociabilidade do Brasil, em 2020, com participação de 0,9% na carteira quadrimestral de setembro a dezembro de 2021. Seus mais de 40 mil clientes representam por volta de 25% do PIB brasileiro. Assim sendo, a TOTVS é uma gigante de mercado e que está há anos sendo negociada nos principais índices de liquidez da Bovespa.

As tech companies, em geral, possuem o seu valor bem mais representado durante a chamada perpetuidade, tendo em vista uma expectativa de crescimento muito acelerado e de longo prazo para seus negócios. São, portanto, apelidadas de “growth stocks”. Esse risco pode ser ilustrado através de sua volatilidade de mercado e do seu parâmetro Beta que, em geral, é superior a 1, denotando que a companhia possui um risco superior ao risco de bolsa (risco de mercado). Além disso, quanto mais do fluxo temos na perpetuidade (em detrimento do fluxo de caixa dos anos projetados), maior a força da taxa de desconto, fazendo com que se reduza o valor presente deste caixa, penalizando a valoração da companhia.

Uma breve passagem no contexto macroeconômico

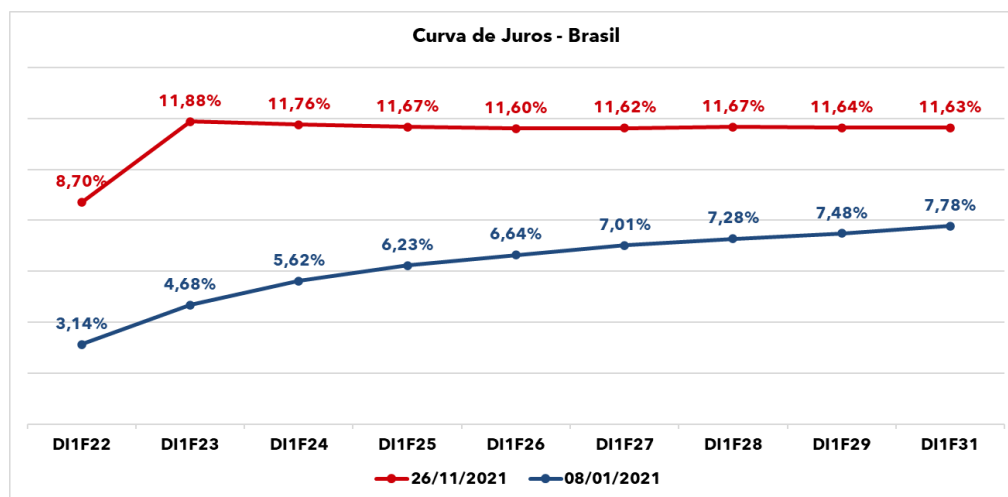
Numa ótica macroeconômica, temos que, em momentos de mais incerteza dos mercados, os agentes migram para títulos mais líquidos e seguros. A curva de juros da economia se comporta, em geral, com elevação dos vértices. Quando o país passa por ruídos fiscais, ou por pouca crença na credibilidade do Banco Central para controle da inflação, bem como por instabilidades políticas, os investidores passam a enxergar o país com maior receio. Esse temor faz com que haja um forte movimento de venda dos títulos públicos brasileiros. Com esse cenário de venda e de queda do preço dos títulos, os juros de mercado em cada um dos vértices se equilibram a patamares mais altos (elevação da

curva), de forma a refletirem esse risco iminente. Como o país passa por maiores incertezas, essas por sua vez acabam por receberem maiores prêmios de risco.

No gráfico a seguir, é possível notar como, ao longo de 2021, o cenário brasileiro se mostra mais turbulento atualmente (novembro) em relação ao início do ano (janeiro), pelos motivos citados neste parágrafo. Especificamente, temos a tramitação da PEC dos Precatórios, a lentidão na aprovação de reformas estruturantes, as novas variantes do vírus COVID-19, a dificuldade no controle da inflação pela autoridade monetária (que subiu os juros com menor rigor do que o necessário, segundo boa parte do mercado – estando, portanto, atrás da curva), além da mudança na forma de contabilização do teto de gastos, quando o governo alterou a incidência dos períodos, o que beneficiou o tamanho do orçamento (algo que foi negativamente interpretado pelo mercado). Esse cenário de juros mais altos nos diferentes vértices retrata os prêmios de liquidez e de risco para papéis mais longos (o que faz com que a curva seja, em geral, positivamente inclinada).

Gráfico 00: Curvas de Juros no Brasil em janeiro e em novembro de 2021.

Fonte: Valor Pro



Assim sendo, a elevação da curva de juros impacta as diferentes taxas de desconto ao longo do tempo, penalizando, principalmente, empresas cujos fluxos de caixa futuros estejam, prioritariamente, em períodos mais longos e na chamada perpetuidade, onde a

taxa de desconto possui maior peso. Entre elas, está a TOTVS, que é, clara e estrategicamente, uma empresa de crescimento.

Apesar da TOTVS possuir diversas características de uma growth stock, também enxergo na companhia diversos diferenciais de “valor”. A companhia, como mencionado, é uma gigante do setor, monopolista, líder nas soluções que provê e, principalmente, é uma forte geradora de caixa – sua margem EBITDA gira acima de 20% trimestralmente. Outro ponto de destaque que também classifica a companhia como uma ação de “valor” é o fato dela ser resiliente através de crises, já tendo superado a crise mundial de 2008 e a recessão brasileira do segundo mandato dos anos Dilma, de 2015 e 2016. O Beta - medida que compara o risco de um ativo com o risco de mercado - da companhia é de 0,9, razoavelmente mais baixo do indicador de outras empresas do setor.

Abaixo, temos o crescimento da renda brasileira e do faturamento da companhia nos últimos anos, mostrando a resiliência da empresa. Podemos destacar a recessão do fim do segundo mandato de Dilma Rousseff, onde a companhia cresceu 14,1%, e o ano de 2020, quando ocorreu a pandemia do COVID-19. Vale lembrar que, como a empresa é pouco intensiva em capital, seu CAPEX anual (sigla para capital expenditure: investimento em máquinas, equipamentos e infraestrutura) é baixo. Em outras palavras, a empresa sacrifica pouco caixa para crescer e manter suas operações.

Tabela 00: Crescimento do PIB do Brasil e da receita líquida da TOTVS. Valores pró-forma. Fonte: BCB e TradeMap

Ano	Crescimento do PIB brasileiro	Crescimento da Receita da TOTVS
2014	0,5%	9,9%
2015	-3,6%	7,9%
2016	-3,3%	14,1%
2017	1,3%	2,3%
2018	1,8%	4,0%
2019	1,4%	-1,7%
2020	-4,1%	14,0%
2021 Esperado	4,8%	19,8%
2022 Esperado	0,7%	13,0%

Contexto de digitalização das empresas

Podemos pontuar também alguns pontos-chave nos negócios e de catalisadores para as atividades da companhia no médio prazo. O setor de Tecnologia de Informação, especialmente quando nos referimos aos seus segmentos de Software e Enterprise Software, é um dos principais pilares do aumento da produtividade das companhias brasileiras. O Brasil possui 2,86% da força de trabalho global, para 2,45% do PIB mundial, o que já demonstra um certo grau mais baixo de produtividade versus economias desenvolvidas, o que é normal para um emergente.

Segundo dados do Banco Mundial e do Itaú BBA, o Brasil possui um dos maiores mercados de tecnologia da informação no mundo (2019), com aproximadamente US\$ 62,5 bilhões de gastos em Tecnologia da Informação (TI) e R\$ 5 bilhões em Software, estando respectivamente na 12ª e 13ª posições, sendo um dos líderes globais.

Contudo, a penetração de gastos com esse mercado em detrimento da força de trabalho possui uma das relações mais baixas entre os países líderes: apenas 2,0% do PIB é gasto com TI, contra uma média de 4,6% dos países da OCDE; além de 0,2% e 0,1% do PIB de gastos com Software e Enterprise Software, contra 0,7% e 0,3%, respectivamente, da OCDE, mostrando ser um mercado longe da maturidade.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA, DIRETORIA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A companhia está inserida no “Novo Mercado”, o mais alto patamar de governança corporativa, o que concede a ela e seus acionistas uma série de benefícios. As boas práticas e diretrizes de governança são algo a se ter atenção, sobretudo em um país como o Brasil, com empresas ainda distantes dos padrões internacionais. Os escândalos de compliance observados em algumas companhias brasileiras deixam o investidor estrangeiro, principalmente, mais cauteloso na obtenção desses padrões.

Vantagens do Novo Mercado

Cada um dos segmentos de listagem da B3 possui regras de governança corporativa diferenciadas. O objetivo da bolsa ao criar esses níveis foi diferenciar diversos perfis de companhias, fazendo com que essas possam aderir, voluntariamente, a algum desses segmentos de listagem, com objetivo de melhorar sua avaliação perante o mercado e possíveis acionistas. A partir do momento em que assegura-se ao investidor que tais regras de governança serão cumpridas, isso traz um menor risco para a sociedade em questão, fazendo, assim, com que a ótica que o mercado tem sobre a mesma melhore, reduzindo incertezas e possibilitando melhores precificações. Futuramente, caso a empresa precise “da ajuda do mercado”, vamos assim dizer, como para captar recursos numa oferta primária ou mesmo para emitir debêntures, o mercado está mais propenso a dar esse crédito em melhores condições. As regras contidas em cada um dos segmentos vão além das obrigações contidas na Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S. A.).

Entre as vantagens do segmento Novo Mercado, temos:

- a) um mínimo de participação do capital social da companhia referente ao mercado, o chamado free float, de 25% (em empresas com volume diário acima de R\$ 25 milhões);
- b) não há diferenciação entre ação preferencial e ação ordinária, existindo apenas ações ON;
- c) quórum qualificado, cláusulas pétreas e limitação de voto inferior a 5% do capital;
- d) vedação a acúmulo de cargos: presidente do conselho e diretor presidente não podem ser a mesma pessoa;
- e) teleconferência obrigatória após divulgação de resultados;
- f) concessão de tag along a 100% para as ações: no caso do controlador decidir por fechar o capital e vender a companhia, esse preço deve ser o mesmo tanto para os controladores quanto para os minoritários, de forma a protegê-los de uma falta de liquidez e necessidade de venda a preços menores.
- g) obrigação de implementação de funções de compliance, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais

Conselho de Administração

Laércio Cosentino é o fundador e presidente do Conselho de Administração da TOTVS, maior empresa de tecnologia do Brasil. Laércio é formado em Engenharia Eletrotécnica pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (USP), tendo sua carreira no setor de TI, especialmente com a fundação da TOTVS em 1983. Segundo o site de Relacionamento com os Investidores da TOTVS, Laércio Cosentino é membro do Conselho Deliberativo da Associação Brasileira de Empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação (Brasscom), membro do Conselho Consultivo da Cristália, presidente do Conselho da Mendelics, conselheiro da Brain4care, dentre outras atividades. Principais Contribuições para a Companhia: Empreendedorismo; Estratégia de Capital Humano em Tecnologia; Visão Inovadora em Tecnologia; e empresário referência no setor de Tecnologia e no Brasil.

Tabela 01: Conselho de Administração. Fonte: Site de RI da TOTVS

NOME	DATA DE NASCIMENTO	POSIÇÃO	ELEIÇÃO
Laércio José de Lucena Cosentino	11/08/1960	Presidente do Conselho	27/04/2020
Maria Letícia de Freitas Costa	27/03/1960	Vice-Presidente do Conselho e Membro Independente	27/04/2020
Eduardo Mazzilli de Vassimon	07/10/1958	Membro Independente	27/04/2020
Gilberto Mifano	11/11/1949	Membro Independente	27/04/2020
Guilherme Stocco Filho	01/07/1974	Membro Independente	27/04/2020
Mauro Gentile Rodrigues da Cunha	06/11/1971	Membro Independente	27/04/2020
Sylvia de Souza Leão Wanderley	09/03/1962	Membro Independente	27/04/2020

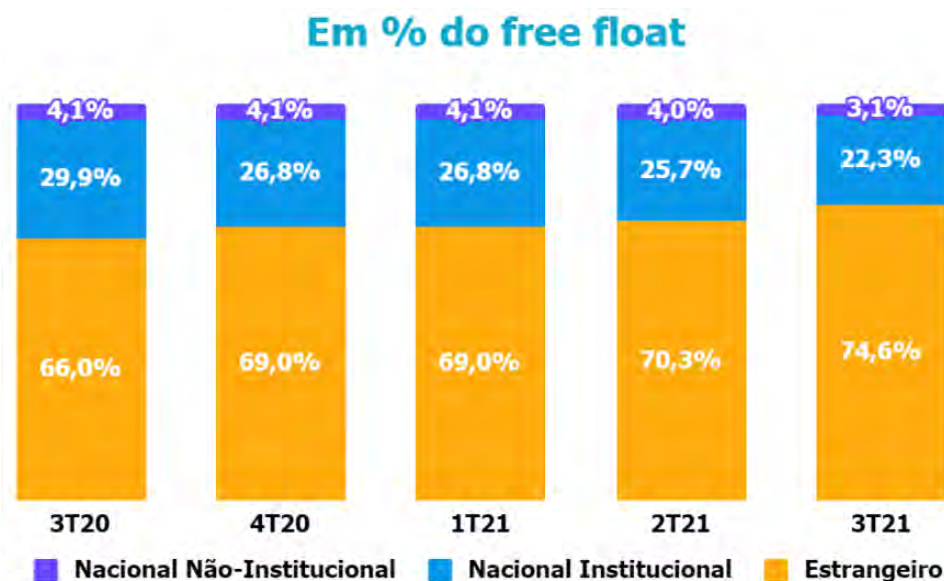
3. COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

A composição acionária é bem diversificada, dividida entre assets relevantes no cenário brasileiro, fundos soberanos e fundadores da companhia. Atualmente, a empresa não possui controlador, sendo o Mercado dono de 65,35% do seu float. Investidores estrangeiros refletem 74,6% desse free-float. Em termos de participações relevantes, temos o Laércio Cosentino, fundador, dono de 13,91% das ações. O fundo soberano de Cingapura (GIC Private Limited), acionista de diversas companhias de capital aberto em países emergentes, possui participação de 6,58%. Além disso, a Constellation, gestora de recursos de renome, possui 6,95%.

Tabela 02: Composição Acionária. Fonte: Site de RI da TOTVS

ACIONISTA	QTDE AÇÕES	%
LC EH, Laércio Cosentino, Senta Pua e Ernesto Haberkorn (*)	87.059.474	14,11%
Constellation	42.914.618	6,95%
GIC Private Limited	41.969.055	6,80%
Canada Pension Plan Investment	32.754.201	5,31%
Ações em Tesouraria	9.104.893	1,48%
Outros	403.380.940	65,35%
TOTAL DE AÇÕES	617.183.181	100,00%

Gráfico 01: Composição do Free Float. Fonte: Site de RI da TOTVS



Como podemos notar, quase 75% do free float está nas mãos de investidores estrangeiros, um número que vem crescendo trimestralmente, o que significa 48% da composição acionária total. Apesar dos acionistas relevantes, com mais de 5% do total de ações, a TOTVS pode ser entendida, portanto, como uma “corporation”, visto que a maior parte do float está a cargo do mercado, o que, em minha visão, é positivo para acionistas minoritários, já que as decisões das políticas da empresa serão 100% voltadas a eles.

Como veremos posteriormente, essa alta participação estrangeiro é um fator crucial para valoração do ativo, tendo em vista que o custo de oportunidade do estrangeiro em se investir numa ação brasileira é diferente do custo associado ao investidor doméstico. Mais do que isso, devido ao nosso histórico de alta taxas pagas pelo segmento de Renda Fixa, através de títulos públicos de baixo risco, acompanhados de taxas de juros baixíssimas em países desenvolvidos (como a Treasury americana de 10 anos negociando 1,60% ao ano), temos que o investidor de fora é mais propenso a tomar risco e, portanto, exige um prêmio menor, fazendo com que a taxa de desconto do fluxo de caixa futuro seja mais baixa do que a taxa de desconto utilizada pelo investidor doméstico. Destaque também para um pequeno número de CPFs, por volta de 3%.

Assim sendo, em minha análise, a ação tende a estar negociada mais próxima do “target gringo”, em detrimento da valoração doméstica. Apesar disso, como investidor, a ideia é se pensar como base no seu próprio custo de oportunidade.

4. O MODELO DE NEGÓCIOS

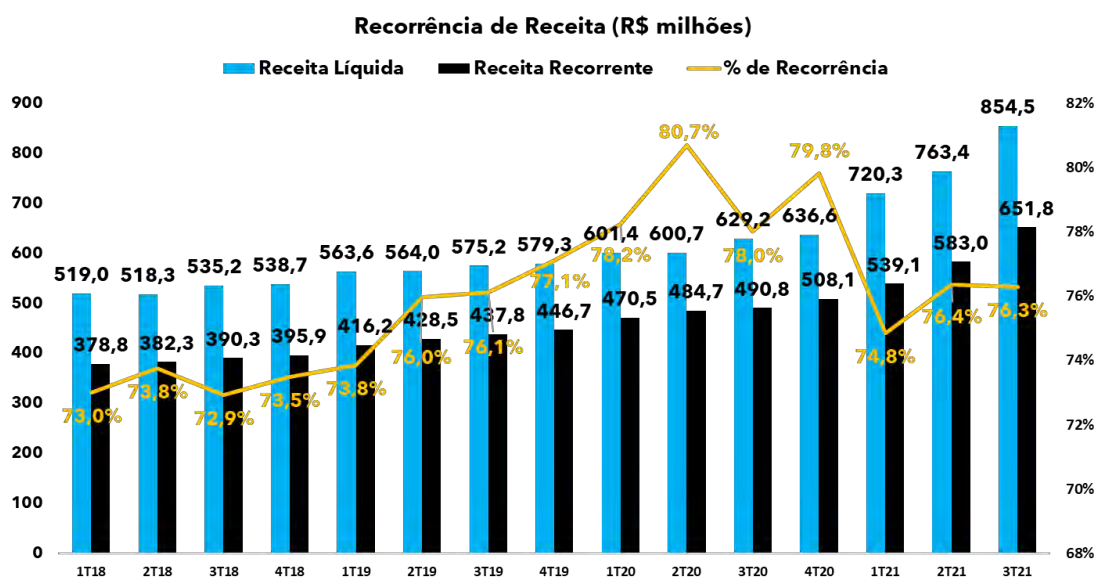
A TOTVS é mais do que apenas uma desenvolvedora de *softwares* para empresas. Apesar de esse ser seu *business* principal, onde é líder brasileira no desenvolvimento de softwares de gestão operacional (os chamados ERP’s – *Enterprise Resource Planning*), a companhia oferece um amplo portfólio de soluções. Mais do que ferramentas de automatização para o *backoffice* das empresas, a TOTVS contempla uma gama completa de serviços, indo desde a ala comercial, via ferramentas de CRM (*Customer Relationship Management*), passando por Marketing Digital, com possibilidades para maximização de vendas (sobretudo através da recente aquisição da RD Station), até serviços financeiros e produtos de crédito personalizados, utilizando a Supplier, um segmento que vem ganhando espaço no faturamento. Para esse último, a Totvs se aproveita de sua robusta base de dados, utilizando a informação para prover o crédito correto, no momento oportuno e com as condições apropriadas. A atuação neste último segmento - através dos produtos TOTVS Antecipa, TOTVS Mais Prazo, TOTVS Mais Negócio e TOTVS Consignado – se mostra operante nas duas pontas, ou seja: ela tanto antecipa contas a receber de clientes, como também empresta para prorrogar o prazo de pagamento das companhias. No Consignado, permite que sejam aprovados antecipações e empréstimos para funcionários das companhias, havendo um amplo processo de análise de crédito para tal. Todos esses produtos estão interligados de maneira prática com o *business* principal.

A particularidade de companhias do setor de tecnologia é um intenso reinvestimento na qualidade de seus serviços, fundamentalmente via Pesquisa e Desenvolvimento, uma linha na qual a Totvs despendeu R\$1,85 bilhão de 2016 a 2020. Há uma grande necessidade de atender às demandas dos seus diferentes clientes, que estão inseridos em 12 setores da economia, fazendo com que os sistemas precisem se adaptar a diferentes tipos de negócios. Seu objetivo é promover ganhos de produtividade para seus mais de 40 mil clientes, que juntos tiveram uma renda de R\$1,6 trilhão, aproximadamente 22% do PIB do Brasil em 2020. Inclusive, esta linha no balanço, assim como as Provisões

para Perda Esperada, é tratada como algo entre custos e despesas, saindo da parte operacional, dada a sua essencialidade na demonstração do exercício. De tal modo, a TOTVS criou uma “Margem de Contribuição”, que fica abaixo da Margem Bruta, mas acima das Margens Operacional e EBITDA.

O altíssimo grau de recorrência em seu faturamento, que beira os 80%, é reflexo de um produto barato, essencial e com baixa taxa de evasão de clientes (o chamado “churn rate”), sobretudo em virtude de ter um custo de troca muito alto para o usuário (é burocrático trocar de sistemas). Além desses fatores, o alto potencial de *cross sell* e *up sell*, que são, respectivamente, a venda cruzada de produtos complementares (o que ocorre quando, por exemplo, além de comprar um sanduíche numa lanchonete de *fastfood*, o cliente também adquire a batata frita por um valor extra) e a venda ampliada (quando, por exemplo, se escolhe a maior pipoca no cinema em detrimento de uma menor por um valor adicional atrativo), são outros motivos para a recorrência ser tão elevada. Por último, a migração para o modelo de assinaturas, em detrimento do modelo de licenças, um processo realizado amplamente pelas companhias de tecnologia nos últimos anos mundo a fora, propiciaram uma manutenção maior da base de clientes. Esses são, portanto, alguns pontos-chave para defesa da tese de investimento na companhia. Considero que seja o *case* mais seguro no volátil setor de Tecnologia.

Gráfico 02: Recorrência de Receita da TOTVS



Conforme pode-se notar no gráfico acima, a TOTVS tem evoluído de forma consistente o percentual recorrente de sua receita. Conforme comentado, isso é reflexo, principalmente, da migração da forma como ela é remunerada. Antes, a TOTVS prioritariamente vendia licenças, nas quais um produto é vendido de forma avulsa. Contudo, hoje o modelo permite a assinatura dos seus sistemas. A assinatura é muito mais vantajosa para a Totvs pois gera recorrência. A recorrência, por sua vez, é positiva uma vez que permite previsibilidade no seu faturamento, principal linha do balanço que uma *growth stock* pretende aumentar (apesar do casamento forte geração de caixa, através da “Regra dos 40”, como veremos adiante). A empresa utiliza esse parâmetro por entender que é útil mensurar o desempenho dos contratos com clientes cuja relação de prestação de serviço é contínua, acompanhando também a taxa de renovação e o *churn* (taxa de evasão de clientes).

Ao ter ciência e garantia de sua receita em um período, a Companhia consegue, com isso, prever quais serão os investimentos em tecnologia que irá poder conceder. Além disso, considerando a previsibilidade das receitas recorrentes, a Companhia consegue prever igualmente investimentos em inovação e novas tecnologias, ampliando o portfólio de soluções para atender as necessidades dos clientes. Além disso, consegue identificar setorialmente quais são as maiores demandas, leia-se, onde a companhia pode melhorar

o seu serviço para que ele se enquadre perfeitamente em toda a atividade-fim e cadeia produtiva do cliente.

Há uma conclusão interessante partir do gráfico, e que em um primeiro momento parece ser negativa para a tese. A queda recente da porcentagem de Recorrência, ao longo dos trimestres do ano de 2021, pode ser explicada a partir do fato de que houve incorporação da RD Station no terceiro trimestre, quando passou a ser necessário uma maior integração entre os *business*, e também da elevação da taxa de juros a partir de março. Essa incorporação refletiu os balanços de uma subsidiária menos madura do que a TOTVS, ou seja, uma companhia que está ainda mais em expansão. Outra conclusão lógica, que também se mostrará verdade nos capítulos seguintes é que a chegada desta empresa significou quedas de margem no curto prazo. Apesar de isso parecer um sinal de atenção, no meu entender, faz todo sentido em termos de estratégia para crescimento da companhia. O múltiplo pago na obtenção da RD Station esteve por volta de 9x a ARR (*Annual Recurring Revenue*, Receita Anual Recorrente), acima do múltiplo consolidado da TOTVS, mas abaixo do setor como um todo.

i. Gestão

Entre os principais produtos da dimensão de “Gestão” da companhia, estão: ERP, RH, as Verticais, BI – Analytics, Fluig, Inteligência Artificial e Cloud. Além desses produtos, entre os serviços tem-se Treinamentos e Consultoria.

As receitas do segmento de Software podem, portanto, ser divididas da seguinte forma:

Software Recorrente: as Receitas de Software Recorrentes são os contratos com clientes que possuem uma relação contínua de prestação de serviço com a TOTVS, via assinatura mensal, com prazos de 12 meses e renovados automaticamente, indexados ao IGP-M. Compreendem receitas de Manutenção (evolução tecnológica e atendimento), Subscrição (software como serviço) e serviços mensais, como o Cloud.

Software Não Recorrente: as Receitas de Software Não Recorrentes contemplam as vendas de licenças de software no modelo tradicional, onde o cliente tem o direito ao uso por tempo indeterminado, bem como os serviços de implementação e customização

de software. Em outras palavras, são vendas (de licenças, produtos), e não assinaturas, além de auxílio na utilização e personalização das plataformas, além de serviço de suporte para instalação.

Desse modo, podemos inferir como é importante para a TOTVS que se tenha recorrência, ou seja, que se façam mais contratos em detrimento da venda de licenças pois isso dá previsibilidade para o crescimento de seu faturamento.

Migrar do modelo baseado em licenças para um modelo de assinaturas pode ser custoso para a companhia, especialmente se considerarmos que a lucratividade de curto prazo usualmente é pressionada, e os resultados positivos da transição só começam a aparecer 4 a 5 anos depois do início do processo. É uma mudança difícil para uma empresa listada em um mercado que tende a ser voltado para o curto prazo.

A TOTVS decidiu fazer essa transição em 2014, suportando os efeitos nocivos de curto prazo, assim como as quedas de receita e deterioração das margens. Confiando no planejamento de longo prazo e nos recursos de retenção de usuários (baixo *churn*), a companhia focou na implementação do modelo de assinaturas em 2015, levando a uma contínua queda da receita não recorrente que era proveniente das licenças, bem como a um sólido aumento no número de clientes adicionados, como consequente aprimoramento das receitas recorrentes advindas das assinaturas.

Os primeiros sinais positivos da mudança do modelo de negócios começaram a aparecer em 2017 e 2018, e os resultados recentes de aumento de margem e aumento da receita recorrente provam que as decisões do passado visavam o longo prazo.

Gráfico 03: Performance de TOTS3 e Ibovespa desde 2014. Fonte: Quantum

Axis



Essa mudança não foi vista apenas em grandes *players* que atuam no mesmo tipo de serviço, mas também em outras companhias do setor. Como grande exemplo, podemos citar a Microsoft, dona dos pacotes Office amplamente utilizados ao redor do mundo, que contemplam o Excel, Powerpoint, Outlook, Word e outros, que também passaram a ser via assinatura e não via licenças vendidas individualmente.

ii. Techfin

“A dimensão de Techfin visa simplificar, ampliar e baratear o acesso a serviços financeiros B2B e contempla os negócios da Supplier e dos novos produtos (Antecipa, Consignado, Painel Financeiro, EduConnectPAY, Totvs Pagamento Instantâneo, Mais Negócios e Mais Prazo).”

Essa é a descrição da companhia para sua ala de negócio. Através da Supplier, companhia com mais de 20 anos de experiência nesse mercado, adquirida em 2019 por R\$ 455 milhões, a companhia consegue ter ganhos financeiros uma vez que concede o crédito no momento correto e com as condições corretas, utilizando-se de sua ampla base

de dados para tal. Os produtos de créditos são fornecidos aos clientes dos clientes. Por exemplo, o Grupo Votorantim, Suzano, bem como outras empresas de departamento clientes da TOTVS, podem oferecer a seus clientes cartões de fidelidade que dão créditos nessas lojas. Assim, a Totvs consegue gerar receita financeira via juros desse crédito gerado.

A companhia atua através de FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), cuja gestão é de terceiros. O principal risco do modelo de negócios fica restrito às cotas subordinadas do fundo, protegendo a variação das cotas seniores. Outro risco para o modelo de negócios é o chamado custo de *funding*, o que é fundamentalmente o risco de as taxas de juros de mercado subirem. Com a Selic em alta, há um impacto na Margem de Contribuição desse segmento, que precisa captar de forma mais cara, o que acaba incidindo na lucratividade. Além disso, em tese, com juros mais altos, menor é a propensão dos clientes a tomarem crédito, o que impacta no faturamento.

O objetivo em Techfin é se tornar a verdadeira plataforma de serviços financeiros digitais para seus clientes, amplificando, barateando e simplificando o acesso ao crédito para eles. Como mencionado, a qualidade do crédito é representada por uma taxa de inadimplência que representa um sexto da média brasileira, uma diferença gritante, por exemplo, com a Stone, que por não atuar em outros segmentos, não possui a mesma base de dados da TOTVS, tendo assim um crescimento mais desordenado e arriscado. Isso é reflexo de a TOTVS conhecer muito bem os clientes e os clientes dos clientes, dada sua ampla base. A integração da Totvs com a Supplier já é excelente e tem ganhado bastante robustez: um terço dos clientes originados da Supplier vem de outros serviços realizados pela TOTVS.

Essa diferença para outros *players* de crédito existe devido a um conjunto de fatores, começando pelo fato que o crédito da Supplier para o afiliado só pode ser utilizado com o afiliado em particular. Por exemplo, o cliente que está tomando o crédito sequer sabe que a Supplier existe. Na realidade, o consumidor pensa que está contraindo crédito dado (por exemplo) pela Suzano, e não pela Supplier. O cartão emitido pela Suzano (ou por qualquer outro cliente) para o tomador de crédito em questão diz que, em caso de *default*, a Suzano para de fornecer para ele. Essa ameaça contratual mitiga bastante o risco do modelo. Em relação a Stone, trata-se de uma iniciante nesse modelo, tendo começado a conceder crédito há menos de 1 ano, tendo menos expertise que a

Supplier, e necessitando ter um apetite de busca por mercado menos cauteloso que o da TOTVS.

Assim, em relação à estratégia da companhia, a ideia do *management* é não precisar crescer a produção de crédito de maneira desordenada. Afinal, ter como meta multiplicar a carteira de crédito sem responsabilidade pode ser trivial, já que conceder o crédito é mais fácil do que receber de volta. O crescimento pode ser saudável e de boa relação risco-retorno, diferentemente de outros *players* desse segmento. Neste sentido, em minha visão, o segmento de Techfin se mostra inteligente. Os números são elevados, fazendo com que esse segmento ocupe cada vez mais espaço na composição da receita.

iii. Business Performance

O segmento de Business Performance, que contempla, ao lado da parte de Gestão, as receitas de Software da companhia, tem como objetivo ajudar os clientes da TOTVS a “vender mais e melhor”. Trata-se de iniciativas para apoiar as operações de atendimento dos clientes, auxiliando-os em seus ciclos de vendas e pós-vendas com ferramentas de vendas, marketing, soluções de inteligência e relacionamento com o cliente.

Até então, as soluções da TOTVS eram muito incipientes nesse segmento, ocupando parcela relativamente ínfima nas receitas. Contudo, a TOTVS a catarinense RD Station recentemente por quase R\$ 2 bilhões de reais, trazendo para o ecossistema uma das líderes de mercado no Brasil nesse tipo de serviço.

Além do crescimento forte de receita atribuído a esse segmento, com uma receita esperada próxima dos R\$ 210 milhões em 2021 (já atingiu, em nove meses, mais de R\$ 173 milhões), a margem de contribuição do *business* tem caminhado para um nível admirável, similar à margem de Gestão, um *business* maduro para companhia, a despeito da pouca penetração e digitalização das empresas no Brasil. Para o corpo diretor da empresa, a ideia é que, no longo prazo, tanto Margem EBITDA quanto Margem Líquida ultrapassem as margens de Gestão no longo prazo, sendo, portanto, um *business* mais lucrativo.

Como podemos inferir após breve análise dos diferentes modelos de negócios da companhia, o objetivo da TOTVS é, portanto, ser dona de um amplo portfólio de serviços que auxiliem as empresas a tocar seus negócios: tanto nas alas operacional e comercial,

em Gestão; passando por um braço financeiro, com a Supplier; e, por fim, no impulsionamento de vendas e posicionamento de marca, com a RD Station. Um trunfo do *case* reside no fato da companhia conseguir fazer vendas cruzadas entre esses três segmentos, aumentando a dependência dos clientes por seus serviços, e maximizando os ganhos para a companhia, que tem sinergias de custos para prover os serviços para os mesmos *players*.

Na minha opinião, a Totvs apresenta um mix primoroso entre crescimento no segmento de software com incremento da recorrência e possuindo, também, *upsides* potenciais advindos das novas iniciativas (BP e Techfin). As empresas hoje querem cada vez mais fazer *updates* na infraestrutura de softwares de gestão que possuem, sendo essa uma tese constante do *case*. A empresa tem também prezado por um rejuvenescimento de marca e de posicionamento, adequando-se com as mudanças de tendências da atualidade. Hoje, ela está com o nível histórico mais alto de *Net Promoter Score* (NPS), uma espécie de pontuação de avaliação dos clientes, metodologia para “mensurar o quão bem as empresas estão lidando com seus clientes ou pessoas com as quais interage.”

Outra defesa do case é a questão de seu mercado endereçável poder crescer por bastante tempo. A dimensão de Gestão, ERP, RH e Verticais ainda é um mercado longe de sua maturidade, por mais que BP e Techfin tenham ganho espaço mais acelerado do que o esperado em trimestres recentes. Hoje, tanto em Business Performance quanto em Techfin, 40% dos clientes vêm do SaaS (*Software as a Service*) e de novos produtos. Em uma ótica macro, dados do setor mostram que a penetração de software no nível de despesas das empresas do Brasil ainda está bastante abaixo de economias desenvolvidas.

Além desse forte crescimento orgânico, a Totvs também possui um forte pipeline de M&A. No modelo que trataremos a seguir, há uma linha específica para caso ocorra esse tipo de despesa. A empresa tem comentado que está com algumas oportunidades em estágio de desenvolvimento de aquisição bastante avançado, com boas probabilidades de ocorrer no curto prazo.

5. COMO UMA *GROWTH STOCK* SE COMPORTA NA BOLSA?

As cotações dos papéis da empresa no ano de 2021 cresceram bastante, atingindo 24,1% até o dia 29 de setembro, data que praticamente fecha os primeiros três trimestres, gerando um alfa forte contra o Ibovespa, que atingiu -6,65% no período. A performance positiva nos últimos anos se deve à companhia entregar a promessa de que construiriam ecossistema de três dimensões, altamente integrado e com “opcionais”, aumentando a receita com estabilização de margens e até mesmo queda marginal nos custos com o tempo. Nos últimos quatro trimestres, a companhia bateu o que chamam de “regra dos 40” (ao menos 20% de aumento no faturamento com ao menos 20% de margem EBITDA), o que é incomum para uma empresa de tal magnitude e com 40 anos de história. Trata-se de uma jornada única, sendo poucas as companhias seguindo essa trajetória.

Até o início do mês de setembro, TOTS3 chegou a fechar com 42,1% de alta no ano, quando, então, as *growth stocks* começaram a ser vítimas de um movimento de “*top-down*” mais forte, com incremento dos riscos nos mercados, reduzindo a alta do papel em 2021, em detrimento da análise “*bottom-up*”. Mais especificamente, os riscos refletem um aumento das incertezas acerca da atividade econômica brasileira (progressivas revisões das projeções de PIB no Boletim Focus, que conglomerava as expectativas do mercado), a questão fiscal de parcelamento dos precatórios pelo governo, o descolamento do IPCA em relação à meta estipulada pelo Comitê Monetário Nacional e a consequente elevação acelerada da Selic, além da crise hídrica e do endividamento em cheque da Evergrande, gigante imobiliária chinesa, que poderia gerar um efeito em cadeia no mercado de crédito global.

Com isso, em cenários de maior aversão ao risco, o *valuation* de empresas que “prometem mais”, ou seja, companhias cujo crescimento projetado possui forte relevância na perpetuidade, tendem a sofrer maiores impactos de precificação por parte dos agentes de mercado no presente, dado que a taxa de desconto é maior nos períodos mais posteriores, punindo assim o valor presente líquido do caixa gerado.

Além dos problemas domésticos que o Brasil enfrenta, tais efeitos globais recentes puniram fortemente economias emergentes como um todo. A lógica é a seguinte: em cenários como esse, os agentes globais tendem a fugir para ativos mais seguros. O

exemplo mais emblemático de um ativo sem risco é o título soberano americano de 10 anos, a famosa *US 10 years treasury bond*. Convenhamos, é muito mais difícil o governo americano “quebrar” do que o governo brasileiro, seguido pelo risco de uma multinacional dar calote, e depois pela chance de uma padaria da esquina fechar as portas, assim por diante.

A elevação da curva de juros, conforme mostrado anteriormente, tem punido as ações de tecnologia da B3. Contudo, entre elas, a TOTVS se mostra a mais resiliente. Abaixo, tabela com retorno de cada um das ações companhias de tecnologia no ano de 2021.

Tabela 03: Relatório de performance das ações de tecnologia em 2021 e nos últimos 6 meses. Fonte: Quantum Axis

RETORNO	no ano - diária 04/01/2021 até 29/11/2021
MELIUZ ON NM - CASH3	31,66%
TOTVS ON NM - TOTS3	12,51%
VALID ON NM - VLID3	-9,34%
Ibovespa	-13,61%
PADTEC ON - PDTC3	-20,25%
LOCAWEB ON NM - LWSA3	-27,08%
SINQIA ON NM - SQIA3	-30,41%
NEOGRID ON NM - NGRD3	-58,11%
ENJOEI ON NM - ENJU3	-75,06%

RETORNO	nos últimos 6 meses corridos - diária 31/05/2021 até 29/11/2021
INFRACOMM ON NM - IFCM3	-3,14%
TOTVS ON NM - TOTS3	-3,97%
VALID ON NM - VLID3	-16,12%
Ibovespa	-18,12%
SINQIA ON NM - SQIA3	-28,65%
POSITIVO INF ON NM - POSI3	-33,50%
BEMOBI TECH ON NM - BMOB3	-35,78%
PADTEC ON - PDTC3	-36,20%
LOCAWEB ON NM - LWSA3	-43,96%
MELIUZ ON NM - CASH3	-50,28%
MOSAICO SA ON NM - MOSI3	-53,15%
NEOGRID ON NM - NGRD3	-55,96%
WESTWING ON NM - WEST3	-61,67%
MOBLY ON NM - MBLY3	-69,25%
ENJOEI ON NM - ENJU3	-69,48%
GETNINJAS ON NM - NINJ3	-78,55%

6. RISCOS: O QUE PREOCUPA

A competição pelas pequenas e médias empresas pode ser um fator de risco para a companhia. Com a digitalização de empresas crescendo no Brasil, a competição para surfar esse movimento aumentou. Há outros *players* querendo criar um ecossistema que as atenda. Caso a competição se torne ainda mais acirrada, as estimativas para a companhia podem mudar. Por ora, contudo, considero a TOTVS a melhor posicionada entre esses *players*.

Além disso, grandes inversões no cenário macro e mais ondas de lockdown do COVID-19 podem vir a afetar o direcionamento de despesas para as companhias para digitalização. Nos últimos anos, essas despesas foram crescentes no Brasil, fazendo com que seja possível as companhias postergarem um pouco esse processo.

Contudo, as receitas de *software* costumam ser historicamente resilientes durante cenários macroeconômicos negativos, mas uma desaceleração da atividade econômica, bem como o aumento da inflação e consequente elevação dos juros, pode ter um impacto direto na performance das iniciativas Techfin (as inadimplências da Supplier podem vir a subir, bem como os custos de *funding* do crédito) e das soluções de BP (assinaturas de ferramentas de marketing digital poderiam cair). Assim, as principais avenidas de crescimento, onde o aumento é mais acelerado, poderiam ser prejudicadas.

Capítulo III – Premissas e projeções de Receitas

Para facilitar o entendimento da modelagem, dados os diversos segmentos em que a Totvs atua em seu ecossistema (conforme apresentado), além das diferentes formas de cobrança de cada um dos faturamentos, segmentamos a Receita da seguinte maneira, conforme esquematização abaixo:

Tabela 04: segmentação da receita

RECEITA CONSOLIDADA DA TOTVS			
Receitas de Software		Receitas de Produção de Crédito	
Receita Recorrente (assinaturas)	Receita Não Recorrente	Portfólio Próprio	FIDCs
Gestão	Licenças	Supplier	Carteiras de FIDCs
Business Performance	Serviços		

A precificação da Receita é a primeira e mais fundamental parte das projeções. Isso porque, a partir do momento em que temos acesso ao montante faturado, podemos optar também por fazer manutenção de margens para *business* que já estejam consolidados, de forma a simplificar o modelo. Isso será feito em alguns momentos e para algumas margens de algumas linhas específicas de determinados negócios da empresa. Tudo será demonstrado futuramente.

1. RECEITA DE GESTÃO

a. RECEITA RECORRENTE (Recurring Revenues)

No modelo de precificação da Receita Líquida, temos, em primeiro lugar, a chamada “Receita Recorrente”. Conforme comentado em capítulos anteriores, a Receita Recorrente da TOTVS diz respeito a todas as mensalidades provenientes das assinaturas

de seus serviços de Software. É, portanto, o principal *driver* do faturamento da companhia, responsável por mais de 80% do mesmo no último trimestre.

Precificaremos a Receita Recorrente da TOTVS utilizando-se de algumas variáveis fundamentais:

- I. Base corrente de clientes
- II. Crescimento do *business*
- III. Projeção de IGP-M trimestral ano contra ano
- IV. Taxa de renovação de contratos

Onde, para encontrarmos a Receita Recorrente da TOTVS, temos:

Receita Recorrente de t = Base Corrente de Clientes (1-t) x Crescimento do *business* em t x Crescimento do IGP-M no período x Taxa de renovação de contratos; t = trimestre em questão

Comecei precificando a Base Corrente de Clientes da Companhia a partir do resultado do segundo trimestre de 2018, a partir de uma função da seguinte maneira:

Base Corrente de Clientes (em milhões de reais) = Receita Recorrente do 1T18 x Crescimento do IGP-M no trimestre ano contra ano x Taxa de Renovação de Contratos do período.

A Taxa de Renovação de Contratos do período foi fornecida pela Companhia e o crescimento do IGP-M é um dado público de mercado.

Logo, substituindo os valores, como exemplo, temos:

Base Corrente de Clientes (R\$ milhões) = 378,743 x (1+3,8%) x 98,7%

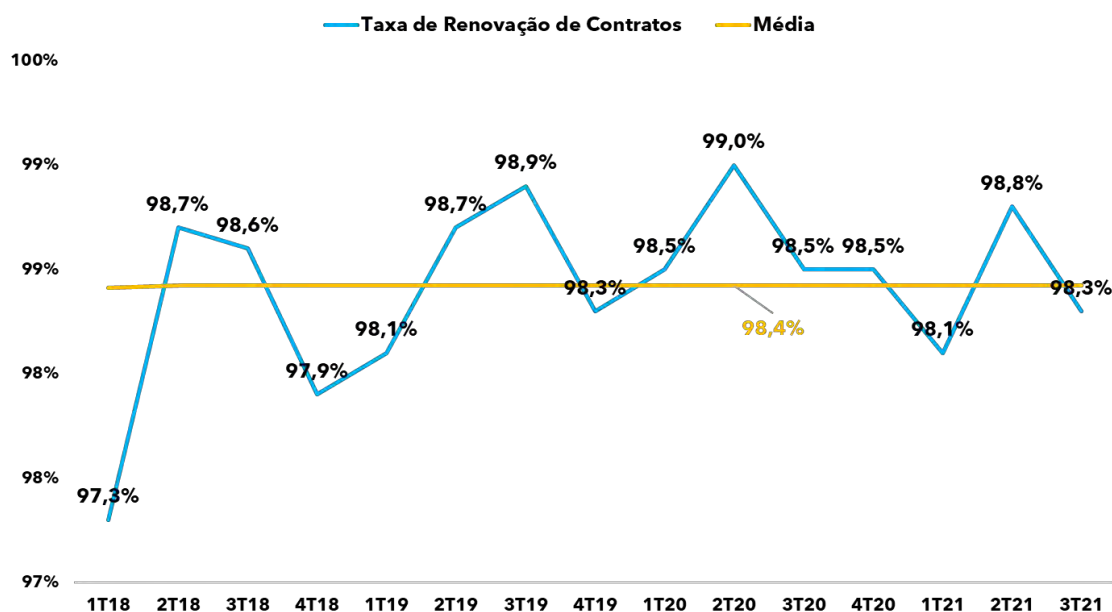
Assim, chegou-se a Base Corrente de Clientes de **R\$ 382,279 milhões no segundo trimestre de 2018**. O mesmo foi feito para os meses seguintes.

Mas qual o objetivo de calcular essa Base Corrente de Clientes?

Encontrar a Base Corrente de Clientes, como vimos, é importante para o modelo já que é a partir dela (e não da última receita) que precificaremos a receita dos trimestres futuros, além de nos fornecer uma ideia de qual é o tamanho da clientela da TOTVS. Na verdade, ela funciona exatamente como uma receita garantida que a companhia possui, dado que seus modelos de contrato são feitos em 12 meses. Para tanto, para todo o ano de 2022, a companhia já está “contratada”.

Em relação a taxa de renovação, tomaremos como base uma taxa de renovação de 98%, uma média até conservadora para o que a companhia tem conseguido apresentar.

Gráfico 04: Taxa de Renovação de Contratos da TOTVS. Fonte: RI TOTVS



Conforme comentado em capítulos anteriores, a imensa maioria dos contratos da empresa são indexados via IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado), um índice calculado de forma mensal pela Fundação Getúlio Vargas, e de enorme referência no mercado. O índice é comumente conhecido como “inflação de aluguel”, sendo um bom indicador que reflete a variação dos preços da economia nacional.

Nos últimos dois anos, tivemos um descolamento muito significativo do IGP-M (FGV) sobre o IPCA, calculado pelo IBGE. Contudo, os índices são, em geral, correlatos de forma razoável: um coeficiente de 0,62. Os gráficos a seguir apresentam tais evidências.

A seguir, seguem as projeções para o segmento de Gestão:

Tabela 05: projeções da Receita de Gestão

Gestão	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita de Gestão	2.111,2	2.282,1	2.464,6	2.766,3	3.167,6	3.608,0	3.938,0	4.279,8	4.639,6
Crescimento ano x ano				12,2%	14,5%	13,9%	9,1%	8,7%	8,4%
Receita Recorrente	1.547,2	1.729,2	1.952,6	2.260,5	2.613,5	3.015,9	3.306,5	3.602,6	3.910,9
Crescimento ano x ano				12,2%	14,5%	13,9%	9,1%	8,7%	8,4%
Base Corrente de Clientes	1.154,7	1.686,0	1.966,2						
IGP-M	7,3%	7,9%	21,1%	15,5%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%
IPCA	3,7%	4,3%	4,4%	5,4%	1,4%	2,0%	2,3%	2,0%	2,0%
Taxa de Renovação (média)	98,4%								
Receita Não Recorrente	564,0	552,9	512,1	505,8	554,1	592,2	631,6	677,3	728,6
Licenças	177,7	213,9	221,3	209,8	218,6	231,3	247,7	264,7	282,1
Serviços	386,2	339,0	290,7	296,0	335,4	360,9	383,8	412,5	446,5

Gráfico 05: Retorno acumulado do IGP-M e do IPCA nos últimos 12 meses corridos, findos em 17/09/2021. Fonte: Quantum Axis

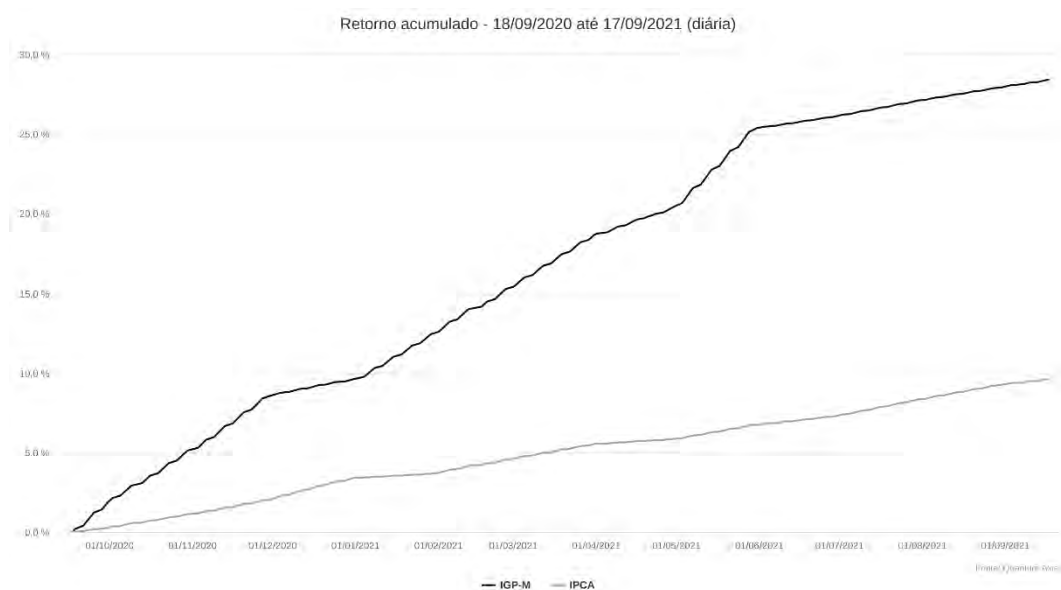


Tabela 04: Matriz correlação entre os dois índices, desde o início da série até a data de 17/09/2021. Fonte: Quantum Axis

Correlação no período de 02/01/1997 a 17/09/2021

		1	2
1	IGP-M	100	62
2	IPCA	62	100

Utilizando-se como data da referência a data de 17/09/2021, o IGP-M acumulou nos últimos 12 meses 28,44%, contra 9,62% do IPCA. No ano até essa data, 17,21% *versus* 6,03%. Como pode-se notar, a inflação galopante no Brasil demanda que pessoas, firmas e instituições em geral protejam seus ativos e seus contratos, requisito que a TOTVS consegue atingir.

Tal descolamento sobre a inflação de preços ao consumidor é um ponto relevante para a tese de curto prazo de TOTVS, tendo em vista que esse panorama mostra que a companhia está conseguindo gerar valor em seu negócio, cada vez mais lucrativo e rentável frente à inflação. Ressalta-se, novamente, a alta taxa de renovação de contratos da TOTVS, periodicamente acima dos 98%, reflexo de um serviço de baixo custo para os clientes.

Apesar da queda da inflação e da Selic nos últimos anos, sobretudo devido ao ótimo comando do Banco Central do Brasil por Ilan Goldfajn, em trabalho conjunto ao então Ministério da Fazenda de Henrique Meirelles, temos em 2021 um cenário de alta do cenário inflacionário. O IPCA em 12 meses já supera a marca dos 9%, muito acima do teto para a meta de inflação, de 5,25%, cuja meta é de 3,75% para o ano de 2021. O Banco Central do Brasil atualmente trabalha para que a política monetária corra atrás do prejuízo gerado ao bolso da população em 2021. Neste sentido, apesar da volatilidade do papel de TOTVS, denotado por um Beta de aproximados 0,9 (o que trataremos mais à frente), faz sentido estar posicionado em ações de empresas que consigam repassar preço e ter seus resultados menos impactados pela inflação.

b. RECEITA DE LICENÇAS

Como foi apresentado, as receitas de licenças vão cada vez ser menos relevantes na companhia. Esse tipo de *business* possui um custo maior (CDs, *pendrives* e etc), com margens menores, além de não gerar recorrência. Portanto, a ideia foi fazer uma sensibilidade com base no crescimento uma porcentagem do PIB, em linha com a média histórica recente.

2. Business Performance e RD Station

Como o negócio de Business Performance é muito mais recente na companhia, e como é um *business* ainda mais longe de maturidade, a dificuldade de projeção aumenta. Para tanto, a alternativa mais indicada é utilizar o crescimento composto anual (CAGR) que a companhia vem apresentando, por volta dos 40% ao ano, bem como o guidance da própria empresa de R\$ 210 milhões de ARR em 2021. Dessa forma, houve a preferência por ser mais conservador no modelo, chegando próximo a uma taxa de 35%, que seria próximo de crescer perto dos 7,5% a cada trimestre. O IGP-M do período também é colocado nessa projeção, assim como para a parte de Gestão. As Receitas Não Recorrentes de BP são projetadas com base em um percentual a Receita Líquida Recorrente (3%).

Apenas nos balanços do terceiro trimestre de 2021 foram divulgados mais dados referentes à RD Station, o que prejudicou o tempo hábil para uma análise mais aprofundada.

Tabela 05: projeções da Receita de Business Performance

Business Performance	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita Líquida	2,0	158,6	341,7	485,9	688,8	970,0	1.361,5
Receita Recorrente	1,3	154,4	331,7	471,8	668,7	941,8	1.321,8
Receita Não Recorrente	0,7	4,2	10,0	14,2	20,1	28,3	39,7

7. Techfin: Produção de Crédito

A receita de Produção de Crédito é calculada da seguinte forma: segundo a empresa, a produção (concessão de crédito) cresce por volta de 30% ao ano. Para ser conservador na análise, coloquei esse crescimento crescimento 45% este ano, que é mais próximo do que a realidade já praticamente mostrou, e 25% nos anos posteriores. Da produção de crédito, que é uma variável importante do modelo, se acha a carteira de crédito (leia-se, o patrimônio líquido dos FIDCs da TOTVS). Para isso, tem-se uma taxa apelidada de *turn-over* do portfólio, que é basicamente uma média histórica de conversão da produção de crédito para a carteira de crédito. Essa taxa bate por volta de 1,54 por trimestre (o que dá mais de 6 no ano). Divide-se a produção de crédito pela taxa, encontrando a carteira de crédito.

Sobre a carteira de crédito, há a incidência do *take-rate* anual do *business*, cuja média é de 4,5% da carteira de crédito, chegando-se à receita líquida do segmento.

Tabela 05: projeções da Receita de Techfin

Techfin	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Originação (Produção) de Crédito	6.477,9	6.590,7	9.557,8	11.954,5	14.952,2	18.701,7	23.391,3	29.256,9
Crescimento da Originação de Crédito		1,7%	45,0%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%
Turnover para o Portfólio	5,9	6,6	6,4	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Carteira (Portfólio) de Crédito: Estoque	1.198,1	1.114,2	1.540,1	1.926,3	2.409,4	3.013,5	3.769,2	4.714,4
Carteiras de FIDCs	730,3	943,5						
Supplier	467,8	170,7						
Take-rate anual do business	16,7%	16,7%	16,8%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Receita Líquida Techfin	200,2	186,2	259,0	352,7	441,1	551,7	690,1	863,1
Crescimento ano x ano da Topline		-7,0%	39,1%	36,2%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%

Capítulo V – Premissas Macroeconômicas

No que se refere às premissas macroeconômicas, temos as projeções do Boletim Focus. Contudo, como elas terminam em 2024, estendi o ano de 2024 também para 2025 e 2026. Na perpetuidade, contudo, coloquei a inflação por volta de 4,0%, bem como o IGP-M, como faz boa parte do mercado. O PIB ficou em 2%, uma média das últimas décadas.

Tabela 06: projeções macroeconômicas

Premissas Macro	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	∞
PIB	0,70%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
IPCA (Projeções Boletim Focus)	5,00%	3,42%	3,10%	3,10%	3,10%	4,00%
IGP-M (Projeções Boletim Focus)	5,38%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%

Capítulo VI – Contabilidade

1. BALANÇO PATRIMONIAL

O Balanço Patrimonial da companhia possui algumas especificidades comuns de empresas de tecnologia. A TOTVS é comumente uma empresa *asset light*, ou seja, cuja grande relevância dos ativos não são ativos físicos, como Estoques e Imobilizado, mas Caixa e Equivalentes e Intangíveis.

No terceiro trimestre de 2021, o Balanço Patrimonial da Totvs apresentou que 43% do Ativo é Circulante, enquanto apenas 19% do Passivo é Circulante.

Destaca-se o crescimento forte do Ativo da companhia no segundo trimestre, sobretudo pelas linhas Aplicações Financeiras e Contas a Receber, no Ativo Circulante, e Intangível, no Ativo Não Circulante, em decorrência da aquisição da RD Station. O Goodwill, dentro da linha de Intangível, cresceu 161,1% do fechamento do ano anterior para o segundo trimestre.

No terceiro trimestre, o caixa da companhia aumentou com força, em função do follow-on realizado, que captou R\$ 1,43 bilhão. Destaca-se também a emissão de debêntures no mesmo montante, equilibrando a estrutura de capital da companhia. Os empréstimos e financiamentos estão zerados há 3 anos, mostrando que o *management* possui uma preferência no método de captação de recursos de terceiros

O Passivo Não Circulante cresceu expressivos 339,6%, em virtude da emissão de debêntures no valor de R\$ 1,5 bilhão. Naquele momento, a estrutura de capital da companhia mudou para mais endividamento. Contudo, um *follow-on* no mês de setembro já a reequilibrou para patamares usuais de empresas de tecnologia, agora em mais de 90% equity.

Conforme mencionado, por se tratar de modelo para a firma, e não para o acionista, não há a necessidade de projetar o resultado financeiro, nem mesmo a amortização das dívidas.

Outro ponto a se destacar é a evolução do Ativo Intangível conforme a TOTVS vai realizando M&As. Como esse é um ponto chave na tese, e que não possui efeito caixa, foi criado um ativo de amortização desse caixa, chamado *goodwill*, de forma a descontarmos posteriormente no fluxo de caixa livre.

Tabela 06: Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial Consolidado (R\$ mil)	2018	2019	2020	1T21	2T21	3T21
ATIVO	2.391,3	3.535,9	4.135,1	4.299,9	6.280,0	7.886,2
Circulante	1.020,1	2.004,3	1.820,7	1.955,4	1.852,5	3.414,7
Caixa e equivalentes de caixa	452,8	1.538,2	1.011,6	1.083,9	786,0	2.325,9
Contas a receber de clientes	504,1	453,1	630,4	672,4	814,9	830,8
Provisão para Perda Esperada	- 118,5	- 102,1	- 76,6	- 80,4	- 81,5	- 86,2
Aplicações Financeiras	-	-	161,3	169,6	173,1	177,1
Estoques	41,5	-	-	-	-	-
Tributos a recuperar	38,8	29,7	38,1	37,0	54,4	52,7
Garantias de investimentos	44,9	25,3	10,0	9,7	9,1	9,2
Outros ativos	56,5	60,2	45,9	63,2	96,6	105,2
Ativos mantidos para venda	-	-	-	-	-	-
Não circulante	1.371,1	1.531,7	2.314,4	2.344,5	4.427,5	4.471,5
Realizável a longo prazo	312,1	328,4	360,3	383,1	422,8	466,5
Contas a receber de clientes	19,9	31,6	64,0	56,0	60,9	60,3
Imposto de renda e contr. social diferidos	125,1	100,4	100,5	115,6	111,7	130,3
Depósitos judiciais	66,0	65,1	44,0	44,7	44,0	42,6
Crédito com empresas ligadas	-	-	-	-	-	-
Tributos a recuperar	0,2	-	-	-	-	-
Garantias de investimentos	5,3	2,0	1,1	-	34,4	34,9
Ativos financeiros	69,2	72,0	92,8	101,7	89,3	97,1
Outros ativos	26,3	57,4	57,9	65,1	82,5	101,4
Investimentos	3,1	3,1	3,5	3,7	2,8	3,0
Imobilizado	198,8	389,4	364,4	394,9	390,9	393,0
Intangível	857,1	810,7	1.586,2	1.562,8	3.611,1	3.609,0
PASSIVO	2.391,3	3.535,9	4.135,1	4.299,9	6.280,0	7.886,2
Circulante	709,6	705,6	1.028,7	1.062,5	1.400,7	1.544,4
Obrigações sociais e trabalhistas	174,9	193,5	211,6	223,0	329,4	299,5
Obrigações fiscais	47,5	55,2	74,6	70,6	78,4	87,0
Empréstimos e financiamentos	152,9	6,4	101,5	101,7	103,0	101,4
Arrendamento mercantil a pagar	13,2	49,3	45,3	54,4	52,3	52,1
Debêntures	77,3	203,0	-	-	3,0	27,4
Fornecedores	113,9	63,8	99,1	77,0	107,7	114,1
Comissões a pagar	43,2	46,0	53,8	61,7	61,8	63,1
Obrigações por aquisição de Investimento	59,6	32,6	44,8	29,4	160,2	136,7
Dividendos a pagar	13,9	44,6	57,7	51,3	1,0	46,4
Outros passivos	13,2	11,3	11,6	11,8	71,3	90,3
Repasse para parceiros	-	-	328,8	381,6	432,5	526,4
Passivos mantidos para venda	-	-	-	-	-	-
Não circulante	393,4	352,0	502,2	534,739	2156,034	2154,057
Empréstimos e financiamentos	6,4	-	-	0	0	0
Arrendamento mercantil a pagar	29,0	192,1	178,2	205,476	192,649	186,821
Debêntures	199,9	-	-	0	1494,684	1496,834
Obrigações com empresas ligadas	-	-	-	0	0	0
Provisão para contingências	127,8	131,5	125,8	135,818	125,914	128,301
Obrigações por aquisição de Investimento	15,5	10,8	163,4	157,653	269,699	303,777
Imposto de renda e contribuição social diferido	-	-	0,3	2,004	2,349	3,655
Obrigações Fiscais	-	-	4,0	3,672	3,385	3,087
Outros passivos	15,0	17,6	30,5	30,116	67,354	31,582
Patrimônio líquido	1.288,2	2.478,4	2.604,2	2702,688	2723,213	4187,758
Capital social	1.041,2	1.382,5	1.382,5	1382,509	1519,412	2962,585
Ações em tesouraria	- 70,0	- 62,5	- 148,5	-148,478	-133,303	-133,195
Reserva de capital	169,9	876,0	894,8	901,88	894,758	867,555
Reservas de lucros	125,2	234,4	381,9	462,514	404,254	441,981
Outros resultados abrangentes	20,7	22,1	42,5	53,303	38,092	48,832
Proposta de dividendos adicionais	-	24,8	51,0	50,96	0	0
Patrimônio líquido de não controlador	1,2	1,2	-	0	0	0

2. DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

Uma estratégia para a TOTVS é atingir a chamada “Regra dos 40” em sua DRE. A Regra dos 40 consiste no seguinte cálculo: a soma do crescimento do faturamento ano contra ano, ou seja, da Receita Líquida da Companhia, acrescido da Margem EBITDA do período, devem somar 40%. O objetivo dessa estratégia é equilibrar o primeiro, um parâmetro de *growth*, com o segundo, a geração de caixa da companhia, de forma a tornar esse crescimento rentável e sustentável.

Abaixo, seguem as projeções para a DRE consolidado da companhia:

Tabela 07: DRE

Consolidado	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Receita Líquida	2282,1	2652,8	3183,9	3861,4	4535,0	5178,0	5934,2	6850,2
Crescimento ano x ano		16,2%	20,0%	21,3%	17,4%	14,2%	14,6%	15,4%
Receita de Gestão	2282,1	2464,6	2766,3	3167,1	3607,9	3937,4	4274,1	4625,6
Receita de Techfin	200,2	186,2	259,0	352,7	441,1	551,7	690,1	863,1
Receita de BP		2,0	158,6	341,7	485,9	688,8	970,0	1361,5
Lucro Bruto	1649,7	1856,7	2254,0	2735,3	3213,7	3670,9	4209,6	4863,2
Crescimento ano x ano	7,0%	12,5%	21,4%	21,4%	17,5%	14,2%	14,7%	15,5%
Margem Bruta	72,3%	70,0%	70,8%	70,8%	70,9%	70,9%	70,9%	71,0%
"Contribuição"	1540,2	1344,2	1678,7	2029,4	2381,4	2717,3	3110,6	3586,5
Crescimento ano x ano	7,4%	-12,7%	24,9%	20,9%	17,3%	14,1%	14,5%	15,3%
Margem de Contribuição	67,5%	50,7%	52,7%	52,6%	52,5%	52,5%	52,4%	52,4%
EBIT	939,8	645,9	757,8	886,7	1039,4	1184,9	1354,5	1559,6
Crescimento ano x ano	1,8%	-31,3%	17,3%	17,0%	17,2%	14,0%	14,3%	15,1%
Margem EBIT	41,2%	24,3%	23,8%	23,0%	22,9%	22,9%	22,8%	22,8%
EBITDA	469,7	647,7	765,1	918,2	1076,0	1225,7	1400,0	1610,8
Crescimento ano x ano		37,9%	18,1%	20,0%	17,2%	13,9%	14,2%	15,1%
Margem EBITDA	20,6%	24,4%	24,0%	23,8%	23,7%	23,7%	23,6%	23,5%
Lucro Líquido	252,1	290,5	336,6	405,4	476,2	543,7	623,1	719,3
Crescimento ano x ano	83,9%	15,2%	15,9%	20,4%	17,4%	14,2%	14,6%	15,4%
Margem Líquida	11,0%	11,0%	10,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Como podemos perceber, a companhia possui custos muito baixos, já que é pouco exposta a capital intensivo, fazendo com que atinja uma Margem Bruta por volta de 70%, o que posteriormente será considerado como premissa para a modelagem. A Margem saltou de 64% em 2017 para o patamar de 70%, o que representa fundamentalmente a

transição da venda de Licenças para a venda de Assinaturas, uma tendência global no setor (caso da Microsoft vendendo Pacote Office em planos de assinatura anual, por exemplo), o que gera não só recorrência de receita, mas implica em custos mais baixos.

Além disso, podemos perceber como é intrínseco da operação que as despesas operacionais possuam alta concentração na linha de Pesquisa & Desenvolvimento. A explicação é lógica: os serviços dos sistemas da TOTVS precisam passar por constantes avanços e inovações tecnológicas, de forma não só a não se tornarem obsoletos, como também para incrementar o nível de atendimento às cadeias produtivas e especificidades dos diversos 12 setores da economia clientes da companhia. A linha mencionada representou, em 2020, 431 milhões de reais em despesas (30,3%) do que é operacional, abaixo dos 33,27% despendidos com Marketing, mas acima dos 21% com Gerais e Administrativas.

3. FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA E VALOR PRESENTE LÍQUIDO

Abaixo, segue o fluxo de caixa projetado para a companhia, com base nas projeções anteriores e os devidos efeitos não-caixa descontados. Foi elaborado um ativo intangível que vai sendo amortizado ao longo do tempo.

Tabela 08: Fluxo de Caixa para a Firma trazido a valor presente

Free Cash Flow to Firm (R\$ milhares)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	∞ Local	∞ Estrangeiro
EBIT	567,6	886,7	1.039,4	1.184,9	1.354,5	1.559,6		
(-) Impostos (32,1% de Taxa Efetiva)	- 182,2	- 284,6	- 333,7	- 380,4	- 434,8	- 500,6		
NOPAT	385,4	602,1	705,8	804,6	919,7	1.059,0		
(+) Depreciação & Amortização	247,0	247,3	250,8	246,2	258,6	271,5		
(+) Despesas P&D	532,6	647,0	759,9	867,3	994,2	1.148,7		
(-) Amortização do novo ativo Goodwill	- 328,9	- 365,7	- 402,8	- 441,9	- 481,7	- 522,7		
(+/-) Δ Necessidade de Capital de Giro	- 287,2	- 348,3	- 409,1	- 467,1	- 535,3	- 618,0		
FCFF	548,9	782,3	904,5	1.009,0	1.155,4	1.338,5	25.283,7	43.623,3
Fator de Desconto Brasil (FCFF)	1,142	1,136	1,121	1,117	1,116	1,115	1,116	
Fator de Desconto Exterior (FCFF)	1,093	1,092	1,091	1,091	1,090	1,089		1,093
VPL Brasil	480,6	602,9	621,8	620,9	637,0	661,9	12.502,7	
VPL Exterior	502,4	656,0	695,2	711,1	747,1	794,5		25.893,3

Capítulo VII – Valuation: o modelo

1. METODOLOGIA: *Free Cash Flow To Firm* (FCFF)

A ideia do modelo do fluxo de caixa livre para a firma é projetar o caixa que a empresa conseguira gerar no futuro e trazê-lo a valor presente por uma taxa de desconto, de modo a sabermos qual será a alteração e o montante do caixa. Assim, poderemos encontrar qual o valor de mercado da empresa, como também o valor por ação (target). Desse modo, poderemos inferir se o papel está sendo negociado a um preço abaixo ou acima do seu “valor justo”. O modelo também parte da ideia de que a empresa funcionará pela eternidade. Portanto, seria necessário projetar o caixa gerado por ela “no infinito”. Para tanto, chamamos esse período de “perpetuidade”.

2. ESTRUTURA DE CAPITAL

A partir de algumas conversas com o serviço de Relacionamento com os Investidores (RI) da companhia, os representantes da empresa informaram que a estrutura de capital ótima para a TOTVS é de 80% dívida e 20% equity. Apesar disso, hoje, esse panorama não se reflete dessa maneira. Inclusive, a companhia recentemente anunciou um follow-on que visa captar de R\$ 1,5 bilhões a R\$ 2,4 bilhões de reais, dependendo se houver adicionais na oferta. Contudo, boa parte desse montante servirá para reforço de caixa e M&As.

A taxa de desconto: WACC

Para calcular a taxa de desconto, teremos que, primeiramente, “alavancar e desalavancar o Beta”, uma vez que a companhia não está com a sua estrutura de capital atual em uma estrutura de capital de longo prazo, que será incorporado ao K_e . Para refletir esse movimento de chegada no ponto ótimo no modelo, houve uma mudança gradual na estrutura de capital da empresa, ano após ano, sem que se projete a dívida (no modelo de

fluxo de caixa para firma, apenas estamos interessados no retorno que ela gera para a companhia, e não para o acionista, que fica “na ponta”, sendo o último a receber seus ganhos).

Tabela 08: estrutura de capital gradualmente se alterando ao longo do tempo

Estrutura de Capital	Atual	2022	2023	2024	2025	2026	∞
E/(E+D)	91,38%	88,00%	86,00%	84,00%	82,00%	80,00%	80,00%
D/(E+D)	8,62%	12,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%	20,00%

É bem verdade que, conforme a empresa muda a estrutura de capital, há um efeito no Beta (risco da empresa). No caso, o efeito da companhia se tornar mais dependente de recursos de terceiros em detrimento de recursos próprios teria um efeito de elevação do Beta (companhia mais arriscada). Por esse motivo, o exercício mencionada acima é feito, para que ela reflita o Beta que vai de acordo com a estrutura de capital ótima.

Após esse processo, calculou-se o custo de dívida da companhia (K_d), bem como o custo de equity (K_e). Para o primeiro, é necessário entendermos o prazo médio de amortização da dívida bruta (empréstimos e financiamentos e debêntures emitidas), bem como os juros médios pagos pela companhia a seus credores. Para o segundo, precisamos elencar as seguintes variáveis: retorno de um ativo sem risco de longo prazo (título público brasileiro NTN-B 2050), prêmio de risco brasileiro e o Beta.

Conforme comentado anteriormente, cada investidor vai ter um custo de oportunidade diferente de se investir na empresa, que são refletidos em custos de equity diferentes (e, portanto, em taxas de desconto diferentes). Essa diferença, além de fundamental para os resultados do modelo, é também de alta sensibilidade, sobretudo no momento atual, de turbulência nos juros brasileiros, enquanto os juros americanos permanecem baixos (apesar de algumas elevações na curva americana, em função de recentes comentários sobre a elevação iminente dos juros pelo presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, e da retirada gradual de estímulos à economia global – o chamado tapering).

Portanto, após esses cálculos, encontramos as seguintes taxas de desconto:

Tabela 09: cálculo do WACC

ÓTICA DO INVESTIDOR BRASILEIRO	Atual	2022	2023	2024	2025	2026	∞
Taxa de Desconto (WACC)	14,22%	13,08%	11,98%	11,65%	12,34%	12,21%	11,61%
Ke - Custo de Capital Próprio (Equity)	15,08%	14,17%	13,10%	12,90%	13,94%	13,99%	13,24%
Ativo Livre de Risco (NTN-B 2050 + IPCA)	10,65%	9,65%	8,52%	8,27%	9,25%	9,25%	8,50%
NTN-B 2050	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	4,50%
Beta	0,89	0,90	0,92	0,93	0,94	0,95	0,95
Prêmio de Risco	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

ÓTICA DO INVESTIDOR ESTRANGEIRO	Atual	2022	2023	2024	2025	2026	∞
Taxa de Desconto (WACC)	9,25%	9,16%	9,11%	9,05%	8,99%	8,93%	9,25%
Ke - Custo de Capital Próprio (Equity)	9,64%	9,72%	9,76%	9,81%	9,85%	9,90%	10,30%
CDS Brasil 10y	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
US Treasury 10y	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	2,00%
Beta	0,89	0,90	0,92	0,93	0,94	0,95	0,95
Prêmio de Risco	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Diferencial de Inflação	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Note primeiramente que, no Brasil, nosso prêmio de risco (Equity Risk Premium) é bem mais elevado que o prêmio de risco solicitado pelo investidor estrangeiro. O prêmio de risco no Brasil é algo de difícil cálculo, dado nosso histórico distorcido em que a renda fixa paga mais para o investidor do que a renda variável, quando o comum em economias desenvolvidas é justamente o contrário. O Brasil foi (e ainda pode se considerar) um país que foge à regra neste sentido, onde os juros são elevados. No fim das contas, cabe mencionar, esse cenário acaba por propagar mais desigualdade de renda, através do chamado “rentismo” dos já muito ricos.

Por esse motivo (a difícil análise de um prêmio de risco razoável no Brasil), uma premissa do modelo é que esse valor seja de 5%, um pouco mais alto do que o prêmio de risco americano (4%). Ou seja, estamos dizendo que “trocamos” investir em renda fixa por renda variável, desde que o retorno seja 5% mais alto.

Além disso, outro fator que faz com que as taxas de descontos brasileiras sejam bem mais altas que as americanas é o retorno do ativo livre de risco. Nas cotações atuais, uma NTN-B 2050, que paga um spread ao IPCA, está pagando elevados 10,65% ao ano, muito acima do pagamento do ativo sem risco americano. Para os anos posteriores, foi utilizada a pesquisa do Boletim Focus, que reflete expectativas para a inflação através dos anos. Esse é, portanto, um motivo crucial para o investidor americano estar propenso a

tomar risco no Brasil, investindo em um país emergente: a *Treasury* americana está pagando apenas 1,60%. Esse cenário se acentua com o fato de a *Treasury* estar equilibrada a uma taxa muito baixa, reflexo dos estímulos a economia do Banco Central americano e de outras autoridades monetárias.

O efeito óbvio é que o fluxo de caixa gerado pela empresa, ao ser trazido ao valor presente, será mais penalizado sob ponto de vista brasileiro do que americano, já que nosso custo de oportunidade de se investir em bolsa é maior do que o custo de oportunidade do investidor estrangeiro.

3. TARGET PRICE: encontrando o valor justo

Tabela 10: Valor de Mercado justo para a companhia e target price

Valor Presente Líquido (R\$ milhares)	Local		Exterior	
VPL Projeções	3.625	22,5%	4.106	13,7%
VPL Perpetuidade	12.503	77,5%	25.893	86,3%
Enterprise Value (EV) Projetado	16.128		29.999	
(-) Dívida Líquida	-461,4		-461,4	
Valor de Mercado (R\$ milhões)	15.666		29.538	
Número de ações	577,913181		577,913181	
Target Price	R\$ 27,11		R\$ 51,11	
Preço Atual	R\$ 31,69		R\$ 31,69	
Upside ou downside	-14,5%		61,3%	

Somando-se o VPL das projeções ao VPL da perpetuidade, e mais a dívida líquida da companhia (Dívida Bruta – Caixa), temos o Valor de Mercado Justo para a empresa, de R\$ 15,6 bilhões na ótica brasileira, e R\$ 29,9 bilhões na ótica estrangeira. O intervalo desses valores aumentou muito conforme cresceram as taxas de desconto brasileiras, em função da elevação da curva de juros mais alta, o que penalizou bastante as ações da companhia.

Capítulo VII – Conclusão

O objetivo central do trabalho, o de mensurar se uma ação ordinária da TOTVS na bolsa de valores de São Paulo está “cara” ou “barata” para diferentes visões é, portanto, atingido em seu capítulo final.

Como pudemos perceber, o resultado do modelo concedeu valores bem diferentes para o investidor estrangeiro e o investidor brasileiro (cuja diferença veio aumentando ainda mais nos últimos meses), por razões já mencionadas ao longo deste trabalho (elevação do Risco Brasil).

Tão importante quanto o *target* da companhia, é saber o quão promissor é o modelo de negócios, e se este deve surpreender ao longo do tempo, já que, para um setor como o de tecnologia, em geral, os múltiplos de preço são todos bastante elevados, e as companhias prezam mais pelo faturamento do que pela geração de caixa.

Para chegar ao resultado, foi feita uma análise do crescimento histórico dos negócios da empresa, de sua saúde financeira, de sua estrutura de capital, da inserção e posicionamento competitivo da companhia em seu setor e da projeção futura de sua geração de caixa, bem como a elaboração de uma taxa de desconto que traga tais valores ao presente.

Na minha opinião ao realizar a análise, entendo que a ação está 15% mais cara do que o devido para investidores brasileiros. Muito por achar que o cenário macro tende a ser soberano em relação ao micro nos próximos meses, e que dificilmente as taxas de desconto tendem a melhorar, não recomendaria ter o papel em carteira na cotação atual de R\$ 31,69, aguardando, portanto, que os vértices da curva de juros voltem a se reduzir. Optaria por uma exposição setorial que privilegie papéis de betas mais baixos, como setor elétrico, telecomunicações e papel e celulose.

Capítulo VIII – Referências Bibliográficas

FONTES:

SITE DE RELACIONAMENTO COM OS INVESTIDORES DA COMPANHIA: Disponível em: <https://ri.totvs.com/>. Acessado em diversas datas.

PLATAFORMA DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS QUANTUM AXIS:

<https://www.quantumaxis.com.br/webaxis/login.jsp> Acessado em diversas datas.

PLATAFORMA DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS TRADEMAP:

<https://trademap.com.br/> Acessado em diversas datas.

SOFTWARE DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS VALORPRO.

Acessado em diversas datas.

RELATÓRIO BOLETIM FOCUS (BANCO CENTRAL DO BRASIL):

<https://www.bcb.gov.br/>. Acessado em diversas datas.

RELATÓRIOS DO ITAÚ BBA SOBRE A COMPANHIA.

OBRAS PARA EMBASAMENTO TEÓRICO:

PÓVOA, Alexandre. “*Valuation – Como Precificar Ações*”. 2ª edição. Atlas, 2020.

DAMODARAN, Aswath. “*Investment Valuation*”. 3ª edição. Wiley, 2012.

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS:

Gráfico 00: Curvas de Juros no Brasil em janeiro e em novembro de 2021. Fonte: Valor Pro

Gráfico 01: Composição do Free Float. Fonte: RI TOTVS

Gráfico 02: Recorrência de Receita da TOTVS. Fonte: RI TOTVS

Gráfico 03: Performance de TOTS3 e Ibovespa desde 2014. Fonte: Quantum Axis

Gráfico 04: Taxa de Renovação de Contratos da TOTVS. Fonte: Site de RI da TOTVS

Gráfico 05: Retorno acumulado do IGP-M e do IPCA nos últimos 12 meses corridos, findos em 17/09/2021. Fonte: Quantum Axis

Tabela 00: Crescimento do PIB do Brasil e da receita líquida da TOTVS. Valores pró-forma. Fonte: BCB e TradeMap

Tabela 01: Conselho de Administração. Fonte: Site de RI da TOTVS

Tabela 02: Composição Acionária. Fonte: Site de RI da TOTVS

Tabela 03: Relatório de performance das ações de tecnologia em 2021 e nos últimos 6 meses. Fonte: Quantum Axis

Tabela 04: Matriz correlação entre os dois índices, desde o início da série até a data de 17/09/2021. Fonte: Quantum Axis

Tabela 05: projeções da Receita de Gestão

Tabela 06: Balanço Patrimonial

Tabela 07: DRE