

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CAMPUS FLORIANÓPOLIS  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS  
CURSO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO MECÂNICA

Giano Silva Freitas

AVALIAÇÃO DA EMPRESA TOTVS S.A. PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA  
DESCONTADO

Florianópolis

2023

GIANO SILVA FREITAS

AVALIAÇÃO DA EMPRESA TOTVS S.A. PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA  
DESCONTADO

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Mecânica.  
Orientador: Prof. Dr. Marco Antônio Vieira Goulart

Florianópolis

2023

Giano Silva Freitas

AVALIAÇÃO DA EMPRESA TOTVS S.A. PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA  
DESCONTADO

Este Trabalho Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de Bacharel em Engenharia Mecânica. e aprovado em sua forma final pelo Curso Engenharia de Produção Mecânica.

Santa Catarina, 24 de fevereiro de 2023.

---

Prof.(a) Mônica Maria Mendes Luna, Dra.  
Coordenadora do Curso

**Banca Examinadora:**

---

Prof.(a) Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.  
Orientador(a)  
Instituição UFSC

---

Prof.(a) Daniel Christian Henrique, Dr.  
Avaliador(a)  
Instituição UFSC

---

Prof.(a) Ricardo Villarroel Dávalos, Dr.  
Avaliador(a)  
Instituição UFSC

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Freitas, Giano

AVALIAÇÃO DA EMPRESA TOTVS S.A. PELO MÉTODO DO FLUXO DE  
CAIXA DESCONTADO / Giano Freitas ; orientador, Marco  
Antônio de Oliveira Vieira Goulart, 2023.

91 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico,  
Graduação em Engenharia de Produção Mecânica, Florianópolis,  
2023.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Mecânica. 2. Tecnologia. 3.  
Aquisição. 4. Valuation. 5. Ações. I. de Oliveira Vieira  
Goulart, Marco Antônio . II. Universidade Federal de Santa  
Catarina. Graduação em Engenharia de Produção Mecânica. III.  
Título.

Este trabalho é dedicado a Deus, minha mãe, minha  
equipe de saúde, familiares e amigos.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por ter me ajudado a ter a mente forte

Agradeço a minha mãe por todo suporte.

Agradeço, também, a toda equipe médica pela paciência e resiliência.

Aos meus amigos, pela companhia.

Aos meus familiares pelo apoio.

## EPÍGRAFE

*Se o homem conhecesse as vantagens de  
fazer o bem, seria, no mínimo, um homem  
bom por interesse*

Santo Agostinho

## RESUMO

O número de fusões e aquisições tem aumentado significativamente ao longo do século XXI. Por isso é de suma importância entender sobre o *Valuation*, uma vez que é necessário para realizar aquisições e para conseguir adquirir financiamentos pessoais e corporativos. Neste contexto, esse trabalho tem como objetivo avaliar, pelo método do fluxo de caixa descontado e compará-lo ao de avaliação por múltiplos, o valor econômico da TOTVS S.A. Tal empresa foi escolhida, pois é a companhia de tecnologia mais relevante do país, além da política de fusões e aquisições da TOTVS ser constante. Quanto ao método, o do fluxo de caixa descontado foi escolhido por ser o mais aceito pelo mercado financeiro, uma vez que apresenta mais dados quantitativos e modelos matemáticos para precificação. Essa pesquisa identificou que o mercado está precificando de forma similar ao método usado por este trabalho. Além disso, a empresa não apresenta um histórico de grande influência da instabilidade política do país como empresas de *commodities* e bancos.

**Palavras-chave:** TOTVS. Aquisições. Tecnologia.

## ABSTRACT

The number of mergers and acquisitions has increased significantly throughout the 21st century. Therefore, it's very relevant to understand about Valuation, because this tool is essential for acquisitions and to get personal and enterprise financing. Incidentally, this dissertation aims to evaluate, using the discounted cash flow method and valuation by multiples, the economic value of TOTVS S.A. This company was chosen, because it's the most relevant tech company from Brazil. As for the method, the discounted cash flow method was chosen because it is the most accepted by the financial market, since it presents more quantitative data and mathematical models for pricing. This research identified that the market has been priced the company very closely from this work. In addition, the company does not have a historic of great influences on the country's political instability, such as commodities and banks companies.

**Keywords:** TOTVS. Acquisitions. Technology.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 01 – Forças de Porter .....	27
Figura 02 – Segmentos de atuação da TOTVS.....	40
Figura 03 – Prioridade de competência das empresas.....	41
Figura 04 – Acesso à internet pela população brasileira.....	44
Figura 05 – Nível de maturidade das empresas de marketing.....	45

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01 – Receita Líquida Non- GAAP, 4º trimestre de 2021.....	37
Gráfico 02 – Investimentos em TI por setor.....	42
Gráfico 03 – <i>Marketshare</i> de Gestão.....	46
Gráfico 04 – Divisão de mercado de softwares de gestão.....	47
Gráfico 05 – <i>Marketshare</i> de inteligência analítica.....	48
Gráfico 06 – Evolução de <i>marketshare</i> .....	49
Gráfico 07 – Receita Líquida TOTVS.....	54
Gráfico 08 – Receita líquida por segmento.....	55
Gráfico 09 – Custo de cada item sobre sua receita e Custo total sobre a receita total.....	56
Gráfico 10 – Despesa por segmento e despesa total/receita total.....	57
Gráfico 11 – Lucro líquido, EBITDA e EBITDA.....	58
Gráfico 12 – Histórico de margens.....	58
Gráfico 13 – ROIC.....	59
Gráfico 14 – Dívida líquida histórica da TOTVS.....	60
Gráfico 15 – Dívida de longo prazo da TOTVS.....	61
Gráfico 16 – Comparação entre fluxos de caixa descontado e análise por múltiplos .....	81

## LISTA DE QUADROS

Quadro 01 – Histórico de fusões e aquisições da TOTVS.....	33
Quadro 02 – Composição acionária da TOTVS.....	34
Quadro 03 – Quadro dos conselheiros da TOTVS.....	35
Quadro 04 – Diretores da TOTVS.....	36

## LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Histórico de Dados Econômicos.....	62
Tabela 02 – Projeções econômicas.....	63
Tabela 03 – Projeção de Receita TOTVS.....	66
Tabela 04 – Projeção de Custos.....	68
Tabela 05 – Projeção de Despesas.....	68
Tabela 06 – Histórico de Capex e depreciação.....	69
Tabela 07 – Projeção de Capex e depreciação.....	70
Tabela 08 – Histórico de capital intangível.....	70
Tabela 09 – Projeção de investimento em capital intangível.....	70
Tabela 10 – Análise histórica da receita, caixa, contas a receber, salários, imposto de renda e contas a pagar.....	71
Tabela 11 – Projeção do Capital de giro.....	73
Tabela 12 – Alíquota histórica.....	73
Tabela 13 – Projeção de alíquota.....	74
Tabela 14 – Fluxo de Caixa na Perpetuidade.....	75
Tabela 15 – Custo de Capital Próprio TOTVS.....	76
Tabela 16 – Custo de Capital TOTVS.....	78
Tabela 17 – Fluxo de Caixa Projetado.....	78
Tabela 18 – Fluxo de Caixa Descontado com e sem perpetuidade.....	78
Tabela 19 – Evolução dos resultados .....	79
Tabela 20 – Valor de Firma e Equity.....	79
Tabela 21 – Mariz de sensibilidade do WACC em relação ao crescimento na perpetuidade.....	80
Tabela 22 – EV/Receita e EV/EBITDA por Empresa.....	80
Tabela 23 – Avaliação por Múltiplos Intelbras.....	81

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>16</b>
1.1 TEMA	17
1.1.1 Problema de pesquisa	17
1.2 OBJETIVOS	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3 JUSTIFICATIVA	17
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>18</b>
2.1 DADOS CONTÁBEIS	18
2.1.1 Balanço Patrimonial	18
2.1.2 Demonstração de Resultados do Exercício	19
2.1.2.1 Linhas financeiras da DRE	19
2.1.3 Demonstração de Fluxo de Caixa	20
2.1.4 Indicadores de Lucratividade	21
2.1.4.1 ROIC (Return On Invested Capital)	21
2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	21
2.2.1 Avaliação Relativa	21
2.2.2 Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado	22
2.2.2.1 Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa para a Firma	23
2.2.2.2 Linhas Financeiras de fluxo de caixa	24
2.3 CUSTO DE CAPITAL	25
2.3.1 Custo de Capital Próprio	25
Custo de Capital de Terceiros	26
2.4 CINCO FORÇAS DE PORTER	26
<b>3 METODOLOGIA</b>	<b>30</b>

<b>4</b>	<b>A TOTVS S.A.</b>	<b>31</b>
4.1	FUSÕES E AQUISIÇÕES	32
4.2	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA EXECUTIVA	34
4.2.1	Conselho de Administração	34
4.3	DIRETORIA EXECUTIVA	36
4.4	SEGMENTOS DE ATUAÇÃO	37
4.4.1	Gestão	37
4.4.2	Techfin	38
4.4.3	Business Performance	39
<b>5</b>	<b>ANÁLISE DE MERCADO DA TOTVS</b>	<b>39</b>
5.1.1	Drivers de Crescimento	40
5.1.1.1	Drivers do setor de gestão	40
5.1.1.2	Drivers do setor de techfin	43
5.1.1.3	Drivers do setor de business performance	43
5.2	DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE	45
5.3	REDES DE DISTRIBUIÇÃO	49
5.4	ESTRATÉGIA MACRO DA TOTVS	50
5.5	VANTAGENS COMPETITIVAS	51
5.5.1	Diversificação e Fusões & Aquisições da TOTVS	51
5.5.2	Nacionalidade Brasileira	51
5.5.3	Acordos de Cooperação	51
5.5.4	Inovação da TOTVS	52
5.6	FORÇAS DE PORTER	52
5.6.1	Rivalidade Entre os Concorrentes	52
5.6.2	Poder de Barganha dos Clientes	52
5.6.3	Ameaça de Novos Entrantes	53

5.6.4	Ameaça De Produtos Substitutos	53
5.6.5	Poder de Barganha Com os Fornecedores	53
<b>6</b>	<b>ANÁLISE FINANCEIRA DA TOTVS</b>	<b>54</b>
6.1	ANÁLISE DA RECEITA	54
6.2	ANÁLISE DE CUSTOS E DESPESAS	56
6.3	ANÁLISE DE INVESTIMENTOS	60
<b>7</b>	<b>VALUATION</b>	<b>62</b>
7.1	PREMISSAS	62
7.2	TAMANHO DO MERCADO	63
7.3	PROJEÇÃO DE RECEITAS	64
7.4	PROJEÇÕES DE CUSTOS E DESPESAS	67
7.5	PROJEÇÕES DO CAPEX E DEPRECIAÇÃO	69
7.6	PROJEÇÃO DO CAPITAL DE GIRO	71
7.7	PROJEÇÃO DO IR E CSLL	73
7.8	PROJEÇÃO DA PERPETUIDADE	74
7.9	CUSTO DE CAPITAL	75
7.10	VALOR DA FIRMA E DO EQUITY	78
7.11	ANÁLISE POR MÚLTIPLOS	80
<b>8</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>83</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>86</b>



## 1 INTRODUÇÃO

O número de fusões e aquisições têm aumentado significativamente ao longo do século XXI. Segundo Valor (2019), a quantidade dobrou entre os anos de 2016 e 2019. Para suprir tal demanda, as instituições precisam saber o quanto devem pagar por tais companhias. É nesse ponto que se insere o *valuation* ou método de avaliação de empresas.

Vale ressaltar que, além das aquisições, tal procedimento pode ser aplicado em financiamentos pessoais e corporativos, ao comprovar solidez, capacidade de pagamento e gestão de portfólios.

Segundo Serra (2021), apesar do *valuation* ser uma técnica, ele também é uma arte. Já, conforme Póvoa (2019), o *valuation* é a técnica de reduzir a subjetividade de algo que é subjetivo por natureza. Com tais referências, pode-se ver que não há técnicas corretas. Apesar de conter números, o *valuation* não é uma ciência exata: ele apenas transforma o intangível no visível.

De acordo com Póvoa (2012), o *valuation* tem como mãe duas escolas: a técnica e a fundamentalista. A primeira tange o aspecto de movimentos de mercado - através de gráficos relativos ao histórico de preço e negociação de ativos, busca-se criar tendências futuras de precificação. Já a fundamentalista busca se embasar nos indicadores financeiros divulgados pela companhia como ROIC, EBITDA, margens, entre outros. A partir do histórico desses resultados, busca-se precificar a companhia.

Dessa forma, um dos fatores que servirá como parâmetro para análise do trabalho são variáveis macroeconômicas que impactam o setor na qual a empresa está inserida. Dentre elas, pode-se destacar a taxa básica de juros da economia (SELIC), câmbio, dívida pública, expectativa de evolução do PIB, inflação (IPCA ou IGP-M) e taxa de desemprego. Para concluir, aplica-se o método ao qual se destina esse estudo de caso, compara-se o método do fluxo de caixa com o modelo de análise por múltiplos e verifica-se quais conclusões pode-se tirar disso.

A avaliação de empresa está relacionada a dois fatores da engenharia de produção: a engenharia econômica (diretamente) e a engenharia organizacional (indiretamente). Esta determina as questões das estratégias de mercado que serão fundamentais para decidir as premissas para cenários futuros da empresa em questão. Já aquela, refere-se à gestão econômica e de custos, como a análise dos relatórios contábeis, bem como a gestão de investimentos, que é o alvo principal do *valuation*: ter o conhecimento de quanto a empresa consegue capitalizar com os seus investidores.

Tendo em vista tais fatores, foi escolhido para o presente trabalho um estudo de caso de avaliação de empresa da TOTVS S.A., por meio do método do fluxo de caixa descontado.

## 1.1 TEMA

Análise econômica e de mercado, bem como a determinação do valor econômico da empresa TOTVS S.A., considerando o método do fluxo de caixa descontado.

### 1.1.1 Problema de pesquisa

Qual é o valor econômico da empresa TOTVS S.A., considerando o método do fluxo de caixa descontado?

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

Avaliar, pelo método do fluxo de caixa descontado, o valor econômico da TOTVS S.A.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Determinar as melhores premissas de mercado, contábil e econômica, a fim de que as projeções futuras de receitas da companhia sejam as mais fidedignas possíveis.
- Analisar os dados contábeis fornecidos pela empresa.
- Analisar o cenário mercadológico/competitivo no qual a TOTVS S.A. está segmentada.
- Encontrar a melhor taxa de desconto para os fluxos de caixa.
- Comparar o valor econômico encontrado pelo método do fluxo de caixa descontado com o método de avaliação por múltiplos.

## 1.3 JUSTIFICATIVA

O número de fusões e aquisições aumentou cerca de 200% nos dois últimos anos. Por isso, aprimorar estudos sobre valuation é de suma relevância, uma vez que é a ciência adequada para se precificar uma companhia.

A TOTVS foi escolhida por ser uma empresa relevante para Florianópolis, pois em 2021, comprou, por 2 bilhões de reais a Resultados Digitais, que agora se chama RD Station - uma companhia de *marketing* digital que emprega muitos estudantes e graduados pela

Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Além disso, a referida empresa é uma das poucas companhias de tecnologia com valor de mercado que se compara com as maiores empresas brasileiras. Afinal, o país tem histórico de atuar apenas em setores tradicionais como bancos, agropecuária, telefonia e petróleo.

Vale ressaltar que o presente trabalho se utilizou do método do fluxo de caixa descontado por ser o mais aceito pelo mercado financeiro, uma vez que apresenta dados quantitativos e modelos matemáticos para precificação.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 DADOS CONTÁBEIS

A estrutura contábil compreende a maioria dos dados de entrada no desenvolvimento da avaliação de uma empresa. Conforme a Lei nº 11.638/07, todas as instituições listadas na bolsa de valores devem publicar seus resultados contábeis com os seguintes indicadores: Demonstração de Resultado de Exercício (DRE), Balanço Patrimonial, Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) e a Demonstração de Valor Adicionado. Vale ressaltar que esses dados precisam ser auditados por uma empresa especializada externa, como KPMG e PwC.

Reitera-se que apenas a DRE, a DFC e o Balanço Patrimonial serão abordados para o método trabalhado.

#### 2.1.1 Balanço Patrimonial

Para Marion (2009), o Balanço Patrimonial é a mãe das demonstrações contábeis, uma vez que determina a posição financeira em determinado período, normalmente no fim do ano. De forma simplória, nele, está presente o que a empresa possui e o que ela deve pagar.

Segundo Iudícibus (2009), “Balanço Patrimonial é a demonstração contábil que tem por finalidade apresentar a situação patrimonial da empresa em dado momento. Por esse motivo, é tecnicamente chamado de ‘Balanço Patrimonial’”.

O saldo final do Balanço Patrimonial é o Patrimônio Líquido, dado pela diferença entre os ativos e passivos. Os principais indicadores do balanço patrimonial, segundo Póvoa (2012), são:

**Ativo Circulante:** Direitos a receber em até um ano. As principais contas são: disponível (dinheiro em caixa), aplicações financeiras, contas a receber (financiamento a consumidores) e estoques.

**Ativo Realizável no Longo Prazo:** Direitos a receber a partir de um ano, tais como aplicações financeiras e contas a receber.

**Imobilizado:** bens imóveis com a finalidade de manutenção da operação da empresa, além do registro de marcas e patentes.

**Investimentos:** participações em outros negócios e imóveis, ou seja, não se destina à manutenção da operação da empresa.

**Passivo Circulante:** Obrigações a pagar em até um ano, tais como pagamentos de fornecedores originados de compras realizadas a prazo.

**Passivo Exigível de Longo Prazo:** Direitos a receber após um ano, tais como empréstimos e contas a pagar.

### 2.1.2 Demonstração de Resultados do Exercício

Para Iudícus (2009), a DRE é algo que pode ser entendido de forma mais condensada, como um relatório parametrizado de receitas e despesas em determinado período. Dasquelas são subtraídas estas, a fim de se checar se há lucro ou prejuízo.

Já para Marion (2009), tal demonstrativo contábil traz a ideia de confronto de informações relevantes oriundas das receitas e despesas. Isso significa analisar cuidadosamente todos os indicadores de receitas e despesas, e concluir pontos de melhoria, permitindo tomar decisões estratégicas e gerar planos de ação. Além disso, pode-se, também, avaliar a eficiência dos gestores e o desempenho da empresa (MARION, 2009).

Assaf Neto (1997) tem ideias muito similares a Marion (2009) ao afirmar que “a DRE visa fornecer, de maneira esquematizada, os resultados (lucro ou prejuízo) alcançados pela empresa em determinado exercício social. Sendo assim, objetiva o resultado econômico da empresa com a finalidade de trazer melhoria para a entidade, sempre em busca de lucro”, trazendo a importância estratégica da DRE na geração de melhorias para a empresa.

#### 2.1.2.1 Linhas financeiras da DRE

**Receita Bruta:** É todo o faturamento relativo aos produtos vendidos pela empresa.

**Receita Líquida:** receita bruta menos os impostos incidentes sobre a venda de mercadorias ou prestação de serviços (ICMS, ISS, IPI, etc.).

**Lucro Operacional (EBIT):** Corresponde ao lucro diminuído dos custos dos produtos e das despesas operacionais como gastos administrativos, *marketing*, aluguel, etc.

**Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA):** Corresponde à soma do lucro operacional mais amortização e depreciação. Mostra o potencial de geração de receita sem considerar o abatimento de impostos ou efeitos financeiros de qualquer natureza.

**Lucro Antes do Imposto (LAIR):** Adição do lucro operacional ao resultado financeiro (despesa ou receita financeira).

**Lucro Líquido:** Último indicador do demonstrativo de resultado. Obtido ao descontar o imposto do LAIR.

**Margem Bruta:** Razão entre o lucro bruto e a receita líquida. Mostra o potencial de lucro da operação em relação ao faturamento (PÓVOA, 2012).

**Margem EBITDA:** Razão entre o EBITDA e a receita líquida. Mostra a quantidade de receita transformada em lucro ajustado antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

**Margem Líquida:** Refere-se à quantia de receita transformada em lucro. A margem é obtida a partir da razão entre o lucro líquido e a receita líquida.

### 2.1.3 Demonstração de Fluxo de Caixa

Neste aspecto, Assaf Neto e Silva (1997) destacam o fluxo de caixa como um instrumento que possibilita o planejamento e o controle dos recursos financeiros de uma empresa, proporcionando ao gestor meios de sugerir, quando necessárias, modificações em procedimentos adotados pela empresa e, ainda, tomar decisões condizentes com as demandas da organização.

A Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) passou a ser obrigatória no Brasil, a partir da Lei nº 11.638/07, para todas as sociedades anônimas e demais empresas consideradas de grande porte. Segundo o pronunciamento técnico CPC 03, em seu item 11, “a demonstração dos fluxos de caixa deve apresentar os fluxos de caixa por período classificados por atividades operacionais, de investimento e de financiamento”.

## 2.1.4 Indicadores de Lucratividade

### 2.1.4.1 ROIC (Return On Invested Capital)

Diversos indicadores representam o poder de uma empresa em gerar renda e lucro, tais como um alto fluxo de caixa. Um muito comum é o ROIC, o qual, de acordo com Póvoa (2021), mede a capacidade de a empresa gerar retorno com base no capital investido por investidores e credores.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{CAPITAL\ INVESTIDO}$$

O ROIC pode ser decomposto através da análise Dupont (PÓVOA, 2021). Dessa forma, tem-se uma visão mais detalhada do indicador.

$$ROIC = \frac{EBIT}{Receita\ Líquida} \times (1 - T) \times \frac{Receita\ Líquida}{Capital\ Investido}$$

Póvoa (2021) conclui que, utilizando a análise de Dupont, o retorno é uma composição de margens (Margem EBIT (Lucro Antes de Juros e Impostos), Taxa de Imposto(T)) e Giro do Capital Investido (às vezes, ao ano, a Receita Líquida gera o Capital Investido).

Através de manipulações algébricas, pode-se perceber pelas equações anteriores que o ROIC também está relacionado com a Margem EBIT e o Giro de Capital Investido.

$$ROIC = Margem\ EBIT \times (1 - T) \times Giro\ do\ Capital\ Investido$$

## 2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

### 2.2.1 Avaliação Relativa

Segundo Póvoa (2021), a avaliação por múltiplos se baseia no conceito de *valuation* relativa, enquanto, pelo fluxo de caixa descontado, chegamos ao valor intrínseco de uma empresa através do método do valor presente. A teoria dos múltiplos visa precificar ativos através de comparativos padronizados de mercado com empresas do mesmo setor e do mesmo porte.

Muitos afirmam que tal método é muito simplista e, às vezes, é usado de forma equivocada para avaliações rápidas a fim de se obter pequenas noções. Porém, assim como o FCD, a avaliação por múltiplos deve produzir resultados semelhantes se desenvolvida de forma consistente.

Vale ressaltar que algumas regras básicas devem ser seguidas para garantir que a comparação dos múltiplos é de mesmo padrão.

- Múltiplo Corrente (*trailing multiple*): Utiliza a referência do ano corrente. Por suposição, se estivermos em 2013, o P/L2013 será a relação entre o preço corrente e o lucro projetado para o ano em questão.
- Múltiplo Futuro (*forward multiple*): Utiliza a referência de um ano futuro. Por exemplo, se estivermos em 2013, o P/L2014 será a relação entre o preço corrente da ação e o lucro projetado para 2014.

Alguns indicadores comuns de comparação são: múltiplos de lucro; múltiplos de valor patrimonial; múltiplos de receita; múltiplos setoriais; EV/Receita (Valor da Empresa / Receita) e EV/EBTIDA (Valor da Empresa / EBTIDA).

### 2.2.2 Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado

Segundo Póvoa (2012), muitas pessoas criticam o método do FCD pelo elevado número da arbitragem de hipóteses, gerando um valor relativamente subjetivo. Póvoa (2020), no entanto, rebate: “e quem disse que o valor de uma empresa é algo preciso?”

De forma resumida e didática o FCD é o “somatório de todo o caixa gerado no médio-longo prazo trazido a valor presente por uma taxa de desconto que representa o chamado retorno exigido pelo investidor”. (POVOA, 2012). A Equação 1 apresenta a fórmula do valor presente pelo fluxo de caixa.

$$VPL_{FC} = \sum_1^n \frac{FCt}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Onde:

VPL (FC) = Valor presente líquido do fluxo de caixa trazido a valor presente;

FCt = Fluxo de caixa no período t;

n = período de vida útil do ativo;

$r$  = Taxa de desconto.

Torna-se necessário reiterar que se deve assumir a operação da empresa por prazo indeterminado, precisando estimar o valor presente do valor residual. Isso significa o valor encontrado nos fluxos de caixa no longo prazo, os quais não são possíveis de se projetar. Dessa forma, para encontrar o valor da firma, usa-se a Equação 2:

$$V. Firma = \sum_1^n \frac{Fluxo\ de\ caixa\ esperado}{(1+r)^t} + \frac{Valor\ Residual}{(1+r)^n} \quad (2)$$

Onde:

$t$  = Cada período.

$n$  = Período final de projeção;

$r$  = Taxa de desconto.

#### 2.2.2.1 Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa para a Firma

Para Póvoa (2012), o Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio após o pagamento de juros para os credores. Estamos nos referindo à companhia e à expressão em inglês *equity*. A tradução para Fluxo de Caixa para o Acionista é *Free Cash Flow to the Equity* (FCFE). Portanto, toda vez que nos referirmos a FCFE, estaremos nos remetendo ao fluxo de caixa pertencente exclusivamente aos acionistas. A construção do FCFE, por “pertencer” apenas aos acionistas, parte do lucro líquido contábil (ponto em que os credores já foram pagos), pode ser traduzido pela Equação 3 a seguir:

$$FCFE = LL + \Delta(Endividamento) + EBIT(1 - t) - Capex + \Delta(Capital\ de\ Giro) + D\&A \quad (3)$$

Onde:

FCFE = Fluxo de Caixa para o Acionista;

LL = Lucro Líquido do Período;

CAPEX = Investimento Físico;

D&A = Depreciação e Amortização;

$\Delta$  Capital de Giro = Aumento ou redução do capital de giro;

$\Delta$  Endividamento = Aumento ou redução da dívida.

Já o Fluxo de Caixa para a Firma, ainda conforme Póvoa (2020), abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre os credores (*debtholders*) e acionistas (*stockholders*) sob a forma de juros e dividendos. A versão para a língua inglesa é *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), referindo-se aos possuidores de “interesses” na firma (*stakeholders*) – detentores de capital próprio ou de terceiros na empresa. A construção do FCFF, por “pertencer” tanto aos acionistas como aos credores, parte do lucro operacional após impostos (ponto em que os credores já foram pagos), pode ser entendido a partir da Equação 4:

$$FCFF = EBIT(1 - t) - CAPEX + \Delta(\text{Capital de Giro}) + D\&A \quad (4)$$

Onde:

FCFF = Fluxo de Caixa para a Firma;

EBIT (1 - t) = Lucro Operacional após Impostos;

CAPEX = Investimento Físico;

D&A = Depreciação e Amortização;

$\Delta$  Endividamento = Aumento ou redução da dívida.

É importante ressaltar que muitos especialistas confundem o conceito e usam às vezes taxas erradas. De forma resumida, pode-se entender que:

- Fluxo de Caixa descontado para o Acionista = Valor de Mercado da Companhia.
- Fluxo de Caixa descontado para a Empresa ou Firma = Valor de mercado da Companhia + Dívida Líquida, logo o Fluxo de Caixa descontado para a Empresa ou Firma – Dívida Líquida = Valor de Mercado da Companhia.

#### 2.2.2.2 Linhas Financeiras de fluxo de caixa

**CAPEX:** Oriunda do inglês *Capital Expenditure*, refere-se aos investimentos em bens de capital. Tal capital é destinado a manter ou ampliar a capacidade produtiva.

**Depreciação:** Corresponde à desvalorização ou despesa de obsolescência de ativos imobilizados como maquinário, imóveis, equipamentos e entre outros.

**Amortização:** são pagamentos realizados pela companhia a fim de quitar suas dívidas.

**Capital de Giro:** Capital Mínimo no caixa, a fim de garantir custos, mantendo a operação em funcionamento.

## 2.3 CUSTO DE CAPITAL

O Custo de capital indica a taxa mínima de retorno para uma empresa gerar valor. É dividido em dois custos: o de acionista e o de terceiros. Para uma empresa em situação de equilíbrio e pertencente ao mercado de capitais, o custo de acionistas é superior ao de terceiros.

Cabe destacar que existem abordagens diferentes para o cálculo do custo de capital próprio e de terceiros. Embora o custo de capital seja uma variável relevante do modelo, neste trabalho optou-se pela abordagem empregada com maior frequência na avaliação de empresas de capital aberto. (SERRA e WICKERT, 2019).

Pode ser calculado com a fórmula da Equação 5:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_i \times \frac{D}{E + D} \quad (5)$$

Onde:

$K_e$  = Custo de Capital dos Acionistas/Próprio

$K_i$  = Custo de Capital dos Credores/Terceiros

$E$  = Valor da Empresa

$D$  = Valor da Dívida da Empresa

WACC = Custo de Capital (*Weighted Average Cost of Capital*)

### 2.3.1 Custo de Capital Próprio

Esse indicador equivale ao retorno mínimo aceitável do capital investido pelos acionistas da empresa. Tal variável foi calculada pelo CAPM (Modelo de Precificação de Ativos), representado na Equação 6 por  $K_e$ :

$$Ke = rf + pp + \beta \times (rm - rf) \quad (6)$$

Onde:

rf = Taxa Livre de Risco

pp = Prêmio País

rm = Retorno de Mercado

$\beta$  = Beta de Desalavancagem

A taxa livre de risco (rf) refere-se aos juros atrelados a um tipo de investimento que possui risco zero de retorno, como a dos EUA (DAMODARAN, 2012). O Prêmio País (pp) se refere à taxa adicional exigida pelo investidor em relação à taxa livre de risco para se investir em um determinado setor da economia de um país. O retorno de mercado (rm) diz respeito a taxa de retorno acima da taxa que é certa que se ganhará, ou seja, a taxa livre de risco. Já o Beta de Desalavancagem ( $\beta$ ), é uma medida de risco e sensibilidade do setor de mercado.

### 2.3.2 Custo de Capital de Terceiros

Esse tipo de custo está atrelado a forma como as empresas financiam as suas atividades. Para encontrar o custo de capital de terceiros é considerado o benefício fiscal (*tax shield*) gerado pelo reconhecimento dos juros da dívida como despesas (Equação 7).

$$Ki = i * (1 - IR) \quad (7)$$

## 2.4 CINCO FORÇAS DE PORTER

Porter é professor titular na Universidade de Harvard há quase 50 anos e atua na área de consultoria estratégica com a Delloite, empresa na qual é sócio. No final da década de 80, ele desenvolveu o modelo das cinco forças de Porter para entender, de forma mais detalhada, como as empresas podem desenvolver vantagens competitivas frente a todos os seus *stakeholders* de mercado. Na Figura 01, elas estão didaticamente expostas.

**Figura 01** – Forças de Porter



**Fonte:** Harvard Business Review.

As forças de Porter são divididas em: rivalidade entre os concorrentes, rivalidade entre os concorrentes, poder de barganha dos compradores, ameaça de novos entrantes e ameaça de produtos substitutos.

### 2.4.1 A Rivalidade Entre Os Concorrentes

Essa é a principal força, afinal, se o produto já for consolidado no mercado, o que irá impedir de vender mais são os concorrentes, pois estes já possuem sua clientela fiel, ou saber se os competidores estão inovando mais rapidamente para conseguir os clientes da empresa em questão. Por isso, é fundamental estar sempre a par de como os competidores estão trabalhando, para poder estar no páreo ou à frente.

Vale ressaltar que, atualmente, muitos concorrentes têm cooperado entre si e percebido que essa relação tem sido vantajosa. A seguir, constam alguns exemplos do aumento da competição de empresas:

- Concorrentes numerosos e semelhantes em tamanho e potência;
- Crescimento lento da indústria;
- Produtos muito semelhantes, sem diferenciação;
- Custos fixos ou de armazenamento altos;
- Barreiras de saída elevadas, como custos fixos de saída, barreiras emocionais e restrições governamentais.

### **2.4.2 Poder De Barganha De Fornecedores**

O poder de barganha dos fornecedores determina o quanto a posição no mercado é dependente de quem fornece matéria-prima e mercadorias. Se uma empresa tem muitos fornecedores, há vantagem de negociação para a própria companhia, caso contrário, há vantagem para os fornecedores.

Dependendo da força do setor, os fornecedores podem aumentar os preços ou reduzir a qualidade do que oferecem e pressionar a rentabilidade das empresas, fazendo com que elas aumentem o preço final ao consumidor ou reduzam seus ganhos. Conforme Porter (2022), fornecedores sempre querem vender mais com menores custos e preços mais altos.

Algumas estratégias vêm sendo utilizadas para eliminar esse risco para as empresas, como acordos de fornecimento de exclusividade e de longo prazo. O poder de barganha dos fornecedores torna-se mais forte quando:

- Estes são poucos e vendem para muitos compradores;
- Estes não concorrem contra produtos substitutos;
- O setor não é essencial para os fornecedores;
- As mercadorias são insumos importantes para os compradores;
- As mercadorias são diferenciadas e geram custos de mudança aos compradores;
- Estes são uma ameaça de integração para frente (podem passar a produzir o que o comprador vende).

### **2.4.3 Poder De Barganha Dos Compradores**

Quanto maior for o poder de barganha dos clientes, mais eles podem pressionar os vendedores a baixarem o preço ou aumentarem a qualidade do seu produto. Segundo Porter (2022), os clientes sempre querem comprar mais e pagar menos. Assim, eles jogam os concorrentes uns contra os outros na disputa pelo mercado.

Vale ressaltar que, caso os clientes tenham rede de integração forte, podem boicotar produtos ou fazer pressões muito mais fortes. As empresas podem, ainda, se unir e combinar preços, configurando um cartel, o que é ilegal. No entanto, comprovação de cartel é um processo muito longo. Um outro caso que pode ocorrer são as empresas maiores comprarem as menores e criarem um monopólio, diminuindo o poder de barganha dos consumidores. De forma geral, seguem alguns fatores que aumentam o poder de barganha dos compradores:

- Baixo número de compradores e compram em grandes volumes;
- Os produtos que compram são padronizados ou sem diferenciação;
- Os produtos que compram representam parcela significativa dos seus custos;
- Os custos de mudança de fornecedor são baixos;
- Empresas com lucros baixos;
- O produto não é importante para a qualidade dos produtos dos compradores;
- Os produtos não ajudam o comprador a economizar;
- São uma ameaça concreta de integração para trás (podem passar a fazer o que o fornecedor faz).

#### 2.4.4 Ameaça De Novos Entrantes

Para Porter (2022), novos entrantes podem causar uma agitação no mercado. Eles chegam com força, com novidades, para mostrar grandes investimentos e desejo de ganhar participação de mercado. No entanto, para novos concorrentes entrarem no mercado, alguém perde espaço. Essa ameaça que os novos entrantes representam para o setor, porém, depende da reação dos concorrentes atuais e das barreiras de entrada.

“As empresas tendem a diminuir o preço na intenção de frear os ânimos dos novos entrantes. É como se os concorrentes atuais se unissem nas trincheiras contra o novo inimigo que avança no seu território” (PORTER, 2022).

Vale ressaltar que é muito comum que quando os novos *players* chegam, mesmo com os baixos preços adotados pelos antigos competidores, muitos destes não sobrevivam, pois são incapazes de inovarem e de se adaptarem à nova realidade. Um exemplo muito comum é o da Kodak, que não conseguiu acompanhar empresas como Canon e Nikon.

Ainda assim, o que mais dificulta a inserção no mercado são as barreiras de entrada. Dentre elas, podemos citar:

- Economias de escala, que forcem a entrar em grande escala ou aceitar uma desvantagem de custo;
- Diferenciação do produto, que força os investimentos para superar a fidelidade do cliente;
- Necessidades de capital, que forcem a fazer grandes investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), instalações, publicidade etc.;

- Desvantagens de custo independentes de escala, como a curva de aprendizagem, tecnologia proprietária e acesso às melhores fontes de matéria-prima, que forcem a aumentar custos;
- Acesso aos canais de distribuição, que impede a distribuição de novos produtos e força a adotar canais próprios de venda;
- Política governamental, que pode regulamentar a entrada em mercados específicos, como hospitais ou geração de energia.

#### 2.4.5 Ameaça de Produtos Substitutos

Os produtos substitutos dizem respeito àqueles que não existem, mas que ao existirem suprem a mesma necessidade que produtos atuais, tornando-os, muitas vezes, obsoletos (PORTER, 2022). A possível existência desses produtos é o que faz muitas vezes as empresas investirem em P&D. Alguns exemplos recorrentes disso são:

- Substituição da carne bovina pela de soja ou pela falafel;
- Substituição dos sucos e refrigerantes pela kombucha;
- Diminuição da necessidade de um computador pelo *smartphone*.

### 3 METODOLOGIA

Um dos tópicos da metodologia é a pesquisa bibliográfica de avaliação de empresas. Segundo UEG (2008), tal etapa consiste no

levantamento de toda a bibliografia já publicada em forma de livros, periódicos (revistas), teses, anais de congressos, indexados em bases de dados em formato *on-line* ou *cd-rom*. A finalidade é proporcionar ao aluno ou ao pesquisador o acesso à literatura produzida sobre determinado assunto, servindo de apoio para o desenvolvimento de trabalhos científicos e análise das pesquisas (UEG, 2008, n.p.)

A literatura matriz de tal trabalho é o livro “*Valuation, Guia Fundamental e Modelagem em Excel*”, de Ricardo Serra e Michael Wickert.

Em seguida, será feito um estudo de caso. Conforme Yin (2005), estudo de caso “é uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto de vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos”.

No que diz respeito à natureza deste trabalho, ele pode ser classificado como uma pesquisa aplicada, uma vez que utiliza métodos existentes relativos ao estudo de caso (LÚCIA, 2005). Vale ressaltar que dentre os objetivos de pesquisa, como descritiva, explicativa ou

exploratória, tal trabalho deve ser classificado como exploratório por ser um estudo de caso e conter análises bibliográficas e ser uma execução de algo da realidade de uma determinada empresa. A seguir, estão descritos o passo a passo do procedimento metodológico:

- Levantamento de dados de mercado e macroeconômicos do setor de tecnologia do Brasil;
- Análise qualitativa de mercado com a análise das forças de Porter;
- Levantamento de cenários macroeconômicos do setor;
- Levantamento dos dados contábeis da empresa, premissas e estimativas para utilizar no fluxo de caixa descontado;
- Inserção de todos os dados no método do fluxo de caixa descontado;
- Levantamento do valor econômico da empresa.

#### 4 A TOTVS S.A.

Líder isolada em sistemas e plataformas para gestão de empresas, a TOTVS entrega produtividade para mais de 40 mil clientes por meio da digitalização dos negócios. Apesar de ser conhecida por seu ERP, oferece diversos serviços financeiros e soluções de análises de negócio, investindo aproximadamente R\$1,9 bilhão em pesquisa e desenvolvimento nos últimos cinco anos. No site, a TOTVS diz oferecer suporte ao crescimento e a sustentabilidade de negócios e empreendedores do Brasil, por meio da tecnologia.

A TOTVS é a maior, e principal empresa de tecnologia do Brasil. O seu core business é o desenvolvimento de ERP, no entanto, ao longo de sua história recente vem investindo em soluções financeiras, recursos humanos, e soluções de marketing.

Está entre os 3 principais *players* na América Latina, mas atua principalmente no Brasil, ainda que possua clientes em mais de 40 países. Com uma receita líquida, em 2021, de R\$3,2 bilhões e aproximadamente, 10 mil funcionários entre unidades próprias, filiais e franquias, ocupa a 25ª posição de marca mais valiosa do país no ranking *da Interbrand* em 2020, sendo a única marca de *software* presente nesse *ranking*. No Brasil, conta com 15 filiais, 52 territórios franqueados e 10 centros de desenvolvimento. No exterior, conta com 5 filiais (Argentina, Colômbia, Estados Unidos, México e Portugal) e 2 centros de desenvolvimento (Estados Unidos e México) (TOTVS, 2022).

A seguir pode-se ver uma linha do tempo com os acontecimentos mais relevantes da história da TOTVS:

1983 - Laércio Cosentino e Ernesto Haberkorn fundam a Microsiga (atual TOTVS) para fornecer soluções de gestão empresarial integradas e com preços razoáveis às empresas de pequeno e médio porte.

1997 – Internacionalização da TOTVS através do início de uma filial na Argentina.

2005 - Alteração da Microsiga para TOTVS S.A.; Entrada da BNDESPAR como acionista da Companhia e Aquisição da Logocenter.

2006 - Abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) e posterior aquisição da RM Sistemas.

2018 - Saída do fundador da empresa Laércio Cosentino do comando da TOTVS, para Dennis Herszkowicz. Laércio torna-se presidente do conselho deliberativo.

2019 - Revisão do planejamento estratégico da TOTVS, que culminou na venda das operações de Hardware da Bematech em 2015, para focar equipes e recursos na operação de Software. Durante 2019 a Companhia adquiriu a Supplier S.A. e a Consinco. Em 2019 a empresa estruturou que atuaria no segmento de *Business Performance* e *Techfin*.

#### 4.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

As fusões e aquisições são uma política muito constante desde a fundação TOTVS, sendo importante conhecê-las para entender a situação atual da empresa. No Quadro 01 a seguir pode-se ver o histórico de fusões e aquisições.

**Quadro 01** – Histórico de fusões e aquisições da TOTVS

31/08/2022	FEEDZ	Aquisição de ações que representam 60% do capital social da FEEDZ TECNOLOGIA S.A. (“FEEDZ”)
12/04/2022	TOTVS TECHFIN	Criação de uma Joint Venture com o Itaú Unibanco S.A. (“Itaú”), denominada TOTVS TECHFIN (“JV”)
12/07/2021	Dimensa	Compra de participação minoritária representativa de 37,5% do total de ações da DIMENSA.
09/03/2021	RD Station	Contrato de compra e venda para aquisição de ações que representam 92% do capital social da RD Station
29/12/2020	Tail Target Tecnologia	Compra de 100% do capital social da Tail Target Tecnologia
06/11/2019	Bematech International Corporation	Alienação de 100% do capital da operação de hardware da Bematech International da Ásia
28/10/2019	Supplier	Obtenção de 88,8% do capital da SUPPLIER S. A
24/10/2019	Bematech Hardware	TOTVS adquire 100% do capital social da Bematech Hardware Ltda.
03/09/2015	Bematech	TOTVS passa a ser titular da operação da empresa.
16/07/2013	RMS e Webstrategie	Obtenção de 100% do capital da RMS e Webstrategie.
13/10/2009	TotalBanco	Aquisição de 70% da TOTALBANCO LTDA.
09/09/2009	Tools	Detenção de 100% do capital social da Tools
19/08/2008	Datasul	Detenção de 100% das ações da Datasul.
12/04/2006	RM Sistemas	Compra de 100% do capital social da RM SISTEMAS S.A.
16/02/2005	Logocenter	Compra de 100% do capital social da LOGOCENTER S.A.
16/02/2005	Sipros	Compra de 100% do capital social da SIPROS México

**Fonte:** RI TOTVS (2022), elaborado pelo autor.

**ESTRUTURA SOCIETÁRIA**

As ações da TOTVS são negociadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – B3 sob o *ticker* TOTS3 desde 09/03/2006. Atualmente, a empresa possui um total de

617.183.181 ações. Adquirindo como referência o preço da ação do dia 09/09/2022 R\$29,26. O valor total da companhia equivale a R\$ 18.058.779.876,06.

A composição acionária da TOTVS pelos membros mais relevantes está descrita no Quadro 02 a seguir:

**Quadro 02 – Composição acionária da TOTVS**

<b>Acionista</b>	<b>Quantidade de ações</b>	<b>%</b>
LC EH, Laércio Consentino, Senta Pua e Ernesto Haberkorn (*)	86.388.705	14%
GIC Private Limited	37.359.646	6%
Canada Pension Plan Investment	32.754.201	5%
BlackRock Inc.	31.632.336	5%
Ações em Tesouraria	11.450.078	2%
Outros	417.598.215	68%
<b>TOTAL DE AÇÕES</b>	<b>617.183.181</b>	<b>100%</b>

Fonte: RI TOTVS (2022), elaborado pelo autor.

## 4.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIRETORIA EXECUTIVA

### 4.2.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é o órgão de deliberação colegiada da TOTVS responsável pela modelagem e revisão das políticas gerais de negócios, bem como por decisões estratégicas de longo prazo. É de atribuição do órgão, designar e supervisionar a gestão dos Diretores da TOTVS, ou seja, as decisões da diretoria estão submetidas às decisões do conselho. Devido à Lei das Sociedades por Ações, o Conselho apresenta, também, a responsabilidade de contratação dos auditores independentes.

O Conselho precisa de no mínimo 5, e no máximo 7 membros. Os conselheiros são eleitos em Assembleia Geral de acionistas, com mandato unificado de dois exercícios anuais, sendo o exercício anual o período compreendido entre duas Assembleias Gerais Ordinárias, podendo ser reeleitos e desligados a qualquer momento por acionistas da TOTVS reunidos em Assembleia Geral. De acordo com as regras do Novo Mercado, no mínimo 20% dos membros

do Conselho de Administração deverão ser Conselheiros Independentes, ou seja, que não é acionista, e nem trabalha na empresa.

Vale ressaltar que, de acordo com a Lei das Sociedades por Ações, membros do Conselho de Administração estão proibidos de votar em qualquer Assembleia de acionistas, ou ainda de atuar em qualquer operação ou negócios que tenham conflito de interesses com a TOTVS (RI, 2022). A seguir, o Quadro 03 mostra o quadro dos conselheiros.

**Quadro 03** – Quadro dos conselheiros da TOTVS

Nome	Data de nascimento	Posição	Eleição
Laércio José de Lucena Cosentino	11/08/1960	Presidente do Conselho	19/04/2022
Maria Letícia de Freitas Costa	27/03/1960	Vice-Presidente do Conselho e Membro Independente	19/04/2022
Eduardo Mazzilli de Vassimon	07/10/1958	Membro Independente	19/04/2022
Gilberto Mifano	11/11/1949	Membro Independente	19/04/2022
Guilherme Stocco Filho	01/07/1974	Membro Independente	19/04/2022
Sylvia de Souza Leão Wanderley	09/03/1962	Membro Independente	19/04/2022
Tania Sztamfater Chocolat	17/01/1977	Membro Independente	19/04/2022

**Fonte:** RI TOTVS (2022), elaborado pelo autor.

Vale ressaltar o nome de maior relevância e *chairman* na empresa - Laércio Cosentino - é fundador e presidente do Conselho de Administração. Formado em Engenharia Eletrotécnica pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (USP), sua carreira e história consolidaram-se no setor de TI, especialmente com a fundação da TOTVS em 1983. Laércio 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 e conselheiro da Brain4care.

### 4.3 DIRETORIA EXECUTIVA

Os Diretores da TOTVS são seus representantes legais, responsáveis, principalmente, pela administração diária e pelo desenvolvimento das políticas e diretrizes gerais estabelecidas pelo Conselho de Administração. Os Diretores são eleitos pelo Conselho de Administração da TOTVS com mandato unificado de dois exercícios anuais, sendo exercício anual o período compreendido entre duas Assembleias Gerais Ordinárias, podendo ser reeleitos e, a qualquer momento, depostos pelo Conselho (RI, 2022). No Quadro 04, a seguir, pode-se ver o corpo de diretores.

**Quadro 04** – Diretores da TOTVS

Nome	Data de nascimento	Posição	Eleição
Dennis Herszkowicz	06/11/1974	Diretor-Presidente	08/02/2021
Alexandre Haddad Apendino	08/12/1979	Diretor Vice-Presidente de Atendimento e Relacionamento	08/02/2021
Gilsomar Maia Sebastião	06/12/1975	Diretor Vice-Presidente Administrativo e Financeiro e Diretor Relações com Investidores	08/02/2021
Gustavo Dutra Bastos	19/03/1976	Diretor Vice-Presidente de Plataformas	08/02/2021
Izabel Cristina Branco	24/06/1976	Diretora Vice-Presidente de Relações Humanas	08/02/2021
Juliano Tubino	05/08/1974	Diretor Vice-Presidente de Estratégia e Novos Negócios	08/02/2021
Marcelo Eduardo Sant'anna Cosentino	06/01/1983	Diretor Vice-Presidente de Negócios para Segmentos	08/02/2021

**Fonte:** RI TOTVS (2022), elaborado pelo autor.

Pode-se destacar Dennis Herszkowicz, Diretor Presidente da TOTVS, Formado em Propaganda e Marketing pela ESPM., entre 2003 e 2018, foi sócio e Diretor Estatutário da Linx S.A., ocupando diferentes Vice-Presidências, além de ter sido Membro do Conselho de Administração no período de 2011 a 2014. Entre 2012 e 2017, ele foi *Chief Financial Officer* e Diretor de Relações com Investidores, sendo responsável pelo IPO em 2013 e pelo *follow-on* em 2016, além de conduzir 20 aquisições no período. Enquanto, entre 2017 e 2018, foi Vice-

Presidente Executivo de Novos Mercados, Unidade de Negócios focada em *Fintech*. Anteriormente à Linx, foi Diretor Geral do DeRemate.com no Brasil, fundador e CEO da Gibraltar.com, e trabalhou na Unilever e Credicard S.A.

#### 4.4 SEGMENTOS DE ATUAÇÃO

Os produtos da TOTVS podem ser divididos em três categorias: Gestão, *Techfin*, e *Business Performance*. Para entender um pouco da relevância de cada unidade de negócio, no Gráfico 01 pode-se ver o impacto financeiro causado por cada um deles. (RI TOTVS, 2022)

**Gráfico 01** – Receita Líquida Non- GAAP, 2021.



Fonte: RI TOTVS (2022)

##### 4.4.1 Gestão

O módulo de gestão serve para controlar o gerenciamento de todos os projetos de uma empresa, com uma robustez de abastecimento de dados e integrações com outras plataformas. É a área que representa o maior faturamento para a TOTVS – vale ressaltar que ela nasceu desenvolvendo ERPs, permanecendo até hoje a líder nacional no segmento, e ainda continua sendo o seu maior destaque, apesar de estar com outros sistemas de negócios bastante significativos. (RI TOTVS, 2022).

Dentro desse módulo destacam-se os produtos de ERP, um sistema fundamental para uma empresa que atinge um nível de médio porte.

O *Enterprise Resource Planning* é um sistema que permite acesso fácil, integrado e confiável aos dados da companhia. A partir dessas informações, é possível fazer diagnósticos profundos sobre as medidas necessárias para eliminar desperdícios, reduzir custos e aumentar a produtividade (RI TOTVS, 2022).

Além disso, é possível gerir todos os projetos e planos de ação dessa empresa. A empresa líder global nesse segmento é a SAP, empresas muito grandes tendem a optar por esse *software*, o que é um desafio para a TOTVS, no entanto, algumas muito maduras, tendem a preferir a nacional, visto que está mais alinhada às necessidades da rotina corporativa brasileira.

Segundo Delloite (2022), só em 2022, 95%, do empresariado brasileiro mencionou o ERP como fundamental para o funcionamento de uma empresa. E segundo OMIE (2021), uma tendência para o curto prazo é a integração com prefeituras no que diz respeito à emissão de notas fiscais.

A TOTVS também possui um sistema de RH com várias funções como: folha de pagamento, ponto eletrônico, *people analytics*, gestão de *performance*, PDI, gestão de metas. A *tech* ainda conta com recursos de futuro do trabalho como admissão digital e crédito consignado. Existem vários *players* que atuam no Brasil, mas o que tem atuação ampla para concorrer com a TOTVS é a *Love Mondays*, os outros apresentam recursos mais específicos, como processo admissional, ou relacionados a gestão de aprendizagem ou performance.

#### 4.4.2 Techfin

O termo “*Techfin*” refere-se a uma empresa de tecnologia que oferece soluções financeiras integradas ao próprio sistema de gestão de uma companhia, ou seja, é um serviço ofertado a outra empresa (B2B) e não uma pessoa física como fazem muitas *fintechs*.

Antigamente as necessidades financeiras eram atendidas pelos tradicionais bancos, no entanto, tais soluções não eram integradas aos ERPs das empresas. Uma solução que se destaca do serviço da TOTVS é o acesso a créditos, e a diferentes formas de pagamento.

Segundo Forbes (2022), empresas financeiras do ramo de tecnologia possuem bastante espaço em países onde há o Oligopólio de bancos como Canadá e México. Um outro fator que tem ganhado relevância é a diminuição do crescimento das *fintechs* e *techfins* quando estas atingem um alto porte, por isso tem se apostado em estratégia de fusão com grandes bancos.

### 4.4.3 Business Performance

*Business Performance* é um conjunto de processos, ferramentas, métodos e boas práticas gerenciais, estratégicas e analíticas que possibilitam um melhor entendimento do negócio, de seu mercado e de seus clientes, levando ao aumento de vendas.

Também é entendido como planejamento financeiro integrado aos projetos e funcionamento da empresa, além disso busca-se melhorar o desempenho estratégico e operacional com um embasamento robusto em *big data* e análise de dados (TOTVS, 2022).

O produto principal desse nicho é o CRM, denominado SFA, que é um tradicional CRM com regras flexíveis, as quais permitem uma configuração do sistema de acordo com as necessidades específicas do segmento de determinada operação. É possível gerenciar a carteira de clientes com diversos recursos – controle de agendas, rotas de visitas, atendimentos e visitas aos clientes, entre outros processos fundamentais para atividades comerciais.

Um dos grandes diferenciais do sistema frente ao mercado é o *business intelligence*, para acompanhar indicadores de vendas e usar os dados para uma gestão mais efetiva. Além disso, a solução conta com um módulo voltado para o segmento do agronegócio, que auxilia no planejamento, acompanhamento e medição de resultados da lavoura, facilitando a análise e tomada de decisões.

O mercado de CRM é disputado no Brasil. O mais famoso é o *Pipedrive*, grife internacional em CRM, mas há também o Hubspot, que também é uma potência internacional, cuja contratação é um pouco mais barata. Existem, além desses, os nacionais como o *Exact Sales*, e o da subsidiária, RD Station. Percebe-se que há concorrência, mas também tem muito mercado. O TOTVS CRM possui vantagens por conta da venda conjunta com o ERP e, também, por ter uma linguagem de integração muito mais fluida.

Vale ressaltar que grande parte da receita de *Business Performance* vem da RD Station com a automação de marketing e vendas.

## 5 ANÁLISE DE MERCADO DA TOTVS

### 5.1 ANÁLISE POR SETOR

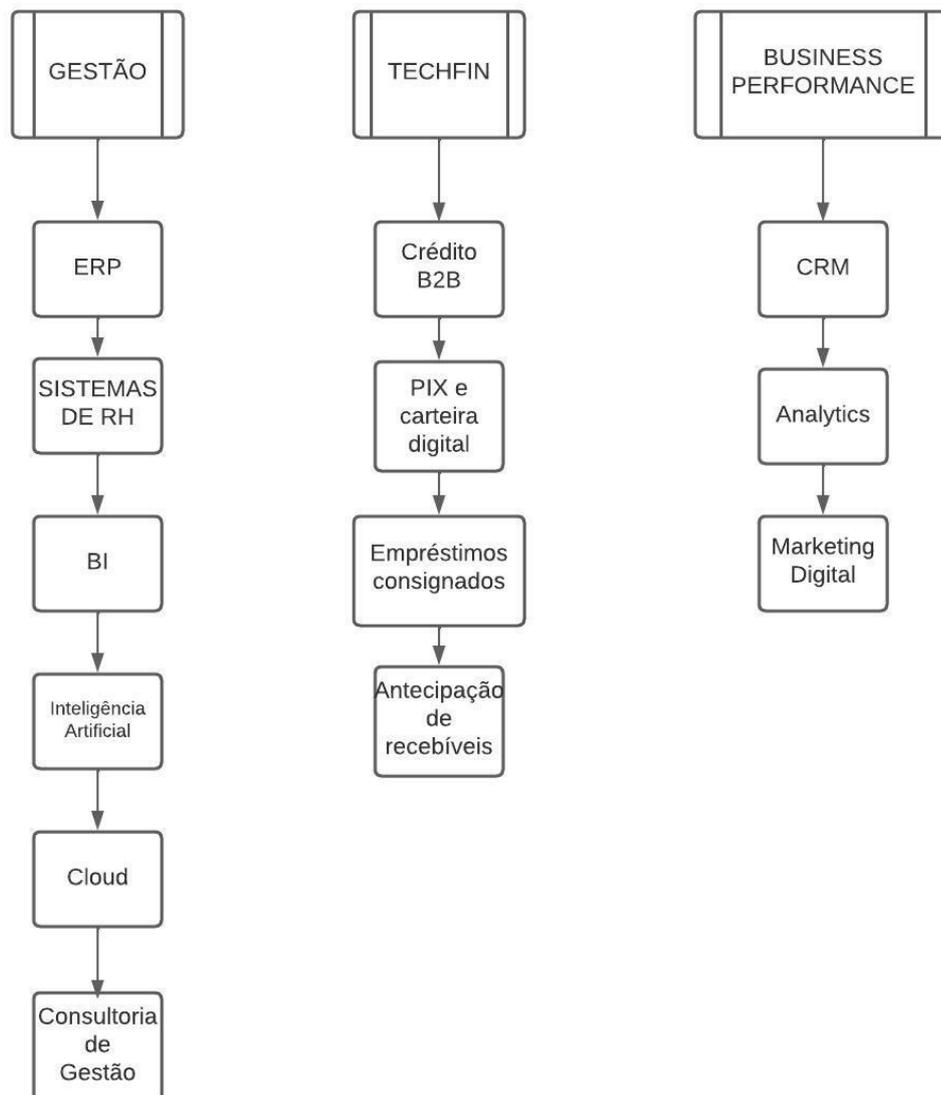
Esse tópico tem por finalidade entender a dinâmica de mercado e macroeconômica que a TOTVS está inserida. Algumas análises foram feitas como: dimensionamento do tamanho de mercado, competitividade, riscos e oportunidades, e análises de *stakeholders* adjacentes que

podem interferir no sucesso da instituição. Tais análises são fundamentais para compreender as premissas da avaliação dessa empresa de tecnologia.

### 5.1.1 Drivers de Crescimento

Os *drivers* são os segmentos de negócios de uma companhia que tem potencial de gerar o crescimento dessa, ou seja, aumentar o seu faturamento e valor de mercado (FIGURA 02).

**Figura 02** – Segmentos de atuação da TOTVS



**Fonte:** RI TOTVS (2022).

#### 5.1.1.1 Drivers do setor de gestão

Desde o início da empresa, o setor de gestão foi o mais representativo e hoje conta com 88% das receitas. Ele é responsável pelo sucesso da companhia, inclusive há a perspectiva de

que se mantenha assim. Vale ressaltar que os outros pilares de negócios surgem como um agente complementar ao de gestão, ou seja, as outras ferramentas, ao se integrarem com as de gestão, deixam a plataforma ainda mais robusta. Por isso, a ideia é que até seja feita uma venda conjunta. (RI TOTVS, 2022)

Uma diretriz estratégica que faz parte da TOTVS são as fusões e aquisições. Desde 2008 a empresa adota a estratégia como forma de acelerar o seu número de soluções, capilaridade no país, e carteira de clientes.

Tal estratégia tornou-se necessária para suprir uma demanda de inovação tecnológica empresarial contínua, a fim das companhias permanecerem competitivas no mercado. Para tal demanda os softwares de gestão são fundamentais, uma vez que estão presentes em 95% das empresas das PMEs. Um dos indicadores que representa essa demanda pelas empresas são as qualificações de profissionais na hora de contratar, as quais estão ilustradas na Figura 03.

**Figura 03** – Prioridade de competência das empresas

### As prioridades das empresas em termos de principais habilidades estão em qualificações de tradutores, liderança de pessoas e gestão da mudança.

Classificação por prioridade de alavancas operacionais para melhorar a produtividade,  
% de participantes (n = 97)



Fonte: Pesquisa sobre produtividade 2021 do McKinsey Global Institute com empresas de serviços.

**Fonte:** McKinsey (2021)

Para se ter uma ideia do tamanho do mercado da TOTVS, aproximadamente 30% (MCKINSEY, 2022) do PIB nacional são PMEs, além disso, como 95% delas usam a tecnologia a seu favor e seu orçamento destinado a TI é de aproximadamente 8,2%, a TOTVS possui um mercado de aproximadamente US\$ 32,8 bilhões.

Pode-se perceber o poder de mercado da TOTVS quando vemos essa análise da McKinsey (2021) da relação de habilidades mais requisitadas pelas empresas. A primeira e

segunda habilidade operacional está totalmente alinhada com os serviços fornecidos pela TOTVS, como BI e serviços de RH. Ou seja, uma empresa que possui um sistema de gestão robusto tem maior poder de competição.

Um outro fator oriundo dessa análise é que, antes da pandemia, 18% dos empresários tinham intenção de potencializar seus investimentos em TI, mas após, este dado subiu para 34%, o que configura o aumento futuro do tamanho de mercado da empresa em questão. Ainda segundo a consultoria, um dos grandes diferenciais de uma ferramenta de gestão é o poder de identificar de forma rápida os desperdícios de uma empresa. Além disso, a respeito dos efeitos COVID-19, as ações que mais inflaram nos EUA foram das *big techs*, devido ao papel fundamental da tecnologia nos dias de hoje.

No Gráfico 02, pode-se ver o aumento do investimento em tecnologia de médias e grandes empresas.

**Gráfico 02** – Investimentos em TI por setor



Fonte: Meirelles (2021)

Esses dados mostram como ainda continua forte o avanço dos investimentos em tecnologia, e o poder de crescimento da TOTVS, que está diretamente ligado a valorização do setor de TI. Além disso o setor de serviços apresenta um maior orçamento de investimento, e deve apresentar um foco ainda maior pela empresa, além de ser o setor mais representativo do PIB nacional.

### 5.1.1.2 Drivers do setor de *techfin*

A plataforma de *techfin* surgiu para ser um complemento às plataformas de gestão, ou seja, são utilizadas em conjunto. Assim, portanto, muitos indicadores de tendência de crescimento como o de investimento e TI e do tamanho de mercado, que foi avaliado no segmento de gestão, estão correlacionados.

Segundo dados da Mckinsey desde 2017 o segmento financeiro para PMEs apresentou crescimento médio de 15% ao ano. Só no primeiro semestre de 2021 os valores das plataformas de crédito foram na faixa de R\$ 350 bilhões, tornando-se um segmento cada vez mais atrativo para as *techfins* e *fintechs*.

Esse poder de penetração se deve ao fato dos desafios enfrentados pelas PMEs serem a falta de dados confiáveis, alto custo de servir o cliente, falta de garantias, fluxo de caixa instáveis, barreiras de entrada e falta de programas governamentais (MCKINSEY, 2022).

O fato dos produtos financeiros estarem integrados ao ERP traz grandes diferenciais, principalmente em se tratando de *open banking*. Haverá registro de todos os tipos de dados dentro da plataforma, como transações, comportamento do consumidor, produtos contratados, entre outros, promovendo uma alta confiabilidade de dados.

Um outro fator que permitiu o crescimento foi a digitalização dos produtos financeiros, isso deixa a operação mais barata e conseqüentemente menores taxas de juros ofertadas em créditos.

Algo que sempre foi notável no Brasil foram as barreiras de entrada para o setor bancário. Apenas grandes bancos poderiam operar no território nacional. Com a regulamentação das Sociedades de Crédito Diretos (SCD) e Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP) por parte do Banco Central, a competição se tornou mais isonômica e aberta a novos *players*, principalmente para atender àqueles que eram prejudicados pelos grandes bancos: as PMEs.

Essa é uma vertical de negócios com bastante potencial de crescimento. Cerca de 90% dos empresários desse setor estão otimistas quanto ao futuro, por isso, quem conseguir inovar, e capilarizar com mais força consegue a liderança de mercado.

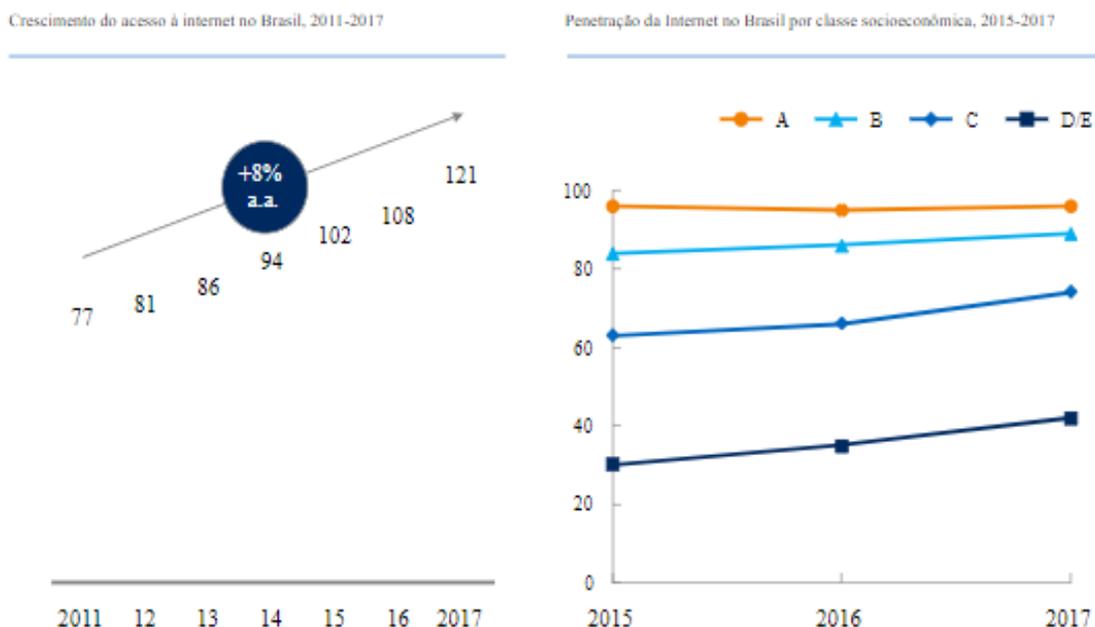
### 5.1.1.3 Drivers do setor de *business performance*

O foco desse *driver* é aumentar a venda do negócio, e para isso, além de toda ferramenta de BI, deve-se analisar o desempenho do segmento de CRM e de *marketing* digital.

A digitalização promovida pela pandemia também foi um fator que impactou diretamente o investimento em marketing digital. Segundo a revista EXAME (2022), só em 2021, em um dia de pesquisas, havia mais de 3450 vagas abertas na área em todo o Brasil, com salários chegando a R\$ 30 mil.

Segundo Mckinsey (2019), o aumento do uso da internet vem crescendo 8% ao ano desde 2017, como pode ser visto na Figura 04.

**Figura 04** – Acesso à internet pela população brasileira.

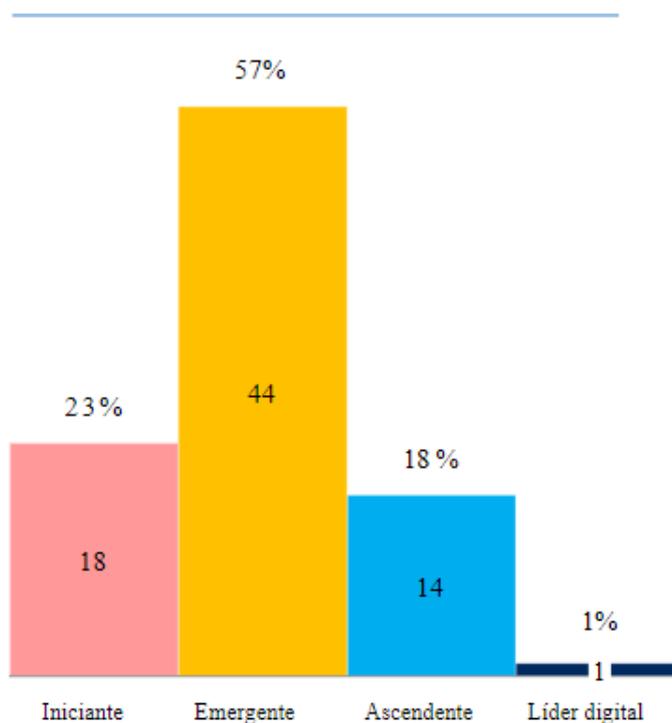


Fonte: Mckinsey (2019).

Pode ser filtrado da pesquisa que quase 50% dos brasileiros fizeram compras online. No entanto, no Brasil, poucas empresas apresentam um alto nível de maturidade no marketing digital. Na pesquisa da Mckinsey (2021), 80% das empresas ainda têm pouca experiência na área, como pode ser visto na Figura 05.

**Figura 05** – Nível de maturidade das empresas de marketing

Distribuição geral das empresas respondentes, DMR

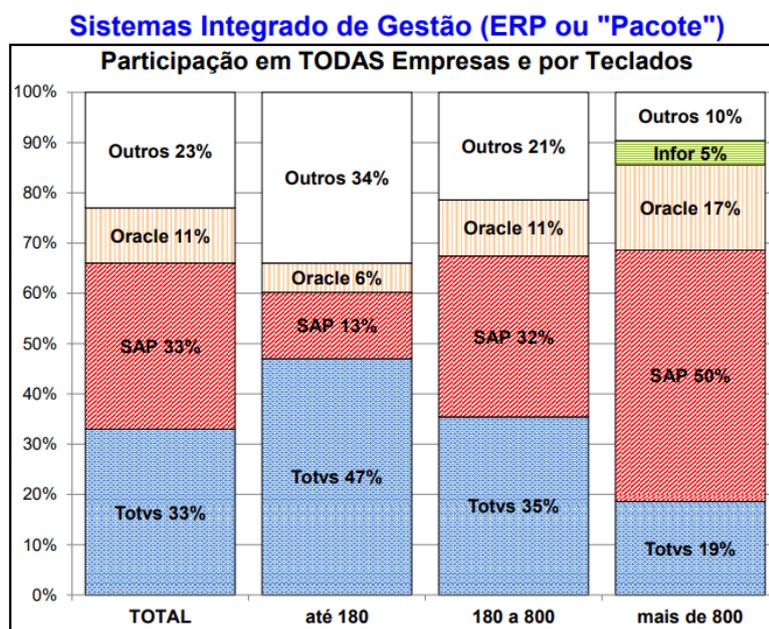


Fonte: Mckinsey (2021).

As iniciantes não têm nenhum retorno com o *marketing* digital e as emergentes um desempenho mediano, ou seja, é um mercado com bastante profundidade de atuação para a TOTVS.

## 5.2 DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE

No Gráfico 03, abaixo, observa-se a configuração de *marketshare* de *softwares* de gestão no Brasil variando com o tamanho da empresa em número de teclados (medida comum nas empresas de tecnologia, para mensurar os seus tamanhos).

Gráfico 03 – *Marketshare* de Gestão

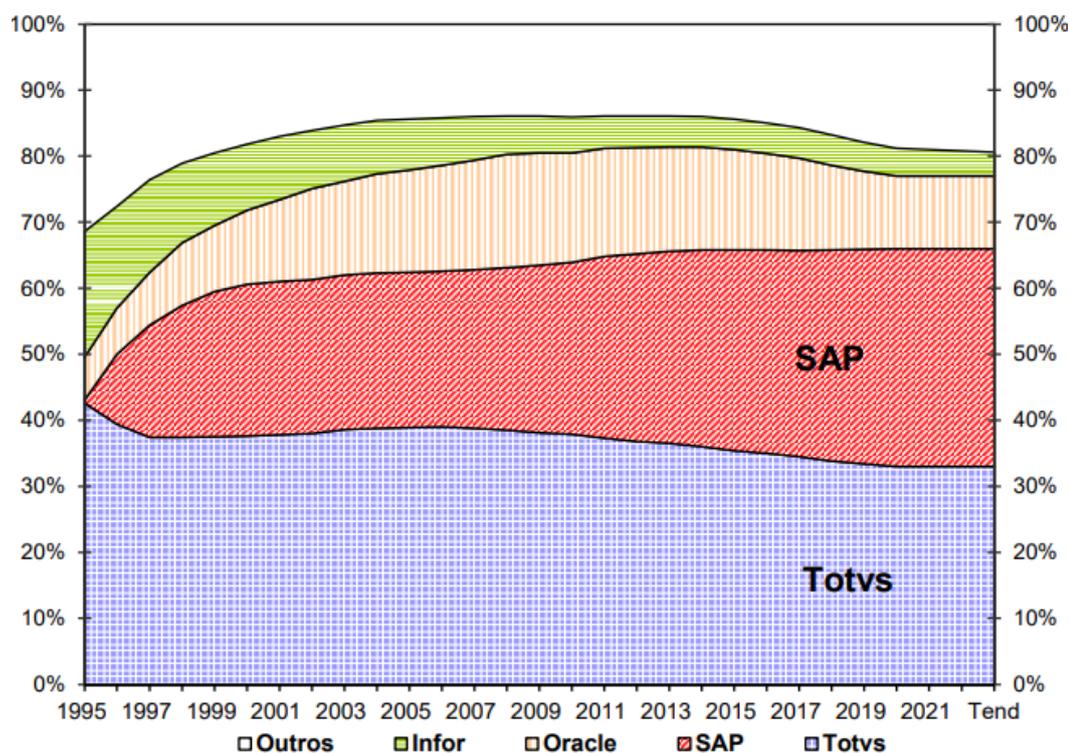
Fonte: Meirelles (2022).

Atualmente a TOTVS é líder no mercado de *softwares* no Brasil com uma fatia de 33% do mercado empatada com a líder mundial SAP, ou seja, é um alcance muito significativo para uma empresa de tecnologia nacional. Pode-se notar também que a brasileira é líder isolada em pequenas empresas e a mais representativas em médias, sendo este setor aquele o foco na atualidade.

O domínio da SAP entre as grandes empresas se deve a dois grandes motivos, o primeiro deles é que de fato é uma plataforma mais robusta, com mais recursos, afinal a empresa tem um *know-how* profundo, devido à longevidade e liderança mundial. O outro é status social, possuir um SAP de certa forma é ter um produto de grife, isso motiva as empresas a na hora da contratação. Não se pode esquecer, é claro, que o preço da SAP é bem maior que a TOTVS, o que impulsiona a compra de apenas empresas maiores.

Para entender como a fatia de mercado do setor evoluiu ao longo do tempo, analisou-se o Gráfico 04.

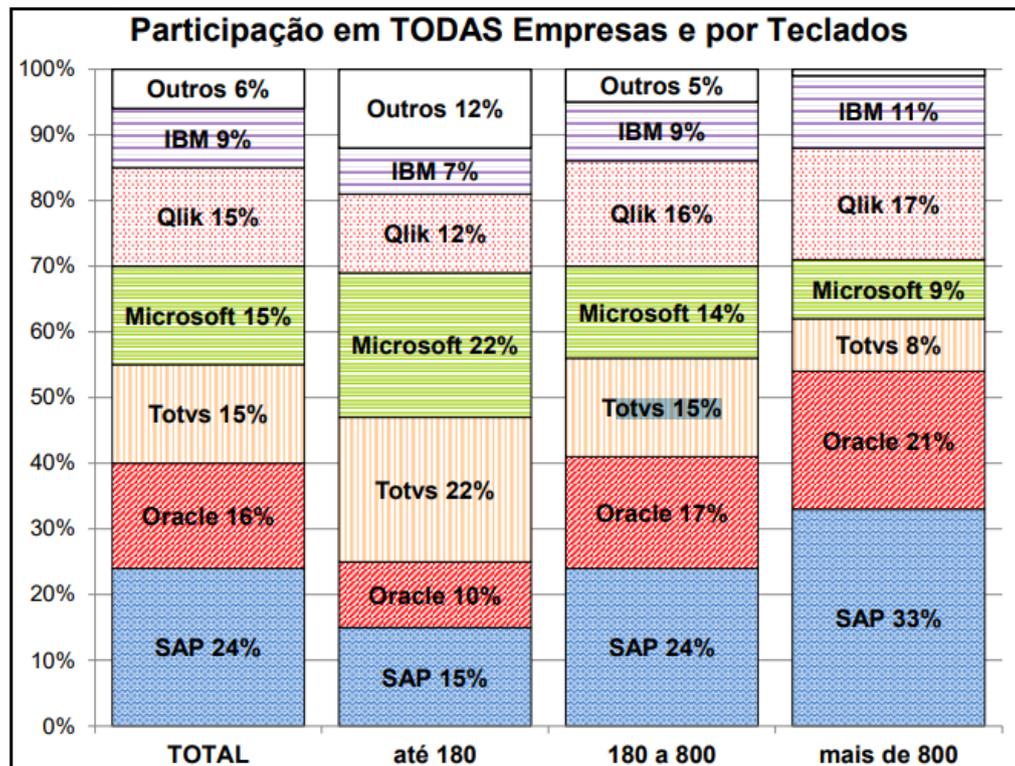
**Gráfico 04 – Divisão de mercado de *softwares* de gestão  
Evolução e Tendência**



Fonte: Meirelles (2022).

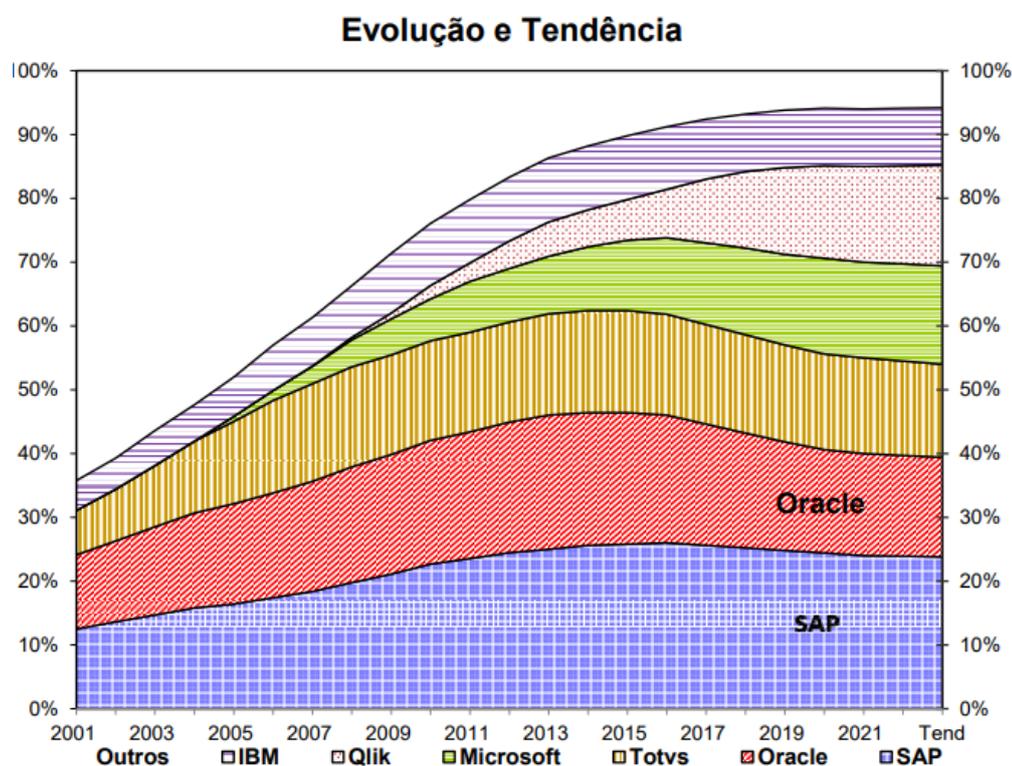
Percebe-se que a TOTVS foi líder de mercado por muito tempo chegando a possuir 43% em 1995, uma vez que não havia grandes concorrentes, no entanto mesmo após a entrada deles a perda de fatia foi tímida, e continuou mantendo a estratégia de sucesso por longo tempo. No entanto, a partir de 2009, percebendo a alta competição de mercado, começou uma estratégia de fusão e aquisição de empresas de softwares e hardwares da área de gestão, mas ainda continuou a cair, apenas em 2019 com a estratégia de aquisição de produtos relacionados a operações financeiras como a empresa Dimensa e Fluig e de produtos relacionados a business performance como a RD Station que a competitividade começou a se estabilizar no mercado com os 33% de *marketshare*, uma vez que a compra desses produtos também impulsionava a compra de ERPs.

No Gráfico 05, pode-se observar a variação de *marketshare* de inteligência analítica por tamanho de empresa, que também pode ser referenciada como a área de *Business Performance* da TOTVS.

Gráfico 05 – *Marketshare* de inteligência analítica**Inteligência Analítica (BI, CRM, BA, Sistemas de Apoio à Decisão ...)**

Fonte: Meirelles (2022)

Nesse gráfico pode-se perceber que o número de *players* é bem maior, em gestão eram apenas três, SAP, TOTVS e Oracle; agora Qilk, IBM e Microsoft disputam fortemente o mercado. Percebe-se também que a penetração da TOTVS é maior nas PMEs e, portanto, é onde deve-se aumentar as forças para consolidar a marca. No gráfico 06 pode-se analisar a evolução da fatia de mercado de tal setor.

Gráfico 06 – Evolução de *marketshare*

Fonte: Meirelles (2022)

Percebe-se que, no geral, a TOTVS manteve uma constância geral do seu *marketshare*. A partir de 2009 com a entrada mais forte da Qlik e Microsoft, a TOTVS começou a adquirir várias empresas de software para aumentar o seu poder em *analytics* como a RM Sistemas e a focar nas PMEs, a fim de aumentar sua competitividade. Como o desempenho da Oracle, SAP, IBM e Qlik são nas grandes, a TOTVS compete na verdade com a Microsoft. Portanto foi uma estratégia positiva, uma vez que a TOTVS não perdeu fatia de mercado, já a Oracle e SAP que já foram líderes isoladas, diminuíram sua participação, apesar de ainda ser muito expressiva.

No que diz respeito a *Techfin*, no ano de 2021, houve uma oferta de crédito na faixa de R\$ 10 bilhões, mas para os próximos anos espera-se alcançar os R\$ 100 bilhões (RI TOTVS, 2022).

### 5.3 REDES DE DISTRIBUIÇÃO

A rede de distribuição é completamente remota – o processo de venda, implementação e assistência. Esse tipo de rede é a realidade da maioria das empresas de tecnologia atualmente.

O processo de venda é composto pelos vendedores, BDRs (pré-vendedores) e LDRs (geradores *de leads*). Cabe aos LDRs mapear os leads com maior potencial de venda, adquirir os dados de contato e transferir para o BDR, este por sua vez tem a função de fazer o contato e agendar a reunião para o vendedor. Cabe a este conduzir as reuniões até a assinatura do contrato.

Em seguida, entra o time de CS (*Customer Success*), responsável pela implementação do software, assistência técnica e conselhos estratégicos.

Vale ressaltar que a TOTVS possui um sistema de franquias, em que outras empresas de tecnologia parceiras vendem os sistemas da empresa.

#### 5.4 ESTRATÉGIA MACRO DA TOTVS

A estratégia que mais norteou as demais ações foi a consolidação do seu público-alvo: PMEs (pequenas e médias empresas). Com a chegada dos *players* internacionais no Brasil como IBM, SAP, Oracle, Qilk, foi fundamental para a sobrevivência e competitividade da TOTVS essa definição de *core*. Além disso, as fusões e aquisições também simbolizam as estratégias da *tech* brasileira - foram várias ao longo de sua história, ultrapassando os R\$ 4 bilhões em valores corrigidos.

No que tange o segmento de gestão, a TOTVS vem apresentando um crescimento significativo na faixa de dois dígitos nos dois últimos anos com as aquisições realizadas, pois apesar do mercado de ERP ser antigo, ainda não apresenta um alto grau de maturidade, principalmente em relação a integrações com *analytics* (RI TOTVS, 2022). Dentre as fusões e aquisições desse setor destaca-se a Bematech no valor de R\$ 550 milhões para ampliar a atuação no varejo e *food service* e a RM sistemas por R\$ 165 milhões para penetrar na construção civil e educação. Não se pode deixar de destacar a aquisição da Datasul de desenvolvimento de ERP por R\$ 700 milhões em 2008.

No que diz respeito à *techfin*, tem sido um segmento muito estratégico para a TOTVS nos últimos anos. Apenas de 2020 para 2021 as receitas dobraram. A criação da Dimensa entre a TOTVS e a B3 que gerou um aporte de R\$ 600 milhões para a empresa, e da Supplier por 455 milhões de reais, representam a tecnologia adquirida para atuar nesse setor. Esse segmento é muito promissor para a TOTVS nos próximos anos, uma vez que a oferta de crédito vem aumentando e o índice de inadimplência diminuindo. A expectativa de crescimento é bem otimista, pois espera-se através do *Big Data*, ter ofertas cada vez mais objetivas e personalizadas para cada usuário.

A estratégia de *business performance* também é otimista, só em 2021 houve a maior aquisição da história da TOTVS pela RD *Station* por quase R\$ 2 bilhões. Juntamente com o aumento do investimento de *analytics* a estratégia desse setor tem por finalidade fornecer aos clientes melhores tomadas de decisão em relação a vendas como tamanho de mercado, marketing digital e serviço de *Customer Success*.

É importante ressaltar a relevância que a agenda de ESG (*Environment Social Governance*) tem tomado na empresa, uma vez que todas as decisões de investimento e de novos modelos de negócio têm se integrado com esses fatores.

## 5.5 VANTAGENS COMPETITIVAS

### 5.5.1 Diversificação e Fusões & Aquisições da TOTVS

Desde 2008 que a TOTVS tem optado por comprar empresas que possuem uma tecnologia para atuar em um determinado setor, do que construir do zero. Esse tipo de manobra apresenta diversas vantagens como aumentar um portfólio de produtos e clientes de forma muito rápida. Como foi o caso da RD *Station* para *business performance* e *Supplier* para *techfin*, não podendo deixar de destacar a Datasul para melhoria da robustez de ERP.

Essas fusões apresentam diversos riscos, mas conforme a empresa fica mais madura na adoção desta estratégia, menos risco ela corre. Alguns desses riscos são: aquisição não aumentar as vendas da empresa; *valuation* acima do adequado; dificuldade de integração com as novas plataformas; dificuldade de relacionamento com os novos colaboradores e clientes.

### 5.5.2 Nacionalidade Brasileira

Por ser uma empresa nacional, o conhecimento a respeito da necessidade do empreendedor brasileiro é maior do que empresas multinacionais que seguem um modelo de necessidade internacional. A capacidade de se relacionar com os clientes é maior também, seja pelo laço cultural ou até mesmo em eventos, criando relacionamentos de longo prazo com os clientes.

### 5.5.3 Acordos de Cooperação

Desde 2006 a TOTVS vem adotando diversos tipos de parcerias para ampliar a tecnologia da empresa. Uma delas foi em 2013, quando se juntou com a INTEL, Microsoft e o

Hospital Israelita Albert Einstein a fim de desenvolver tecnologias para gestão de hospitais. Em 2021 houve o acordo com a B3 para a criação do *software* utilizado pela B3. Em 2022 houve a parceria com o Itaú Unibanco para integrar serviços financeiros oferecidos pelo banco ao sistema *techfin* da TOTVS (OLIVEIRA, 2022). Vale ressaltar também o sistema de franquias que a TOTVS possui – este é constituído de empresas de tecnologia revendedoras dos sistemas da TOTVS, aumentando ainda mais a capilaridade no país.

#### **5.5.4 Inovação da TOTVS**

A TOTVS apresenta alto grau de investimento em P&D, com cerca de 12% das receitas destinadas a tal área. Além do Brasil, a empresa possui centros de pesquisa nos EUA, Rússia, Taiwan e México. O mais famoso deles é o do Vale do Silício denominado de TOTVS *Labs*, destinado a pesquisa em computação em nuvem, *big data*, *blockchain*, aplicativos para celular, robótica, inteligência artificial (IA), *machine learning*, experiência do usuário (UX), impressão 3D e realidade virtual e aumentada.

Essa estratégia promove que a empresa sempre esteja na frente de novos concorrentes com novas soluções e para que permaneça competitiva com os atuais. As soluções ligadas a softwares, talvez seja o setor que muda mais rápido no mundo, e ter uma estrutura de inovação robusta promove essa vantagem para a TOTVS.

### **5.6 FORÇAS DE PORTER**

#### **5.6.1 Rivalidade Entre os Concorrentes**

O setor de gestão é disputado por 4 *players*, os quais dominam 80% do mercado, já no setor de *business performance*, 6 *players* dominam 100%, e todos são potências globais.

Para continuar competitiva nesse setor, a estratégia de inovação deve ser contínua e criativa, pois as gigantes globais apresentam mais recursos financeiros para investir em P&D por exemplo, e liderar o lançamento de novas tendências. A estratégia de fusões e aquisições é interessante pois apesar do alto investimento inicial, o resultado final é rápido e com mais chances de sucesso, pois o modelo de negócio adquirido já está validado.

#### **5.6.2 Poder de Barganha dos Clientes**

Os consumidores possuem, nesse setor de tecnologia, um bom poder de barganha com as empresas do mercado, pois, como visto no tópico anterior, o número de concorrentes da

TOTVS é considerável. Vale ressaltar que, de acordo com o Gráfico 03, quanto mais robusta for a plataforma que se deseja comprar menos players disponíveis existem, conseqüentemente um menor poder de barganha. Já se a plataforma a se comprar for menor, existem mais plataformas disponíveis no mercado, possuindo um poder de barganha maior. Como o foco da TOTVS são PMEs, ela não concorre apenas com os players globais, mas também com os locais.

### **5.6.3 Ameaça de Novos Entrantes**

Entrar no mercado de tecnologia não é fácil, exige disciplina e, pelo menos, alguns anos até a *startup* ganhar relevância. Nos ramos de atuação da TOTVS, um novo *player* dificilmente irá surgir como um concorrente de mesmo porte de ERP, *techfin*, ou de *business performance* pois exige um investimento financeiro e de tempo relevante, mas ele pode entrar em um segmento de atuação da *big tech* brasileira e começar a concorrer naquele segmento. No entanto, provavelmente, se a empresa ganhar muita relevância, a TOTVS pode analisar a possibilidade de adquirir tal companhia, tendo em vista o histórico comum de fusões e aquisições da empresa. Dessa forma, além de não perder fatias de mercado, pode inclusive aumentá-las, tornando-se ainda mais competitiva..

### **5.6.4 Ameaça De Produtos Substitutos**

Os produtos substitutos tendem a não ser uma ameaça relevante pela possibilidade de fusão e aquisição já descrita anteriormente, e pela necessidade de alto investimento em pesquisa e desenvolvimento..

### **5.6.5 Poder de Barganha Com os Fornecedores**

O poder de barganha da TOTVS é relativamente alto pois a companhia possui dois tipos de demanda: *software* e *hardware*. O primeiro deles é que o *software* de gestão interna pode ser feito todo pela própria TOTVS, como RH, CRM, ERP, *analytics*, entre outros. No que tange as hospedagens *cloud* das plataformas TOTVS, existem três grandes *players*: Google, Amazon, e Microsoft, permitindo negociação com tais fornecedores. A respeito de *hardware*, a quantidade de fornecedores é maior, contando com todas as marcas de *desktop* e *notebooks* como Dell, HP, Asus, Acer, Lenovo, Apple, entre outros. .

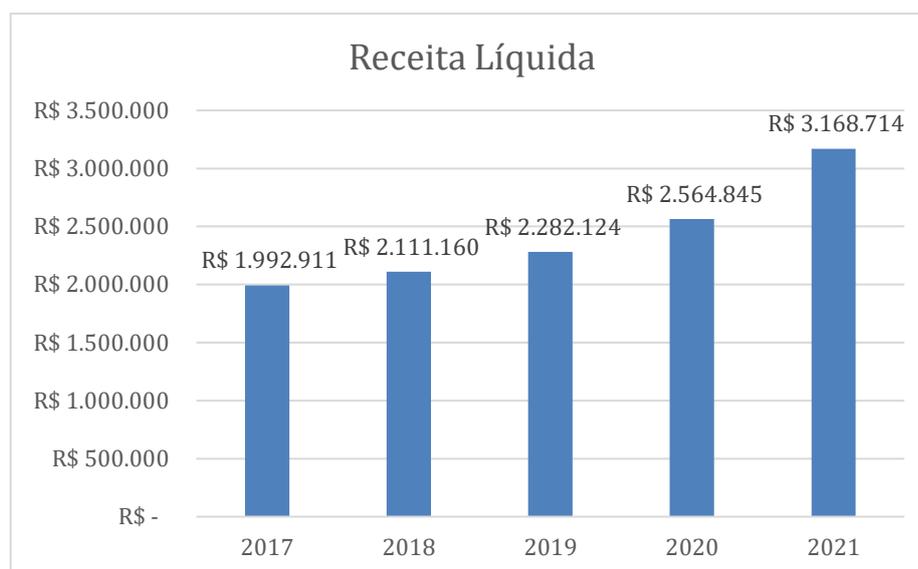
## 6 ANÁLISE FINANCEIRA DA TOTVS

Esse tópico tem como finalidade analisar o desempenho financeiro ao longo da história da empresa. Para efetuar tal análise, utiliza-se de dados como: receitas, custos, despesas, dívida, rentabilidade, juros, impostos, entre outros elementos.

### 6.1 ANÁLISE DA RECEITA

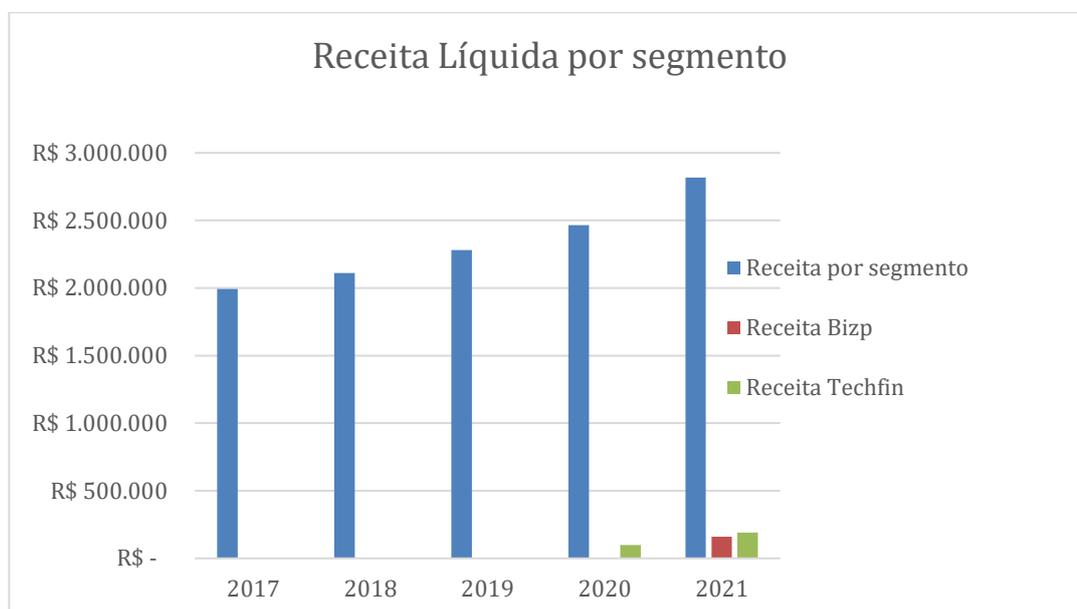
No Gráfico 07, abaixo, nota-se o crescimento de receita quase linear ao longo dos 5 últimos anos, onde o crescimento acumulado foi de 59%, devido ao crescimento de mercado do setor e aquisições realizadas - feito bem expressivo, se comparado ao PIB acumulado nacional com 38%.

**Gráfico 07** – Receita Líquida TOTVS



**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor.

Ao longo dos 3 primeiros anos de análise percebe-se que o crescimento foi mais leve e constante. Isso aconteceu pois o foco da TOTVS ainda estava exclusivo em gestão e, como esse mercado cresce naturalmente, mas sem nenhum grau exponencial, o crescimento foi tímido. No entanto, em 2017, começa o investimento em *techfin* e *business performance*, assim, o portfólio da empresa começa a aumentar e o faturamento torna-se mais expressivo. É interessante perceber que não houve decréscimo durante a pandemia, o que demonstra o poder do modelo de negócio. No Gráfico 08 pode-se ver a receita líquida por segmento.

**Gráfico 08** – Receita líquida por segmento

**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor.

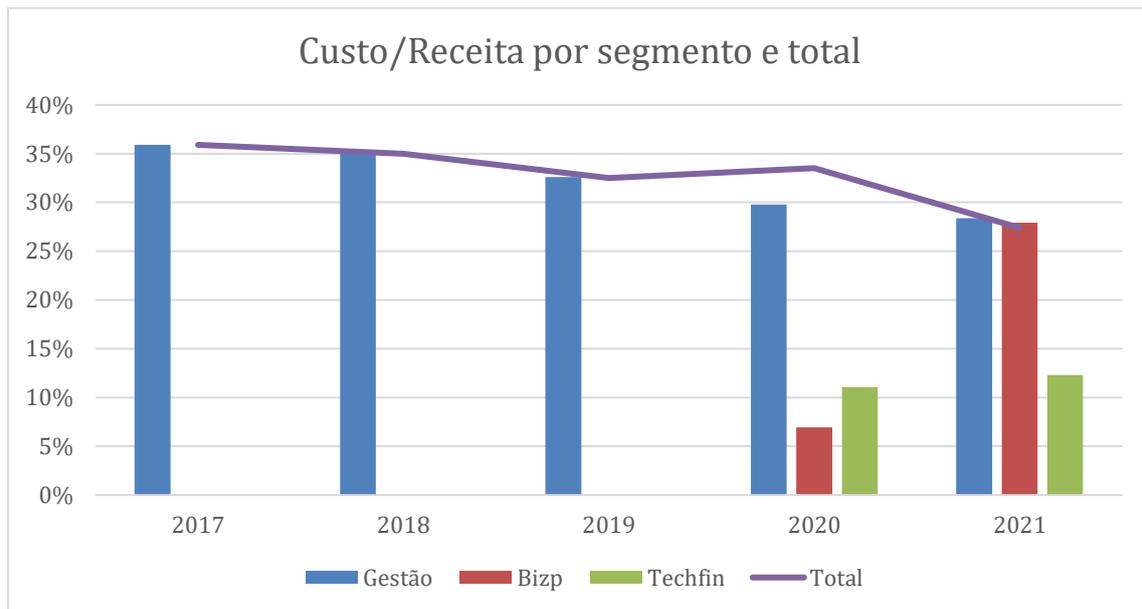
Como mencionado anteriormente, o desempenho de gestão ainda é o mais representativo da empresa e é possível que continue sendo pois, é algo global dentro de uma empresa, e o mercado ainda não atingiu toda a maturidade esperada. No entanto, o segmento de *techfin* e *business performance* tem sido mais demandado pelo mercado no momento. No que diz respeito aos serviços financeiros da TOTVS, o crescimento anual, já quase chegou aos 100%; a inteligência de ofertas de crédito faz com que se identifique adequadamente o perfil das pessoas que precisam do crédito e o quanto elas podem pagar, aumentando o número de ofertas de crédito e baixa taxa de inadimplência.

No tópico de *business performance*, a aquisição da *RD Station* começou a trazer resultados, apesar dos resultados de 2022 não estarem completamente divulgados, percebe-se que o faturamento da área já ultrapassa o de *techfin*. O trabalho que a TOTVS vem fazendo como *trust advisor* (assessoria em conselhos estratégicos para empresas) tem gerado resultado em aumento de vendas para clientes, automaticamente, impulsionando as vendas da própria *tech* brasileira.

## 6.2 ANÁLISE DE CUSTOS E DESPESAS

Sabe-se que quando uma empresa expande suas operações os seus custos aumentam, no entanto, a relação custo/receita diminuiu ao longo dos anos, ou seja, vendeu-se mais com corte de custos, promovendo-se uma expansão sustentável. A empresa cresceu com padronização de processos, fortalecimento da cultura empresarial, bons treinamento e especializações das novas tecnologias. No Gráfico 09, pode-se enxergar tais análises.

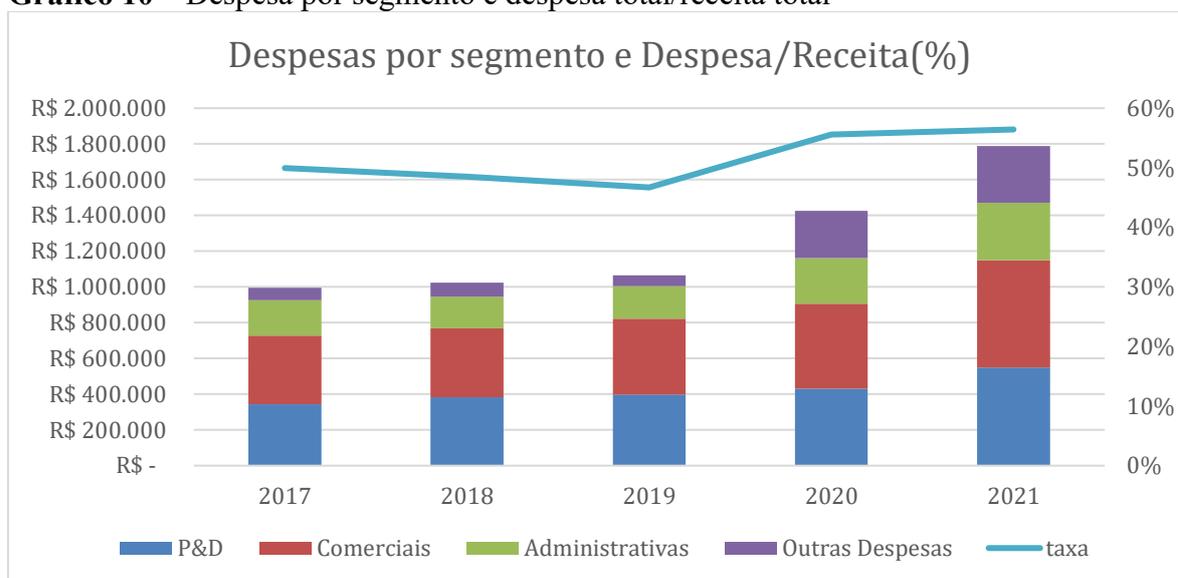
**Gráfico 09**– Custo de cada item sobre sua receita e Custo total sobre a receita total



**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor

Por outro lado, ainda não se nota decréscimo dessa razão nos produtos recém oferecidos no portfólio da TOTVS, devido a pouca familiaridade da empresa com essa área de atuação. No entanto, a relação deles são baixas, especialmente o de *techfin*, na casa dos 12%.

Vale ressaltar que o segmento de tecnologia tem uma relação muito atrativa quando comparado com indústria ou de commodities, em torno de 60%. No que diz respeito às despesas, podem ser visualizadas no Gráfico 10.

**Gráfico 10** – Despesa por segmento e despesa total/receita total

**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor

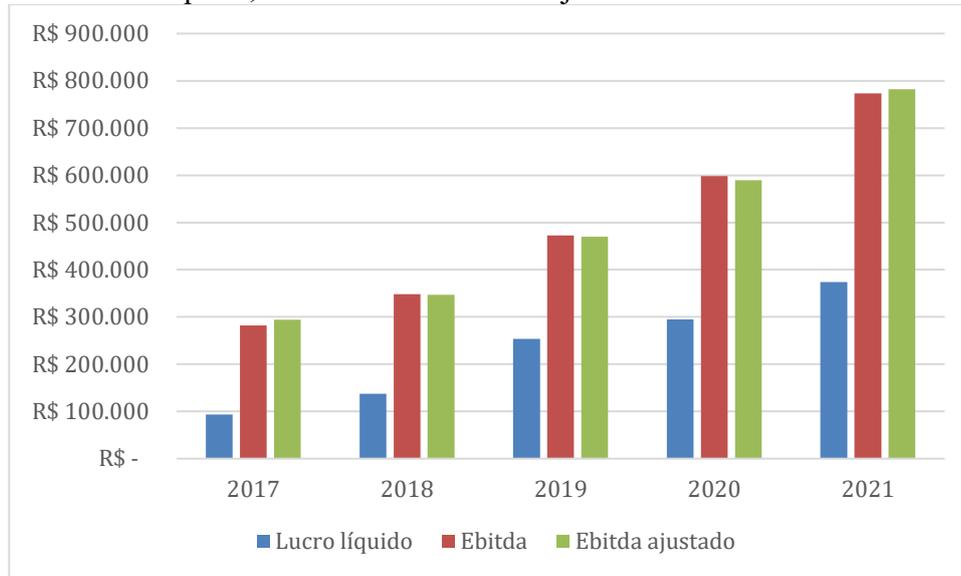
Ao contrário de indústrias tradicionais, nas empresas de tecnologia, os investimentos em P&D são exponenciais. Isso se deve, pois é um mercado com muitas empresas, e as necessidades dos clientes mudam quase que quinzenalmente e as plataformas precisam de atualizações mensais, por isso, quem não possui inovação contínua em sua essência fica obsoleto.

Os gastos com vendas são relevantes pois em empresas B2B o investimento em *marketing* digital e prospecção ativa precisam ser muito altos, e o ciclo de venda é muito longo, principalmente quando o serviço ofertado é caro e os clientes são maiores. Outro motivo é que no mercado B2B é muito difícil “roubar” cliente de alguém, então, ganha cliente a empresa que chega primeiro, por isso é de suma importância ter um time eficiente de vendas.

### 6.3 ANÁLISE DE LUCRATIVIDADE E RENTABILIDADE

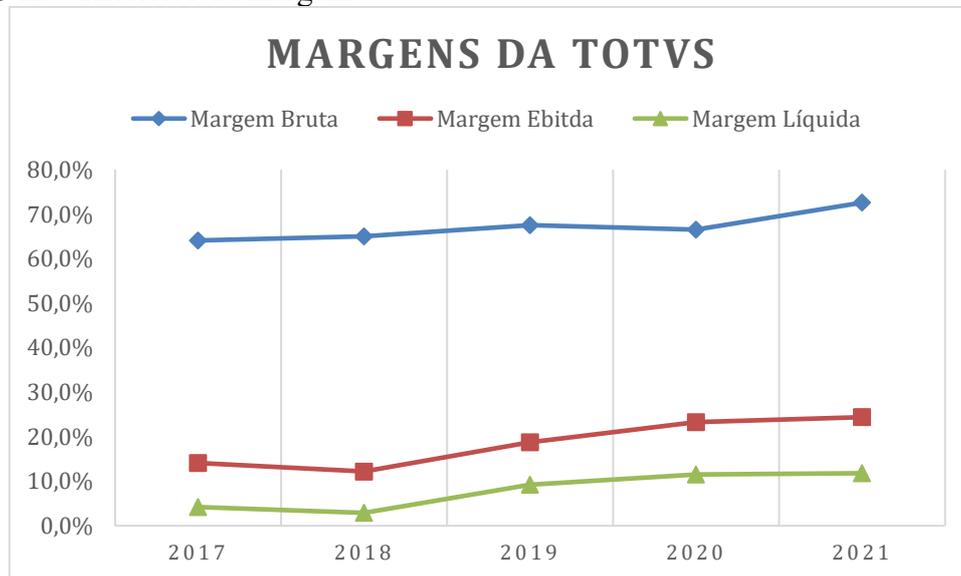
A TOTVS, em 5 anos, apresentou um aumento de lucro de quase 300%, isso demonstra uma maturidade da empresa em conseguir alcançar suas metas de lucro no curto prazo. Isso ocorre, mesmo com aquisições grandiosas como a da *RD Station* e *Supplier*, sem destacar, a pandemia do Covid-19 (RI TOTVS, 2022).

No Gráfico 11 pode-se analisar alguns indicadores de lucratividade.

**Gráfico 11 – Lucro líquido, EBITDA e EBITDA Ajustado**

Fonte: Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor

No que diz respeito às margens, pode-se avaliar alguns fatores de acordo com o Gráfico 12.

**Gráfico 12 – Histórico de margens**

Fonte: Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor.

Pode-se perceber que as curvas do gráfico indicam uma margem bruta e líquida crescente ao longo do tempo, o que indica um sucesso de suas estratégias. A empresa, apesar das grandes fusões e aquisições, poderia cair em armadilhas de endividamento muito acentuado, investindo mais do que poderia lucrar; realizar apostas muito agressivas. No entanto, percebe-

se uma lucratividade constante no início, e com um aumento em 2020, indicando que a estratégia da empresa parece estar sendo bem executada.

Percebe-se também uma constância entre a diferença dos indicadores, o que mostra uma padronização gastos em relação ao que se fatura.

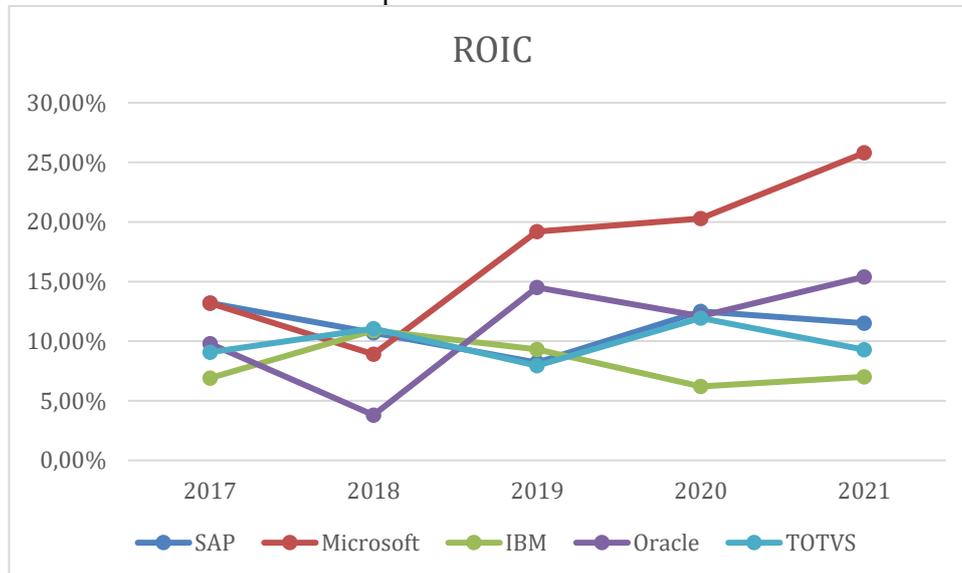
Esse tipo de empresa com uma estratégia de mercado repleta de inovação, com inteligência de mercado levou a TOTVS a atingir o a pontuação de AA+ em 2022, pela agência Fitch Ratings (RATINGS, 2022).

O retorno da TOTVS pode ser obtido através do ROIC, calculado conforme Equação 8:

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{Patrimônio Líquido} - \text{Dívida Líquida}} \quad (8)$$

Foi calculado também, tal indicador, para os principais concorrentes da TOTVS, a fim de analisar o seu grau de competitividade. Tais informações podem ser observadas no Gráfico 13.

**Gráfico 13** – ROIC da TOTVS comparado com concorrentes



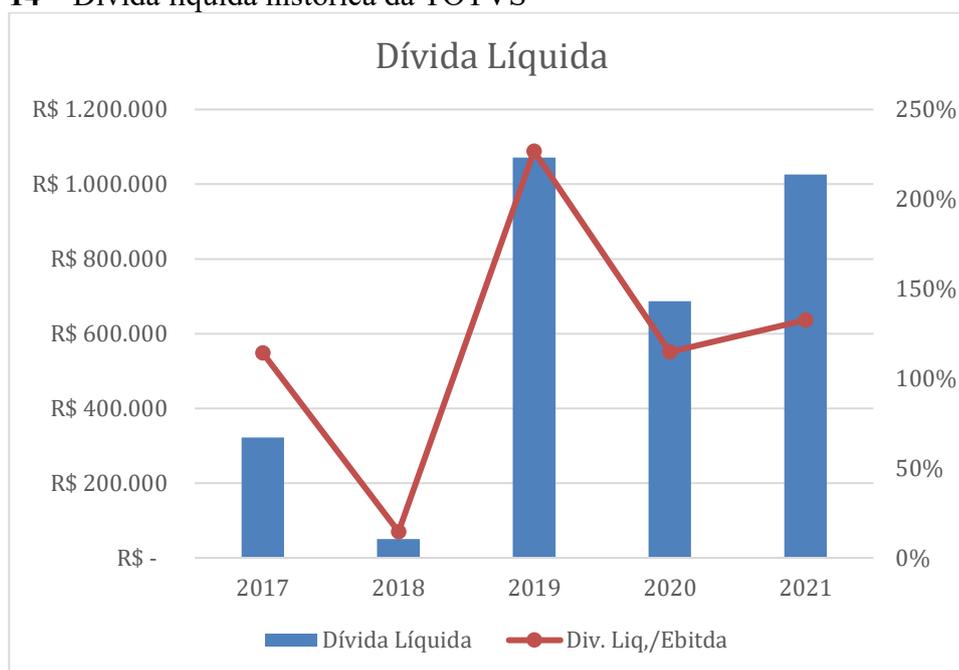
**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor.

No ano de 2019 a TOTVS teve uma queda de seu indicador devido aos investimentos acima da média, oriundos da ampliação do portfólio da empresa. No entanto, de forma geral, a empresa apresenta uma solidez expressiva do ROIC devido às pequenas variações ao longo do tempo, principalmente quando se compara com Oracle e IBM.

### 6.3 ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

Percebe-se que a TOTVS passa a ter uma dívida mais expressiva, quando começa a ter mais investimentos em *Techfin* e *business performance*. Entretanto, é uma dívida controlada, uma vez que a relação Dívida Líquida/EBITDA está abaixo de 2,5. Além disso, só no fim de 2021 que o caixa é equivalente ao fim do período, no valor de quase R\$ 3 bilhões. Essas dívidas são oriundas principalmente das fusões e aquisições e podem ser vistas no Gráfico 14.

**Gráfico 14** – Dívida líquida histórica da TOTVS



**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor.

Ao longo dos próximos anos, estima-se que o nível da dívida será no mesmo patamar. Isto é algo interessante, uma vez que os segmentos de *techfin* e *business performance* ainda não forneceram o potencial lucrativo que podem entregar.

A natureza da dívida é relativa a empréstimos e arrendamento mercantil devido a operações de crédito e capital de giro, passando dos R\$ 500 milhões em 2021, mas parcelado até 2026. Vale ressaltar a emissão de debêntures em 2021 que totaliza R\$ 1,5 bilhão, que será parcelada até 2026. Muitas dívidas estão relacionadas a mais de 10 aquisições que ainda estão em pagamento. Essa dívida de longo prazo pode ser vista no Gráfico 15.

**Gráfico 15 – Dívida de longo prazo da TOTVS**

**Fonte:** Divulgação de resultados TOTVS e elaboração do autor.

#### 6.4 CONCLUSÃO DA ANÁLISE FINANCEIRA DA TOTVS

A TOTVS acertou recentemente nas escolhas dos novos produtos para o seu modelo de negócio, a prova disso é a representatividade da receita deles no faturamento total. Percebe-se também a maturidade da TOTVS em driblar os riscos de F&A e alcançar empresas que de fato aumente os lucros da companhia.

Percebe-se tal fato na constância de aumento de receitas, mas sem perder em lucros e em EBITDA. Um outro fator é a padronização de receitas em relação as margens EBITDA, ou seja, mesmo que a empresa fature muito, o investimento em P&D e comercial aumentam de forma proporcional, promovendo uma constância em sua liderança de mercado.

Com essa política, atingiu-se a pontuação de AA+ da *Fitch ratings*, o que é algo que garante bastante credibilidade para a empresa, aumentando a facilidade em conseguir investimentos.

Um outro ponto ainda que se pode analisar é a internacionalização da RD Station, onde foi um investimento que gerou pouco resultado por não se adaptar a questões fiscais e culturais de países da América Latina, por isso talvez focar em um único país com alto número de habitantes seja uma estratégia interessante na hora de internacionalizar uma empresa.

## 7 VALUATION

O tópico atual tem por objetivo encontrar o valor econômico da TOTVS, através do método do fluxo de caixa descontado, também denominado de *valuation*. Várias premissas serão geradas para projetar dados econômicos: custos, receitas, despesas, *CAPEX*, capital de giro e outros, por 8 anos, desde 2022 até 2029.

A partir desses valores, é possível se obter o fluxo de caixa no longo prazo, bem como a perpetuidade. Em seguida, tais dados serão trazidos a valor presente, pelo custo de capital, a fim de se obter o valor econômico da empresa.

### 7.1 PREMISSAS

Para se obter o histórico de dados econômicos, utilizou-se como fonte o Banco Central do Brasil, ilustrado na Tabela 01.

**Tabela 01** – Histórico de Dados Econômicos

Dados econômicos	2018	2019	2020	2021
IPCA (variação %)	3,75	4,31	4,52	10,06
IGP-M (variação %)	7,54	7,3	23,14	17,78
PIB Total (variação %)	1,78	4,5	-4,06	4,48
Selic (% a.a.)	6,25	4,5	2	9,25

**Fonte:** Banco Central (2022) e elaboração do autor.

Por outro lado, para projetar tais dados até 2025 utilizou-se o Boletim Focus de 2022, também emitido pelo Banco Central, e a partir desse ano considerou-se constante, como forma de cenário estável no longo prazo – podendo ser visto na Tabela 02. No entanto, como em 2025 o Banco considerou uma IPCA de 3%, foi considerado o valor de 4% como constante até 2029, tendo em vista que o cenário econômico nacional é de medidas de alta intervenção estatal e poucas medidas liberais adotadas pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico).

**Tabela 02 – Projeções Econômicas**

Dados econômicos	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
IPCA (variação %)	5,82	4,94	3,5	3	4	4	4	4
PIB Total (variação % sobre ano anterior)	2,77	0,7	1,8	2	2	2	2	2
Selic (% a.a.)	13,75	11,25	8	8	8	8	8	8
IGP-M (variação %)	6,32	4,5	4	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79

**Fonte:** Boletim Focus (2022) e Elaboração do Autor

Para realizar as premissas para os dados futuros da TOTVS, foram utilizadas as informações obtidas nos tópicos anteriores relacionadas à análise da indústria.

Uma delas é o crescimento do mercado de gestão, *techfin* e de *business performance*, bem como fatores relacionados aos investimentos de empresas em TI, histórico de receitas, custos, e impostos da TOTVS. Será considerado, também, o histórico *marketshare* da TOTVS, para realizar tais projeções.

## 7.2 TAMANHO DO MERCADO

### 7.2.1 Tamanho do Mercado de Gestão

Como mencionado anteriormente, o setor de gestão é o segmento que apresenta a maior fonte de receita da TOTVS, e é esperado que assim continue sendo (RI TOTVS, 2022). No entanto é esperado que a margem de contribuição caia no longo prazo de 89 para cerca de 70% ou até menos. Como visto no capítulo 5 e 6, nos últimos 5 anos o crescimento da receita de gestão foi de 8% a.a. e a fatia de mercado da TOTVS se manteve constante, de 33%, ou seja, o tamanho de mercado atual é de R\$ 9 bilhões de reais. Como é um mercado de crescimento conservador, espera-se que esses mesmos 8% se mantenham no longo prazo, já que a inflação permanecerá em 4%, promovendo um crescimento real de também 4%. Vale ressaltar que o crescimento desse mercado é perene pois conforme comentado anteriormente é um mercado que ainda não está maduro.

## 7.2.2 Tamanho do Mercado de Business Performance

O mercado de *Business Performance* corresponde à 43% do seu mercado total, como o de *techfin* e o de Gestão somados totalizam R\$ 35 bilhões, a parcela do mercado endereçável deste tópico é de aproximadamente R\$ 26 bilhões (RI TOTVS (2022)).

A receita deste segmento, em 2021, foi de 5% da receita total da TOTVS e, em 2022, espera-se que alcance 7%. É esperado que o faturamento desta área aumente de 50 a 100% nos próximos 2 anos e, após este período, cresça próximo da margem de *marketing* digital, 20% (RI, TOTVS, 2022).

## 7.2.3 Tamanho do Mercado de Techfin

Segundo Neurotech (2022), o número de ofertas de crédito para pessoa jurídica em 2021 foi de R\$ 1,3 trilhão. Já a TOTVS ofertou R\$ 10 bilhões de reais nesse mesmo ano e faturou quase R\$ 200 milhões. A expectativa segundo a McKinsey (2022) é que esse mercado cresça em 15% ao ano.

Vale ressaltar que, como esse segmento ainda não atingiu a fatia de mercado esperada pela TOTVS – R\$ 100 bilhões em crédito (RI TOTVS, 2022), é esperado que esse faturamento suba 50% por 2 anos e depois entre em um ritmo de 13% até o final de 2029, sendo um pouco mais conservador que os 15%. Já na perpetuidade o crescimento será de 4%.

## 7.3 PROJEÇÃO DE RECEITAS

As projeções de receitas ao longo dos próximos 8 anos envolvem premissas de crescimento relacionadas aos mercados endereçáveis de cada área de atuação da TOTVS. Será considerado, também, que a inflação é 4% ao ano. Na perpetuidade o crescimento será igual a inflação, também 4% ao ano.

No setor de gestão, é razoável pensar que os mesmos 8% ao ano serão mantidos ao longo dos próximos anos, no entanto, com o forte investimento em P&D e com a diferenciação cada vez maior em PMEs, o crescimento anual pode aumentar, por isso é estimada uma taxa de crescimento de 9,5% ao ano.

No segmento de *Techfin*, ainda não se atingiu o *marketshare* planejado - com os R\$ 100 bilhões em oferta de crédito mencionado anteriormente, quando a TOTVS se inseriu nesse mercado. Além disso, há ainda um desenvolvimento expressivo para ampliar de forma inteligente a oferta de crédito para aquelas pessoas que são o público-alvo dos serviços

financeiros, diminuindo conseqüentemente a inadimplência. Por isso será considerado inicialmente um crescimento de 30% ao longo dos próximos três anos e após, um crescimento de 15%, que é o crescimento da área de tecnologia financeira para área jurídica.

Na vertical de *business performance*, é esperado que se aumente ainda o *marketshare* no curto prazo devido a aquisição da RD Station, por isso será considerado que a receita desse setor represente na receita total um valor de 7,5% em 2022, além de um aumento de receita de 70% em 2023, 50% em 2024, e depois acompanhe um crescimento médio do setor de marketing digital em torno de 20% ao ano.

A evolução dessa receita pode ser vista na Tabela 03.

**Tabela 03 – Projeção de Receita TOTVS**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Receita total	3.595.792	4.162.253	4.826.496	5.381.509	6.007.349	6.714.184	7.513.810	8.419.933
Var. Anual	13,5%	15,8%	16,0%	11,5%	11,6%	11,8%	11,9%	12,1%
Receita Gestão	3.085.711	3.378.854	3.699.845	4.051.330	4.436.206	4.857.646	5.319.122	5.824.439
Var. Anual	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
<i>marketshare</i>	85,8%	81,2%	76,7%	75,3%	73,8%	72,3%	70,8%	69,2%
Receita Bizp	270.829	460.409	690.613	828.736	994.483	1.193.380	1.432.056	1.718.467
Var. Anual	70,0%	70,0%	50,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<i>marketshare</i>	7,5%	11,1%	14,3%	15,4%	16,6%	17,8%	19,1%	20,4%
Receita techfin	239.253	322.991	436.038	501.443	576.660	663.159	762.633	877.028
Var. Anual	25,0%	35,0%	35,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<i>marketshare</i>	6,7%	7,8%	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%	10,1%	10,4%

**Fonte:** RI TOTVS (2022), Mckinsey e elaborado pelo autor.

Como mencionado anteriormente, no longo prazo, era previsto que a margem de contribuição na receita total de gestão caísse consideravelmente e alcançasse por volta de 70%, alcançando em torno desse resultado, 69,2%. O crescimento de 20% em *business performance* foi relativamente conservador pois há fontes que afirmam que o setor cresce até 38% ao ano (PRIMESOFT, 2022).

#### 7.4 PROJEÇÕES DE CUSTOS E DESPESAS

Para realizar a projeção de custos da TOTVS foi analisado o histórico de margem da TOTVS para saber o quão agressiva a empresa está disposta a ser em relação ao aumento de seus custos e despesas. Com isso, analisou-se a Margem Bruta com relação a Margem EBITDA, a partir do gráfico 12.

Tal análise indica que a tática da empresa é manter sempre uma folga constante entre a Margem Bruta e EBITDA, seguindo algo visto rotineiramente neste trabalho – uma estratégia de não apostar em retornos futuros de forma em que fique com um lucro líquido negativo no presente.

Para analisar como os custos se comportarão no longo prazo analisou-se o Gráfico 09. Percebe-se que a relação do segmento de gestão vem caindo historicamente e, como é o mais representativo na empresa, vem promovendo uma redução de custos totais no balanço financeiro. O segmento de *techfin*, apesar do seu crescimento, possui relações de custos constantes, o que já demonstra uma certa maturidade, ou seja, no futuro, elas só tendem a diminuir.

Já em *business performance*, aumentou-se bastante. Como é um segmento novo, deve-se assumir que a relação desse setor permanecerá alta.

Devidos aos fatores considerados, será assumido a relação custo/receita, um pouco mais alta que 2021, 27,5%, no ano seguinte, 26,5% nos dois subsequentes e 26% até 2029. A projeção de custos realizada pode ser vista na Tabela 04.

**Tabela 04 – Projeção de Custos**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita</b>	3.595.792	4.162.253	4.826.496	5.381.509	6.007.349	6.714.184	7.513.810	8.419.933
<b>Gestão</b>	848.571	895.396	980.459	1.053.346	1.153.414	1.262.988	1.382.972	1.514.354
<b>Bizp</b>	74.478	122.008	183.012	215.471	258.566	310.279	372.334	446.801
<b>Techfin</b>	65.794	85.593	115.550	130.375	149.932	172.421	198.284	228.027
<b>Total</b>	988.843	1.102.997	1.279.021	1.399.192	1.561.911	1.745.688	1.953.591	2.189.183

Fonte: O autor

No tocante às despesas, percebe-se que aumentaram, consideravelmente, com a introdução do segmento de *Techfin* e de *Business Performance*, principalmente, com os investimentos em P&D e vendas. A lógica do investimento em P&D segue a mesma: aumento de competitividade em vendas. Tal análise pode ser vista no gráfico 10, do capítulo anterior.

Com o aumento da força de vendas e da capilaridade é possível alcançar rapidamente o público-alvo dos seus novos produtos, a fim de alcançar o mais rápido possível o *marketshare* almejado. Com isso, será considerado que as despesas serão de 57% no ano seguinte, 55% nos dois anos subsequentes e após, 53% até 2029. Na Tabela 05 pode-se ver como as despesas se comportarão no longo prazo.

**Tabela 05 – Projeção de Despesas**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita</b>	3.595.792	4.162.253	4.826.496	5.381.509	6.007.349	6.714.184	7.513.810	8.419.933
<b>P&amp;D</b>	614.880	686.772	796.372	855.660	955.169	1.067.555	1.194.696	1.338.769
<b>Comerciais</b>	819.841	915.696	1.061.829	1.140.880	1.273.558	1.423.407	1.592.928	1.785.026
<b>Adm/Fin</b>	307.440	343.386	398.186	427.830	477.584	533.778	597.348	669.385
<b>Outros</b>	307.440	343.386	398.186	427.830	477.584	533.778	597.348	669.385
<b>Totais</b>	2.049.602	2.289.239	2.654.573	2.852.200	3.183.895	3.558.518	3.982.320	4.462.565

Fonte: Elaborado pelo autor

Vale ressaltar que a margem de contribuição na despesa total de P&D, Comercial, Adm/Fin e Outros foi de 30%, 40%, 15% e 15%, respectivamente, conforme histórico da empresa.

Percebe-se também que a margem de custos e despesas quando somadas respeitam ao histórico de margens adotado pela TOTVS.

## 7.5 PROJEÇÕES DO CAPEX E DEPRECIAÇÃO

Para calcular a projeção do Capex e Depreciação foi feita uma análise histórica e comparação desses dados com a Receita Líquida.

Onde o CAPEX é:

$$CAPEX = \Delta \text{ Ativo Imobilizado} + \text{Depreciação}$$

Os dados mencionados podem ser vistos na Tabela 06.

**Tabela 06** – Histórico de Capex e depreciação

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Imobilizado</b>	R\$ 182.022	R\$ 198.826	R\$ 389.432	R\$ 364.447	R\$ 404.869
<b>Depreciação/ amortização</b>		R\$ 122.291	R\$ 147.033	R\$ 204.587	R\$ 261.120
<b>Capex</b>		R\$ 139.095	R\$ 337.639	R\$ 179.602	R\$ 301.542
<b>% receita Capex</b>		6,59%	14,79%	7,00%	9,52%
<b>% receita depreciação</b>		5,79%	6,44%	7,98%	8,24%

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Percebe-se que o Capex aumentou mais de 100% de 2018 para 2019, isso acontece pois foi o momento que a empresa investiu para introduzir as áreas de Business Performance e *Techfin*, aumentando sua capacidade de operação. Em 2020 houve uma diminuição desse pico percentual, mas, em 2021, volta a subir.

Será considerado que nos próximos 4 anos a TOTVS continuará expandindo a sua operação, devido aos ajustes necessários da ampliação do portfólio de *Business Performance* e *Techfin* e nos anos subsequentes, o CAPEX se igualará à Depreciação. Vale ressaltar que nos resultados da TOTVS a depreciação e a amortização sempre estão juntas, por isso não houve distinção entre elas.

Será considerado nos próximos anos a manutenção de 9,5% da receita para o CAPEX, e 8,2% para a depreciação, pois já são relativamente altos e que já possibilita a empresa se expandir. A partir de 2026 será considerado 7% de depreciação. Tais projeções estão ilustradas na Tabela 07.

**Tabela 07 – Projeção de Capex e depreciação**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Capex</b>	342.184	396.089	459.300	512.117	420.514	469.993	525.967	589.395
<b>Depreciação</b>	296.293	342.970	397.703	443.436	420.514	469.993	525.967	589.395

Fonte: Elaborado pelo autor

Para calcular o ativo intangível, foi usada a mesma fórmula:

$$\text{Investimento Cap. Intangível} = \Delta \text{Capital Intangível} + \text{Depreciação}$$

Os dados históricos desses dados podem ser vistos na Tabela 08.

**Tabela 08 – Histórico de capital intangível**

	2018	2019	2020	2021
<b>Intangível</b>	857.128	810.697	1.586.177	3.586.242
<b>Receita</b>	2.111.160	2.282.124	2.564.845	3.168.714
<b>Depreciação/ amortização</b>	122.291	147.033	204.587	261.120
<b>Investimento em Cap. Intangível</b>	18.451	100.602	980.067	2.261.185
<b>% Receita</b>	0,9%	4,4%	38,2%	71,4%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se ver que houve um crescimento significativo, a partir de 2020, do investimento no ativo intangível, devido ao novo portfólio. Para projetar esse novo ativo realizou-se, novamente, um parâmetro com a receita. Como 70% já é um valor relevante, foi projetado um decréscimo a partir de 2022 pois ainda é necessário se consolidar no segmento de *Business Performance* e *Techfin*, mas no longo prazo esse investimento tem a diminuir pois é financeiramente arriscado e a fatia de mercado tende a permanecer constante. Tais projeções podem ser vistas na Tabela 09.

**Tabela 09 – Projeção de investimento em capital intangível**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita</b>	3.595.792	4.162.253	4.826.496	5.381.509	6.007.349	6.714.184	7.513.810	8.419.933
<b>Inv. Cap. Intangível</b>	2.157.475	1.873.014	1.689.273	1.883.528	2.102.572	2.349.965	2.629.834	2.946.977
<b>% Receita</b>	60%	45%	35%	35%	35%	35%	35%	35%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Cabe ressaltar nesse tópico que grande parte do capital intangível está diretamente relacionado às aquisições de empresas realizadas pela TOTVS. Isso significa que esse ágio

interfere diretamente no poder de expansão da empresa. Portanto o CAPEX não representa todo o potencial de expansão da empresa. Mas devido às complexidades em entender como o capital intangível se relaciona com o tradicional capital de expansão, a capacidade de se expandir da companhia ficou restrita ao CAPEX.

## 7.6 PROJEÇÃO DO CAPITAL DE GIRO

Para a elaboração da projeção do capital de giro, primeiramente, foi realizada uma análise histórica da receita, caixa, contas a receber, salários, imposto de renda e contas a pagar, a partir da Tabela 10.

**Tabela 10** – Análise histórica da receita, caixa, contas a receber, salários, imposto de renda e contas a pagar.

	2018	2019	2020	2021
<b>Receita</b>	2.111.160	2.282.124	2.564.845	3.168.714
<b>Caixa</b>	450.642	606.415	463.277	623.946
<b>%Caixa</b>	21%	27%	18%	20%
<b>Contas a receber</b>	385.538	350.995	1.497.229	1.983.710
<b>Dias recebimento</b>	67	56	213	229
<b>Salários</b>		193.472	211.603	289.289
<b>Dias salário</b>	-	31	30	33
<b>IR</b>		55.203	74.558	96.790
<b>Dias IR</b>	-	9	11	11
<b>Contas a pagar</b>	0	90.614	111.482	139.788
<b>Dias a pagar</b>	-	14	16	16

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Pode-se perceber que o fluxo de caixa e as contas a receber aumentaram consideravelmente a partir de 2019, em virtude da inserção dos novos produtos já mencionados neste trabalho no portfólio.

Por outro lado, percebe-se poucas alterações dos dias a pagar, dias de salário, e dias de imposto de renda.

Para o cálculo do capital de giro foram utilizadas as Equações 8 à 13:

$$\text{cap. giro} = \text{cx. operacional} + \text{cts. rcber.} - \text{cts. pagar} - \text{salários} - \text{IR} \quad (9)$$

$$\% \text{Caixa} = \frac{\text{Caixa Operacional}}{\text{Receita Líquida}} \quad (10)$$

$$\text{Dias de recebimento} = 365 * \left( \frac{\text{Contas a receber}}{\text{Receita Líquida}} \right) \quad (11)$$

$$\text{Dias de pagamento} = 365 * \left( \frac{\text{Contas a Pagar}}{\text{Receita Líquida}} \right) \quad (12)$$

$$\text{Dias de Salário} = 365 * \left( \frac{\text{Salários}}{\text{Receita Líquida}} \right) \quad (13)$$

$$\text{Dias de IR} = 365 * \left( \frac{\text{IR}}{\text{Receita Líquida}} \right) \quad (14)$$

Para se trabalhar num cenário de maior segurança o percentual em caixa será mantida em 22%, 1% a mais que a margem histórica de 21%. Dose projeção de dias a receber é de 200, 180, 170 para os próximos anos e após, 135 dias. Os outros dias serão considerados iguais ao do último ano já que não possuem grandes alterações.

Vale ressaltar que a necessidade de capital de giro é o capital de giro do ano atual subtraído do ano anterior. Além disso a empresa possui um valor em caixa, geralmente da casa de 2 a 3 vezes o caixa operacional por conta das fusões e aquisições, mas neste modelo, simplificou-se ao caixa operacional.

A projeção dos dados pode ser vista na Tabela 11.

**Tabela 11 – Projeção do Capital de giro**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita</b>	3.595.792	4.162.253	4.826.496	5.381.509	6.007.349	6.714.184	7.513.810	8.419.933
<b>Caixa</b>	791.074	915.696	1.061.829	1.183.932	1.321.617	1.477.121	1.653.038	1.852.385
<b>%Caixa</b>	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
<b>Contas a receber</b>	1.970.297	2.052.618	2.247.957	1.990.421	2.221.896	2.483.328	2.779.081	3.114.222
<b>Dias receb.</b>	200,00	180,00	170,00	135,00	135,00	135,00	135,00	135,00
<b>Salários</b>	325.099	376.313	436.368	486.547	543.130	607.036	679.331	761.254
<b>Dias salário</b>	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00
<b>IR</b>	108.366	125.438	145.456	162.182	181.043	202.345	226.444	253.751
<b>Dias IR</b>	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
<b>Contas a pagar</b>	157.624	182.455	211.572	235.902	263.336	294.320	329.373	369.093
<b>Dias a pagar</b>	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00
<b>Capital de giro</b>	2.170.282	2.284.108	2.516.389	2.289.722	2.556.004	2.856.747	3.196.972	3.582.509
<b>Nec. Cap. giro</b>	88.493	113.825	232.282	226.668	266.282	300.744	340.224	385.537

Fonte: Elaborado pelo autor

## 7.7 PROJEÇÃO DO IR E CSLL

A TOTVS está sujeita a um regime tributário que implica em uma alíquota de 34% sobre o seu lucro tributável, no entanto a empresa possui alguns fatores que permitem deduções fiscais. O primeiro deles é a Lei 11.196/05 que institui um regime especial de tributação para empresas exportadoras de tecnologia da informação, que gera um abatimento de 4,5% sobre o seu lucro tributável. Além disso, possui benefícios relativos aos juros sobre capital próprio, efeito de controladoras com alíquotas diferenciadas e custo de captação. As alíquotas históricas da TOTVS podem ser vistas na Tabela 12.

**Tabela 12 – Alíquota histórica**

	2019	2020	2021
<b>IR e CSLL</b>	70.111	86.068	89.672
<b>LAIR</b>	324.027	382.104	463.709
<b>% IR</b>	21,6%	22,5%	19,3%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se uma oscilação entre 19 e 22%, por isso, para ser conservador será considerado uma taxa de 22% na projeção dos próximos anos, a qual está ilustrada na Tabela 13.

**Tabela 13** – Projeção de alíquota

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>IR e</b>								
<b>CSLL</b>	116.017	162.804	189.838	242.026	270.940	303.595	340.538	382.401
<b>LAIR</b>	527.348	740.017	862.902	1.100.117	1.231.543	1.379.979	1.547.900	1.738.186
<b>% IR</b>	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

## 7.8 PROJEÇÃO DA PERPETUIDADE

A perpetuidade representa os valores de fluxos de caixas após o período projetado por este trabalho. Para se chegar em tal valor, partiu-se do pressuposto que a TOTVS não apresentaria crescimento real após 2029. Assumiu-se essa premissa, pois, ainda que o cenário seja favorável para empresa, não seria ortodoxo ser otimista para mais de 10 anos, por isso o G será igual ao da inflação.

Para o cálculo desta variável, foi utilizada a inflação assumida por este trabalho, 4%, o IR projetado de 22% e a depreciação encontrada anteriormente neste trabalho. As expressões são apresentadas nas Equações 14 e 15:

$$NCG = CG * \frac{Inf}{Inf + 1} \quad (15)$$

$$PP_{2030} = FC_{2030ajustado} * \frac{1 + G}{WACC - Inf} \quad (16)$$

Onde:

NCG = Necessidade de Capital de Giro

CG = Capital de Giro

Inf = Inflação

PP = Perpetuidade

FC = Fluxo de caixa

G = Crescimento na perpetuidade

WACC = custo de capital

Pela análise da Tabela 14, abaixo, percebe-se que a perpetuidade foi de R\$ 22,6 bilhões.

**Tabela 14** – Fluxo de Caixa na Perpetuidade

<b>Resultado Operacional</b>	1.768.185
(-) IR	382.400
(+) Depreciação	589.395
(-) CAPEX	589.395
(-) NCGL	137.789
<b>F. Caixa Ajustado</b>	1.247.996
<b>Perpetuidade</b>	22.611.779

Fonte: Elaborado pelo autor

## 7.9 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é a taxa a ser descontada dos fluxos de caixa projetados, a fim de se determinar o valor econômico da empresa. O método utilizado para encontrar tal variável foi o WACC (*Weighted Average Capital Cost*). Esse indicador equivale a média ponderada entre o custo de capital próprio e de terceiros

### 7.9.1 Custo de Capital Próprio

Para se obter o indicador, foi utilizado o método CAPM, através da Equação 16:

$$Ke = rf + pp + \beta \times (rm - rf) \quad (17)$$

Onde:

rf = Taxa Livre de Risco

pp = Prêmio País

rm = Retorno de Mercado

$\beta$  = Beta de Desalavancagem

Para se encontrar a Taxa Livre de Risco (rf), foi utilizado o título público americano de 10 anos, por ser o governo e a economia mais estável e confiável do mundo. Os dados foram extraídos do Federal Reserve Bank of St. Louis, e foi utilizada a média de 2017 a 2021, obtendo uma taxa de 1,91%.

Para se obter o Prêmio País (pp), foi utilizado como fonte o IPEA (2022), utilizando-se como referência o indicador EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*), utilizado para representar o risco Brasil. Através da média dos últimos 5 anos, obteve-se o valor de 2,82%.

Para se obter o Retorno de Mercado (rm) foi utilizado o retorno do S&P 500 em relação ao título americano de 10 anos. De acordo com NYSE (Bolsa de Valores de Nova York), o valor obtido pela média dos últimos 5 anos foi de 4,94%.

Para o valor do Beta, foi utilizado o valor do setor de tecnologia de software para empresas, 1,08. (Startuphero, 2022),

Com os dados mencionados acima, obteve-se o Ke de 8%, no entanto, esse valor está em Dólares, e por isso é preciso utilizar a fórmula de diferencial de inflação para encontrar a taxa em Reais.

$$Ke_{brl} = (1 + Ke_{usd}) * \frac{1 + Inflação_{brl}}{1 + Inflação_{usd}} * (1 + Inflação_{brl}) + 1 \quad (18)$$

Vale ressaltar que se usou a inflação dos EUA de 2,3% pela projeção da Knoema (2021) e a brasileira, em 4%, considerada nesse modelo. Os valores encontrados estão sintetizados na Tabela 15.

**Tabela 15** – Custo de Capital Próprio TOTVS

CAPM	
<b>Beta</b>	1,08
<b>rf</b>	1,91%
<b>pp</b>	2,82%
<b>rm</b>	4,94%
<b>IR</b>	34,00%
<b>Inflação/BRL</b>	4,00%
<b>Inflação/USD</b>	2,30%
<b>Ke USD</b>	8,00%
<b>Ke BRL</b>	12,32%

**Fonte:** elaborado pelo autor.

De acordo com o que foi apresentado, é possível concluir que o custo de capital próprio da TOTVS é de 12,32%.

### 7.9.2 Custo do Capital de Terceiros

Reiterando-se que tal custo indica a forma como as empresas financiam suas operações, na TOTVS existem duas naturezas de financiamento: financiamento bancário e debêntures. Vale ressaltar que as taxas de ambos os empréstimos são de 4,9% a.a. em um total de R\$ 1 bilhão em 2021 (RI TOTVS, 2022).

Para encontrar o custo de terceiros utilizou-se a Fórmula (X) , considerando o imposto de renda em 34%. O valor final (Ki) foi de 3,2%.

$$K_i = i * (1 - IR) \quad (19)$$

### 7.9.3 Cálculo do Custo de Capital da TOTVS

Para encontrar o Custo de Capital, deve-se calcular o valor de WACC, através da seguinte expressão:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * K_e + \frac{D}{E + D} * K_i \quad (20)$$

Onde:

E = Valor de Mercado da Empresa

D = Dívida Líquida

Para melhor visualização dos resultados obtidos, foram compilados na Tabela 16.

**Tabela 16 – Custo de Capital TOTVS**

WACC	
<b>E</b>	2.604.166
<b>D</b>	1.026.329
<b>E+D</b>	3.630.495
<b>%E</b>	71,73%
<b>%Dívida</b>	28,27%
<b>Ki</b>	3,20%
<b>Ke</b>	12,32%
<b>WACC</b>	9,79%

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

## 7.10 VALOR DA FIRMA E DO EQUITY

Os cálculos utilizados nos itens anteriores servem para embasar este tópico, podendo projetar os fluxos de caixa até a sua perpetuidade e trazê-los a valor presente – ilustrado na Tabela 17. Vale ressaltar que de acordo com a Tabela 18 a perpetuidade representa pouco menos de dois terços na participação do fluxo de caixa descontado.

**Tabela 17 – Fluxo de Caixa Projetado**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	PP
<b>Fluxo de Caixa</b>	599.951	830.723	1.063.586	834.769	1.527.825	1.710.723	1.918.125	2.153.722	22.416.513
<b>FC (VPL)</b>	546.453	689.176	803.682	574.533	957.767	976.794	997.556	1.020.205	10.618.564

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

**Tabela 18 – Fluxo de Caixa Descontado com e sem perpetuidade**

<b>FCD s/ pp</b>	6.566.167	38%
<b>PP</b>	10.618.564	62%

**Fonte:** Elaborado pelo Autor

Para se ter uma ideia da evolução dos indicadores de lucratividade no horizonte de projeções, pode-se conferir a Tabela 19.

**Tabela 19** – Evolução dos resultados

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Receita Líquida (YoY %)</b>	13,5%	15,8%	16,0%	11,5%	11,6%	11,8%	11,9%	12,1%
<b>EBITDA (YoY %)</b>	13,9%	11,5%	16,0%	9,4%	11,6%	11,8%	11,9%	12,1%
<b>Lucro Líquido (YoY%)</b>	10,0%	47,2%	16,7%	31,0%	12,0%	12,1%	12,2%	12,3%
<b>Margem Bruta (%)</b>	72,5%	73,5%	73,5%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%
<b>Margem EBITDA (%)</b>	23,7%	26,7%	26,7%	29,2%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
<b>Margem EBIT (%)</b>	15,5%	18,5%	18,5%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>Margem Líquida (%)</b>	11,4%	13,9%	13,9%	15,9%	16,0%	16,0%	16,1%	16,1%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Através dos valores obtidos dos fluxos de caixas, encontra-se enfim o propósito deste trabalho que é o *equity* e o valor de firma – ilustrados na Tabela 20.

**Tabela 20** – Valor de Firma e Equity

<b>Valor da firma</b>	17.184.730
<b>Dívida Líquida</b>	1.026.329
<b>Valor do Equity</b>	18.211.059
<b>Número de ações</b>	617.183
<b>Valor por ação</b>	29,50

Fonte: Elaborado pelo autor.

A empresa fechou 2021 a R\$ 28,50. No modelo realizado por este trabalho obteve-se R\$ 29,50 um valor 3,5% superior ao negociado na bolsa, o que significa que o mercado vem precificando de forma adequada, uma vez que 3,5% é uma diferença muito pequena para afirmar se a empresa está sub ou sobrevalorizada.

Foi realizado uma matriz de sensibilidade na Tabela 21, para melhor visualização de como o crescimento na perpetuidade e do WACC impactam no valor econômico da companhia.

**Tabela 21** – Mariz de sensibilidade do WACC em relação ao crescimento na perpetuidade

		Crescimento na Perpetuidade				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
WACC	9,79%	29,72	31,47	33,60	36,22	39,55
	10,29%	27,52	28,94	30,64	32,70	35,24
	10,79%	25,63	26,81	28,19	29,84	31,83
	11,29%	24,00	24,99	26,13	27,47	29,06
	11,79%	22,58	23,41	24,36	25,47	26,77

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dessa forma, pode-se perceber que quanto maior o custo de capital, menor o valor econômico e quanto maior o crescimento na perpetuidade, maior o valor econômico. Além disso que o WACC é mais sensível que o crescimento na perpetuidade, por isso caso tivesse projetado um custo de capital menor, chegaria em um preço de ação consideravelmente maior.

## 7.11 ANÁLISE POR MÚLTIPLOS

Como mencionado na metodologia, uma das etapas da elaboração deste trabalho é a realização do *valuation* através do método da análise de múltiplos. Por ser um modelo mais simplório, o intuito desse tópico é ser uma comparação com o resultado atingido pelo método do Fluxo de Caixa Descontado.

As empresas escolhidas para comparação foram as concorrentes mencionadas em tópicos anteriores: SAP, Microsoft, Oracle e IBM.

Os indicadores utilizados para comparar as empresas foram: EV/Receita (Valor da Empresa / Receita) e EV/EBITDA (Valor da Empresa / EBITDA). Os dados extraídos correspondem aos resultados financeiros de 2022 até o terceiro trimestre. A compilação de tais dados correspondente a cada empresa está descrita na Tabela 22.

**Tabela 22** – EV/Receita e EV/ EBITDA por Empresa

	V. Firma (US\$)	EV/Receita	EV/EBITDA
SAP	123.020	4,37	17,25
MICROSOFT	1.660.000	8,18	16,47
ORACLE	310.890	6,75	17,42
IBM	171.640	2,84	24,64

Fonte: Yahoo! Finance (2022) e Elaboração autor

Após a compilação desses dados foi realizada uma média de ambos os indicadores utilizados, EV/Receita (5,54) e EV/EBITDA (18,95). Com isso Encontrou-se o valor de firma da TOTVS – ilustrado na Tabela 23 - através da receita no primeiro caso, e através do EBITDA no segundo caso. Lembrando que o *equity* da TOTVS é superior ao valor de firma pois o valor em caixa é superior à dívida líquida.

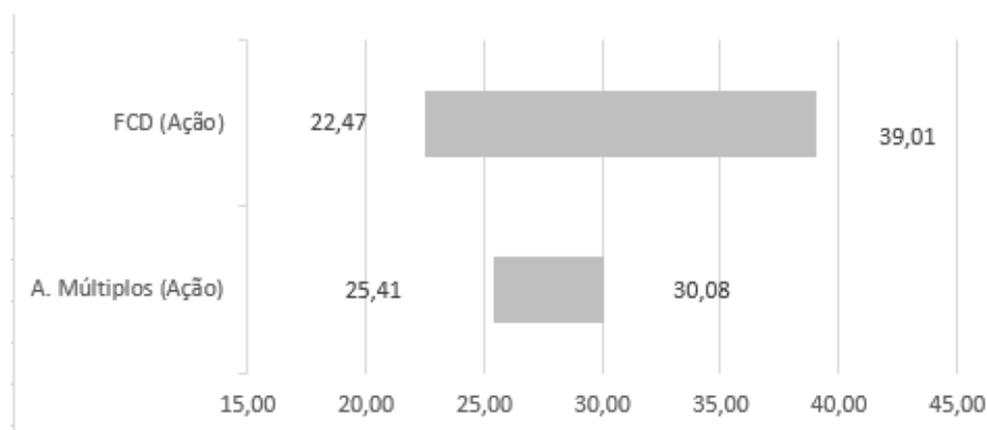
**Tabela 23**– Avaliação por Múltiplos TOTVS

TOTVS 2021		
	Receita	EBITDA
	3.168.714	773.632
<b>VE/Receita</b>	5,54	
<b>VE/EBITDA</b>		18,95
<b>V. Firma</b>	17.538.832	14.656.458
<b>Dívida</b>	1.026.329	1.026.329
<b>Equity</b>	18.565.161	15.682.787
<b>Ação</b>	30,08	25,41

**Fonte:** Elaboração pelo autor.

A partir da avaliação por múltiplos pode-se perceber uma variação entre R\$ 25,41 e R\$ 30,08. Já no Fluxo de Caixa Descontado, obtivemos de R\$22,68 até R\$ 39,84, pois projetou-se um cenário pessimista de custo de capital, mas, caso o custo de capital fosse um pouco menor, a ação ultrapassaria os R\$ 40,00. O Gráfico 16 ilustra a comparação entre a precificação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação por Múltiplos.

**Gráfico 16** – Comparação entre fluxos de caixa descontado e análise por múltiplos



**Fonte:** Elaborado pelo autor

Apesar da TOTVS ser menor do que as empresas globais, quando é comparada pelos indicadores financeiros, mostra que a empresa mantém as proporções de empresas globais, uma vez que a média de preços de suas ações são similares, quando comparada pelo método do fluxo de caixa descontado.

## 8 CONCLUSÃO

A determinação do valor econômico de uma empresa é algo que pode trazer grandes benefícios a ela. O mais flagrante é a capacidade de visualização de quais estratégias estão sendo convertidas em fluxo de caixa. Um outro benefício diz respeito à credibilidade que a empresa pode conseguir com o mercado, quanto mais bem precificada for uma companhia, melhor será a sua capacidade captar recursos.

Esse tema é pertinente ao engenheiro ao abordar conceitos de engenharia econômica e gestão patrimonial como DRE, Valor Presente Líquido, custo de capital. Além disso aborda conceitos de planejamento estratégico ao abordar conceitos de análise de mercado como o estudo das 5 forças de Porter.

A TOTVS foi a empresa escolhida, pois o setor de tecnologia consolidou a sua relevância durante a pandemia, uma vez que sustentou a economia global formada pelo distanciamento físico e social. Além disso, é a única empresa brasileira de tecnologia com tamanho equiparável às grandes empresas da B3, cujo setores mais comuns são bancos, indústrias de base, *commodities* e varejo.

A empresa ao longo de sua história teve atuação oferecendo produtos de software na área de gestão empresarial, desde produtos para RH, inteligência de negócio, e a sua maior referência – ERPs – sendo até hoje a área da empresa com maior representatividade em suas receitas. A partir de 2019, a TOTVS começou a realizar alterações muito relevantes na sua estratégia, implementando duas novas áreas em seu portfólio – *techfin*, com foco em oferta de crédito para pessoas jurídicas e Business Performance, que busca aumentar o poder de vendas de uma determinada empresa, oferecendo desde CRM, *analytics*, até ferramentas de marketing digital. A área de *techfin* em 2021 correspondia a 6% das receitas da empresa, e ainda não tinha chegado a 20% das ofertas de crédito estimada, já o de Business Performance possuía 5% de receitas e em 2022 já era estimado chegar em 7%, com a consolidação dos resultados da RD Station. Estima-se que o setor de Business Performance corresponda a 20% da receita total no longo prazo, tendo em vista o alto crescimento do marketing e estratégia de vendas digitais.

A principal estratégia da companhia ao longo de sua história foi o foco em PMEs e as fusões e aquisições. Isso facilitou com que novos *players* não substituíssem a sua liderança, bem como acelerou a obtenção de *know-how* para atuar em setores que previamente não atuava

e permanecer competitiva com os players globais como SAP, Microsoft e Oracle. Essa estratégia também permitia a obtenção de novas carteiras de clientes de forma ágil, promovendo um aumento de capilaridade ao longo do país. Não se pode deixar de destacar as suas parcerias com outras empresas de tecnologias para a oferta de seus produtos, formando um sistema de franquias – dessa forma aumentou-se também sua capilaridade.

A partir da análise financeira e mercadológica histórica, bem como suas perspectivas estratégicas e do cenário do setor foi possível realizar premissas, bem como estimar o seu *marketshare*, a fim de projetar o fluxo de caixa até 2029. Vale ressaltar que também foram projetadas outras linhas como custos, despesas, tributos, capital de giro, entre outros. Através do método aplicado obteve-se um valor de firma de R\$ 17,18 bilhões e *equity* de R\$ R\$ 18,21 bilhões e valor de ação R\$ 29,50 para o final de 2021.

Para além disso, foi realizado uma análise por múltiplos como ferramenta de comparação. A faixa de precificação de ação encontrada foi entre R\$ 25,41 e R\$ 30,41. Esse valor ficou dentro da margem alcançada pelo método do fluxo de caixa descontado, indicando que os indicadores financeiros da TOTVS são proporcionais aos das empresas globais.

A TOTVS tem adotado uma política de não adquirir dívidas e investimentos acima do seu caixa, ou da sua capacidade de geração de lucro. Além disso a imensa maioria de seus investimentos tem se convertido em uma boa geração de receita, o que demonstra uma maturidade em conhecer exatamente o que irá gerar retorno para a empresa. Nos próximos anos cabe à companhia consolidar essa grande manobra de inserir dois novos produtos em seu portfólio, algo novo, pois a empresa ficou a sua história inteira em um único ramo. Dificilmente a TOTVS aumentará o seu *marketshare* para grandes empresas pois é difícil concorrer com SAP e Oracle, por isso algumas saídas são: se especializar ainda mais nas PMEs e se expandir para outros países. A RD Station já enfrentou problemas quanto a questões jurídicas e fiscais em países da América Latina, por isso deve-se escolher muito bem o país onde irá se expandir.

Os próximos dois anos serão desafiadores em relação aos aspectos macroeconômicos tanto nacional quanto internacional. A China até hoje não se recuperou do Covid-19, tendo o menor crescimento dos últimos 20 anos, e os EUA com uma taxa de juros há muito tempo não vista, bem como uma inflação acima dos 6%. Quando ao aspecto nacional, o cenário de incerteza é muito grande, uma vez que o país vive um cenário de desequilíbrio entre os poderes constituídos e um governo federal com histórico de aumento de dívida pública. Entretanto a TOTVS sempre cresceu em todos os cenários de incertezas do Brasil, e dessa vez dificilmente não será diferente.

Para empresas tradicionais, o CAPEX representa de forma fidedigna como elas vem se expandindo. No entanto, empresas de tecnologia, como a TOTVS, possuem bastante ágil, oriundos de suas aquisições – esse ativo também interfere no potencial de expansão da empresa. Ao restringir o poder de expansão apenas ao Capex, houve uma pequena restrição do modelo. Por isso trabalhos posteriores devem analisar como funciona a relação entre o capital intangível e o de expansão quando forem avaliar empresas de tecnologia. Além disso, monografias futuras devem realizar algumas análises de mercado mais quantitativas, como a Curva de Valor que determina indicadores de competitividade entre as empresas concorrentes e mede como cada empresa desempenha. Isso permitirá fazer premissas mais sólidas quando for realizar as projeções. Um outro método relevante, que se feito de forma aprofundada pode trazer grandes resultados é a matriz SWOT, principalmente entendendo-se bem as forças e as oportunidades de uma empresa, uma vez que é mais fácil trabalhar as habilidades, do que melhorar fraquezas para alcançar os objetivos (Speth, 2015).

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração de capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

BANCO CENTRAL. **Boletim Focus**, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 22 de nov. 2022.

CHHABRIA, V.; CHOY, K.; SOOD, R.; WHITERMAN, R. Novos sistemas de operação para um mundo digital. **Mckinsey**. Disponível em: <https://www.mckinsey.com.br/capabilities/operations/our-insights/new-operations-management-systems-for-a-digital-world> . Acesso em: 02 jan. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 3. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2012.

DELLOITTE. **Sistema de gestão: por que a sua empresa precisa de um?** Disponível em: <https://www.mundorh.com.br/o-que-e-sistema-de-gestao-e-por-que-usar-na-sua-empresa/>. Acesso em: 30 nov. 2022.

EXAME. **Marketing digital: veja como ingressar na área (mesmo sem ter experiência)**. 2022. Disponível em: <https://exame.com/marketing/marketing-digital-como-ingressar-na-area/>. Acesso em: 30 jan. 2023.

FITCH. **Fitch atribui rating ‘AA+ (bra)’ à proposta de 4ª emissão de debêntures da TOTVS**. Disponível em: <https://www.fitchratings.com/research/pt/corporate-finance/fitch-assigns-aa-bra-rating-to-totvss-proposed-4th-debenture-issuance-12-09-2022> Acesso em: 02 jan. 2023.

FORBES. **Fintechs em 2022: 10 principais tendências para o mercado Leia mais em: https://forbes.com.br/forbes-money/2022/01/fintechs-em-2022-10-principais-tendencias-para-o-mercado/**. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/01/fintechs-em-2022-10-principais-tendencias-para-o-mercado/>. Acesso em: 28 nov. 2022.

INVESTE SAFRA. **Totvs (TOTS3) apresenta sua estratégia a investidores**. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/patrocinado/investe-safra/noticia/2022/06/15/totvs-apresenta-sua-estrategia-a-investidores.ghtml>. Acesso em: 11 jan. 2022.

IPEA. **Taxa de Câmbio: R\$- US\$**. 2022. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=31924>. Acesso em: 10 de jan. 2022.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

KNOEMA. **U.S Inflation Forecast: 2021, 2022 and Long Term to 2030**. 16 de abril de 2021. Disponível em: <https://pt.knoema.com/kyawad/us-inflation-forecast-2021-2022-and-longterm-to-2030-data-andcharts#:~:text=Different%20agencies'%20predictions%20differ%2C%20but,and%20around%20%25%20in%202022.&text=Over%20the%20longer%20term%2C%20up,expected%20to%20be%20around%202.3%25>. Acesso em: 25 nov. 2022.

LÚCIA, E. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. UFSC, 2005.

MARION, J. C. **Contabilidade básica**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MCKINSEY. **O novo normal do crédito para PME: desafios, tendências e inovações**. 2021. Disponível em: <https://www.mckinsey.com.br/our-insights/all-insights/o-novo-normal-do-credito-para-pme>. Acesso em: 29 nov. 2022.

MCKINSEY. **Novos sistemas de gestão de operações para um mundo digital**. Disponível em: <https://www.mckinsey.com.br/capabilities/operations/our-insights/new-operations-management-systems-for-a-digital-world>. Acesso em: 30 nov. 2022.

MCKINSEY. **Habilidades Digitais no Brasil**. 2019. Disponível em: <https://www.mckinsey.com.br/our-insights/habilidades-digitais-no-brasil>. Acesso em: 30 nov. 2022.

MEIRELLES, F. S. **Pesquisa do Uso da TI - Tecnologia de Informação nas Empresas**. São Paulo: Fgvicia, 2022.

NEUROTECH. **Mercado de crédito no Brasil: Um panorama sobre o tema**. 2022. Disponível em: <https://www.neurotech.com.br/blog/mercado-de-credito-brasil/>. Acesso em: 29 nov. 2022.

OMIE. **8 tendências do mercado de softwares de ERP para o 2º semestre**. Disponível em: <https://www.omie.com.br/imprensa/8-tendencias-do-mercado-de-softwares-de-ERP/>. Acesso em: 30 nov. 2022.

PORTER, M. **How Competitive Forces Shape Strategy**. 2022. Disponível em: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>. Acesso em: 21 mar. 2022.

PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2020.

PRIMESOFT. **Marketing Digital segue em franco crescimento no Brasil e no mundo**. 2022. Disponível em: [Marketing Digital segue em franco crescimento no Brasil e no mundo](#). Acesso em: 28 nov. 2022.

SERRA, R. **Valuation, Guia Fundamental e Modelagem em Excel**. Gen, 2021.

SILVA, J.; CARVALHO, H.; SECCO, L. **O novo normal do crédito para PME: desafios, tendencias e inovações**. Disponível em: <https://www.mckinsey.com.br/our-insights/all-insights/o-novo-normal-do-credito-para-pme>. Acesso em: 02 jan. 2023.

SPETH, Cristoph. **The SWOT Analysis: A key tool for developing your business strategy (Management & Marketing Book 21)**. 50 Minutes, 2015.

STARTUPHERO. **Beta e Endividamento médio por setor – Índices Setoriais**. Disponível em: <https://www.startuphero.com.br/beta-desalavancado-e-endividamento-medio-por-setor-indices-setoriais/>. Acesso em: 2 dez. 2022.

TIINSIDE. **Gastos com TI apresenta 8,2% das receitas das empresas em 2020**. 2021. Disponível em: <https://tiinside.com.br/20/05/2021/gastos-com-ti-representa-82-das-receitas-da-empresas-em-2020/>. Acesso em: 11 dez. 2022.

RI TOTVS. Home. Disponível em: <https://ri.totvs.com>. Acesso em: 12 dez. 2022.

TOTVS. **TOTVS anuncia resultados de 2021 com 24% de crescimento em receita líquida de funding, alcançando R\$ 3,2 bilhões de ano**. Disponível em: <https://ri.totvs.com/totvs-anuncia-resultados-de-2021-com-24-de-crescimento-em-receita-liquida-de-funding-alcancando-r32-bilhoes-no-ano/>. Acesso em: 30 nov. 2022.

U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS. **Customer price index historical**. 2022. Disponível em: [https://www.bls.gov/regions/mid-atlantic/data/consumerpriceindexhistorical\\_us\\_table.htm](https://www.bls.gov/regions/mid-atlantic/data/consumerpriceindexhistorical_us_table.htm). Acesso em: 6 de nov. de 2022.

UEG. **O que é Pesquisa Bibliográfica**. 2008. Disponível em: [http://www.ueg.br/noticia/36347\\_o\\_que\\_e\\_pesquisa\\_bibliografica](http://www.ueg.br/noticia/36347_o_que_e_pesquisa_bibliografica). Acesso em: 07 mar. 2022.

VALOR ECONÔMICO. Fusões e aquisições atingem recorde em 2019. **Globo**. 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/01/17/fusoes-e-aquisicoes-atingem-recorde-em-2019.ghtml>. Acesso em: 20 mar. 2022.

VOGLINO, E. Resultados TOTVS (TOTS3) 2020: lucro de R\$57M 2t20. **The capital advisor**. Disponível em: <https://comoinvestir.thecap.com.br/analise-resultado-totvs-tots3-2-trimestre-2020-2t20>. Acesso em 26 dez. 2022.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre, RS: Bookman. 2005.