



CARTA MENSAL

DEZEMBRO 2021

www.metaasset.com.br

Dezembro - Uma nova ordem na política monetária mundial

Caros investidores,

O mês de dezembro foi marcado pela confirmação do início definitivo do aperto monetário nos países desenvolvidos. Além disso, destaque local para o discurso mais *hawkish* do nosso Banco Central e a divulgação de índices de atividade que indicam uma estagnação da economia brasileira.

A questão da variante Ômicron evoluiu desfavoravelmente, provocando mais uma onda da doença da COVID 19, sobretudo na Europa (com destaque para o Reino Unido) e, mais recentemente, nos EUA. Milhares de voos foram cancelados no mundo inteiro por conta da pandemia que afeta também os tripulantes. Não será surpresa, se essa tendência crescer, que o crescimento mundial seja revisado para baixo para 2022.

O mundo começa a viver uma nova era após mais de uma década de relaxamento monetário extremo. Os países emergentes, com taxas de inflação mais altas, iniciaram o processo de elevação de juros já há mais tempo. Chegou a vez dos países desenvolvidos, terminando progressivamente a anomalia que o planeta viveu desde 2008.

Nos EUA (com CPI de 12 meses em 6%), o FED cumpriu o que vinha sinalizando, com a aceleração do ritmo do *tapering* (que agora termina em março) e a promessa de três elevações da taxa básica em 2022. Completou afirmando que, se a economia americana chegar ao pleno emprego, todas essas políticas podem ser intensificadas.

No Reino Unido (com inflação ao varejo de 12 meses em 4,5%), o Bank of England (BOE) foi o primeiro banco central desenvolvido a subir efetivamente os juros (em 0,25%).

O Banco Central Europeu (inflação ao varejo entre 2-4%, de acordo com o país), por sua vez, também demonstrou a intenção de acelerar o *tapering*, mas acha pouco provável a necessidade de elevação da taxa básica em 2022 no Velho Continente.

Já o Japão também anunciou o fim de um dos seus programas mais antigos de compra de ativos.

Importante ressaltar que o mundo está em aceleração de atividade: 88% dos países do planeta estão com os seus PMIs acima de 50 (região de expansão).

Já a China vive um momento oposto, com atividade econômica menos aquecida, inclusive com o movimento inverso de política monetária - cortes nas taxas de compulsório e refinanciamento. Existem dois fantasmas: O primeiro chamado Evergrande, incorporadora gigante que deve US\$ 300 bilhões e está passando por um momento de dificuldades. O segundo é a crise energética causada pelo encarecimento de matérias primas (altamente poluentes) e que fez o país decretar reduções na produção de aço e alumínio. A China consiste atualmente no grande risco para o crescimento mundial.

No Brasil, a autoridade monetária assistiu nas últimas duas semanas do mês a uma parada nas revisões altistas no Boletim FOCUS para o IPCA de 2021 (em 10,03% a.a.), 2022 (em 5,03% a.a) e 2023 (3,38% a.a.). Apesar de estarem em nível elevado, é o primeiro sinal de alguma ancoragem após 28 semanas seguidas de elevação das previsões. O IPCA de novembro e o IPCA-15 de dezembro vieram abaixo de 1%, com as médias de núcleos decrescentes (mas ainda em patamares proibitivos, merecendo cuidados por parte o BC).

Tal situação levou o COPOM a elevar a taxa SELIC mais uma vez em 1,5% (para 9,25% anuais), conjugado a um aumento forte do tom do discurso, tanto no comunicado pós-reunião como na ata. A autoridade monetária vaticinou que levará o juro básico a um “nível significativamente contracionista”. Interessante notar que tal postura mais dura foi facilitada pela diferença de projeções de crescimento do PIB para 2022 entre o BC (1,0%) e o FOCUS (0,42%). Em outras palavras, a preocupação com a atividade parece secundária na lista de prioridades da autoridade monetária.

No campo fiscal, o Governo conseguiu aprovar a PEC dos Precatórios, abrindo um espaço (R\$ 106 bilhões) mais do que suficiente para acomodar os gastos com o programa Auxílio Brasil. Além disso, muito por conta do desempenho dos estados e municípios, o superávit primário até novembro atingiu a boa marca de 0,82% do PIB. Mesmo assim, no final do ano, questões ligadas ao equilíbrio do orçamento aprovado no Congresso voltaram a ser fonte de preocupação.

O Brasil, pelo segundo mês consecutivo, apresentou os três índices de atividade mais importantes (relativos a outubro) – vendas ao varejo, produção industrial e serviços – no campo negativo, evidenciando a desaceleração em curso no país.

Estamos terminando o ano de 2021 e os grandes assuntos para 2022 serão:

Mundo:

- Reabertura econômica pós-Covid: Quantas “ondas” teremos mais? Estamos caminhando para uma nova reinfecção geral? Apesar de ser menos letal, a nova variante Ômicron parece bem mais contagiosa. Até que ponto o crescimento mundial (projetado em 4,5% a.a para 2022) será afetado?

- Inflação alta no planeta: O aperto da política monetária já teve o seu início. Choques de oferta e demanda devem ser superados. Qual será o ritmo da desaceleração? “Soft” ou “hard” landing?

- Impacto de uma alta das treasuries nos países emergentes: Se as treasuries de dez anos dos EUA baterem a marca dos 2% a.a. de forma rápida, a influência negativa será inevitável nos ativos emergentes; se essa elevação ocorrer de forma gradual, o efeito tende a ser menor.

- Potencial desaceleração econômica na China: Qual será a conclusão do caso Evergrande? Se for negativa, qual será o impacto na economia chinesa? Com os PMIs todos rondando a marca de 50, qual será o caminho da China e sua influência na atividade do planeta (no caso do Brasil, no preço das commodities)?

Brasil

- **Elevação da taxa SELIC** - Até onde vai o COPOM para recolocar a inflação na meta? Por quanto tempo a taxa SELIC vai ficar no nível "significativamente contracionista"?

- **Destino da política fiscal** - Qual será a cara fiscal do Governo Bolsonaro em 2022? A cara de quem produziu um superávit primário em 2021 ou a face de quem fez malabarismos para macular a âncora do teto de gastos também nesse mesmo ano?

- **Recuperação da capacidade de crescimento brasileiro** - Teremos PIB negativo em 2022? As reformas tributária e administrativa vão ficar para o próximo governo?

- **Eleições presidenciais** - Quem serão os candidatos de fato? Qual é o risco de um discurso populista por parte dos que estão liderando as pesquisas, caso não surja uma terceira via competitiva? Teremos plataformas reformistas de verdade?

- **Mercado de ações** - Nunca as empresas brasileiras estiveram tão bem financeiramente e com baixa alavancagem. O pagamento de dividendos deverá ser alto, capitaneados pela Vale e pela Petrobras. Os estrangeiros entraram com R\$ 100 bilhões na bolsa em 2021 (contando IPOs, follow-nos e mercado secundário), com saída forte de investidores institucionais. O importante é termos um horizonte de teto de inflação e de juros, para que pelo menos o dinheiro pare de sair da bolsa e o capital local possa voltar, puxando as cotações.

Figura 1: Indicadores de dezembro

	novembro	Dezembro	% mensal	% anual
Ibovespa	101.915,45	104.822,44	2,9%	-11,9%
IBX	43.387,81	44.749,56	3,1%	-11,2%
S&P 500	4.567,00	4.766,18	4,4%	26,9%
Dólar/Real	5,62	5,58	-0,7%	7,3%
DXY	95,99	95,67	-0,3%	6,4%
DI Janeiro 2031	11,28%	10,71%	-0,6%	3,5%
NTN-B 2024	5,29%	5,36%	0,1%	3,6%
NTN-B 2055	5,34%	5,45%	0,1%	1,6%
CDS 10 anos	3,32%	2,82%	-0,5%	0,7%
Treasury 10 anos	1,43%	1,52%	0,1%	0,6%
Petróleo Brent	69,23	78,63	13,6%	53,5%
Minério de Ferro Qingdao	102,39	120,75	17,9%	-24,8%
Soja US\$ (CBOT)	1.217,25	1.328,75	9,2%	1,4%
Swap DI x Pré 12 meses	11,61%	11,56%	-0,1%	8,8%

Fonte: Meta Asset Management

No mercado de renda variável, a Bolsa brasileira subiu em dezembro (Ibovespa: 2,9 %), depois de cinco meses consecutivos de queda, encerrando o ano com uma perda acumulada de -11,9%. Dos 19 índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, apenas 1 (bancos) teve variação negativa no mês.

Figura 2: Índices setoriais Meta Asset

Índices Meta Asset	dezembro	Ano
Meta Índice Mineração	13,3%	43,7%
Meta Índice Construção	11,4%	-39,6%
Meta Índice Siderurgia	11,2%	2,6%
Meta Índice Logística	10,8%	-14,0%
Meta Índice Frigoríficos	10,8%	41,8%
Meta Índice Industria	10,7%	21,8%
Meta Índice Água & Saneamento	9,3%	4,7%
Meta Índice Exploração	7,4%	-21,7%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	6,9%	14,5%
Meta Índice Locação	6,1%	16,9%
Meta Índice Tecnologia	5,9%	-11,4%
Meta Índice Aéreas	5,4%	-34,3%
Meta Índice Saúde	3,7%	-20,8%
IBX	3,1%	-11,2%
Ibovespa	2,9%	-11,9%
Meta Índice Materiais Básicos	1,3%	5,8%
Meta Índice Serviços Financeiros	1,0%	-23,1%
Meta Índice Shoppings	1,0%	-20,0%
Meta Índice Varejo	0,8%	-26,6%
Meta Índice Energia Elétrica	0,0%	-8,5%
Meta Índice Bancos	-4,1%	-10,8%

Fonte: Meta Asset Management

Dentre os indicadores calculados, seis apresentaram desempenho acima de 10% no mês. Destaque para o do setor de mineração (13,3% - Vale), impulsionado pela alta forte do minério de ferro (17,9%). O índice do segmento de siderurgia (Usiminas, CSN e Gerdau), com a restrição de produção na China, também atingiu boa performance (11,2%).

A queda da curva de juros e a reabertura da economia beneficiaram o indicador de construção civil, que subiu 11,4% em dezembro.

A seguir, o índice setorial de frigoríficos (Marfrig, JBS, Minerva e BRF) também teve ótimo desempenho (10,8%), muito por conta do retorno da compra de carne bovina pela China.

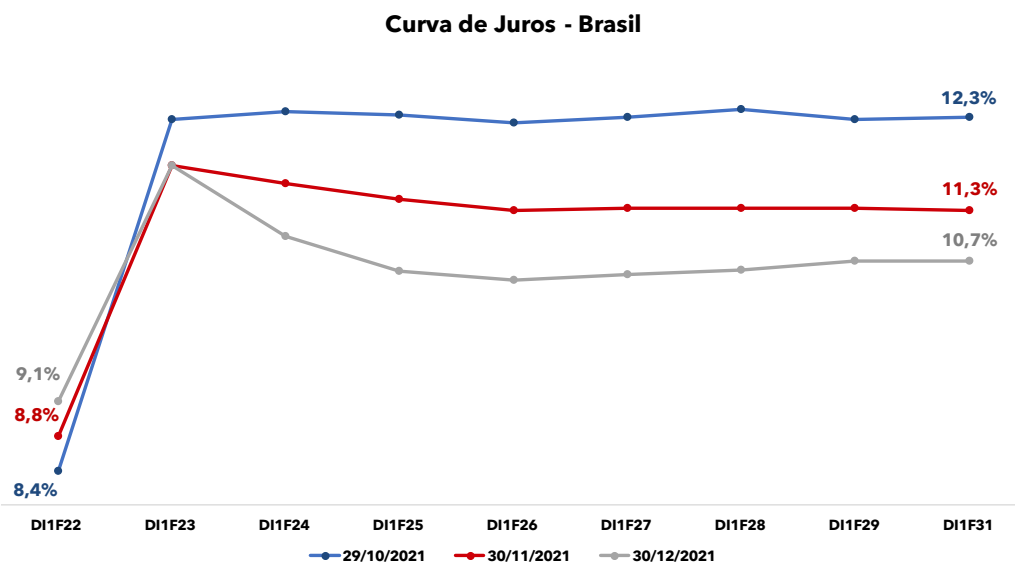
O setor de logística, com vários papéis de elevado valor intrínseco, também apresentou performance superior (10,8%), puxado sobretudo por Sequoia, Hidrovias do Brasil, Tegma, e Santos Brasil.

As ações do setor industrial, também atrativas pelas valuations descontadas, reagiram bem em dezembro, com o seu indicador atingindo a marca de 10,7%, capitaneadas por Embraer, Kepler Weber, Marcopolo, Romi e Mills.

O pior índice em termos de retorno (-4,1%) foi o de instituições financeiras (Itaú, Bradesco, Banco do Brasil, Santander, Banco Inter e BR Partners). As ações dos bancos de varejo sofreram pelo mau desempenho de atividade corrente e pela estimativa prospectiva desfavorável para o PIB em 2022, podendo potencialmente impactar a carteira de crédito e inadimplência. Já papéis dos bancos de investimentos, com os IPOs pouco prováveis para o ano que entra, acabaram por ser também penalizados. Além disso, no final do mês surgiu a informação de que o Governo pode manter a cobrança do IOF sobre o crédito para financiar a desoneração da folha de pagamentos.

No mercado de renda fixa, as taxas prefixadas em dezembro voltaram a fechar por três motivos: dados de atividade bem fracos no Brasil, uma certa ancoragem de expectativas do IPCA (ainda em nível alto) e a piora da pandemia da COVID no final do mês. As taxas, como o swap de 12 meses e o DI de dez anos caíram, respectivamente, 5 e 57 pontos-base, provocando a inversão da curva. As NTN-Bs curtas e longas tiveram leve abertura de taxas, com o juro real se ajustando. Já a Treasury de dez anos nos EUA também seguiu a mesma tendência, saindo de 1,43% para 1,52% a.a. Cabe ressaltar que uma elevação mais abrupta da curva de juros norte-americana atingiria fortemente os ativos de risco, sobretudo nos mercados emergentes.

Figura 3: Curva de juros brasileira



Fonte: Meta Asset Management

No mercado de câmbio, o BC interveio fortemente durante todo o mês de dezembro, com leilões de swap e de dólar à vista. O resultado foi uma queda da moeda norte-americana (- 0,7%). Essa apreciação do Real ocorreu em linha com os demais pares do mundo, dado que o índice DXY (dólar versus uma cesta de moedas) apresentou declínio mensal de 0,3%.

O risco - Brasil, representado pelo Credit Default Swap (CDS), seguindo a boa performance dos ativos brasileiros no mês, caiu de 332 para 282 pontos.

O setor de commodities apresentou desempenho bastante positivo em dezembro, respondendo aos dados favoráveis da atividade econômica mundial. O petróleo (+13,6%) recuperou a queda do mês de novembro, quando o governo norte-americano anunciou uma liberação de reservas estratégicas para buscar conter os preços dos derivados. Continuamos acreditando na tendência de alta do petróleo, mas com maior volatilidade nas cotações daqui por diante.

O preço do minério de ferro voltou a subir forte (17,9%), puxado especialmente pela demanda chinesa, tal como o da soja (9,2%), consolidando o bom mês, tanto para as commodities metálicas como agrícolas.

Carteira Meta Valor

O Meta Valor FIA teve performance de +3,50% em dezembro versus +3,14% do IBX. No ano de 2021 que se encerra, o fundo apresentou desempenho de -23,92% versus -11,17% do benchmark. Nos últimos 6 anos, o fundo subiu 153,09% contra 146,78% do IBX.

O mercado acionário brasileiro finalmente valorizou-se em dezembro após longos cinco meses de queda, com os investidores aproveitando as baixas cotações e se posicionado para uma recuperação que deve ocorrer no médio prazo. O Fundo Meta Valor apresentou rentabilidade superior ao do IBX-100 no mês.

Em dezembro, as ações do setor de commodities foram destaques de alta, beneficiadas pela subida dos preços dos principais produtos e pela manutenção do dólar em patamar elevado. Dentro deste contexto, construímos uma posição nas ações preferenciais da Usiminas no início do mês, uma vez que elas estavam muito descontadas e não refletiam o excelente momento operacional vivido pela empresa. Vale e Usiminas se sobressaíram nesse segmento na nossa carteira, mas as outras ações de commodities do nosso portfólio - como Gerdau e Petrobras - também superaram o benchmark.

Outros destaques positivos da carteira no mês foram Cyrela e Santos Brasil. As ações da Cyrela apresentaram a maior alta da carteira no mês, uma vez que acumulavam elevada queda no ano e precificavam um cenário bem mais negativo do que o esperado para 2022. Santos Brasil seguiu a tendência positiva, como comentado detalhadamente na nossa carta mensal de novembro.

No segmento de consumo, novamente as ações das Lojas Americanas foram destaque de desempenho. Consideramos que a empresa está mais bem posicionada do que os seus principais concorrentes para enfrentar o cenário macroeconômico mais desafiador em 2022, em função de seu portfólio de produtos e da fusão com B2W. Ao longo de janeiro, as ações das Lojas Americanas serão convertidas em ações da Americanas S.A., última etapa do processo de fusão.

Ao longo de dezembro, trocamos nossa posição remanescente em Via por Magazine Luiza, uma vez que a segunda está em melhor situação financeira para enfrentar o cenário de juros mais elevados. As ações da Lojas Renner, por outro lado, tiveram desempenho ruim no mês, enquanto os papéis da Multiplan também apresentaram rentabilidade negativa, ambas afetadas pela piora nas perspectivas sobre a Covid-19.

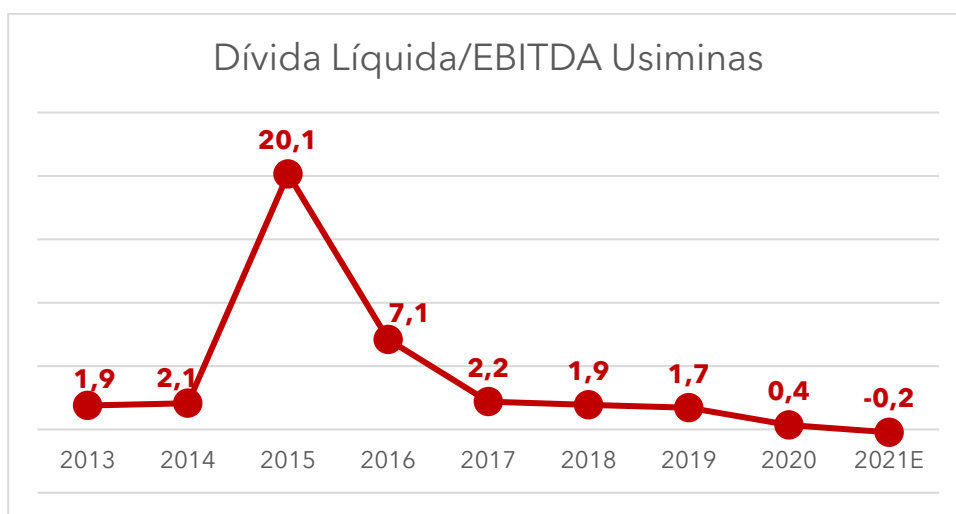
As ações do setor financeiro foram destaque negativo na B3 em dezembro, impactadas pelas perspectivas de menor crescimento de lucros em 2022 com a piora do cenário macroeconômico. Além disso, o aumento da alíquota de contribuição social do setor poderá ser mantido em 2022 para compensar a desoneração da folha de pagamentos.

SIDERURGIA: O CASE DE USIMINAS

Nos últimos anos, a Usiminas passou por um profundo processo de redução da sua alavancagem, que havia chegado ao ápice em 2015, devido à forte recessão econômica. Desde então, a empresa vem adotando uma rígida disciplina financeira, cortando custos e controlando investimentos. Além disso, a indústria siderúrgica mundial está sendo beneficiada pela redução da produção de aço da China, que visa diminuir o nível de poluição atmosférica. Esse controle da produção chinesa deverá também continuar em 2022. Outro fator positivo é o atual nível do câmbio no Brasil, que favorece o aumento no preço do aço no mercado interno e eleva a rentabilidade das exportações.

O resultado desse processo de redução de gastos e aumento de rentabilidade foi a forte desalavancagem financeira observada desde 2016, como ilustrado no gráfico abaixo. A empresa vai encerrar o ano de 2021 com caixa líquido, estando muito bem preparada para elevar os seus investimentos e ainda poder pagar mais dividendos aos acionistas.

Figura 4 - Usiminas - Alavancagem - Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: Empresa

Um dos investimentos em curso é a reforma do alto-forno 3, que demandará cerca de R\$ 2,1 bilhões entre 2021 e 2023. Em 2022, a Usiminas também precisará começar a fazer estoque de placas para não perder mercado durante o período de parada do alto-forno.

Outro investimento necessário, mas ainda sem data prevista, será a abertura de novas frentes de lavras de minério de ferro na Usiminas Mineração. Uma nova linha de galvanização também poderá ser aprovada no médio prazo.

Com relação aos resultados apresentados nos primeiros nove meses de 2021, a geração de caixa da Usiminas, medida pelo EBITDA Ajustado, somou R\$ 8.872 milhões, o que representou alta de 459% contra o mesmo período do ano anterior. O lucro líquido nesse período totalizou R\$ 7.572 milhões, contra o prejuízo líquido de R\$ 621 milhões dos primeiros nove meses de 2020.

Em termos de *valuation*, as ações da Usiminas estão sendo negociadas com bastante desconto na B3 e precificam um cenário bem negativo para 2022, o que não acreditamos que ocorrerá. Na cotação atual, a Usiminas negocia a um múltiplo EV/Ebitda de 1,7x e P/L de 3,7x para 2022. Considerando o *payout* mínimo de 25%, o *dividend yield* projetado para 2022 é de 6,8%.

TECNOLOGIA: O CASE DE TOTVS

Performance

A TOTVS constitui-se na maior companhia de tecnologia do Brasil em receita e valor de mercado. No ano de 2021, ainda que em um setor caracterizado pelo risco mais elevado e pelo alto percentual de valor na perpetuidade, os papéis acumularam alta de 0,7% (tendo alcançado +46% de alta em momento de melhor cenário da curva de juros durante 2021). De qualquer modo, trata-se de um *case* de sucesso, que *outperformou* o desempenho do mercado brasileiro no ano, quando a imensa maioria das ações de crescimento acumulou duros prejuízos para os investidores.

Liderança e presença

Mais do que a líder absoluta no desenvolvimento de *softwares* ERP, a companhia tem visado construir um amplo portfólio de soluções para os seus mais de 65 mil clientes, de vários portes e presentes em mais de 40 países, e que produzem, em estimativas internas da companhia, mais de R\$ 2,7 trilhões anualmente, representando cerca de 30% do PIB. Além disso, um terço das companhias listadas na B3 são clientes da TOTVS. Esses números nos permitem notar a importância dos serviços prestados pela empresa para seus consumidores e para o Brasil. A companhia trabalha para que seus sistemas se adequem aos mais de 12 setores da economia aos quais atende, entre eles: agronegócio, construção civil, distribuição, manufatura, logística, hospitalidade, educação, jurídico, varejo e saúde.

Trajatória da estratégia vencedora

Há alguns poucos anos, a companhia passou por uma ampla transformação da sua metodologia de cobranças. Com objetivo de gerar mais recorrência de receitas, conquistar mais fidelidade de seu *market share* e focar em uma estratégia de longo prazo, a TOTVS sacrificou suas margens durante alguns anos em seu principal segmento, o de "Gestão", com o objetivo de passar do modelo de "Licenças" para o modelo de "Assinaturas". Nesse período, a margem EBITDA caiu de 23,6% no primeiro trimestre de 2015 para 14,5% no quarto trimestre de 2018. O movimento foi uma tendência em grandes players internacionais de tecnologia, como Google, Adobe, Microsoft, entre outros, turbinando também os avanços da chamada "cloudificação". À época, apenas um olhar minucioso notaria, no curto prazo, os benefícios da jogada do *management*, o que fez com que o mercado e investidores menos atentos penalizassem os papéis da companhia. Os frutos mais saborosos vieram depois da transição, inflados pela ajuda dos bons ventos nos mercados em 2019, que fizeram a companhia mudar definitivamente de patamar. A margem EBITDA retornou a uma geração de caixa mais alta, fechando o ano de 2019 em 20,6%, enquanto em 2020, ano de pandemia, atingiu expressivos 22,7%.

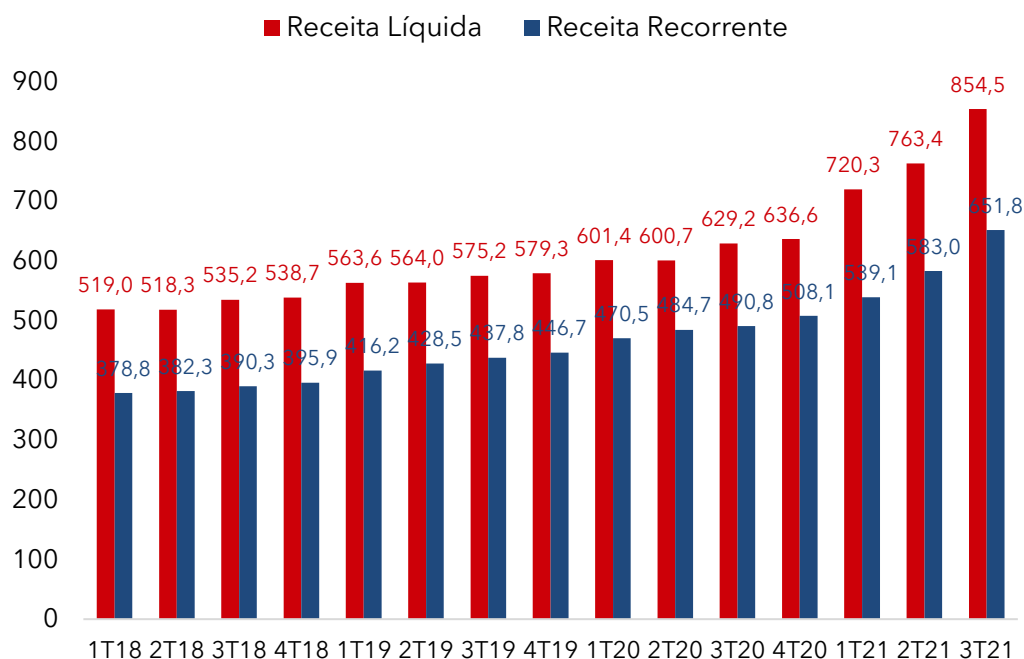
O crescimento composto projetado para os últimos três anos fechados em 2021 é de 15,0%. Contudo, a companhia abertamente tem como estratégia a chamada "Regra dos 40": somados, crescimento da receita líquida e margem EBITDA devem bater 40%. Em todos os trimestres do ano de 2021, essa meta foi cumprida (no 3T21, o resultado foi de incríveis 48,6%, contra 41,6% do 3T20), o que demonstra um belo *mix* entre crescimento e geração de caixa já há algum tempo. Na tabela abaixo, destacam-se em vermelho os anos de pressão nas margens, durante tal processo de migração. Os últimos anos, com retorno da forte geração de caixa, estão em azul.

Figura 5 - Receita Líquida X Margem EBITDA - TOTVS

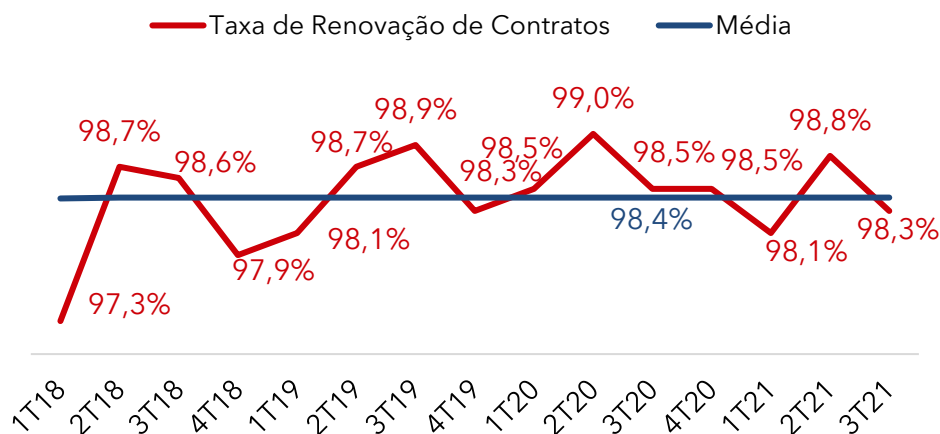
ANO	Receita Líquida (R\$ bilhões)	Crescimento ano x ano	Margem EBITDA
2015	2,26	-	20,2%
2016	2,18	-3,5%	16,4%
2017	2,23	2,0%	13,6%
2018	2,11	-5,2%	16,4%
2019	2,28	8,1%	20,6%
2020	2,60	13,8%	22,7%
2021 E	3,20	23,3%	24,0%
CAGR 3 anos		15,0%	

Fonte: Meta Asset

Para o ano de 2022, a despeito do cenário mais desafiador da economia brasileira, a TOTVS conseguirá, através da recorrência das assinaturas válidas por 12 meses ou mais, ao menos manter o que foi entregue em 2021 na parte de Gestão. Cabe lembrar que seus contratos são indexados ao IGP-M, onde há componentes dolarizados, enquanto seus custos estão mais vinculados ao IPCA.

Figura 6 - Receita Líquida x Receita Recorrente - TOTVS**Vantagens competitivas**

Apesar da relevância, os serviços prestados pela TOTVS, em geral, não são tão representativos financeiramente nas despesas dos clientes. Porém, cabe ressaltar que esses serviços possuem alto custo de substituição. Pode ser contraproducente para o cliente alterar o seu sistema, tendo que migrar toda a sua cadeia produtiva para algum concorrente. Assim, o *churn rate* da companhia pode ser classificado como muito baixo, sendo a taxa de renovação de contratos média dos clientes da TOTVS superior a 98%.

Figura 7 - Taxa de renovação de contratos - TOTVS

Fonte: Empresa

Mercado endereçável e avenidas de crescimento

A magnitude de resultados alcançados pela empresa, que já possui “faturamento contratado” na ordem de R\$ 3 bilhões para 2022 (a despeito de uma potencial desaceleração da economia), não significa que seus modelos de negócios não possuam potencial de crescimento ainda maior.

O Brasil, mesmo com maior uso de rede social por companhias em média (76%) *vis a vis* os países da OCDE (57%), gasta bem menos com *enterprise software* em percentual do PIB do que esses países. Enquanto nossa relação é de 0,1%, a das demais nações é de 0,3%. A parcela de trabalhadores que usa computador (53,7%) na média da OCDE está em linha com o Brasil (52%). Já na ala de Gestão, tanto para ERPs quanto para CRMs, o Brasil está atrás dos países da OCDE no caso de pequenas e médias companhias.

Em relação às verticais de Techfin e Business Performance, ambas têm apresentado crescimentos anuais compostos de receita acima de 30%. Em Techfin, ainda há uma imensa base subpenetrada de clientes da TOTVS para ser explorada pela empresa Supplier via *cross selling*. A produção de crédito foi o dado mais surpreendente no 3T21 e dados operacionais já mostram que ocorrerá o mesmo no último trimestre do ano. O negócio também possui uma taxa de inadimplência que é um sexto da média brasileira. Para a linha de Business Performance, a companhia conta com chegada da RD Station, também líder neste mercado, de quem a TOTVS se tornou controladora com 92% de participação.

Além do crescimento das verticais, a TOTVS possui um *pipeline* de companhias visadas para crescimento inorgânico. Sua situação de caixa é extremamente confortável: o caixa líquido é de aproximadamente 460 milhões de reais, após follow-on de mais de R\$ 1,4 bilhão realizado em setembro, o que lhe permite ir às compras. Os principais pilares para um M&A são: companhias que possam reforçar o *business* principal de Gestão, expandindo horizontalmente o portfólio; empresas que possam aprofundar a atuação nos segmentos, e possibilitar o *cross selling* com novos produtos que sejam do interesse dos clientes; por fim, aquisições que possam aumentar ainda mais o mercado endereçável de Techfin e Business Performance.

Valuation

Em nosso modelo, vemos a companhia negociando a 3,8x a Receita em 2023, o que é menos da metade do múltiplo cotado para pares internacionais. Em termos de geração de caixa, acreditamos que as margens podem ser um pouco pressionadas em 2022, sobretudo em função da maior presença das verticais (Techfin e Business Performance - menos maduras) em percentual da receita, além da elevação da taxa Selic (que aumenta o custo de *funding* do segmento de Techfin). Não obstante, projetamos que a rentabilidade da companhia continuará em crescimento neste ano. Além disso, para 2023, já enxergamos a companhia gerando o dobro do lucro operacional previsto para 2021.

No nosso entendimento, o fato da companhia ser amplamente negociada por estrangeiros em seu *free float* - aproximadamente 75% do *float* de mercado - é

benéfico para seu *valuation*, já que prevalece um custo de oportunidade mais baixo, possibilitando a precificação da companhia a um nível mais elevado.



Av. Niemeyer, 02 - sala 107 / 108

Leblon - RJ - Cep: 22450-220

☎ (21)3043-8100