

RELATÓRIO SINGIA

EQUITY
RESEARCH
2021



ARTUR DE ARRUDA CAMPOS
FELIPE GOMES CALIA
ISABELLA FONSECA PIOVEZAN
LUCAS VENCESLAU DOS SANTOS
MARCELO AKIRA KAWAMURO



Preço atual: R\$ 22,90

Preço alvo: R\$ 24,76

Upside: 8%

Highlights

Estamos iniciando a cobertura da Sinqia (SQIA3) com uma recomendação NEUTRA e um preço alvo YE21 de R\$24,76 por ação. Representando uma queda de 7,20% em relação aos níveis atuais. Nossa classificação é baseada nos seguintes pilares: (i) aumento da competitividade, pois é um setor fragmentado e a ascensão de empresas com o mesmo setor de atuação resulta em um impacto negativo, possuindo o risco do desenvolvimento de inovações tecnológicas, tornando os serviços da Sinqia obsoletos; (ii) a Companhia não possui disponibiliza relatórios dedicados ao segmento de ESG; (iii) crescimento secular do setor: o setor de softwares e soluções tecnológicas para o sistema financeiro tem perspectivas sólidas, sendo caracterizado por constantes inovações tecnológicas e (iv) estratégia de M&A, a Sinqia explora o crescimento do setor por meio de uma expansão inorgânica, em que é necessário implementar aquisições bem sucedidas e que se concretizem.

Aumento da competitividade

O setor de software é caracterizado por inovações tecnológicas constantes e a competitividade dentro do setor está altamente relacionado a essa capacidade de adaptação e diversificação dos produtos e serviços oferecidos. A principal competidora da Sinqia é a Totvs e a recente empresa de software para as instituições financeiras Dimensa, uma parceria entre Totvs e B3.

Práticas de ESG fazem falta para a empresa

Um dos motivos que levaram a nossa recomendação ser neutra é a questão do ESG, principalmente da parte de meio ambiente e social, pois a Sinqia não disponibiliza relatórios dedicados a projetos e políticas ambientais e sociais. Isso faz com que a empresa deixe de ganhar uma atenção maior do mercado e até mais mesmo mais lucratividade, já que a sua principal concorrente, a TOTVS, disponibiliza anualmente apresentações comentando sobre esses temas.

Setor em Ascensão

O setor de softwares cresce em um ritmo alto, com a migração acelerada dos negócios para o ambiente digital, como reflexo da pandemia. No ano de 2020, gerou uma receita de R\$44 bilhões para o setor de software, sendo R\$4,6 bilhões somente do setor de softwares para mercado financeiro, o volume é 32,5% superior ao resultado do setor em 2019, de acordo com a consultoria IDC Brasil. Além disso o setor é altamente fragmentado, com mais de 4800 empresas, segundo relatório da Associação Brasileira das Empresas de Software (ABES).

Estratégia de consolidação

Desde 2005 a Sinqia já realizou 20 aquisições, sendo a última no final de julho, com a compra de 100% do capital da Mercer, pelo valor de R\$35 milhões, o que levou-a se manter líder no setor com um market share de 7% e um crescimento de 77% na receita líquida de 2T21 em comparação com o 2T20. Além disso a empresa continua forte em sua estratégia de aquisições, com um caixa de R\$154 milhões e uma nova emissão de debêntures no valor de R\$250 milhões que deve aumentar ainda mais o caixa.

Riscos de investimento

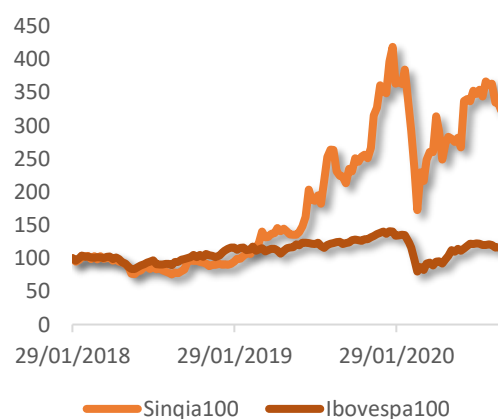
É inevitável que a empresa não esteja exposta a riscos de investimento, dentre os principais riscos, pode-se citar: risco da empresa não obter sucesso na aquisição de empresas, ser ultrapassada pela concorrência no quesito inovação, a possibilidade de sofrer um ataque cibernético e, conseqüentemente, ter os dados da empresa vazados para o público; sofrer com instabilidades políticas e econômicas brasileiras, o que pode impactar a variação na taxa cambial, inflação, etc; e, por fim, risco na definição dos preços dos contratos de longo prazo da empresa, onde o mesmo pode variar com a mudança nos principais índices macroeconômicos do país.

Figura 1: Dados e indicadores da empresa

Setor	Software
Subsetor	Mercado Financeiro
Recomendação	Neutra
Bolsa	B3 Novo Mercado
P/L	177,52x
EV/EBITDA	33,15x
Beta	0,76x
Ações	70.549.000

Fonte: Fundamentus

Figura 2: SQIA3 x IBOV (base 100)



Fonte: Autoria Própria

Business Description

Líder no setor. Fundada em em 1996, a Sinqia S.A., antiga Senior Solutions, é uma fintech, líder em softwares e inovação para o setor financeiro no Brasil e uma das maiores provedoras de tecnologia e serviços para esse segmento. A companhia abriu seu capital em 2012 via IPO na B3 e foi a primeira empresa a migrar para o Novo Mercado.

Realizaram um follow-on em 2019, captando mais de R\$362 milhões, a empresa utiliza de uma estratégia de consolidação ao realizar 19 aquisições desde 2005, o que resultou em um *market share* de 7%, atingindo R\$210 milhões de receita em 2020 e mais de 410 clientes. Além disso, a Sinqia ficou quatro vezes entre as 100 maiores FinTechs do mundo, segundo rankings da IDC.

Histórico recente. A empresa passou por grandes transformações em 2018 sendo as principais a mudança da sede para a cidade de São Paulo, a reorganização do portfólio de marcas para as frentes de serviços e softwares, e a criação do hub de inovação tecnológica Torq, que desde então tem chamado a atenção do mercado. Outro fator que afetou a incidência da receita foi a adoção de um novo modelo comercial, baseado em um modelo recorrente de subscrição. A Sinqia apresentou, em relação à sua receita, CAGR de 22% nos últimos 5 anos e no ano de 2020, a empresa apresentou crescimento de 20% na receita dos softwares em relação ao ano anterior, que representa 70% da receita total. Já a receita de serviços cresceu 18% entre esses dois anos, sendo 95% do ramo de outsourcing e os outros 5% da receita de serviços proveniente da frente inovadora da companhia, a Torq.

Pilares organizacionais. A fonte de renda da Sinqia provém de planos de assinatura, implementação e customização de softwares e também do fornecimento de serviços a fim de atender às principais necessidades de tecnologia das instituições financeiras do país. Os softwares estão divididos em quatro plataformas: **Sinqia Bancos**, atuando em bancos ou em fintech propondo inovação e soluções tecnológicas para diversas áreas, como em contas correntes, recebíveis, tesouraria e investimentos; **Sinqia Fundos** que é uma plataforma com solução de controladoria, custódia e gestão de carteira, indicado para diversos segmentos de mercado; **Sinqia Previdência** solução para gerenciamento e controle de portfólios de investimento para automatizar os processos operacionais e atendimento às áreas previdenciária, assistencial, financeira e controladoria; e **Sinqia Consórcios** solução que possibilita a integração dos processos operacionais alinhando a operação da estratégia. Já os serviços estão divididos em dois: **Sinqia Outsourcing**, solução de terceirização de gerenciamento de sistemas, abastecimento de fábrica e alocação de profissionais e **Sinqia Consulting**, fornecendo consultoria de negócios visando a reorganização, planejamento e transformação digital.

O fornecimento de software é tendência para o futuro. A fonte de renda da Sinqia provém da mensalidade recorrentes de planos de assinatura, implementação e customização de softwares e também do fornecimento de serviços de terceirização e consultoria em TI para bancos, fundos de investimentos, previdências e consórcios. Os softwares estão divididos em quatro pacotes: Sinqia Bancos, Sinqia Fundos, Sinqia Previdência e Sinqia Consórcios.

Já os serviços estão divididos em dois: Sinqia Outsourcing e Sinqia Consulting. No 1T21, 75,13% da receita bruta representa os ganhos relacionados à softwares e 24,87% à venda de serviços. No mesmo período, a distribuição da receita líquida de software é de, 42,25% para bancos, 26,11% para inorgânico, 17,74% para previdência, 10,51% para fundos e 3,40% para consórcio.

Recorde de aquisições no setor. A Sinqia, desde 2005, começou uma estratégia de consolidação, por meio de um programa de M&A, contando com 19 aquisições, as quais resultaram na liderança do setor. O gasto desses investimentos vêm dos recursos levantados em um Follow-On realizado no 3T19 e, desde então, já foram gastos 71,5% destes recursos em aquisições, por isso, a Sinqia já tem intenções de realizar uma nova captação de recursos e dar continuidade no plano de consolidação.

Além disso, a empresa comunicou, em 12/01/2021, um programa de corporate venture capital, o Torq Ventures, que tem reservado R\$50,0 milhões para investimentos em startups com tecnologias inovadoras e teses conectadas com o futuro do serviço financeiro.

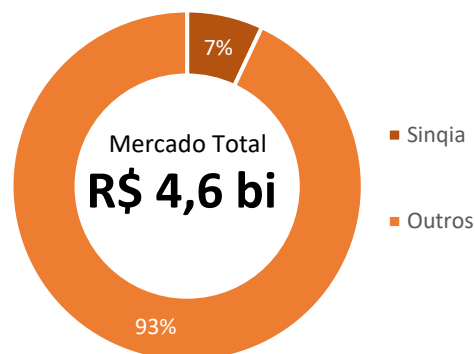
Como se não bastasse, a empresa vem, a cada divulgação de resultado, reforçando a tese de aumento dos investimentos em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, com o intuito de acelerar a integração e atualização dos produtos, assim como o desenvolvimento de novos.

Por fim, além das oportunidades enxergadas em novas aquisições, a Sinqia deixa claro que vê muitas outras oportunidades comerciais proporcionadas pela revolução no sistema bancário, através do PIX, por meio do Sinqia Pagamentos Instantâneos, ambiente que já existia mesmo antes do lançamento do PIX e que dá todo o apoio necessário aos seus clientes na adaptação a esse novo recurso, e do Open Finance, por meio de serviços especializados que ajudam as entidades financeiras a se adequarem à essa novidade do Banco Central.

Industry Overview

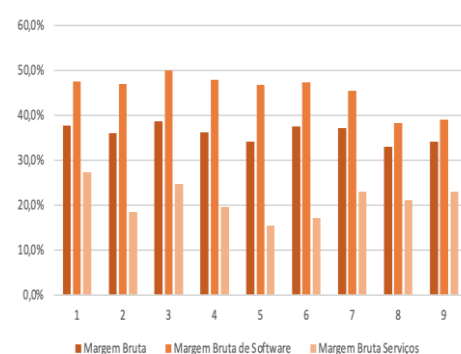
Após dois anos de desaceleração no setor de TI, em 2015 e 2016, devido a diversas mudanças no cenário econômico e político brasileiro, a retração do mercado, a tendência de alta inflação e as flutuações no mercado de câmbio ocasionaram em uma alteração na análise do setor levando

Figura 3: Market Share do setor



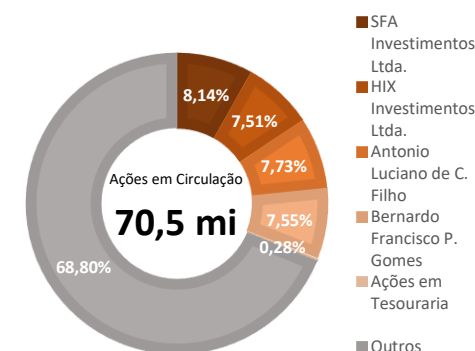
Fonte: RI da Companhia

Figura 4: Margens por segmento



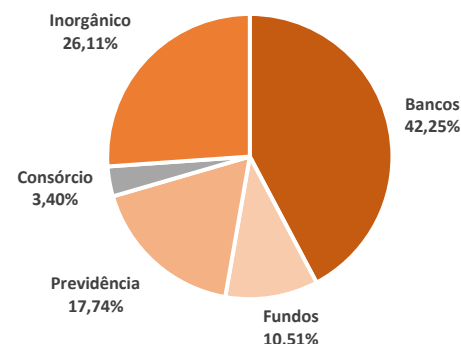
Fonte: RI da Companhia

Figura 5: Estrutura Acionária



Fonte: RI da Companhia

Figura 6: Receita advinda de Softwares



Fonte: RI da Companhia

o país a queda de duas posições no ranking mundial do mercado de TI, passando a ocupar a 9ª posição e reduzindo em 3,6% os investimentos em TI em relação ao ano de 2015. Porém, com exceção do ano de 2016, o setor cresceu acima da média mundial na última década, e a perspectiva é de que as empresas continuem no processo de digitalização, com foco em processos competitivos e eficiência nos modelos de gestão.

Em 2019 houve um acréscimo de 1,1% do Produto Interno Bruto, que atingiu R\$7,257 tri. O setor de TI no Brasil cresceu 10,5% em 2019, diferentemente da média mundial que foi de 5,0% de crescimento no mesmo período, e atingiu R\$161,7 bilhões, representando 2,3% do mercado nacional. O mercado de TI engloba os segmentos de software, serviços e hardware. O Brasil foi responsável por 40,7% do setor na América Latina e 1,8% na escala global, posicionado no 10º lugar no ranking mundial de TI. O segmento de softwares apresentou um crescimento de 16% no mercado nacional.

O setor de TI é fragmentado. Com mais de 21.020 empresas do setor de desenvolvimento e produção de software, distribuição e prestação de serviços, sendo que 58,3% de empresas que possuem como atividade principal o desenvolvimento e produção de software ou a prestação de serviços. Cerca de 95,3% das empresas que atuam no setor de desenvolvimento e produção de software são classificadas como micro e pequenas empresas e possuem até 99 funcionários. No caso da Sinqia, a qualidade do seu produto, o seu tamanho de mercado e carteira de clientes facilita a sua consolidação na posição de líder e dificulta outras empresas tomarem esse posto, como também a alta fragmentação dos seus concorrentes facilita estratégias de incorporação (fusões e aquisições) para se manter à frente.

Os ciclos de um setor resiliente. O mercado de TI possui características que parecem conflitantes, mas que caminham juntas. Por um lado, a dependência do setor privado por ambientes integrados de suporte às operações tornou-se componente fundamental para o bom funcionamento dos negócios, fazendo com que a tecnologia estivesse intrinsecamente acompanhando o desenvolvimento nacional. Em contrapartida, esse mercado é cíclico, pois depende dos curtos ciclos da inovação tecnológica, justamente devido à dependência das instituições privadas por estruturas digitais cada vez mais robustas e seguras. O mercado de Venture Capital tem papel fundamental no fomento da inovação nesse ramo, através do desenvolvimento de startups que propõem disrupção tecnológica e soluções que visam aprimorar constantemente os meios existentes.

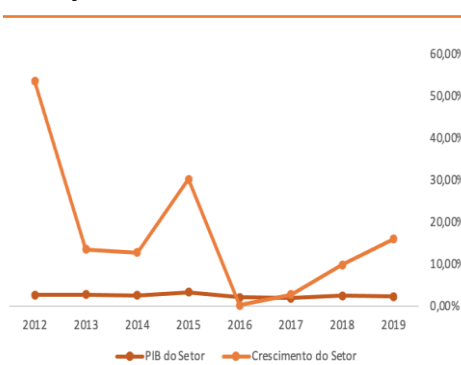
Transição digital. Para a Associação Brasileira das Empresas de Software (ABES) a fim de aumentar a participação mundial dos softwares feitos no Brasil é necessário um ambiente tecnológico mais desenvolvido e aperfeiçoado, com um sistema que aumente a segurança para os compradores e garanta a propriedade intelectual do desenvolvedor do software. O mercado brasileiro de TI, em 2019, correspondeu a 52,5% de hardware, 24,2% de serviços e 23,3% de software, totalizando US\$ 43.156 milhões. A transição digital depende diretamente da cadeia de logística da produção tecnológica, e está exposta às variações cambiais, devido à necessidade de importação de peças e componentes de outros países. Na pandemia, essa mudança foi favorecida, devido a necessidade de sobrevivência das empresas e da adoção do sistema de home office. As instituições financeiras passaram a demandar mais por esses serviços a fim de acompanhar a aceleração da digitalização, resultando em um crescimento de 48% em investimentos dos bancos em tecnologia em 2020.

Mão de obra qualificada. Devido à complexidade técnica envolvida nesse mercado, existe uma necessidade por profissionais com domínio tecnológico, fazendo com que o desenvolvimento desse setor seja fortemente condicionado pela formação desse tipo de mão de obra, e iniciativas nacionais para a adoção de estratégias ou políticas de formação de mão de obra qualificada. No país, a maior concentração dessa mão de obra está localizada na região sudeste, mas está gradativamente migrando para as demais regiões do país. Dessa forma, no setor de TI o principal fator para a competitividade é a lógica da inovação e, parte dessa lógica ocorre pelo suporte da formação em larga escala de mão de obra qualificada. Entretanto, no Brasil, segundo dados do IBGE, apenas 17,4% da população acima de 25 anos concluiu o ensino superior.

Influência do governo. Diante da função da política de redução da taxa básica de juros a partir de 2016 e o fomento ao investimento privado, o segmento voltou a crescer da forma como vem crescendo nos últimos anos, acima da média mundial. Depende do governo, também, fornecer incentivos fiscais e regulatórios para facilitar o desenvolvimento de novas empresas no setor, tendo em vista que a carga burocrática existente representa um empecilho para o desenvolvimento desse setor.

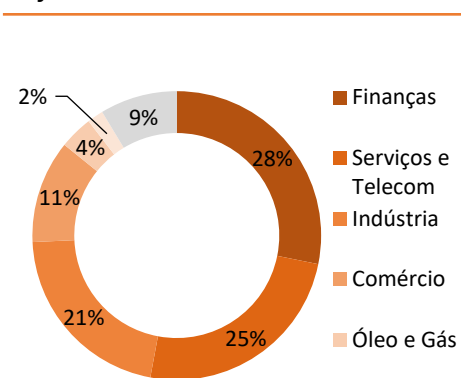
Influências do COVID-19. Devido ao impacto da pandemia, os níveis de atividades econômicas diminuíram, levando a muitos setores repensarem seus gastos com TI, em contrapartida foi necessário incluir soluções tecnológicas para manter as atividades dos negócios, resultando em um crescimento do Produto do setor de TI de 3,5% em 2020, diferentemente do PIB Brasileiro que caiu 4,1% em 2020. O aumento significativo do mobile banking, bem como as mudanças do perfil das transações e serviços foram algumas transformações que aceleraram a transição digital. Tanto a necessidade de suprir as necessidades do consumidor final, quanto das próprias organizações para organização das operações no modelo home-office foram os principais condicionantes dessa aceleração.

Figura 7: PIB do setor x Crescimento de Software



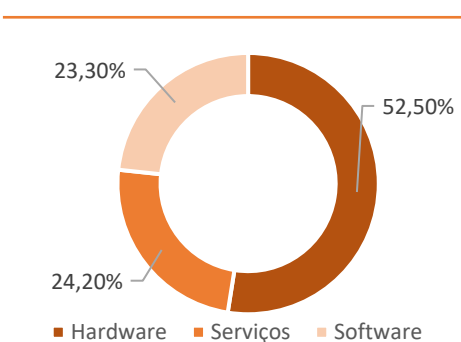
Fonte: ABES Software 2020

Figura 8: Segmentação dos usuários de software no Brasil



Fonte: ABES Software 2020

Figura 9: Composição do setor de TI no mercado brasileiro



Fonte: ABES Software 2020

Figura 10: Mercado mundial de software

Posição	País	Share
1°	EUA	46,2%
2°	Japão	6,2%
3°	Reino Unido	6,2%
4°	Alemanha	5,5%
5°	França	4%
6°	China	3,7%
11°	Brasil	1,5%

Fonte: ABES Software 2020

Competitive Positioning

Competidores. O setor de software é bastante fragmentado, já que atinge diferentes mercados como: agroindústria, governo, telecomunicações, varejo, manufatura e finanças, que é o foco principal da Sinqia. Logo, como existe essa grande fragmentação na área de tecnologia, o principal competidor da Sinqia é a TOTVS, além de startups e fintechs em crescimento. Porém, as outras empresas de tecnologia também são competidoras, pois mesmo não tendo clientes que fazem parte do mercado financeiro, as soluções inovadoras desenvolvidas nessas empresas podem ser implementadas nos produtos fornecidos pela Sinqia e vice-versa, aumentando a produtividade, eficiência, simplicidade, etc. Na área de tecnologia, as mudanças ocorrem de maneira rápida e quanto mais uma empresa demora para se adaptar ao mercado, mais desvantagem competitiva ela terá. As empresas que são competidoras indiretas da Sinqia são: Neogrid, Infra.commerce, Linx, Locaweb, CSU Cardsystem e Quality Software. Como existem muitas empresas que trabalham com software no mercado, o market share como um todo é muito fragmentado. Para calcular o market share de cada empresa, foi utilizada a porcentagem da receita bruta do ano de 2020 sobre o faturamento total das empresas parceiras da associação brasileira das empresas de software (ABES) de 2018, que foi de 61 bilhões de reais. A Sinqia possui 0,39% de participação no mercado e a TOTVS, mesmo sendo a maior empresa do ramo, possui 4,26% de participação. A empresa possui escritórios nos estados de São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Santa Catarina, Bahia e Pernambuco.

Inovação. No subsetor de software para mercado financeiro, a Sinqia é a líder de mercado. Isso é devido a capacidade em atender as necessidades atuais do mercado através de tecnologias novas e metodologias ágeis, com sua cesta de produtos completa, totalmente alinhada, focando principalmente na criação de produtos digitais. No segmento de softwares há uma grande diferenciação de produtos, principalmente em relação a tecnologia utilizada, que está constantemente sendo aprimorada, essa característica inclusive está ligada às constantes aquisições que a empresa realiza para se manter competitiva e crescer em alguns mercados. Desde 2005, o Sinqia adquiriu startups e fintechs em crescimento que a colocaram em vantagem no setor de software para mercado financeiro. Em 2021, a empresa adquiriu a Simply e a FEBWeb, que juntas formaram a Sinqia Digital.

Custos e Despesas. No último ano as despesas com escritório, consultores legais, publicidade e propaganda e despesas com viagens diminuiu 4% em relação à 2019, enquanto os custos relacionados à implantação de software, unidade de serviços e maiores investimentos em PD&I obtiveram um aumento de 18%, porém isso se deve à expansão dos negócios da empresa.

5 Forças de Porter. **Rivalidade entre concorrentes:** o setor de softwares, no Brasil, possui mais de 19 mil empresas, sendo igualmente proporcional entre seus segmentos. Tal fato acontece devido à constante inovação que existe neste mercado, permitindo a entrada de muitos players e pulverizando o setor e, apesar de a Sinqia ser a líder de mercado em seu segmento, representa somente 0,4% do faturamento total do setor, deixando claro a alta rivalidade entre os concorrentes.

Poder de barganha dos fornecedores: apesar de a indústria de softwares possuir muitos fornecedores, os serviços e produtos disponibilizados por estes são indispensáveis para as companhias do setor, além da perceptível dificuldade destas na substituição de seus fornecedores, o que aumenta o poder de barganha destes.

Poder de barganha dos clientes: assim como nos fornecedores, pelo fato de o setor ser muito pulverizado, os clientes têm muitas possibilidades para contratação de serviços, todavia, a maior parte deles são dependentes das empresas do segmento, sendo que o serviço contratado afeta as suas performances diretamente, além do fato de enfrentarem altos custos para substituição dos serviços e produtos já contratados.

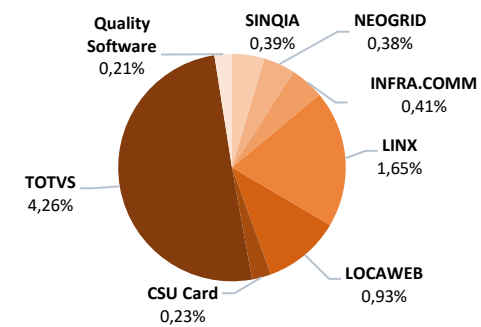
Ameaça de novos entrantes: como há algumas barreiras para entrada, como necessidade de patentes, regulamentações e mão de obra qualificada, algumas empresas simplesmente não têm o capital necessário para adentrar no setor, mas, pelo número de empresas, fica claro que as com maior capital inicial se arriscam na entrada, mesmo sabendo da alta competitividade e que terão baixa participação no mercado.

Ameaça de produtos substitutos: mais uma vez, por conta da alta concorrência, há muito produtos substitutos no mercado, mas todos possuem suas limitações de performance, sendo que os clientes, normalmente, não facilmente trocam de serviço ou produto, tanto pelo alto custo de implementação e da nova especialização com o novo software, quanto pela qualidade semelhante oferecida pela maioria das empresas.

Investment Thesis

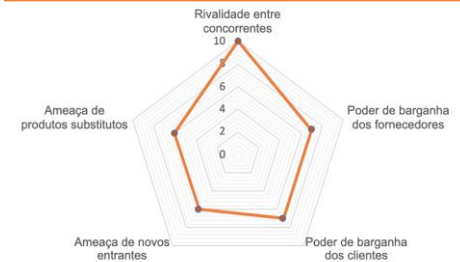
Análise histórica. Após uma análise profunda do provável futuro que a Sinqia e o setor devem seguir nos próximos anos, defendemos nossa recomendação como neutra baseado no preço alvo de R\$24,76, obtido no nosso modelo DCF, baseado em nossa tese de investimento em cinco pilares. (I) estratégia de M&A, que apresenta uma estratégia de crescimento inorgânico, (II) crescimento da receita e EBITDA devido às aquisições, (III) aumento da competição, (IV) possível

Figura 11: Market Share de software geral



Fontes: RI's das Companhias e ABES Software 2020

Figura 12: 5 Forças de Porter



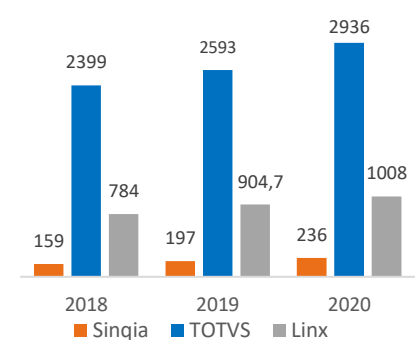
Fonte: Imagem própria

Figura 13: Análise SWOT



Fonte: Imagem própria

Figura 14: Receita Bruta (Milhões)



Fonte: RI da Companhia

Figura 15: Regiões de Operação



Fonte: RI da Companhia

imersão em outra área além do mercado financeiro e (V) crescimento com a retomada da economia.

Estratégia de M&A. A Sinqia possui uma estratégia de crescimento inorgânico baseado na capacidade da Companhia de se beneficiar com consolidações via aquisições. Essa estratégia auxilia no aumento da sua exposição a bancos digitais e fintechs, englobando diferentes serviços, produtos e novas formas de negócio que auxiliam empresas a integrar digitalmente novos clientes, carteiras, entre outros. Evitando, com isso, que instituições financeiras troquem os serviços oferecidos pela Sinqia por outras companhias. Desde 2005 a Companhia executa uma estratégia de crescimento por aquisições totalizando a compra de 20 empresas, considerando as três últimas aquisições realizadas em 2021 a Simply, a FEPWeb, iniciando uma nova forma de negócios chamada Sinqia Digital, e a Mercer (Unidade Administração Previdenciária).

Receita e EBITDA nas alturas. A receita da empresa vem aumentando constantemente a 10 anos seguidos e deve aumentar ainda mais com as aquisições que a empresa vem fazendo, inclusive esse ano a empresa deve ter um novo recorde de receita líquida, o que é de suma importância para a empresa, uma vez que ela é uma Small Cap e seu foco está no crescimento. O EBITDA cresceu bastante no ano de 2020 e a projeção é que esse ano ele seja ainda maior, o que mostra o grande potencial de geração de caixa da empresa.

Aumento da competição. Recentemente a TOTVS, a maior empresa de tecnologia do Brasil, realizou um acordo com a B3 de R\$600 milhões, o que é altamente positivo para a TOTVS, já que ela consegue um forte parceiro para crescer em um mercado altamente fragmentado e de grande potencial de crescimento, que é o de softwares para o mercado financeiro. Porém isso é péssimo para a Sinqia, uma vez que surge um grande competidor que pode prejudicar seus lucros futuros.

Aproveitamento de oportunidades. Desenvolvendo um papel crucial para a tecnologia do setor financeiro, a companhia percebe uma nova oportunidade de negócio que terá grande impacto nos próximos anos através do seu envolvimento com o Open Banking. Ela tem sido crucial para o seu desenvolvimento e mira alto, mantendo esperanças de se tornar referência dessa frente de negócio que agregará positivamente para o fornecimento de serviços bancários personalizados à população no geral. Isso demonstra a capacidade inovadora que a companhia possui, como também a possibilidade de explorar novos negócios, podendo até expandir suas operações para verticais diferentes da financeira. No seu braço voltado a prestação de serviços, percebe-se que existe uma tendência positiva para o crescimento de assessoria às empresas que estão passando pelo processo de transformação digital.

Retomada Econômica. Devido à pandemia da covid-19 e a retração das atividades comerciais, os anos de 2020 e 2021 foram difíceis para muitos setores da economia, sendo o PIB de 2020 4.1% menor em comparação ao ano anterior. Porém, mesmo diante desse cenário, o setor de TI apresentou crescimento de 23% no ano em que se iniciou a pandemia, e tem previsões de crescimento na casa dos 15% para o ano presente. O mercado de softwares de gestão ainda não alcançou a sua maturidade, tanto em escala nacional quanto em comparação aos demais países da OCDE, indicando que ainda exista espaço para desenvolvimento de negócios no setor em que a Sinqia atua.

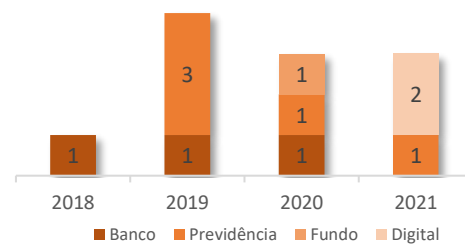
Financial Analysis

Análise histórica. A Sinqia possui uma estratégia de crescimento inorgânico, em que a área administrativa discorre da dependência do crescimento por meio de aquisições com a utilização de fontes de financiamento que são compatíveis com grandes volumes de capital, prazos de amortização longos e o perfil de risco adequado. Dessa forma, a Companhia tem utilizado o capital próprio como a principal fonte de financiamento de suas operações, através da geração operacional de caixa, e os recursos oriundos do follow-on. Em 2020 a Sinqia teve um receita líquida recorde de R\$ 210,0 milhões, mais de 19,9% em comparação com o ano anterior. Além disso, a companhia possui um portfólio abrangente de softwares e serviços acarretando em um maior potencial de crescimento que, devido ao processo de transformação digital, houve uma aceleração da demanda por esses serviços levando a números recordes a cada trimestre.

Crescimento da receita. Durante os anos de 2017 e 2020 a TOTVS obteve um CAGR de 10,04% por ano. No mesmo intervalo a Sinqia alcançou um CAGR de 23,09% (Figura 13), devido a Companhia possuir um modelo de negócio com rentabilidade e crescimento inorgânico, com uma estratégia de crescimento com aquisições e com direcionamento no aumento da base de clientes, ofertando diversos softwares e serviços.

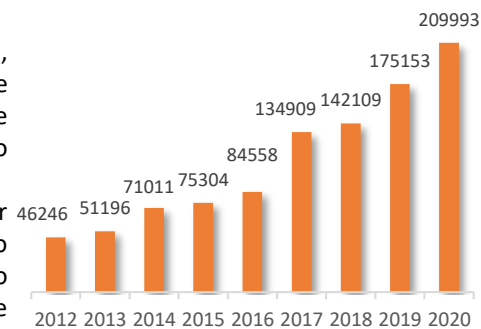
Custos, despesas e margens. Em 2018, a margem EBITDA apresentou uma queda, mesmo com a margem bruta sendo aproximadamente igual ao do ano anterior, devido a um incremento nos investimentos em Pesquisa, Desenvolvimento & Inovação ("PD&I") e subsídio de setup das novas vendas. Em 2019, os custos operacionais apresentaram um crescimento em relação à receita bruta de 3,64% comparado com o ano anterior. Isso ocorreu porque a empresa realizou 4 aquisições no ano, sendo elas a Atena, a ADSPrev, a Softpar e a Stock & Info; e também por conta do aumento nos custos de Implantação de Software e na unidade de Serviços. As despesas operacionais também apresentaram um aumento em 2019, já que a depreciação e amortização

Figura 16: Aquisições da Sinqia



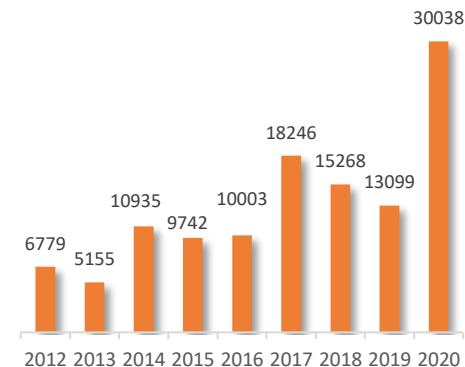
Fonte: RI da Companhia

Figura 17: Receita Líquida (Milhares)



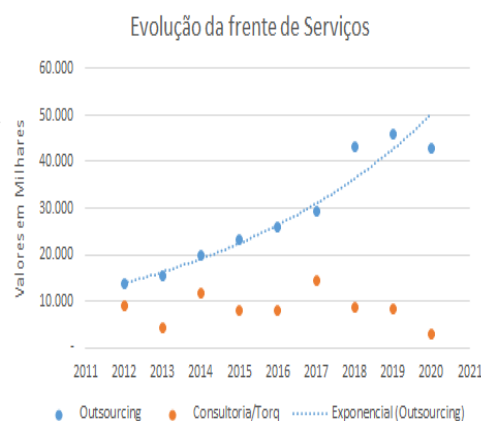
Fonte: RI da Companhia

Figura 18: EBITDA (Milhares)



Fonte: RI da Companhia

Figura 19: Evolução da frente de serviços



Fonte: RI da Companhia

desse ano apresentou um aumento em relação à receita bruta de 3,29%, fato que ocorreu devido às aquisições da empresa. Por conta desse aumento nas despesas, a empresa teve um EBIT negativo, com margem EBIT 6,98% menor que o ano anterior, e, consequentemente, apresentou um lucro líquido negativo. Em 2020, a empresa adquiriu a Fromtis e a Itaú Soluções Previdenciárias, ou seja, 2 aquisições a menos que o ano anterior, o que explica a queda em relação à receita bruta de 1,04% nos custos operacionais. As despesas gerais e administrativas da empresa apresentaram uma queda na margem bruta de 4,47% por conta das reduções de despesas com escritório, consultores legais, publicidade e propaganda e viagens; fatores ocasionados pela pandemia e distanciamento social. O resultado financeiro apresentou um aumento de 3,03% na margem bruta por conta da maior posição de caixa no período e pela redução nos juros sobre empréstimos e debêntures. Tudo isso fez a Sinqia voltar a apresentar um lucro líquido positivo, tendo uma margem líquida 4,96% maior que no ano anterior. Apesar da empresa apresentar margens inferiores em comparação com a concorrente TOTVS, principalmente em 2019, o número de aquisições da Sinqia nesse ano foi superior às aquisições da TOTVS, que adquiriu a Supplier. Além disso, o principal foco da Sinqia é o subsetor de mercado financeiro, enquanto a TOTVS abrange mais subsetores, como marketing, varejo e gestão empresarial.

Uma dose de alavancagem. A Sinqia sempre buscou não ficar alavancada financeiramente, usando seu próprio caixa para realizar aquisições. Ela prefere levantar capital através de follow-on, ao invés, da emissão de dívidas. Apesar disso, nos últimos anos, ela vem aumentando sua dívida bruta, por conta de sua estratégia de expansão através de aquisições. 71% de sua dívida advém de obrigações por aquisição de investimento, a empresa possui dívida líquida negativa e 70,9% das dívidas são de longo prazo, portanto o nível de endividamento é bastante saudável. No futuro, a empresa planeja uma potencial captação de recursos, provavelmente por meio de aumento na alavancagem.

Menos rentabilidade, mais aquisições. Apesar do constante crescimento da receita da Sinqia, tanto o lucro líquido, quanto o NOPAT, não a acompanham, mostrando, de 2014 a 2019, considerável diminuição, levando a um valor negativo no ano de 2019. Todavia, tal decréscimo decorreu do compromisso com a agenda de M&A da companhia, que, aumentou por todos esses anos, consecutivamente, devido ao aumento nos custos referentes às aquisições e implantações, além do aumento na amortização de intangíveis destas aquisições e depreciação de imobilizado. Ainda assim, em 2020, já percebemos uma melhora nos indicadores de rentabilidade, revertendo o prejuízo de 2019, mesmo com o aumento da depreciação e amortização, mas compensado por maior receita financeira, advinda da maior posição de caixa no período.

Quando comparada ao seu principal par na bolsa, a Totvs, percebemos que os indicadores de rentabilidade desta são bem superiores, com forte crescimento nos últimos 3 anos, mas isso se dá devido às diferentes estratégias de posicionamento de mercado de ambas as empresas, na qual a Totvs se prova mais consolidada e a Sinqia ainda em crescimento.

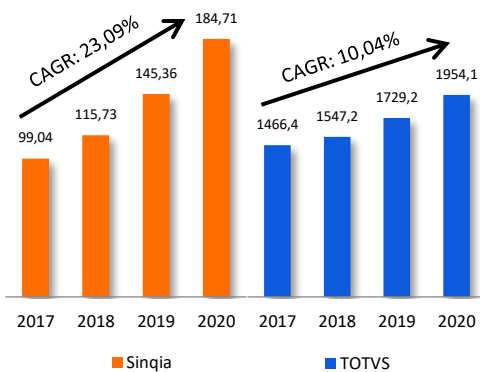
Necessidade de capital de giro. A empresa apresenta um quadro operacional que é característico do segmento que faz parte. Devido à inexistência de estoques, a conversão da receita depende dos acordos feitos a prazo com os clientes, que incidem principalmente na forma de mensalidades. Isso garante algum nível de segurança para arcar com obrigações operacionais recorrentes, que são originadas de obrigações trabalhistas, custos de construção, customização e implantação de software para os clientes, e amortização do investimento em ativos intangíveis. Para sustentar esse modelo de negócio, a Sinqia se torna dependente da manutenção dos clientes que já possui, através da renovação de contratos comerciais, e da geração de novos leads, para aumentar a sua receita. A empresa possui capital disponível em caixa suficiente para as operações, porém depende do capital proveniente dos acionistas e empréstimos de longo prazo para sustentar a sua estratégia de consolidação via aquisições, motivo principal das transformações da necessidade de capital de giro da companhia.

Valuation

Crescimento da receita. Foi assumido que a receita da Sinqia irá crescer nos próximos anos, principalmente por conta do aumento no número de clientes da empresa, o que faz com que a receita decorrente da subscrição de software também cresça. Além disso, a receita decorrente de Outsourcing irá arrefecer o crescimento a partir de 2022 pois, durante a pandemia, teve uma alta forte, por conta da mudança no estilo de vida das pessoas e empresas, o que explica a receita bruta total ter tido um crescimento 1,54% menor no mesmo ano.

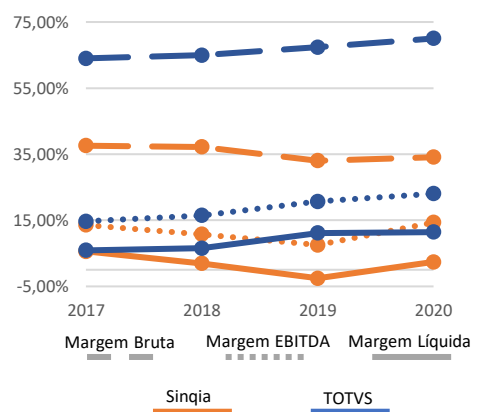
Custos e despesas. As deduções, custos e despesas foram projetadas com base na margem bruta histórica da empresa, já que nos 4 anos anteriores, a porcentagem em média permaneceu a mesma, o que indica que a tendência é que esses números continuem constantes em média, devido ao modelo operacional da Sinqia. As despesas gerais e administrativas sofreram um aumento na margem bruta em 2021 de 2,43%, por conta da retomada presencial das atividades da empresa, que resulta em mais custos com administração, viagens, back-office, etc.

Figura 20: CAGR Sinqia x TOTVS (milhões)



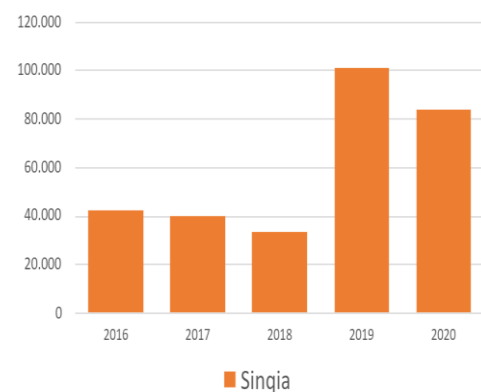
Fonte: RI das Companhias

Figura 21: Margens das empresas



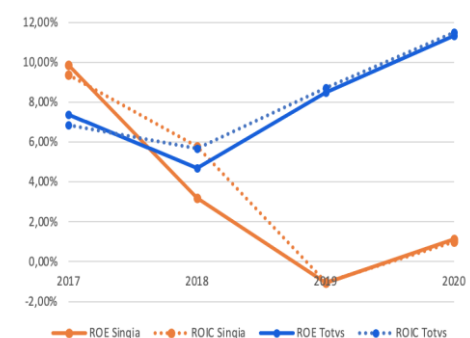
Fonte: RI das empresas e modelagem financeira própria

Figura 22: Dívida Bruta



Fonte: RI da Companhia

Figura 23: ROE e ROA das empresas



Fonte: RI das Companhias

CAPEX. Por conta do compromisso da empresa com a agenda M&A, projetamos um crescimento maior nos intangíveis da companhia, com ligeiro aumento no imobilizado, com o Capex representando uma porcentagem da receita bruta de 7% na nossa projeção de 5 anos.

Working Capital. A projeção foi feita a partir do histórico da empresa nos últimos 4 anos, dando maior peso aos anos em que a pandemia ainda não existia e os prazos de recebimento, pagamento e obrigações ainda permaneciam estáveis ano a ano.

Metodologia DCF. Para realizar o valuation foi utilizado o método DCF, onde é possível determinar um valor atual para a empresa a partir da projeção dos fluxos de caixa futuros da mesma e com indicadores de dívida total, caixa, ações em circulação, WACC e crescimento na perpetuidade.

WACC. Para calcular o custo de capital para os acionistas (Ke), foi utilizada uma taxa livre de risco de 1,28% (US 10-year Treasury Bond), um beta de 0,76, obtido a partir do beta médio do setor realavancado pela estrutura de dívida e capital da Sinqia, um market risk premium de 4,31%, e um risco país de 3%, calculado pelo Damodaran, e uma projeção de inflação nos EUA de 4,2% e no Brasil de 6,1%, segundo projeções do Itaú, achando um Ke de 12,49%.

Já o um custo de dívida foi calculado a partir da pré taxa de 8,8%, obtida pela rentabilidade das debêntures da empresa, e uma taxa de imposto de 32,13%, a partir da média do imposto de renda dos últimos 3 anos, resultando em um Kd líquido de 5,97%. Com isso, chegou-se em um WACC de 8,54%.

DCF. A partir do WACC calculado, foi possível chegar num preço alvo para a empresa utilizando o DCF da mesma. Para isso, foi assumido um crescimento na perpetuidade de 4% e foram utilizados dados de EV/EBITDA, ações em circulação, dívida e caixa a partir do site Fundamentus. Além disso, no DCF, foram utilizados valores projetados até 2025. Com isso, chegou-se num preço alvo de R\$24,76, o que indica um upside de 8% em comparação com o preço de mercado da ação da companhia (SQIA3).

Dupont Analysis. A Sinqia apresenta um ROE bem inferior quando comparada ao seu principal par, Totvs, pela sua posição de mercado e estratégia de negócio. Por isso, através da análise DuPont, podemos desconstruir este indicador de rentabilidade e percebemos que, tanto a margem líquida, quanto o giro do ativo da Totvs ainda são superiores, talvez explicados pela sua maior alavancagem e consolidação dentro do mercado em questão.

Bear market. Nesse cenário, a empresa não consegue consolidar sua estratégia de aquisição de empresas de maneira eficiente, adquirindo poucas ou nenhuma companhia em crescimento. Com isso, a receita será impactada, já que novos clientes serão adquiridos apenas de maneira orgânica, algo que é muito difícil visto que o setor possui muita concorrência de pequenas empresas, além da Totvs, cuja estratégia de crescimento também é via aquisição de empresas.

Bull market. Nesse cenário, a empresa além de se mostrar eficiente na agenda de M&A, consegue melhorar a qualidade de seus serviços, principalmente o Outsourcing, fazendo com que tenham um aumento no crescimento ao longo dos anos e aumentando a receita como consequência. Isso também permite que a empresa seja mais inovadora e atraia clientes de maneira orgânica, ganhando mais market share em relação aos concorrentes e consolidando ainda mais a possibilidade da empresa ingressar em outros setores de software além do mercado financeiro.

Investment Risks

Operacional

Sucesso das aquisições realizadas. (O1)

A dificuldade da Sinqia em implementar aquisições bem-sucedidas e que não apresentem riscos de não concretização, da não integração com sucesso dos negócios adquiridos e de não possuírem os resultados esperados. Além de ser um setor fragmentado, outros players do setor podem buscar a estratégia de crescimento através de aquisições, fazendo com que aumente a competição por aquisições e parcerias estratégicas, aumentando os custos significativos nas transações.

Definição correta dos preços nos contratos. (O2)

A Companhia possui muitos projetos de longo prazo, em que os preços dos serviços e softwares são previamente definidos e se mantém durante o prazo dos contratos. Diante dos riscos devido ao aumento de custos e/ou tributos é preciso estimar de forma correta os futuros índices e outras despesas para definir os preços nos contratos, podendo resultar em um impacto negativo na situação financeira da Sinqia.

Dependência da receita a um pequeno número de clientes. (O3)

Diante do processo de consolidação das instituições financeiras brasileiras, o número de participantes da vertical financeira vem diminuindo e, visto que grande parte da receita da Companhia depende de um pequeno número de clientes, isso pode afetar arduamente os negócios, a situação financeira e o valor das ações da Sinqia.

Mercado

Frequente inovações tecnológicas. (M1)

Para manter vantagem competitiva em relação aos competidores, o mercado de software é

Figura 24: Projeção da receita (Milhares)

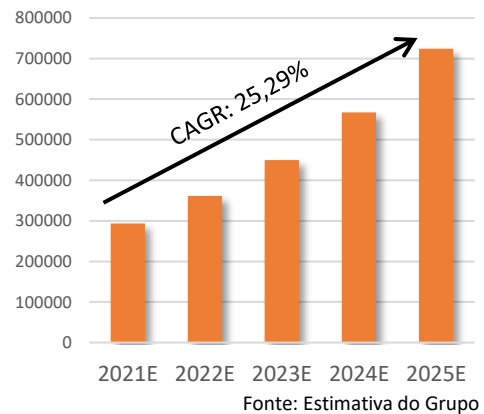


Figura 25: Projeção do Capex (Milhares)

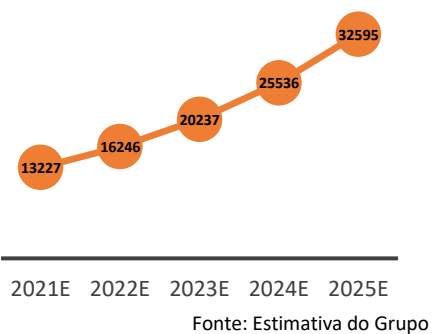


Figura 26: Cálculo do WACC

WACC Model	
Capital Structure	
Debt to Total Capitalization	27,6%
Equity to Total Capitalization	72,4%
Debt / Equity	38,2%
Cost of Equity	
Risk Free	1,28%
Beta	0,76
Market Risk Premium	4,31%
Country Risk	3,00%
US Inf.	4,20%
BR Inf.	6,10%
Ke	9,52%
Cost of Debt	
Kd pre-tax	8,80%
Tax Rate	32,1%
Kd	5,97%
WACC	8,54%
Growth Perpetual	4,00%

Fonte: Cálculo do grupo

Figura 27: Análise DuPont

	Sinqia	Totvs
Margem Líquida	2,36%	11,36%
Giro do Ativo	0,33x	0,50x
Alavancagem	1,46x	3,72x
ROE	1,14%	11,33%

Fonte: RI das Companhias

caracterizado por inovações tecnológicas, capacidade de aperfeiçoamento e adaptação de softwares e serviços já existentes e o desenvolvimento de novas soluções para suprir as demandas dos clientes. A Sinqia tem diversificado os seus produtos e serviços oferecidos mas, há o risco da companhia não ser capaz de prever, desenvolver ou implementar inovações tecnológicas nos softwares e serviços, tornando-os obsoletos em comparação com os oferecidos pelos competidores. A Dimensa, tornou-se parte dos concorrentes diretos da Sinqia com atuação no setor de softwares para o mercado financeiro. A ascensão de empresas com o mesmo setor de atuação ameaça o modelo de negócios da empresa.

Regulatórios

Com processos judiciais pendentes (R1), totalizando R\$63.6 milhões o valor referente a possíveis passivos, a companhia corre o risco de ter o seu desempenho comprometido por decisões desfavoráveis na justiça, podendo repercutir também negativamente para a imagem da companhia e o preço de suas ações na bolsa.

Lei Geral de Proteção de dados (R2). No caso de ocorrência de vazamento de dados, a Sinqia pode vir a arcar com multas severas. A inadequação à lei sancionada em 2018 é passível de penalizações, podendo chegar a 2% do faturamento anual, sendo o valor máximo de R\$50 milhões.

Perda de benefícios e mudanças regulatórias (R3). A empresa fica suscetível às perdas dos benefícios fiscais oferecidos para as empresas do setor de T.I. sobre as alíquotas dos impostos de renda e sobre a folha de pagamentos, podendo afetar negativamente o resultado financeiro da companhia. Outras mudanças na regulamentação fiscal podem vir a afetar, tanto positiva quanto negativamente, os resultados operacionais e a capacidade financeira da companhia, podendo afetar as suas margens.

Macroeconômicos

Instabilidade política. (A1) O Brasil enfrenta um quadro de instabilidade política e crise econômica, impostos pelas investigações realizadas pela polícia federal sobre casos de corrupção de agentes do Estado e companhias, tanto públicas quanto privadas. Eventos desse gênero causam efeito adverso sobre o mercado como um todo, principalmente empresas que são listadas na bolsa de valores como no caso da Sinqia. Além disso, a economia apresenta instabilidade devido à retração do PIB, taxa de desemprego em níveis históricos, volatilidade do câmbio da moeda e de títulos e valores mobiliários.

Varição nos índices macroeconômicos. (A2) A empresa fica sujeita a riscos relacionados à ação soberana quanto às políticas cambial, monetária e fiscal para conter quadros inflacionários ou atender a certas necessidades do mercado e da sociedade. Mudanças na taxa básica de juros e na inflação afetam diretamente: a rentabilidade e rendimento de ativos e aplicações financeiras, atrelados ao CDI; aumento no juros dos financiamentos do BNDES; aumentos nas parcelas das aquisições realizadas, atreladas a indicadores de inflação e à taxa selic; aumento na remuneração dos debenturistas, atrelada ao CDI; aumento dos custos e despesas gerais e; correção dos contratos com clientes e fornecedores.

Agentes externos. (A3) A influência de agentes externos sobre a classificação de crédito soberano gera repercussão no potencial de crescimento econômico do país, afetando o desempenho operacional da companhia. Outros imprevistos, a exemplo a pandemia da covid-19, também são responsáveis por variações inesperadas nos fatores da economia.

ESG

Meio ambiente. Com relação ao environment, a Sinqia não disponibiliza relatórios exclusivos sobre questões ambientais e de sustentabilidade, por que ela entende que suas atividades provocam um baixo impacto ambiental e não estar sujeita a controles ambientais rigorosos. Isso acaba sendo um ponto negativo para a empresa, pois sua principal concorrente, a TOTVS, disponibiliza relatórios anuais sobre ESG, incluindo suas políticas ambientais; o que acaba dando mais vantagem para ela nesse quesito. Mesmo assim, a empresa promove iniciativas de adoção de coleta seletiva e reciclagem de materiais e no futuro pretende divulgar estudos exclusivos sobre suas políticas ambientais.

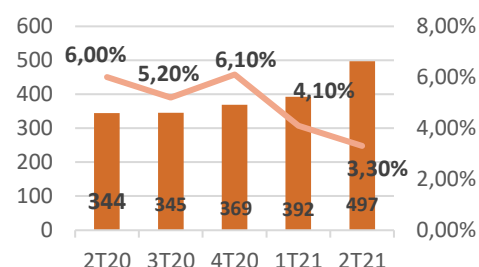
Social. A companhia trabalha constantemente para melhorar a satisfação dos consumidores, como é possível perceber pela migração de seus data centers para nuvem, contribuindo para qualidade e flexibilidade na prestação de serviços. Quanto ao ambiente de trabalho da empresa, percebe-se forte engajamento com a cultura da empresa, além de ambientes colaborativos e horários de trabalho flexíveis.

Governança.

Novo mercado. A empresa possui o mais elevado padrão de governança corporativa exigido pela B3, o de novo mercado. Na prática isso aumenta a transparência, com a instalação de auditorias e comitês internos, além de um tag along de 100% e um capital formado apenas por ações ordinárias.

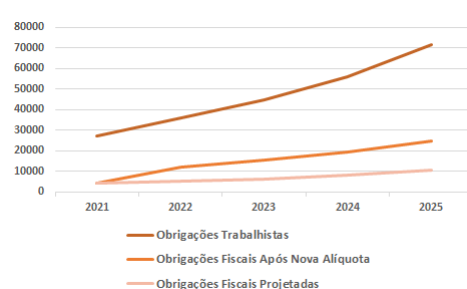
Capital pulverizado. A estrutura acionária está bem dispersa, com um free float de 83%. Todos os seus maiores acionistas detêm menos de 10% do capital total da companhia. Entre os com

Figura 28: Número de clientes



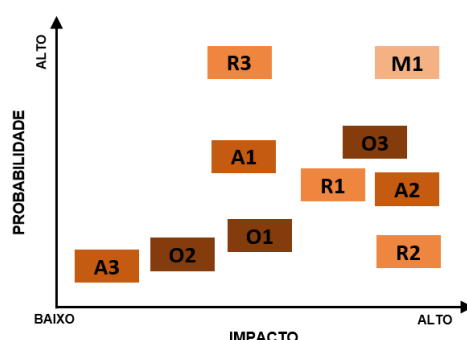
Fonte: RI da Companhia

Figura 29: Obrigações fiscais



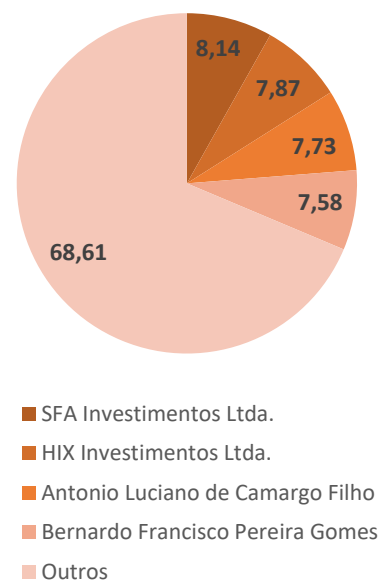
Fonte: RI da Companhia

Figura 30: Matriz de risco



Fonte: Estimativa do Grupo

Figura 31: Estrutura acionária



Fonte: RI da Companhia

maior participação estão a HIX Investimentos e a SFA Investimentos, além dos sócios fundadores Antonio Filho e Bernardo Gomes, com 7,73% e 7,58%, respectivamente.

Experiência e independência. O conselho de administração da Sinqia é formado por 7 membros, sendo 5 conselheiros independentes. O presidente é o Rodrigo Heilberg, fundador da HIX Capital, um dos maiores acionistas da empresa e temos o experiente Claudio Almeida Prado, que foi Diretor Executivo da Produban e da Isban, CIO do Grupo Santander e do Deutsche Bank no Brasil. Membro do Conselho de Administração da Fonet, do Comitê de Tecnologia da Febraban, Diretor de TI e Operações do Grupo Abril e CEO da Total Express. Atualmente é Membro do Conselho de Administração da Valid e Diretor Executivo de Suporte a Operações do Fleury.

Diretores fundadores. A diretoria da empresa é composta por 5 membros, sendo que o presidente e o vice-presidente são sócios fundadores, por estarem desde sua fundação na empresa, tem grande conhecimento sobre a empresa e por possuírem grande parte do seu patrimônio investido na empresa, tem grande interesse em seu crescimento. A remuneração dos diretores é composta por uma remuneração fixa, variável e bônus de ações, os dois últimos estão ligados a performance da empresa, o que ajuda a alinhar os interesses da gestão com os interesses da companhia.

Apêndice 1: Income Statement

SINQIA (SQIA3)		Histórico					Projeções			
	Unit	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Bruta	[R\$]	152.301	159.387	196.745	236.359	293.935	361.012	449.705	567.463	724.332
% crescimento	[%]		4,65%	23,44%	20,13%	24,36%	22,82%	24,57%	26,19%	27,64%
Software	[R\$]	102.736	101.285	135.885	164.311	201.493	264.872	349.719	463.478	616.187
Subscrição	[R\$]	78.318	81.530	111.756	138.336	172.919	233.441	315.146	425.447	574.353
% crescimento	[%]		4,10%	37,07%	23,78%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Implantação e Customização	[R\$]	24.418	19.755	24.129	25.976	28.573	31.431	34.574	38.031	41.834
% crescimento	[%]		-19,10%	22,14%	7,65%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Serviços	[R\$]	49.565	58.102	60.860	72.048	92.442	96.140	99.985	103.985	108.144
Outsourcing	[R\$]	33.487	48.475	51.433	67.955	86.303	99.248	114.136	131.256	150.944
% crescimento	[%]		44,76%	6,10%	32,12%	27,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Consulting	[R\$]	16.078	9.627	9.427	4.093	6.139	8.288	8.703	9.138	9.595
% crescimento	[%]		-40,12%	-2,08%	-56,58%	50,00%	35,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Deduções	[R\$]	(17.392)	(17.278)	(21.592)	(26.366)	(32.333)	(39.711)	(49.468)	(62.421)	(79.676)
% receita bruta	[%]	-11,42%	-10,84%	-10,97%	-11,16%	-11,00%	-11,00%	-11,00%	-11,00%	-11,00%
Impostos sobre vendas	[R\$]	(17.392)	(17.278)	(21.592)	(26.366)	(32.333)	(39.711)	(49.468)	(62.421)	(79.676)
Receita líquida	[R\$]	134.909	142.109	175.153	209.993	261.602	321.300	400.237	505.042	644.655
% receita bruta	[%]	88,58%	89,16%	89,03%	88,84%	89,00%	89,00%	89,00%	89,00%	89,00%
Custos operacionais	[R\$]	(84.173)	(89.214)	(117.288)	(138.430)	(170.482)	(209.387)	(260.829)	(329.128)	(420.112)
% receita bruta	[%]	-55,27%	-55,97%	-59,61%	-58,57%	-58,00%	-58,00%	-58,00%	-58,00%	-58,00%
COGS	[R\$]	(84.173)	(89.214)	(117.288)	(138.430)	(170.482)	(209.387)	(260.829)	(329.128)	(420.112)
% receita bruta	[%]	-55,27%	-55,97%	-59,61%	-58,57%	-58,00%	-58,00%	-58,00%	-58,00%	-58,00%
Lucro Bruto	[R\$]	50.736	52.895	57.865	71.563	91.120	111.914	139.409	175.913	224.543
Margem bruta	[%]	37,61%	37,22%	33,04%	34,08%	34,83%	34,83%	34,83%	34,83%	34,83%
Despesas Operacionais (SG&A)	[R\$]	(39.302)	(44.816)	(60.122)	(64.607)	(83.771)	(102.888)	(128.166)	(161.727)	(206.434)
% receita bruta	[%]	-25,81%	-28,12%	-30,56%	-27,33%	-28,50%	-28,50%	-28,50%	-28,50%	-28,50%
Despesas gerais e administrativas	[R\$]	(32.490)	(34.370)	(43.364)	(41.525)	(58.787)	(72.202)	(89.941)	(113.493)	(144.866)
% receita bruta	[%]	-21,33%	-21,56%	-22,04%	-17,57%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%
Outras receitas operacionais	[R\$]	(6.812)	(10.446)	(16.758)	(23.082)	(24.984)	(30.686)	(38.225)	(48.234)	(61.568)
% receita bruta	[%]	-4,47%	-6,55%	-8,52%	-9,77%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%
EBIT	[R\$]	11.434	8.079	(2.257)	6.956	7.348	9.025	11.243	14.187	18.108
Margem EBIT	[%]	8,48%	5,69%	-1,29%	3,31%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%
Depreciação e amortização	[R\$]	6.812	7.199	15.374	23.082	26.454	32.491	40.473	51.072	65.190
% receita bruta	[%]	4,47%	4,52%	7,81%	9,77%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
EBITDA	[R\$]	18.246	15.278	13.117	30.038	33.803	41.516	51.716	65.258	83.298
Margem EBITDA	[%]	13,52%	10,75%	7,49%	14,30%	12,92%	12,92%	12,92%	12,92%	12,92%
Resultado financeiro	[R\$]	(1.677)	(3.033)	(5.435)	(156)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)	(2.500)
Receitas financeiras	[R\$]	1.868	1.973	6.420	9.728					
Despesas financeiras	[R\$]	(3.545)	(5.006)	(11.855)	(9.884)					
% receita bruta	[%]	-1,24%	-2,13%	-3,10%	-0,07%					
EBT	[R\$]	9.757	5.046	(7.692)	6.800	4.848	6.525	8.743	11.687	15.608
IR/CSLL	[R\$]	(2.293)	(2.310)	3.131	(1.844)	(1.164)	(1.566)	(2.098)	(2.805)	(3.746)
% LAIR	[%]	-23,50%	-45,78%	-40,70%	-27,12%	-24,00%	-24,00%	-24,00%	-24,00%	-24,00%
Lucro Líquido	[R\$]	7.464	2.736	(4.561)	4.956	3.685	4.959	6.644	8.882	11.862
Margem líquida	[%]	5,53%	1,93%	-2,60%	2,36%	1,41%	1,54%	1,66%	1,76%	1,84%

Apêndice 2: Balance Sheet

		Histórico					Projeções				
	Unit	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
BALANÇO PATRIMONIAL											
ATIVO	[R\$]	157.501	167.430	619.992	637.653	675.648	731.317	801.789	891.743	1.007.716	
ATVO CIRCULANTE	[R\$]	52.075	51.722	393.040	344.158	372.928	411.207	460.054	523.013	604.859	
Caixa e equivalentes	[R\$]	30.001	26.037	364.985	321.063	350.915	384.172	426.376	480.516	550.615	
Contas a receber	[R\$]	18.827	22.254	21.628	17.427	16.330	20.056	24.984	31.526	40.241	
Impostos e contribuições a recuperar	[R\$]	2.810	2.552	4.357	4.354	5.683	6.980	8.694	10.971	14.004	
Outros	[R\$]	437	879	2.070	1.314	0	0	0	0	0	
ATIVO NÃO CIRCULANTE	[R\$]	105.426	115.708	226.952	293.495	302.720	320.109	341.735	368.730	402.857	
Imobilizado	[R\$]	2.597	6.836	34.743	38.138	39.608	41.413	43.661	46.499	50.120	
Intangível	[R\$]	90.251	92.119	164.447	222.710	234.467	248.908	266.896	289.595	318.568	
Impostos e tributos diferidos	[R\$]	10.268	16.297	22.602	25.205	26.465	27.789	29.178	30.637	32.169	
Outros	[R\$]	2.310	456	5.160	7.442	2.180	2.000	2.000	2.000	2.000	
PASSIVO	[R\$]	157.501	167.430	619.992	637.653	675.648	731.317	801.789	891.743	1.007.716	
PASSIVO CIRCULANTE	[R\$]	34.172	33.635	51.533	70.972	82.180	99.419	121.858	151.228	189.855	
Contas a pagar	[R\$]	9.766	13.146	19.822	34.048	33.149	40.714	50.717	63.997	81.689	
Obrigações trabalhistas	[R\$]	16.294	13.707	14.236	20.735	29.087	35.725	44.502	56.155	71.679	
Obrigações fiscais	[R\$]	1.583	2.824	1.972	2.298	4.187	5.160	6.446	8.153	10.428	
Empréstimos e financiamentos	[R\$]	6.529	3.958	15.503	12.506	13.757	15.820	18.193	20.922	24.060	
Outras contas a pagar	[R\$]	0	0	0	1.385	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	[R\$]	47.722	48.379	136.856	131.153	144.148	177.619	219.008	270.710	336.193	
Empréstimos e financiamentos	[R\$]	15.327	10.651	45.230	27.139	29.853	35.003	41.029	48.570	58.903	
Contas a pagar	[R\$]	32.061	34.142	88.164	101.607	111.768	139.710	174.637	218.296	272.870	
Obrigações fiscais	[R\$]	334	3.586	3.462	2.407	2.527	2.906	3.342	3.844	4.420	
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	[R\$]	75.607	85.416	431.603	435.528	449.320	454.279	460.923	469.805	481.667	
Capital social	[R\$]	50.561	50.561	413.261	413.261	413.261	413.261	413.261	413.261	413.261	
Reserva de lucros	[R\$]	29.354	33.382	28.803	32.374	36.059	41.018	47.662	56.544	68.406	
Outros	[R\$]	(4.308)	1.473	(10.461)	(10.107)	0	0	0	0	0	
Check BS		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	

Apêndice 3: Working Capital e Capex

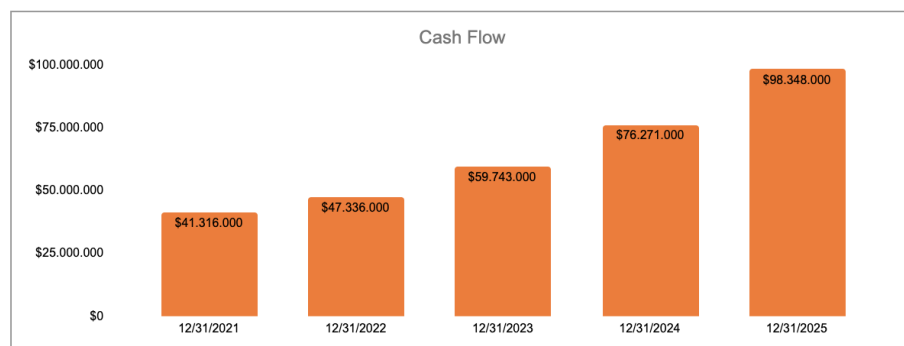
Working Capital	[dias]									
Recebíveis	[Receita]	45	50	40	27	20	20	20	20	20
Impostos e contribuições a recuperar	[custo]	12	10	13	11	12	12	12	12	12
Fornecedores	[custo]	42	53	61	89	70	70	70	70	70
Obrigações trabalhistas	[Despesas]	149	110	85	116	125	125	125	125	125
Obrigações fiscais	[impostos]	29	52	38	29	45	45	45	45	45
Total impostos	[R\$]	(19.685)	(19.588)	(18.461)	(28.210)	(33.496)	(41.277)	(51.566)	(65.226)	(83.422)
Imp. s/ faturamento	[R\$]	(17.392)	(17.278)	(21.592)	(26.366)	(32.333)	(39.711)	(49.468)	(62.421)	(79.676)
IR/CSLL	[R\$]	(2.293)	(2.310)	3.131	(1.844)	(1.164)	(1.566)	(2.098)	(2.805)	(3.746)
Capex	[R\$]	2.529	13.306	9.212	8.048	13.227	16.246	20.237	25.536	32.595
% receita bruta	[%]	1,66%	8,35%	4,68%	3,40%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Imobilizado	[R\$]	1.010	4.239	27.907	3.395	1.470	1.805	2.249	2.837	3.622
% receita bruta	[%]	0,66%	2,66%	14,18%	1,44%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Intangível	[R\$]	-5.310	1.868	72.328	58.263	11.757	14.440	17.988	22.699	28.973
% receita bruta	[%]	-3,49%	1,17%	36,76%	24,65%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Outros	[R\$]	6.829	7.199	-91.023	-53.610	0	0	0	0	0

Apêndice 4: Free Cash Flow to Firm

		Histórico				Projeções				
	Unit	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
FCFF										
EBIT	[R\$]	11.434	8.079	-2.257	6.956	7.348	9.025	11.243	14.187	18.108
(-) IR/CSLL Operacional	[R\$]	-2.687	-3.698	0	-1.886	-1.764	-2.166	-2.698	-3.405	-4.346
NOPAT	[R\$]	8.747	4.381	(2.257)	5.070	5.585	6.859	8.544	10.782	13.762
(+) Depreciação e Amortização	[R\$]	6.812	7.199	15.374	23.082	26.454	32.491	40.473	51.072	65.190
(-) Capex	[R\$]	(2.529)	(13.306)	(9.212)	(8.048)	(13.227)	(16.246)	(20.237)	(25.536)	(32.595)
(+/-) Variação Capital de Giro	[R\$]	(8.957)	(1.577)	3.983	27.396	11.040	10.152	13.423	17.822	23.742
(-) Variação nos Ativos	[R\$]	(7.181)	(3.611)	(2.370)	4.960	1.083	(5.023)	(6.642)	(8.819)	(11.748)
(-) Contas a receber	[R\$]	(4.319)	(3.427)	626	4.201	1.097	(3.726)	(4.927)	(6.542)	(8.715)
(-) Impostos e contribuições a recuperar	[R\$]	(2.810)	258	(1.805)	3	(1.329)	(1.297)	(1.715)	(2.277)	(3.033)
(-) Outros	[R\$]	(52)	(442)	(1.191)	756	1.314	0	0	0	0
(+) Variação nos Passivos	[R\$]	(1.776)	2.034	6.353	22.436	9.958	15.175	20.066	26.641	35.489
(+) Contas a pagar	[R\$]	(1.848)	3.380	6.676	14.226	(899)	7.565	10.003	13.280	17.691
(+) Obrigações trabalhistas	[R\$]	(461)	(2.587)	529	6.499	8.352	6.638	8.777	11.653	15.523
(+) Obrigações fiscais	[R\$]	533	1.241	(852)	326	1.889	973	1.286	1.707	2.275
(+) Outros passivos	[R\$]	0	0	0	1.385	615	0	0	0	0
FREE CASH FLOW TO FIRM	[R\$]	4.073	(3.303)	7.888	47.500	29.852	33.257	42.205	54.140	70.099

Apêndice 5: Discounted Cash Flow

Assumptions	
Tax Rate	32,1%
Discount Rate (WACC)	8,54%
Perpetural Growth Rate	4%
EV/EBITDA Multiple	35,8x
Transaction Date	12/31/2020
Fiscal Year End	12/31/2021
Current Price	22,90
Shares Outstanding	70.548.812
Debt	169.743.000
Cash	154.149.000
Capex	49.110.000



Discounted Cash Flow	Entry	2021	2022	2023	2024	2025	Exit
Date	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025	12/31/2026
Time Periods		1	2	3	4	5	
Year Fraction		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
EBIT		7.348.000	9.025.000	11.242.000	14.186.000	18.108.000	
Less: Cash Taxes		1.763.000	2.166.000	2.698.000	3.404.000	4.345.000	
Plus: D&A		26.454.000	32.491.000	40.473.000	51.071.000	65.189.000	
Less: Capex		20.575.000	25.271.000	31.479.000	39.722.000	50.703.000	
Less: Changes in NWC		(29.852.000)	(33.257.000)	(42.205.000)	(54.140.000)	(70.099.000)	
Unlevered FCF		41.316.000	47.336.000	59.743.000	76.271.000	98.348.000	
(Entry)/Exit	(1.631.161.795)						2.253.940.883
Transaction CF	(1.631.161.795)	41.316.000	47.336.000	59.743.000	76.271.000	98.348.000	2.253.940.883

Intrinsic Value		Market Value		Rate of Return	
Enterprise Value	1.762.150.499	Market Cap	1.615.567.795	Target Price Upside	8%
Plus: Cash	154.149.000	Plus: Debt	169.743.000	Internal Rate of Return (IRR)	8%
Less: Debt	169.743.000	Less: Cash	154.149.000	Market Value vs Intrinsic Value	
Equity Value	1.746.556.499	Enterprise Value	1.631.161.795	Market Value	22,90
				Upside [R\$]	1,86
Equity Value/Share	24,76	Equity Value/Share	22,90	Intrinsic Value	24,76

Disclaimer

Avisos – As informações contidas nesse relatório foram obtidas de fontes abertas ao público em geral, mas consideradas pelo(s) membro(s) da Liga do Mercado Financeira como confiável e fidedigna. A Liga do Mercado Financeiro não responde legalmente com nenhum tipo de garantia, uma vez que este relatório tem apenas **Fins Didáticos** e não consiste de forma alguma, como recomendação ou análise de um profissional cadastrado na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). As informações **não são destinadas** para serem usadas como base de quaisquer decisões de investimentos por qualquer pessoa ou entidade, uma vez que, por se tratar de um relatório de **Uso Didático**, os responsáveis pelo mesmo, não estão aptos a divulgar informações legais sobre análises de companhias, para fins comerciais. Este relatório não é uma oferta para compra e venda de quaisquer ativos e títulos. A Liga do Mercado Financeiro da Unicamp e nenhum de seus membros associados, não tem nenhum interesse financeiro nos valores imobiliários dessa companhia.