

Short Memo - TSE/ Minerva Capital

1. Introdução

A Minerva Capital (*search* liderado por Pedro Dorea, que iniciou seu período de busca no segundo semestre de 2024) está avaliando a aquisição da TSE, uma companhia especializada em automação industrial.

A aquisição contempla 85% do equity da TSE a um EV de R\$ 138m (3,5x EBITDA mai/25 LTM). A transação inclui um pagamento à vista de R\$ 67m (1,7x EBITDA), seller note de R\$ 50m (prazo de 4 anos, ajustado por IPCA) e earn-out de até R\$ 36m, condicionado ao crescimento de receita (com pagamento de earn-out, o múltiplo de entrada iria para 4,6x EBITDA).

Acreditamos que vale aprofundar no deal pelas seguintes razões:

- Companhia vem crescendo expressivamente (43% de CAGR nos últimos anos), com alta conversão de caixa (~70% do EBITDA convertido em caixa);
- Preço de entrada negociado parece atrativo, com pagamento de 1,7x EBITDA à vista;
- Mesmo com premissas conservadoras (CAGR de 16% de receita e manutenção de margem) temos retornos interessantes no cenário base do searcher (38% TIR e 5x MOIC);
- Opcionalidades de crescimento (expansão para novos setores, prospecção ativa de clientes, adoção e cross-sell de novos produtos/tecnologias) que podem viabilizar retornos acima do cenário base;
- Estamos bem impressionados com o searcher, que tem apresentado profundidade nas análises, está sendo bastante responsável e tem escutado nossos feedbacks. Além disso, acreditamos que seu histórico profissional tem fit com a empresa (desafio de vendas e consultoria).

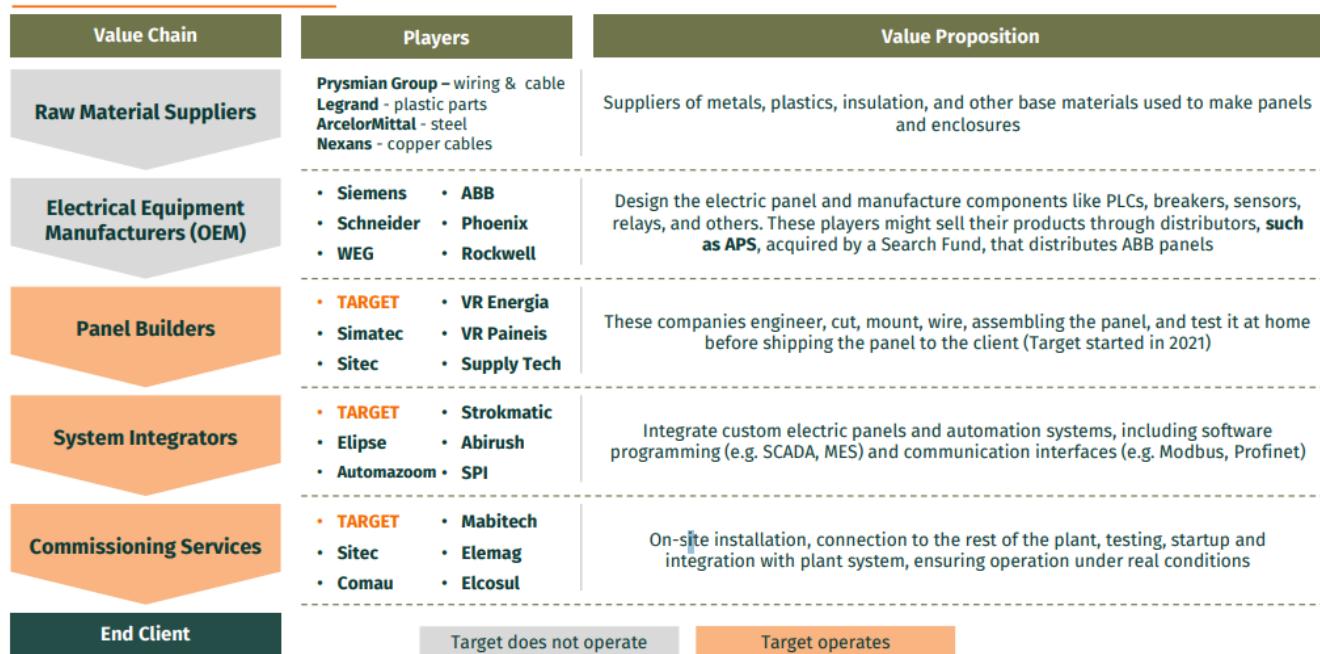
Entendemos que os principais pontos que precisamos aprofundar para criarmos conforto com o deal são:

- **Vantagens Competitivas:** Acreditamos ser necessário entender melhor os diferenciais competitivos da companhia. Temos questionado o searcher sobre isso, mas ainda não estamos totalmente convencidos sobre o porquê um cliente deveria escolher a TSE vs. algum dos principais competidores;
- **Complexidade Operacional:** Ainda precisamos entender melhor as operações da TSE para criarmos conforto com a empresa, visto que a companhia conta com mais de 600 funcionários e o business parece ter uma complexidade operacional e técnica mais alta do que o normal para um deal de search fund;
- **Key Man risk:** Tanto o fundador quanto o diretor de vendas da TSE (que estão na companhia há mais de 30 anos) estão saindo no deal. Embora o searcher acredite que suas funções são substituíveis, seria importante entendermos melhor o impacto dessa transição no relacionamento com clientes e na estabilidade operacional, especialmente considerando a complexidade do negócio;
- **Volatilidade das Margens:** Margens da companhia têm variado muito nos últimos anos devido ao segmento de serviços, precisamos entender melhor por que isso tem acontecido (ex: falhas de precificação, mix de projetos, gestão de custos) e avaliar se o searcher será capaz de controlar esse problema.

O searcher agendou uma visita à sede da TSE para conhecer a empresa e os fundadores. Acreditamos que vale a pena participarmos para aprofundar o entendimento sobre os pontos levantados, especialmente as operações e a dependência dos executivos-chave.

2. Mercado

A automação industrial é um processo essencial para a eficiência fabril, consistindo na integração de sistemas de controle, painéis elétricos e sensores para otimizar processos produtivos. A cadeia de valor do setor pode ser segmentada da seguinte forma:



A TSE se posiciona como um "one-stop-shop" para automação, atuando de forma integrada nas etapas de Panel Builder, System Integrator e Commissioning Services. A empresa projeta e monta painéis elétricos personalizados com software integrado, realizando também a instalação e a integração on-site nos sistemas do cliente.

2.1. Competidores

O mercado de automação é segmentado principalmente pelo porte dos projetos. A TSE é líder no segmento de R\$ 10m a R\$ 25m por projeto, segmento no qual o searcher estima existirem ~30 players com faturamento entre R\$ 25m e R\$ 250m (mercado altamente fragmentado).

Durante a diligência comercial, o searcher entrevistou os principais competidores e clientes, verificando que a empresa realmente é referência no setor (na visão dele) e parece possuir a solução mais completa. Apesar disso, tem competidores relevantes como a IHM Stefanini, a GreyLogix e a TSA:

Player	Segmento Competitivo	Modelo de Negócio	Receita (M BRL)	Fundação	Região	Setores Principais	OEMs Principais
TSE ENGENHARIA	TARGET	One-Stop-Shop	182	1990	GO(Nacional)	F&B, Agro, Pharma	Siemens
IHM Stefanini	Concorrente Direto	One-Stop-Shop	180	1994	MG (Nacional)	Mineração, Metalurgia, P&C	Próprios e OEMs
VR Paineis	Fabricante Painéis (OEM Competitor)	Painéis Próprios	150	2002	SP	Energia, Infraestrutura	Próprios (compete c/ OEMs)
Volga	Concorrente Direto	Painéis + Automação	130	2008	GO	Açúcar e Álcool, MMM, F&B	Schneider, Rockwell
Elipse	Vendor Software Puro	Software (via integradores)	120	1986	RS (Nacional)	Software SCADA (todos)	N/A (software)
GreyLogix	Concorrente Direto	One-Stop-Shop	115	2005	PR (Internacional)	F&B, Agro, P&C	Siemens, Rockwell, ABB
TSA	Concorrente Direto	Turnkey Completo	110	1992	MG	Mineração, Metalurgia	Schneider
Supply Tech	Fornecedor de Componentes	B2B Componentes	100	2007	SP Capital	Mineração, Metalurgia, P&C	Siemens
Sitec	Montador Painéis (OEM-based)	Montagem Painéis	100	2002	SC	Agro	Siemens
Rio Tech	Fabricante Painéis + Automação	Painéis + Automação	100	1996	SP Interior	Mineração, Energia, Automotivo	Siemens

De acordo com o searcher, os principais diferenciais competitivos da TSE são:

- Marca:** Entre os principais concorrentes, a grande maioria já tem +25 anos no setor.
- Parceria com OEM:** Entre os 30 principais concorrentes, 12 são principalmente parceiros Siemens (assim como a TSE), e os outros 18 são principalmente parceiros das demais OEM, como Schneider,

ABB, Rockwell, WEG. Esses OEMs em geral não buscam novos parceiros, dificultando a entrada de novos concorrentes no setor.

- **Localização geográfica:** Situada no Centro-Oeste, a empresa está geograficamente próxima de grandes polos de agro, F&B e Farma, ao contrário da maioria dos concorrentes, concentrados em São Paulo ou na região Sul. Essa posição garante maior agilidade no atendimento e menores custos logísticos para os clientes.
- **Fábricas da base:** A TSE já conhece o sistema legado das fábricas em que atua, sendo capaz de trocar, modificar ou atualizar a fábrica de uma forma mais eficiente e sem colocar as operações em risco, o que incentiva a manutenção da empresa pelos clientes;
- **Expertise específica de clientes:** A TSE já conhece os procedimentos de clientes grandes na base (como Syngenta, Nestle, Unilever e Heineken), bem como exigências e processos dessas empresas. Dessa forma, consegue obter novas fábricas do mesmo cliente com mais facilidade;
- **Clientes novos:** O searcher acredita que a empresa consegue ganhar novos clientes devido a combinação entre a posição de referência da TSE e sua expertise nos setores que atua.

3. Empresa

Fundada em 1990 e sediada em Goiânia, a TSE é uma empresa com atuação nacional que oferece soluções de automação industrial completas. A companhia atua em quase toda a cadeia de valor do setor, da compra de componentes eletrônicos até a montagem dos painéis, instalação e integração. Para isso, conta com 4 verticais principais de negócio:

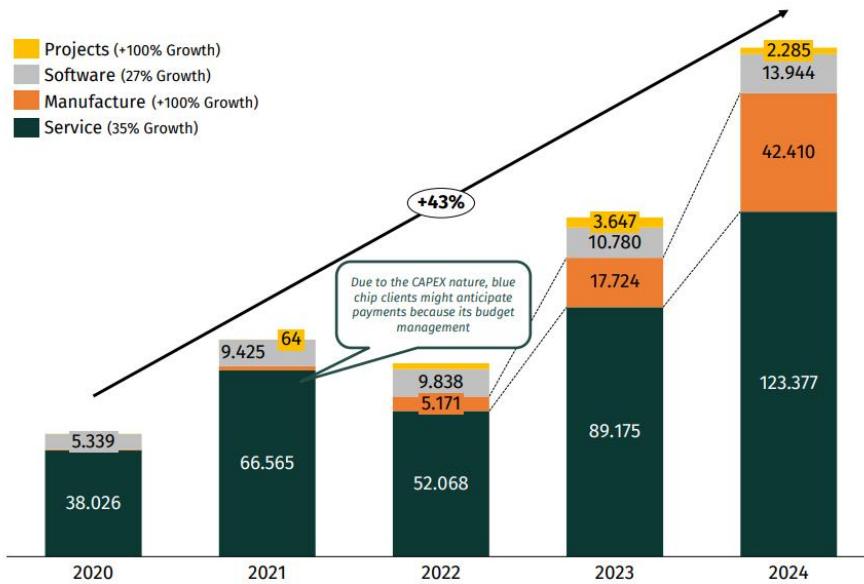
- **Serviços (68% da receita):** Procurar e comprar componentes para montagem de painéis, instalação e integração com fábrica, teste e treinamento da equipe;
- **Hardware (23% da receita):** Montagem e venda de placas customizadas com componentes adquiridos;
- **Software (7% da receita):** Instalação de software nos painéis (para interface de controle, monitoramento das máquinas etc.), integração com ERPs e outros softwares existentes;
- **Projetos e Engenharia (2% da receita):** Vertical menos relevante, inclui projetos elétricos, iluminação e estudos comissionados.

3.1. Histórico Financeiro

Entre 2020 e 2024, o faturamento da companhia apresentou um CAGR de ~43%, sustentado por 2 fatores:

- Aumento de preços: Repasse de custos/inflação e incorporação de tecnologias mais avançadas nos projetos;
- Mudança estratégica no mix de projetos: A empresa migrou seu foco de projetos de automação de pequeno porte (ticket médio de R\$ 200k) para soluções integradas "one-stop-shop" de médio porte (ticket médio de R\$ 2m).

Segue abaixo a evolução da receita bruta da TSE por segmento:



A margem bruta tem flutuado entre 30% e 40%. De acordo com o searcher, isso se deve às variações da margem do segmento de serviços, que varia muito, enquanto as margens de hardware e software têm se mantido constantemente em 50%. (Em 2023, por exemplo, a margem caiu devido a uma falha na especificação de alguns serviços prestados).

Já a margem EBITDA tem variado de acordo com a margem bruta (as despesas têm representado ~10% da receita), ficando entre 17% e 28%:

R\$ mm	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	74	65	114	167
<i>Growth %</i>	-	-12%	76%	47%
Lucro Bruto	31	21	45	53
<i>Margin %</i>	42%	33%	39%	32%
EBITDA ajustado	20	11	30	36
<i>Margin %</i>	28%	17%	27%	22%

Ainda, a empresa opera com um modelo de negócios de baixa intensidade de capital, o que tem resultado em uma forte geração de caixa, com conversão de 72% do EBITDA.

Por fim, a aquisição será feita sem endividamento, visto que toda a dívida foi contraída pelo atual dono da companhia e será liquidada por ele no momento da venda da empresa.

3.2. Projeções

No cenário base, o searcher projeta um CAGR de receita de 16% (em linha com o crescimento projetado para a indústria de automação e abaixo do CAGR histórico da companhia), sustentado por novos projetos dentro da base atual e pela busca ativa de novos clientes para manterem a liderança do mercado. Além disso, considera a manutenção da margem bruta (32%) e margem EBITDA (21%) próximo aos níveis de 2024.

Considerando saída em 2030 ao mesmo múltiplo de entrada, o deal teria retornos de **38% TIR e 5,0x MOIC**.

Seguem projeções abaixo:

In M BRL	2026	2027	2028	2029	2030
Net Revenue	228.6	263.8	303.6	348.3	398.6
Growth %	17.4%	16.2%	15.4%	15.1%	14.4%
Gross Profit	72.6	83.8	96.5	110.7	126.7
Gross Margin %	31.8%	31.8%	31.8%	31.8%	31.8%
EBITDA	47.9	55.3	63.6	72.9	83.5
EBITDA Margin %	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%

Consideramos essas projeções de crescimento conservadoras (dado CAGR histórico de 44% e crescimento de 47% em 2024), e o searcher acredita que o deal possui diversas opções que poderiam levar o crescimento para 23% de CAGR (cenário upside):

- **Estruturação de Processos:** Mudar de uma abordagem passiva para uma abordagem de vendas ativa, consultiva e baseada em ROI (Retorno sobre o Investimento) para destravar valor;
- **Novos Mercados e Setores:** Expandir para novas indústrias com baixa penetração e aproveitar o mercado fragmentado de automação (mais de 30 players menores relevantes) para aquisições complementares;
- **Upselling de Tecnologia:** Aumentar a participação de softwares de alta margem e soluções de automação baseadas em IoT no portfólio de serviços.

4. Conclusão

Como estamos bem impressionados com o searcher, a empresa está posicionada em um setor interessante e a transação está sendo negociada em termos atrativos, recomendamos seguir na análise do deal.