

11 de novembro de 2021



Brisanet

Iniciando a Cobertura com Recomendação de “Compra” e Preço-Alvo de R\$ 15,00 para o Fim de 2022

Brisanet (BRIT3)

Iniciando a Cobertura com Recomendação de “Compra” e Preço-Alvo de R\$ 15,00 para o Fim de 2022.

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Resumo: Iniciamos a cobertura de Brisanet com recomendação de “Compra” e preço-alvo de R\$ 15,00 para o fim de 2022, com base em uma metodologia de fluxo de caixa descontado (FCD), o que implica um potencial de alta de 79% em relação aos preços atuais. A Brisanet, além de ser o provedor líder de banda larga e de fibra ótica no Nordeste, é a única empresa bem posicionada para aproveitar as oportunidades de crescimento presentes na região, por meio da sua qualidade e execução superior à de seus pares. O seu *valuation* atraente é de 8,6x EV/EBITDA para 2022, o que é um desconto significativo em relação à média de 14,3x de seus pares globais, apesar de suas expectativas de crescimento serem mais elevadas. Os riscos para a nossa recomendação de “Compra” incluem um aumento potencial na concorrência com grandes empresas de telecomunicações e a deterioração contínua das condições macroeconômicas.

O melhor player para obter exposição ao crescente histórico de penetração da banda larga no Brasil. A combinação de uma forte execução em conjunto com a exposição a um mercado altamente inexplorado do Nordeste torna a Brisanet, em nossa visão, o melhor player para se aproveitar do aumento de penetração da banda larga no Brasil. Por meio de uma mistura de crescimento orgânico e de seu modelo de franquia, a Brisanet planeja cobrir todo o Nordeste até 2025. Sendo assim, esperamos muitos anos de forte crescimento e estimamos um CAGR dos próximos 4 anos de aprox. 33% para as residências conectadas, 41% para a receita líquida e 51% para o EBITDA. O potencial de alta para as nossas estimativas inclui uma contribuição dos serviços móveis.

Resultados mais fracos do que o esperado no curto prazo já estão mais do que precificados. Os dados operacionais dos últimos meses decepcionaram as expectativas do mercado, uma vez que foram impactados por condições macroeconômicas adversas (inflação elevada e escassez de veículos). No entanto, as ações caíram 40% desde o IPO, desempenho pior que o índice Ibovespa em 25%, o que foi uma correção mais acentuada em relação ao que acreditamos que deveria ter ocorrido. Dessa forma, criou-se um excelente ponto de entrada para a ação, sendo negociado a um *valuation* descontado de 8,6x EV/EBITDA para 2022. Segundo as nossas estimativas, esperamos melhores resultados nos próximos trimestres, com uma aceleração em ambos HPs e HCs, bem como margens crescentes no 4T21. Resultados mais fracos que o esperado no curto prazo não mudam nossa visão otimista a respeito da Brisanet a médio/longo prazo.

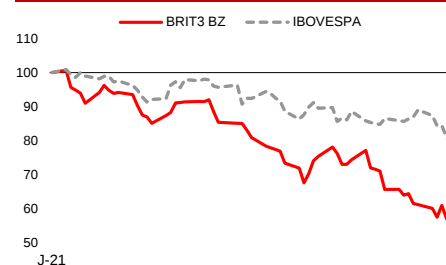
Santander Equity Research

Telecomunicações, Mídia e Tecnologia
11 de novembro de 2021

Compra

Preço-Alvo: R\$ 15,00

Desempenho de Preços (R\$)



Brisanet

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados, Balanço e Fluxo de Caixa, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	472	715	1,058	1,587
YoY change (%)	61.0	51.5	48.1	50.0
Gross Profit	235	344	572	873
YoY change (%)	44.4	46.6	66.1	52.7
EBITDA	208	277	466	755
YoY change (%)	38.0	33.2	68.2	61.9
As % of Revenue	44.1	38.8	44.0	47.6
Operating Income	86	98	250	414
YoY change (%)	(3.1)	14.6	153.7	65.8
As % of Revenue	18.2	13.8	23.6	26.1
Financial Results	(42)	(19)	(46)	(53)
Taxes	(15)	(28)	(69)	(123)
Net Profit	29	51	134	238
YoY change (%)	(43.0)	76.3	161.6	77.5
As % of Revenue	6.2	7.2	12.7	15.0
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(88)	(152)	(216)	(341)
Other Noncash Items	-	-	-	-
Changes in Working Capital	98	18	49	66
Operating Cash Flow	215	222	400	645
Capital Expenditures	(408)	(714)	(873)	(923)
Free Cash Flow	-	-	(443)	(243)
Other Invest./(Divestments)	0	1,679	(87)	(115)
Change in Debt	0	424	(87)	(115)
Dividends	0	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	181	1,365	805	412
Current Assets	287	1,496	1,004	701
Fixed Assets	654	1,227	1,884	2,467
Total Assets	1,018	2,825	2,990	3,270
Current Liabilities	442	501	647	790
Long-Term Liabilities	449	892	777	675
Shareholders' Equity	127	1,432	1,566	1,805
Total Financial Debt	685	1,146	1,059	944
ST Debt	258	260	288	276
LT Debt	428	885	770	668
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	505	(219)	254	532
Capital Employed	632	1,213	1,820	2,337
Net Debt/EBITDA	2.4	(0.8)	0.5	0.7
Net Debt/Equity	4.0	(0.2)	0.2	0.3
Capex/Revenue (%)	86.6	99.9	82.5	58.2
Int Cover (%)	-	-	-	-
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	15.9	10.4	17.5	23.0
ROE (%)	24.8	6.6	9.0	14.1
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	n/m	28.0	15.8
P/CE	-	18.5	10.7	6.5
FV/EBITDA	-	12.8	8.6	5.7
FV/EBIT	-	36.0	16.1	10.4
FV/Revenue	-	5.0	3.8	2.7
P/BV	-	2.6	2.4	2.1
FCF Yield (%)	-	-	(11.8)	(6.5)
Div Yield (%)	-	(0.0)	(0.0)	(0.0)
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-	0.11	0.30	0.53
DPS	-	0	0	0
BVPS	-	3.19	3.49	4.02

Tese de Investimento

Iniciamos a cobertura da Brisanet com recomendação de “Compra” e preço-alvo de R\$ 15,00 para o fim de 2022, com base em uma metodologia FCD, o que implica em um potencial de alta de 79% em relação aos preços atuais. Nessa análise, nossa visão positiva acerca da empresa deriva do fato de que a vemos como o melhor *player* para se expor à potencial crescente penetração de banda larga e de fibra ótica no Brasil. Sendo assim, esperamos que a Brisanet continue mostrando boa execução no desenvolvimento da FTTH nos próximos 5 anos e capturando uma parcela significativa da oportunidade crescente de banda larga na região Nordeste do país. O seu *valuation* encontra-se atraente em 8,6x EV/EBITDA para 2022, o que é um grande desconto ao considerarmos o mesmo indicador em 14,3x de seus pares globais, apesar da Brisanet apresentar um potencial de crescimento muito maior, com base em nossas estimativas (CAGR de EBITDA em aprox. 65% para o período de 2021-23E vs. 8% dos seus pares).

O crescimento do Nordeste. Em nossa opinião, o Nordeste é a região mais fértil do Brasil para o crescimento da banda larga, visto que é altamente populoso (aprox. 19 milhões de residências) e a penetração da banda larga ainda está em aprox. 31%, bem abaixo do resto do país, 61%. Em nossos números, presumimos que o Nordeste alcançará o equilíbrio em relação às outras regiões até 2025, levando a um total de aproximadamente 11,9 milhões de conexões de banda larga na região. Isso resulta em 6 milhões de conexões adicionais em relação aos níveis atuais (o que representa um CAGR de 18% entre 2020-25E). Esperamos que a maioria dessas conexões adicionais seja baseada em fibra ótica, já que a demanda por velocidades de navegação mais elevadas continua aumentando. Nesse sentido, vemos a Brisanet posicionada de forma única para capturar uma participação significativa desse crescimento esperado, uma vez que ela é o principal *player* de fibra ótica na região com aprox. 13% de *market share*. Por fim, a empresa também é bem vista no Nordeste por sua grande capacidade de execução e pela sua qualidade de serviço.

Visando as cidades grandes e pequenas. Tendo em vista sua expansão orgânica e seu modelo de negócios de franquia (*Agility*), vemos a Brisanet potencialmente trazendo cobertura de banda larga para toda a região Nordeste até 2025. Sua expansão orgânica concentra-se nas 220 maiores cidades da região (60% do total de residências), enquanto a *Agility* se concentra nas 1.573 cidades restantes (40% do total de residências). Atualmente, a Brisanet está presente em cerca de 100 cidades (organicamente), enquanto a *Agility* está presente em cerca de 250 cidades do Nordeste.

Assumindo o papel de protagonista na história de penetração da fibra. Esperamos que a Brisanet alcance aproximadamente 2,7 milhões de conexões de banda larga em 2025 (o que significa um CAGR de 33% no período de 2021-25E), implicando um *market share* de 33% nas 220 maiores cidades do Nordeste (vs. os atuais 16%). Nessa análise, vemos nossos números como totalmente alcançáveis (e com potencial risco de alta), já que, considerando apenas as cidades onde a empresa já implantou fibra, seu *market share* está em cerca de 36%. Excluindo Fortaleza e Maceió, duas capitais em que a Brisanet recentemente entrou e, portanto, estão operando muito abaixo do seu potencial total, seu *market share* seria de 49% ao invés de 36%. Nas 1.573 cidades restantes,

acreditamos que a *Agility* alcance cerca de 1,3 milhão de conexões até 2025 (vs. os atuais 157 mil em agosto/2021), implicando também em um *market share* de aprox. 30%.

A expansão além dos serviços de banda larga não se reflete em nossos números. A par da banda larga, a *Brisanet* também oferece aos seus clientes serviços adicionais, como *mobile*, TV paga e *streaming* de música. Ainda não consideramos o potencial de valorização desses serviços em nossas estimativas, uma vez que suas contribuições de receita ainda são pequenas e o potencial de valorização futuro não está claro. Apesar disso, destacamos que o serviço *mobile* tem o maior potencial de criação de valor a médio/longo prazo, embora a dinâmica competitiva seja muito mais árdua quando comparada à de banda larga.

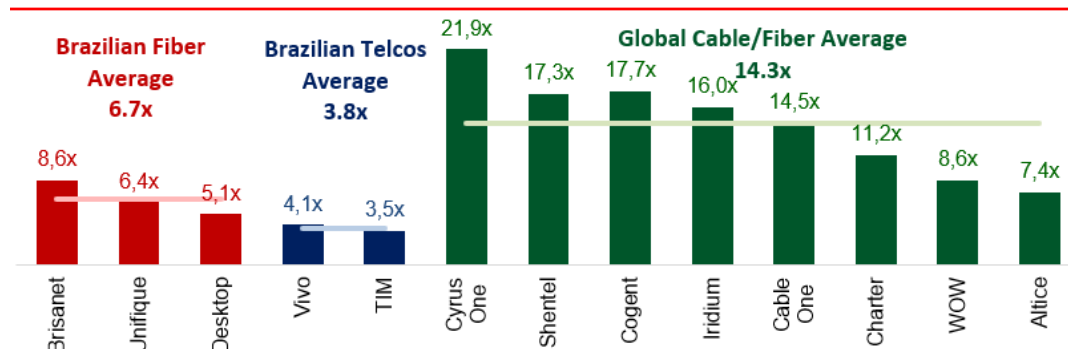
A lucratividade deve crescer nos próximos anos. Esperamos que a *Brisanet* termine 2021 com uma margem EBITDA de 39% e com expansão nos próximos 5 anos, retornando a um nível maior de 50% até 2024. Contudo, a rentabilidade de curto prazo tem sido uma preocupação entre os investidores, já que a *Brisanet* informou uma margem EBITDA de 34% no 2T21. No entanto, destacamos que as menores margens foram resultado da aceleração dos *opexs* (vendas e pessoal) relacionados ao crescimento, que devem se diluir nos próximos trimestres. Esperamos que a *Brisanet* reporte margens EBITDA crescentes (próximo ao nível de 40%) no 2S21. A combinação de um sólido crescimento de receita e de uma boa expansão de margem deve levar a empresa a reportar um CAGR de EBITDA de 51% no período de 2021-25E.

Valuation

Negociada com um grande desconto em relação aos seus pares. Nos preços atuais, vemos a *Brisanet* sendo negociada a 8,6x EV/EBITDA para 2022, um desconto significativo em relação à média de 14,3x dos seus pares globais. Dessa forma, vemos esse desconto como injustificado, dadas as nossas expectativas de maior crescimento para a *Brisanet* nos próximos anos (CAGR de EBITDA de 65% 2021-23E vs. 8% dos pares globais), além de que a margem EBITDA da *Brisanet* está quase em linha com os seus pares globais. Embora o *capex* e as vendas da empresa devam ser executadas em níveis mais elevados no curto prazo (devido à sua rápida expansão), vemos a *Brisanet* com potencial para ultrapassar seus números de margem de fluxo de caixa operacional em mais de 30% no médio/longo prazo. Acreditamos que a execução contínua e sólida deve levar a uma possível reclassificação dos múltiplos atuais.

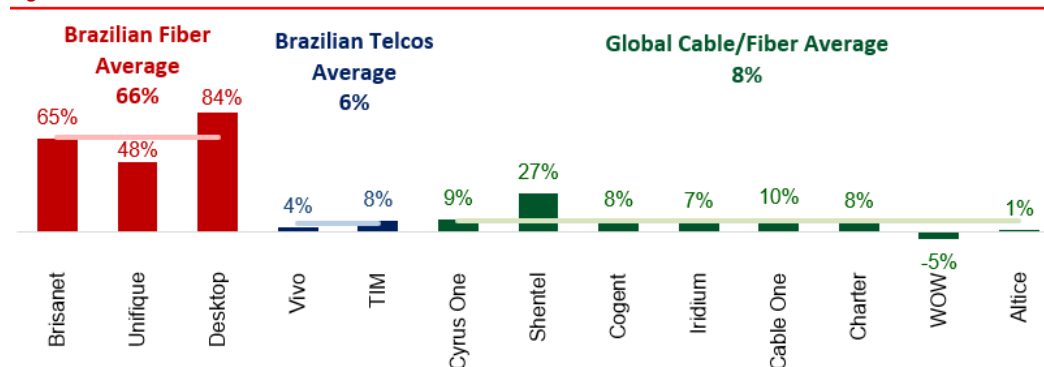
Em relação aos seus pares locais que ofertam o serviço fibra ótica (*Unifique & Desktop*), vemos a *Brisanet* sendo negociada com um prêmio de *valuation*, justificado em nossa visão pelo maior crescimento orgânico da empresa, por menores riscos de execução e pela sua dinâmica competitiva mais favorável por atuar na região Nordeste, enquanto seus pares atuam nas regiões Sul e Sudeste.

Figura 1. EV/EBITDA para 2022 – Brisanet Oferece um Desconto Significativo em Relação aos Pares



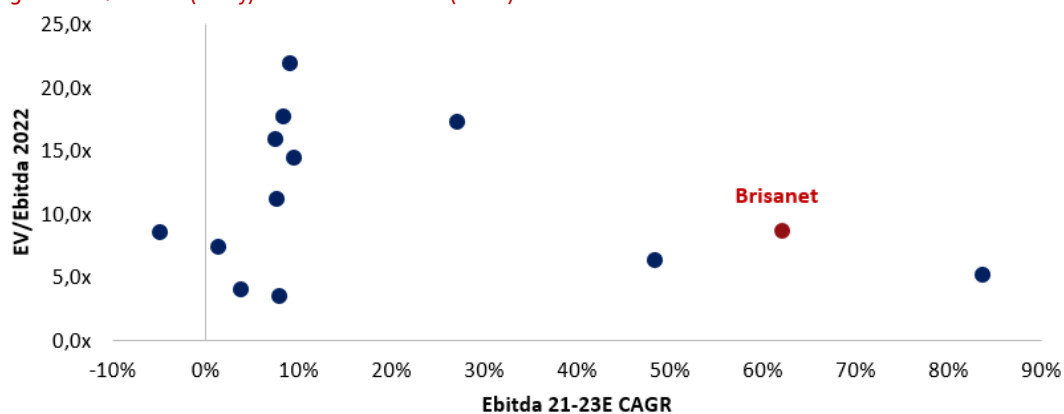
Fontes: Bloomberg, 22 de outubro de 2021; Estimativas Santander.

Figura 2. CAGR de EBITDA 2021-23E



Fontes: Bloomberg, 22 de outubro de 2021; Estimativas Santander.

Figura 3. EV/EBITDA (eixo y) vs. CAGR de EBITDA (eixo x)



Fontes: Bloomberg, 22 de outubro de 2021; Estimativas Santander.

Figura 4. Tabela de Comparação de Valuation

Company	Currency	Current Price	Market Cap (mn)	EV/EBITDA		EBITDA CAGR	EBITDA Margin	
			US\$	2022	2023	21-23	2022	2023
Brazilian Fiber Operators								
Brisanet	BRL	8.38	659	8.6x	5.7x	65%	44%	48%
Unifique	BRL	6.35	403	6.4x	5.4x	48%	51%	51%
Desktop	BRL	19.58	298	5.1x	3.7x	84%	44%	46%
Brazilian Fiber Operators Average			454	6.7x	4.9x	66%	46%	48%
Brazilian Telcos								
Telefonica Brasil	BRL	44.56	13,204	4.1x	3.9x	4%	42%	42%
TIM	BRL	11.87	5,035	3.5x	3.6x	8%	49%	50%
Brazilian Telcos Average			9,120	3.8x	3.7x	6%	46%	46%
Global Cable Operators								
Charter	USD	730.93	152,358	11.2x	10.6x	8%	40%	41%
Cable One	USD	1,789.91	10,808	14.5x	13.4x	10%	54%	56%
Cyrus One	USD	81.62	10,122	21.9x	20.4x	9%	51%	52%
Altice	USD	18.63	8,515	7.4x	7.1x	1%	44%	44%
Iridium	USD	40.54	5,359	16.0x	14.1x	7%	62%	62%
Cogent	USD	74.25	3,539	17.7x	16.6x	8%	40%	41%
WOW	USD	20.52	1,787	8.6x	7.8x	-5%	43%	44%
Shentel	USD	30.73	1,535	17.3x	15.2x	27%	35%	35%
Global Cable Operators Average			24,345	14.3x	13.2x	8%	46%	47%

Fontes: Bloomberg, 22 de outubro de 2021; Estimativas Santander.

Riscos

Os principais riscos para a nossa recomendação de “Compra” incluem a competição com grandes empresas de telecomunicações e uma deterioração contínua das condições macroeconômicas. Do ponto de vista da concorrência, vemos que as grandes empresas de telecomunicações têm planos de acelerar a implantação da FTTH em todo o país, apoiadas pela criação de suas redes de infraestrutura. Já em relação às perspectivas macro, destacamos que a inflação tem se mantido em patamares bastante elevados (IPCA dos últimos 12 meses de 10%) e vem impactando a demanda de curto prazo pelos serviços de banda larga da Brisanet. Uma deterioração contínua das condições macro é um risco de queda para nossas estimativas.



Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Felipe Cheng** e **Cesar Davanço**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente à nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 25/10/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking