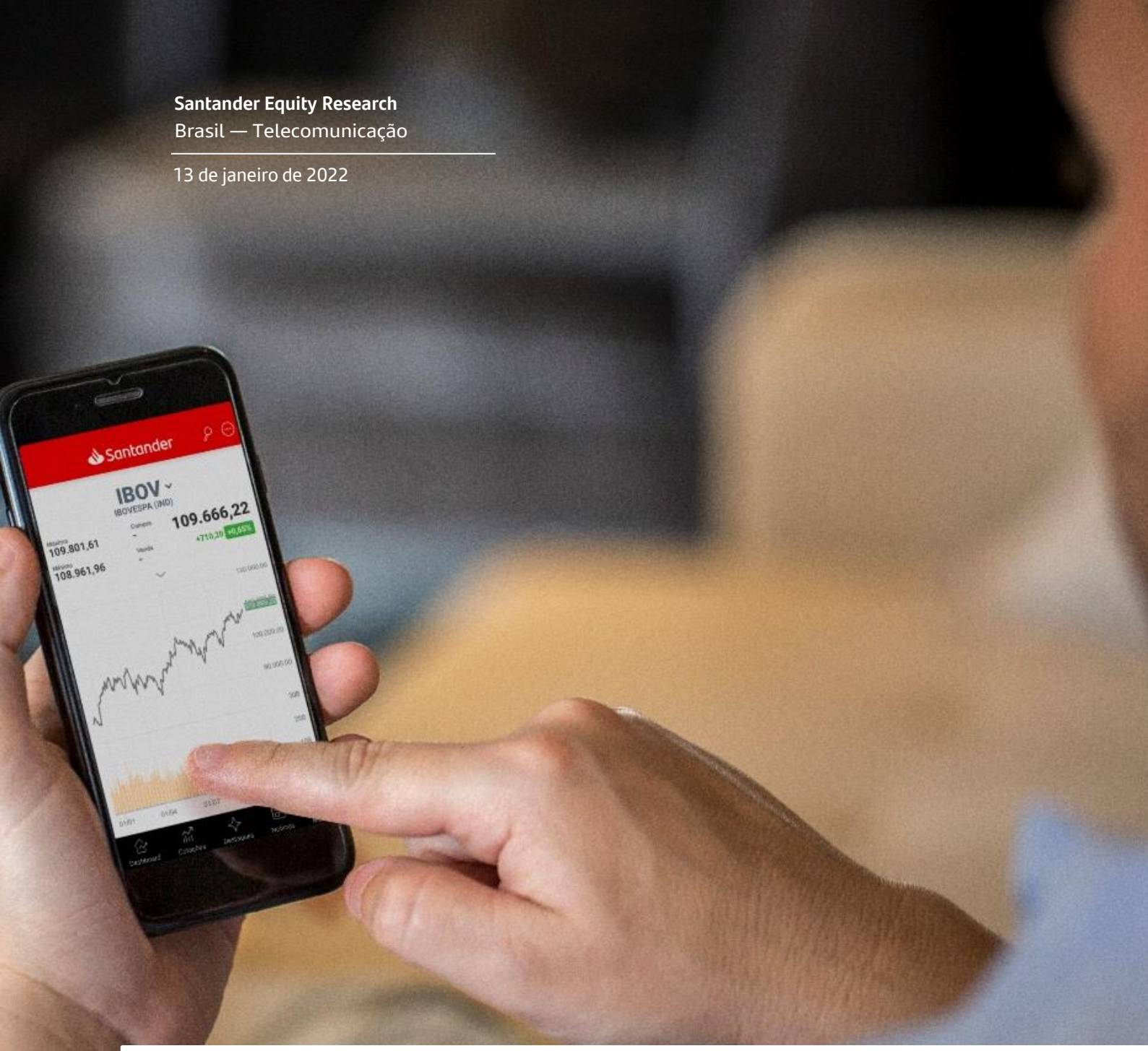


Santander Equity Research
Brasil — Telecomunicação

13 de janeiro de 2022

Telecomunicação

Projeções para 2022: A Hora é Agora
Atualizando Estimativas e Preços-Alvo

Santander
Corporate & Investment Banking

Telecomunicação

Projeções para 2022: A Hora é Agora
Atualizando Estimativas e Preços-Alvo

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Resumo: Neste relatório, estamos atualizando as nossas estimativas para a TIM, Vivo, Oi e Brisanet. No geral, acreditamos que o cenário de 2022 para as empresas de telecomunicações da América Latina é favorável, ao passo que vemos o setor incorporando mudanças positivas que devem fazer com que ele consiga enfrentar bem o a atual volatilidade macroeconômica. Assim, permanecemos positivos em relação às companhias cobertas, as quais devem ser marcadas, nesse ano, pelo começo das suas expansões de receita e de lucratividade devido à recente consolidação do mercado de telecomunicações. A nossa *Top Pick* é a TIM, com recomendação de "Compra".

Telecomunicação brasileira: Mantemos inalterada a nossa visão positiva sobre as companhias brasileiras de telecomunicação, uma vez que: (i) esperamos um *momentum* mais favorável para ganhos de receita em 2022, impulsionado por uma boa dinâmica competitiva para o segmento móvel e por um forte crescimento da tecnologia *fiber to the home* (FTTH); (ii) 2022 deverá marcar o início de um ciclo de expansão de margens de fluxo de caixa livre (FCF), o que é apoiado pelas sinergias vindas com a consolidação do mercado; e (iii) os *valuations* atuais continuam sendo atrativos, com empresas negociando significativamente abaixo dos seus múltiplos históricos, apesar da melhoria das perspectivas no setor. Além disso, as recentes discussões sobre a redução da taxa do ICMS deverão também ajudar a impulsionar os seus resultados a partir de 2024 e representam um potencial de alta para as nossas estimativas. Por fim, vemos a aprovação da venda do *business* móvel da Oi como um catalisador setorial de curto prazo, que é esperado para o início de 2022. A TIM continua sendo a nossa *Top Pick* no setor de telecomunicação brasileira.

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Tim S.A. (TIMS3)

Mantendo a Recomendação de "Compra" e o Preço-Alvo de R$ 18,00 (2022E)

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Santander Equity Research

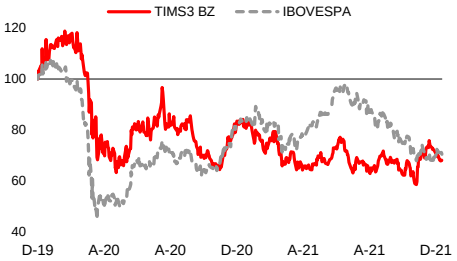
Telecomunicações

13 de janeiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R$ 18,00

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: Mantemos a nossa recomendação de "Compra" e o preço-alvo de R$ 18,00 por ação (2022E) inalterados para a TIM, que continua sendo a nossa *Top Pick* entre as companhias de telecomunicação brasileira. Acreditamos que a TIM: (i) é o melhor *player* para se aproveitar da criação de valor decorrente da aquisição da Oi Móvel, a qual contribui com R$ 2,00 por ação ao nosso preço-alvo; (ii) oferece tanto um crescimento orgânico quanto uma rentabilidade mais elevada quando comparada aos seus pares; e (iii) negocia a um nível descontado de *valuation* em relação aos seus níveis históricos. A recente votação pela Suprema Corte a respeito de uma redução na taxa do ICMS deverá ajudar ainda mais o seu crescimento e a sua rentabilidade elevada a partir de 2024, mas ainda mantemos essa aprovação como um potencial *upside* para as nossas estimativas. Por fim, as discussões acerca de potenciais alterações no controle da Telecom Italia e das suas implicações para TIM Brasil devem evoluir em 2022, o que é um catalisador adicional para as suas ações.

Perspectivas para 2022. A TIM deverá apresentar melhores números quanto ao seu crescimento orgânico em 2022E, com a sua receita e o seu EBITDA crescendo aprox. 6% (5% em 2021E). Além disso, continuamos vendo uma dinâmica competitiva favorável no mercado móvel, que deverá melhorar ainda mais com a saída da Oi. Sendo assim, enquanto a TIM Live ainda representa cerca de 5% das suas receitas totais, esperamos que o crescimento acelere para 25% (contra 15% em 2021E), contribuindo com ~1pp para o seu crescimento de receita. Ao incluirmos a aquisição da Oi móvel nos nossos números, prevemos que a sua receita líquida e o seu EBITDA cresçam 20% em 2022.

Espera-se que o *business* da Oi móvel impulsione o fluxo de caixa livre (FCF) da TIM. Esperamos que a incorporação da Oi móvel conduza a sinergias consideráveis para a TIM. Projetamos que as margens de fluxo de caixa operacionais se expandam em torno de 400 bps uma vez que sinergias de *opex* e de *capex* se encontram totalmente em funcionamento, atingindo um nível superior a 30% já em 2023 (de acordo com o *guidance* da empresa). Para 2022, esperamos que a TIM reporte margens de fluxo de caixa operacionais de 27% (ante a 24% em 2021).

***Valuation* atrativo.** Vemos a TIM negociando a um múltiplo EV/EBITDA de 3,8x, um P/L de 13x e um *yield* de FCF em 7%, tudo em relação a 2022E. Isto implica um desconto significativo em relação à Vivo e à Oi na maioria das métricas e à média histórica de EV/EBITDA da TIM, de aprox. 4,5x.

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Tim S.A.

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

R$

P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	17,268	18,136	21,694	23,602
YoY change (%)	(0.6)	5.0	19.6	8.8
Gross Profit	-	-	-	-
YoY change (%)	-	-	-	-
EBITDA	8,372	8,785	10,598	11,906
YoY change (%)	3.2	4.9	20.6	12.3
As % of Revenue	48.5	48.4	48.9	50.4
Operating Income	2,845	3,091	4,412	5,534
YoY change (%)	(4.7)	8.6	42.7	25.4
As % of Revenue	16.5	17.0	20.3	23.4
Financial Results	(807)	(639)	(1,432)	(1,386)
Taxes	(166)	(431)	(552)	(894)
Net Profit	1,871	2,020	2,428	3,253
YoY change (%)	(1.8)	8.0	20.2	34.0
As % of Revenue	10.8	11.1	11.2	13.8

CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(5,527)	(5,695)	(6,186)	(6,373)
Other Noncash Items	-	-	-	-
Changes in Working Capital	(322)	(1,271)	(871)	(753)
Operating Cash Flow	6,772	8,663	8,214	9,508
Capital Expenditures	(5,374)	(3,533)	(13,554)	(6,355)
Free Cash Flow	-	-	-	-
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	316	1,070	4,000	0
Dividends	(1,083)	(1,212)	(1,214)	(1,952)
Capital Increases/Other	3,612	0	0	0

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	4,646	7,646	6,961	8,162
Current Assets	10,412	13,239	13,269	14,379
Fixed Assets	27,128	24,966	32,334	32,317
Total Assets	41,654	44,874	50,038	51,131
Current Liabilities	8,302	8,349	8,665	8,457
Long-Term Liabilities	10,170	12,507	16,141	16,141
Shareholders' Equity	23,183	24,018	25,232	26,533
Total Financial Debt	10,096	11,307	15,307	15,307
ST Debt	2,751	1,922	1,922	1,922
LT Debt	8,009	10,172	14,172	14,172

FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	5,450	3,661	8,346	7,145
Capital Employed	28,633	27,679	33,578	33,678
Net Debt/EBITDA	0.7	0.4	0.8	0.6
Net Debt/Equity	0.2	0.2	0.3	0.3
Capex/Revenue (%)	31.1	19.5	62.5	26.9
Int Cover (%)	-	-	-	-
Dividend Payout (%)	56.8	64.8	60.1	80.4
ROCE (%)	10.5	12.7	14.8	19.1
ROE (%)	8.2	8.6	9.9	12.6

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	15.6	13.0	9.7
P/CE	-	4.1	3.7	3.3
FV/EBITDA	-	-	-	-
FV/EBIT	-	-	-	-
FV/Revenue	-	-	-	-
P/BV	-	1.3	1.3	1.2
FCF Yield (%)	-	-	-	-
Div Yield (%)	-	3.8	3.8	6.2

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-	0.83	1.00	1.34
DPS	-	0.50	0.50	0.81
BVPS	-	9.92	10.42	10.96

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Telefônica Brasil (VIVT3)

Santander Equity Research

Telecomunicações

13 de janeiro de 2022

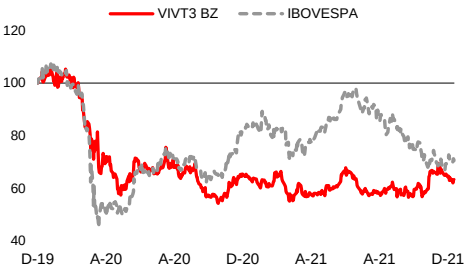
Compra

Preço-Alvo: R$ 58,00

Mantendo a Recomendação de "Compra" e o Preço-Alvo de R$ 58,00 (2022E)

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: Mantemos a nossa recomendação de "Compra" e o preço-alvo de R$ 58,00 por ação (2022E) inalterados para a Vivo, o que implica um potencial de retorno de 23%. Baseamos a nossa visão positiva: (i) no seu bom momento operacional, com aumentos projetados de receita e de EBITDA significativamente em 2022, sendo impulsionados principalmente por uma melhor dinâmica no principal segmento do seu negócio; (ii) sinergias vindas da aquisição da Oi móvel, que adiciona R$ 2,00 por ação ao nosso preço-alvo; e (iii) um *valuation* descontado em relação à sua média histórica. A votação pela Suprema Corte a respeito da redução da taxa de ICMS para o setor das telecomunicações deve ajudar a apoiar um maior crescimento e lucratividade da companhia a partir de 2024, mas ainda mantemos essa aprovação como um potencial *upside* para as nossas estimativas.

Perspectivas para 2022. Numa base orgânica, esperamos que a Vivo registe um crescimento de receita e de EBITDA em 4% e 5% no A/A em 2022E, respectivamente – o que representa um aumento contra o crescimento de 2% no comparativo anual de ambas as métricas em 2021E. Assim, esperamos que uma melhoria no crescimento venha principalmente de receitas com telefonia fixa, que deverão crescer 4% no A/A em 2022E – diferindo do que se viu em 2021, a qual registrou estabilidade -, com o crescimento da tecnologia *fiber to the home* (FTTH) mais do que compensando o declínio registrado de receita no *business* legado. Adicionalmente, prevemos que as receitas de FTTH crescerão em torno de 40% em 2022E, mantendo o forte ritmo observado em 2021E. Enquanto isso, o crescimento de MSR (receita de serviço móvel) deverá também melhorar para 5% no A/A em 2022E (ante a 4% em 2021E), uma vez que a Vivo tem reportado fortes adições líquidas e que a sua dinâmica de preços permanece favorável.

A aquisição da Oi móvel irá somar à companhia e deverá impulsionar o seu FCF. Esperamos que as margens de fluxo de caixa operacionais da Vivo melhorem em torno de 150 bps quando as sinergias de *opex* e de *capex* da aquisição da Oi Móvel estiverem completamente em funcionamento, levando a empresa a atingir mais que 25% até 2023E. Para 2022, esperamos uma margem de fluxo de caixa operacional de 24% (contra 22% em 2021).

***Valuation* atrativo.** Vemos a Vivo negociando a um múltiplo EV/EBITDA de 4,6x, um P/L de 16x e um *yield* de FCF em 7%, tudo relativo a 2022E. Embora negociando com prêmios em relação a Tim, os múltiplos da Vivo ainda estão descontados em relação à sua média histórica de ~5x EV/EBITDA, apesar de uma melhor perspectiva sobre o setor e do bom *momentum* operacional previsto para 2022.

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Telefônica Brasil

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

R$

P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	43,126	44,043	47,671	50,673
YoY change (%)	(2.6)	2.1	8.2	6.3
Gross Profit	-	-	-	-
YoY change (%)	-	-	-	-
EBITDA	17,732	18,118	19,950	21,628
YoY change (%)	(1.2)	2.2	10.1	8.4
As % of Revenue	41.1	41.1	41.8	42.7
Operating Income	6,505	6,037	7,499	8,706
YoY change (%)	(7.4)	(7.2)	24.2	16.1
As % of Revenue	15.1	13.7	15.7	17.2
Financial Results	(573)	(736)	(1,098)	(1,062)
Taxes	(1,238)	(1,228)	(1,186)	(1,416)
Net Profit	4,694	5,052	5,215	6,228
YoY change (%)	(2.4)	7.6	3.2	19.4
As % of Revenue	10.9	11.5	10.9	12.3

CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(11,228)	(12,080)	(12,451)	(12,922)
Other Noncash Items	-	-	-	-
Changes in Working Capital	(698)	(1,298)	241	(213)
Operating Cash Flow	16,620	17,451	17,439	19,362
Capital Expenditures	(12,040)	(10,918)	(16,902)	(11,587)
Free Cash Flow	-	-	-	-
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	(586)	(532)	0	0
Dividends	(5,418)	(4,800)	(4,954)	(5,916)
Capital Increases/Other	0	0	0	0

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	5,762	7,282	2,865	4,724
Current Assets	19,061	22,676	19,104	21,077
Fixed Assets	84,935	83,773	88,223	86,888
Total Assets	108,738	112,103	112,981	113,619
Current Liabilities	17,875	22,520	23,138	23,464
Long-Term Liabilities	21,307	21,607	21,607	21,607
Shareholders' Equity	69,557	67,976	68,237	68,548
Total Financial Debt	13,239	12,708	12,708	12,708
ST Debt	3,683	4,410	4,410	4,410
LT Debt	9,557	8,297	8,297	8,297

FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	7,477	5,425	9,843	7,984
Capital Employed	77,034	73,402	78,080	76,532
Net Debt/EBITDA	0.4	0.3	0.5	0.4
Net Debt/Equity	0.1	0.1	0.1	0.1
Capex/Revenue (%)	27.9	24.8	35.5	22.9
Int Cover (%)	-	-	-	-
Dividend Payout (%)	112.7	102.2	98.1	113.4
ROCE (%)	10.1	9.9	11.1	13.2
ROE (%)	6.7	7.3	7.7	9.1

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	16.4	15.9	13.3
P/CE	-	4.8	4.7	4.3
FV/EBITDA	-	-	-	-
FV/EBIT	-	-	-	-
FV/Revenue	-	-	-	-
P/BV	-	1.2	1.2	1.2
FCF Yield (%)	-	-	-	-
Div Yield (%)	-	5.8	6.0	7.2

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-	3.01	3.11	3.71
DPS	-	2.86	2.95	3.52
BVPS	-	40.48	40.63	40.82

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Oi (OIBR3)

Introduzindo o Preço-Alvo de R$ 0,90 para o Fim de 2022; Substituindo o Preço-Alvo de R$ 1,10 para o Fim de 2021

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Santander Equity Research

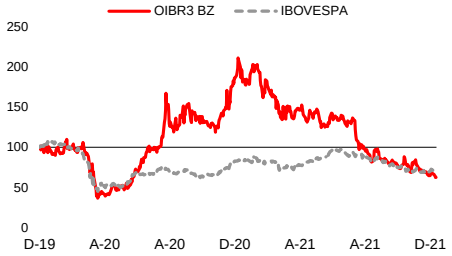
Telecomunicações

13 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R$ 0,90

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: Mantemos a nossa recomendação de "Manutenção" e substituímos o preço-alvo de R$ 1,10 por ação para R$ 0,90 por ação, refletindo uma queima de caixa maior do que o esperado nos últimos trimestres. A nossa visão cautelosa sobre a ação se baseia na expectativa de um momento operacional fraco em 2022 e numa perspectiva limitada a partir da nossa análise de fluxo de caixa descontado (DCF). O nosso preço-alvo para Oi é baseado no modelo de *sum of the parts* (SOTP), atribuindo um EV (valor da firma) de R$7,4 bilhões para a ClientCo, um valor de R$10,3 bilhões para a participação de 42% da Oi na V.tal e considerando uma dívida líquida de R$12,6 bilhões (incluindo o valor presente líquido – VPL - do passivo da Globenet e dívida da Anatel) para o fim de 2022. Além disso, a redução da alíquota do ICMS oferece um potencial *upside* para as nossas estimativas, mas esperamos que esse fato seja eficaz apenas a partir de 2024. Por fim, potenciais créditos decorrentes do processo de arbitragem da Oi (espera-se que seja concluído em 2023) é também um risco de alta.

Projeções para 2022. A ClientCo deve mostrar um crescimento acelerado da sua receita em 2022E (+8% vs. -3% em 2021), impulsionado por um crescimento robusto da tecnologia FTTH. No entanto, a sua margem EBITDA deve continuar pressionada, dado a estrutura de custos inflacionada da empresa após a venda da Oi móvel. Embora pensemos que a Oi irá gradualmente reajustar a sua estrutura de *opex*, prevemos uma margem de apenas 9% para 2022, levando a empresa a continuar queimando caixa. Ademais, esperamos que as margens de fluxo de caixa operacionais irão alcançar o território positivo apenas em 2023. A médio e a longo prazo, as nossas projeções financeiras estão em grande parte de acordo com o *guidance* da companhia tanto para a Client Co, quanto para InfraCo. Mesmo assim, encontramos um potencial de alta limitado para as suas ações ao utilizarmos uma metodologia de *valuation* baseada em DCF.

Negociando com um prêmio em relação aos seus pares: Em termos de *valuation*, vemos o Oi negociando a um múltiplo EV/EBITDA de 7,1x ajustado para 2022E e de 5,2x para 2023E, um prêmio tanto para a TIM como para a Vivo. No nosso cálculo, deduzimos o valor que atribuímos à participação da Oi em V.tal e adicionamos novamente o VPL dos passivos da Globenet para o EV da empresa.

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Oi

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

R$

P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	18,776	17,913	10,586	12,518
YoY change (%)	(5.9)	(4.6)	(40.9)	18.3
Gross Profit	-	-	-	-
YoY change (%)	-	-	-	-
EBITDA	6,409	6,483	1,008	1,502
YoY change (%)	5.7	1.2	(84.4)	49.0
As % of Revenue	34.1	36.2	9.5	12.0
Operating Income	(1,092)	961	(315)	125
YoY change (%)	(34.4)	n/m	(132.8)	n/m
As % of Revenue	(5.8)	5.4	(3.0)	1.0
Financial Results	(13,502)	(8,031)	(895)	(961)
Taxes	3,503	(900)	0	0
Net Profit	(10,528)	(6,817)	(1,209)	(836)
YoY change (%)	(51.9)	35.2	82.3	30.9
As % of Revenue	(56.1)	(38.1)	(11.4)	(6.7)

CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(6,937)	(4,369)	(1,323)	(1,377)
Other Noncash Items	-	-	-	-
Changes in Working Capital	428	108	25	25
Operating Cash Flow	(6,066)	(2,876)	5	640
Capital Expenditures	(9,917)	(10,387)	(1,323)	(1,377)
Free Cash Flow	-	-	-	-
Other Invest./(Divestments)	-	-	-	-
Change in Debt	8,160	7,691	(14,536)	0
Dividends	0	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	23,659	0

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	4,543	2,692	10,497	9,760
Current Assets	15,106	13,384	19,799	20,210
Fixed Assets	45,888	51,906	51,906	51,906
Total Assets	73,840	75,503	81,918	82,329
Current Liabilities	12,050	15,584	14,086	15,332
Long-Term Liabilities	54,020	58,944	44,408	44,408
Shareholders' Equity	7,770	975	23,425	22,589
Total Financial Debt	26,387	34,078	19,542	19,542
ST Debt	468	3,007	3,007	3,007
LT Debt	25,919	31,072	16,535	16,535

FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	21,843	31,387	9,045	9,782
Capital Employed	29,613	32,362	32,470	32,372
Net Debt/EBITDA	3.4	4.8	9.0	6.5
Net Debt/Equity	2.8	32.2	0.4	0.4
Capex/Revenue (%)	52.8	58.0	12.5	11.0
Int Cover (%)	-	-	-	-
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	(15.5)	5.8	(1.0)	0.4
ROE (%)	(81.6)	(155.9)	(9.9)	(3.6)

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	-	-	-
P/CE	-	-	31.1	6.5
FV/EBITDA	-	-	-	-
FV/EBIT	-	-	-	-
FV/Revenue	-	-	-	-
P/BV	1.2	3.6	0.2	0.2
FCF Yield (%)	-	-	-	-
Div Yield (%)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-	(1.15)	(0.20)	(0.14)
DPS	-	0	0	0
BVPS	-	0.16	3.94	3.79

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

Brisanet (BRIT3)

Santander Equity Research

Telecomunicações
13 de janeiro de 2022

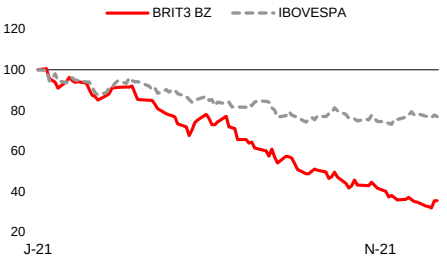
Mantendo a Recomendação de "Compra" e o Preço-Alvo de R$ 15,00 (2022E)

Compra

Preço-Alvo: R$ 15,00

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Desempenho de Preços (R$)



Tese de Investimento: A Brisanet continua sendo, ao nosso ver, o melhor *player* para ganhar exposição à crescente estória de penetração de banda larga no Brasil. A empresa oferece uma exposição única a esse mercado, que se encontra altamente inexplorado na região Nordeste do país, onde a penetração da banda larga ainda é de aprox. 31% (vs. 61% no resto do Brasil). Embora os dados operacionais de curto prazo tenham desiludido as expectativas do mercado, destacamos que os próximos trimestres deverão mostrar uma melhoria em termos de casas conectadas e interligadas à tecnologia de FTTH. Além disso, salientamos que a recente compra de *spectrum* no leilão de 5G é um risco de alta para as nossas estimativas e ao nosso preço-alvo. O *spectrum* na frequência de 3,5GHz deverá permitir à Brisanet ampliar a sua cobertura de banda larga através do FWA (*fixed wireless acess*) e complementar o seu portfólio de serviços móveis.

Perspectiva para 2022. Esperamos que a Brisanet registre um acréscimo nas suas métricas operacionais em 2022, atingindo 7 milhões de casas interligadas e 1,3 milhão de casas conectadas à FTTH até o final do ano. Isto deverá levar a empresa a reportar um crescimento de receita líquida em torno de 50% em 2022E e um crescimento de 60% do seu EBITDA. As suas margens devem continuar numa tendência de alta, uma vez que a empresa continua ganhando escala. Assim, prevemos uma margem EBITDA de 42% em 2022, uma expansão de 300 bps contra 2021. As nossas estimativas ainda não refletem o aumento potencial das receitas provenientes dos serviços móveis, dada a sua ainda baixa visibilidade. Salientamos que a receita móvel deverá começar a se tornar mais relevante apenas em 2023, uma vez que a implementação da cobertura 5G e que a massificação dos smartphones compatíveis a esta tecnologia ainda devem demorar algum tempo.

O *valuation* é muito convincente. O *valuation* para a Brisanet se encontra muito atrativo, a um múltiplo EV/EBITDA de 6,4x para 2022E, um desconto em relação aos pares globais, apesar das fortes expectativas de crescimento. Enquanto os números operacionais decepcionaram as expectativas do mercado, as suas ações caíram cerca de 61% desde o IPO e aparentam estarem excessivamente subvalorizadas, já considerando o cenário negativo de curto prazo. Ao nosso ver, a recente queda criou um excelente ponto de entrada para as suas ações. Contudo, a liquidez continua sendo o principal fator adverso para o ativo, no nosso entendimento.

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Brisanet

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

R$

P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	472	724	1,087	1,662
YoY change (%)	61.0	53.5	50.1	52.9
Gross Profit	235	340	565	881
YoY change (%)	44.4	45.0	66.0	55.9
EBITDA	208	282	452	743
YoY change (%)	38.0	35.7	60.1	64.2
As % of Revenue	44.1	39.0	41.6	44.7
Operating Income	86	99	228	390
YoY change (%)	(3.1)	14.9	130.8	71.2
As % of Revenue	18.2	13.6	20.9	23.4
Financial Results	(42)	(44)	(55)	(66)
Taxes	(15)	(23)	(59)	(110)
Net Profit	29	31	114	213
YoY change (%)	(43.0)	6.6	267.8	86.9
As % of Revenue	6.2	4.3	10.5	12.8

CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	(88)	(152)	(225)	(353)
Other Noncash Items	-	-	-	-
Changes in Working Capital	98	21	67	79
Operating Cash Flow	215	204	406	645
Capital Expenditures	(408)	(759)	(895)	(933)
Free Cash Flow	-	-	(453)	(244)
Other Invest./(Divestments)	0	1,636	(86)	(115)
Change in Debt	0	421	(86)	(115)
Dividends	0	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0	0

BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	181	1,179	604	201
Current Assets	287	1,329	833	534
Fixed Assets	654	1,332	2,002	2,582
Total Assets	1,018	2,768	2,941	3,223
Current Liabilities	442	523	697	867
Long-Term Liabilities	449	874	759	657
Shareholders' Equity	127	1,372	1,486	1,699
Total Financial Debt	685	1,141	1,055	940
ST Debt	258	274	303	290
LT Debt	428	867	751	649

FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	505	(38)	451	738
Capital Employed	632	1,333	1,936	2,437
Net Debt/EBITDA	2.4	(0.1)	1.0	1.0
Net Debt/Equity	4.0	(0.0)	0.3	0.4
Capex/Revenue (%)	86.6	104.9	82.3	56.1
Int Cover (%)	-	-	-	-
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	15.9	9.2	14.8	20.5
ROE (%)	24.8	4.1	8.0	13.4

MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	n/m	21.4	11.5
P/CE	-	13.4	7.2	4.3
FV/EBITDA	-	8.5	6.4	4.3
FV/EBIT	-	24.4	12.7	8.2
FV/Revenue	-	3.3	2.7	1.9
P/BV	-	1.8	1.6	1.4
FCF Yield (%)	-	-	(18.5)	(10.0)
Div Yield (%)	-	(0.0)	(0.0)	(0.0)

PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-	0.07	0.25	0.48
DPS	-	0	0	0
BVPS	-	3.05	3.31	3.78

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking

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 equívocas 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 a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, 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.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 20/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander
Corporate & Investment Banking