

04 de janeiro de 2023



Tecnologia, Mídia & Telecomunicações – Perspectivas para 2023

Atualizando Preços-Alvo, Recomendações e Estimativas

Tecnologia, Mídia & Telecomunicações

Perspectivas para 2023

Atualizando Preços-Alvo, Recomendações e Estimativas

Felipe Cheng; Cesar Davanço

Resumo: Neste relatório, revisitamos nossas preferências para o setor de Tecnologia, Mídia & Telecomunicações (TMT) e atualizamos nossos modelos para todas as nossas empresas sob nossa cobertura. Nossas *Top Picks* para 2023 incluem Totvs e Intelbras. Por outro lado, incorporamos uma visão mais negativa sobre a Oi e a Brisanet, que rebaixamos para “Abaixo de Mercado” e “Manutenção”, respectivamente.

Micro se sobrai ao macro: Continuamos gostando das histórias de crescimento no Brasil. Nos últimos 30 dias, as histórias de alto crescimento em nossa cobertura, incluindo Totvs e Intelbras, tiveram um desempenho significativamente abaixo do Ibovespa, caindo 16% e 14%, respectivamente. Em nossa opinião, essa queda criou um bom ponto de entrada para ambas as ações, pois continuamos otimistas com o micro de ambas as empresas em 2023 e acreditamos que o sólido *momentum* operacional deve persistir mesmo em um ambiente macro mais volátil. Prevemos um crescimento orgânico de receita de ~20% para a Totvs e ~30% para a Intelbras em 2023. Acreditamos que o *valuation* de ambas as ações parece atraente, com Totvs sendo negociada a ~20x P/L e Intelbras a ~13x P/L.

Telecomunicações no Brasil: *valuation* atraente, mas sem catalisadores de curto prazo. Mantemos nossa recomendação de “Compra” para TIM e Telefônica Brasil (Vivo), pois vemos ambas as ações negociando com *valuation* descontado, apesar de vários acontecimentos favoráveis para o setor nos últimos trimestres (consolidação do segmento móvel, redução de ICMS, racionalidade de preços, etc). Apesar disso, acreditamos que ambas os casos devem carecer de catalisadores de curto prazo em 2023, pois esperamos que a materialização das sinergias da aquisição da Oi Móvel ocorra mais no segundo semestre do ano. Mantemos a TIM como nossa *Top Pick* entre as empresas de telecomunicações brasileiras, já que a empresa está negociando em linha com a Vivo, mas deve apresentar um crescimento maior em 2023. Mantemos nossa visão cautelosa sobre OIBR3 e rebaixamos as ações para “Abaixo de Mercado”.

Small caps: Eletromidia é a nossa *Top Pick*. Dentro da categoria *small caps*, escolhemos a Eletromidia como nossa *Top Pick*, pois destacamos que a empresa vem tomando ótimas decisões de alocação de capital e focando em verticais de maior rentabilidade (principalmente o de anúncios em vias públicas). Esperamos que a Eletromidia apresente

números robustos de receita orgânica e crescimento de EBITDA em 2023. Por outro lado, rebaixamos a Brisanet para “Manutenção”, pois esperamos que 2023 seja um ano difícil para a empresa, marcado por um nível ainda alto de consumo de caixa. A execução da mudança de tecnologia dos serviços móveis continua a ser um risco para a tese de investimento da Brisanet, a nosso ver.

Figura 1 – Visão Geral de Nossas Novas Recomendações e Preços-Alvo

Company	Ticker	Currency	Rating			Target Price			Current Price	Total Upside
			Previous	New	Change	Previous	New	Change		
Brisanet	BRIT3 BZ	BRL	Outperform	Neutral	Downgrade	15.00	3.00	-80.0%	2.50	20.0%
Eletromidia	ELMD3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	16.00	16.00	0.0%	9.54	67.7%
Intelbras	INTB3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	37.00	40.00	8.1%	27.01	50.2%
Oi	OIBR3 BZ	BRL	Neutral	Underperform	Downgrade	0.90	0.15	-83.3%	0.20	-25.0%
Telefonica Brasil	VIVT3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	57.00	55.00	-3.5%	36.86	56.1%
TIM	TIMS3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	18.00	18.00	0.0%	12.28	53.5%
Totvs	TOTS3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	36.00	36.00	0.0%	25.43	44.7%

Fontes: Estimativas do Santander.

Dados da Bloomberg de 16/12/2022.

Figura 2 – Estimativas Atualizadas vs. Anteriores

Company	Ticker	Currency	Sales 2023E			EBITDA 2023E			Net Income 2023E		
			Previous	New	Change	Previous	New	Change	Previous	New	Change
Brisanet	BRIT3 BZ	BRL	1,587	1,360	-14.3%	755	626	-17.1%	238	96	-59.7%
Eletromidia	ELMD3 BZ	BRL	996	923	-7.4%	321	318	-1.0%	108	118	8.7%
Intelbras	INTB3 BZ	BRL	6,454	6,158	-4.6%	825	809	-1.9%	701	703	0.2%
Oi	OIBR3 BZ	BRL	12,518	11,443	-8.6%	1,502	687	-54.3%	(836)	(2,078)	n.m.
Telefonica Brasil	VIVT3 BZ	BRL	51,141	50,637	-1.0%	20,811	21,045	1.1%	4,699	4,813	2.4%
TIM	TIMS3 BZ	BRL	24,128	24,025	-0.4%	11,598	11,817	1.9%	2,268	2,322	2.4%
Totvs	TOTS3 BZ	BRL	4,807	4,887	1.7%	1,246	1,267	1.7%	735	772	5.0%

Fonte: Estimativas do Santander.

Figura 3 – Estimativas do Santander vs. Consenso da Bloomberg

Company	Ticker	Currency	Sales 2023E			EBITDA 2023E			Net Income 2023E		
			BBG Cons.	SANB	%	BBG Cons.	SANB	%	BBG Cons.	SANB	%
Brisanet	BRIT3 BZ	BRL	1,216	1,360	11.8%	544	626	15.1%	67	96	43.2%
Eletromidia	ELMD3 BZ	BRL	982	923	-6.0%	317	318	0.5%	96	118	23.2%
Intelbras	INTB3 BZ	BRL	5,939	6,158	3.7%	769	809	5.2%	671	703	4.7%
Oi	OIBR3 BZ	BRL	9,530	11,443	20.1%	1,915	687	-64.1%	(977)	(2,078)	n.m.
Telefonica Brasil	VIVT3 BZ	BRL	50,582	50,637	0.1%	20,363	21,045	3.4%	4,478	4,813	7.5%
TIM	TIMS3 BZ	BRL	23,930	24,025	0.4%	11,612	11,817	1.8%	2,388	2,322	-2.8%

Fontes: Estimativas do Santander.

Dados da Bloomberg de 16/12/2022.

Brisanet (BRIT3)

**Rebaixando a Recomendação para “Manutenção”;
Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 15,00 (2022E) para R\$ 3,00 (2023E)**

Felipe Cheng; Cesar Davanço

Tese de Investimento: Rebaixamos a recomendação de Brisanet para “Manutenção” e introduzimos nosso preço-alvo de R\$ 3,00 (2023E) (vs. R\$ 15,00 para 2022E). Ao longo de 2022, a Brisanet decepcionou as nossas expectativas e as do mercado, entregando menos conexões de fibra ótica do que o esperado. Os resultados foram impactados negativamente por condições macroeconômicas adversas (alta inflação e escassez de veículos). Além disso, destacamos que a empresa tomou a decisão estratégica de entrar no segmento móvel, para o qual ainda vemos alto risco de execução, já que a implantação do 5G será altamente intensiva em *capex* e uma contribuição significativa de receita é esperada apenas no médio prazo. Portanto, nossa redução no preço-alvo é explicada por nossas estimativas mais conservadoras em relação ao crescimento da receita, crescimento do EBITDA e requisitos de *capex*. Esperamos que a empresa continue enfrentando um momento operacional desafiador no curto prazo, tornando o FCL positivo apenas em 2025. Além disso, aumentamos nossa premissa de custo de capital em ~150 bps para incorporar taxas de juros mais altas. Embora reconheçamos uma perspectiva turbulenta para a Brisanet nos próximos anos, as ações caíram ~50% no acumulado do ano e estão com uma diferença de 48 p.p. em relação ao Ibovespa. O *valuation* não parece caro, pois vemos a Brisanet negociando a 3,7x EV/EBITDA (2023E). Mesmo assim, o fraco *momentum* deve evitar que as ações sofram uma reavaliação no curto prazo, em nossa visão.

Perspectivas para 2023: Prevemos que a Brisanet reporte uma receita líquida consolidada de R\$ 1,4 bilhão em 2023, implicando um crescimento de ~36% a/a. O crescimento das receitas deverá ser impulsionado principalmente pelo segmento de Banda Larga B2C, pois acreditamos que a Brisanet poderá aumentar gradualmente a sua taxa de captação. Do lado da rentabilidade, prevemos que a Brisanet atinja um EBITDA de R\$ 625 milhões, implicando um crescimento de ~44% a/a. Esperamos que a margem EBITDA atinja 46% em 2023 (+300 bps a/a), retornando aos níveis pré-pandemia. Em termos de *capex*, projetamos ~R\$ 900 milhões em 2023 (semelhante a 2022), dos quais mais da metade associados à implantação da rede 5G da empresa. Embora a Brisanet deva continuar queimando caixa em ritmo acelerado no curto prazo, acreditamos que a empresa continue usando a dívida como sua principal fonte de financiamento. A alavancagem está atualmente em 2x DL/EBITDA.

O *valuation* não parece caro: nos preços atuais, vemos a Brisanet negociando a 3,7x EV/EBITDA (2023E), um desconto para a média histórica e um pequeno prêmio para os pares locais.

Santander Equity Research

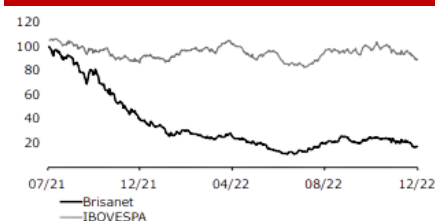
TMT

04 de janeiro de 2023

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 3,00

Desempenho de Preços (R\$)



Brisanet

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	729	1,000	1,360
EBITDA	271	434	626
EBITDA YoY Change (%)	30.4	59.9	44.1
EBITDA as % of Revenue	37.2	43.4	46.0
EBIT	80	160	218
Net Financial Result	(67)	(53)	(72)
Associates	0	0	0
Taxes	(10)	(42)	(49)
Minorities	0	0	0
Net Profit	2	65	96
Adj Net Profit	2	65	96
YoY Change (%)	(92.3)	2,813.7	47.0
as % of Revenues	0.3	6.5	7.1
Cash Flow			
EBITDA	271	434	626
Changes in Wkg. Capital	10	(145)	(11)
Capital Expenditures	(856)	(896)	(884)
Cash Financials	(67)	(53)	(72)
Cash Taxes	(10)	(42)	(49)
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	1,215	0	0
Change in Net Fin. Debt	(430)	671	391
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	(1,047)	(654)	(763)
Current Assets	2,264	1,509	1,778
Goodwill	219	232	232
Non-Curr Assets (ex g'will)	1,457	2,091	2,567
Total Assets	2,892	3,178	3,813
Current Liabilities	514	506	545
Non-Current Liabilities	1,036	1,274	1,774
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	1,342	1,398	1,494
Total Liabilities & Equity	2,892	3,178	3,813
Net Financial Debt	75	746	1,137
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	1.4	5.5	6.0
EV/EBIT (x)	52.9	11.7	10.4
P/BV (x)	3.1	0.8	0.8

Fonte: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Eletromidia (ELMD3)

Mantendo a Recomendação de “Compra” e o Preço-Alvo de R\$ 16,00 (2023E)

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Tese de Investimento: Mantemos nossa recomendação de “Compra” e nosso preço-alvo de R\$16,00 (2023E) para a Eletromidia inalterados, após resultados robustos nos 3 trimestres de 2022. Apesar de um cenário macro potencialmente volátil em 2023, mantemos uma visão positiva sobre o setor de mídia *out of home*, pois continuamos a ver fortes ventos favoráveis que devem permitir que ele cresça à frente de outros canais de mídia. Acreditamos que a Eletromidia está em ótima posição para capturar a maior parte desse crescimento, pois a empresa tem uma posição dominante no mercado e possui o portfólio de produtos mais completo. Os principais catalisadores para as ações incluem: (i) crescimento robusto da receita nos próximos anos, impulsionado principalmente pelo segmento de ruas e edifícios; (ii) aumento da rentabilidade, uma vez que as margens EBITDA devem crescer devido à alavancagem operacional e ao efeito *mix*; (iii) participação em novos contratos de concessão; e (iv) M&A. Do ponto de vista estratégico, destacamos que a empresa tem focado em alocar mais capital para segmentos de maior rentabilidade, levando a Eletromidia a se tornar uma empresa muito mais eficiente no médio/longo prazo (maior ROIC).

Perspectivas para 2023: Prevemos que a Eletromidia alcance receita líquida consolidada de R\$ 923 milhões em 2023E, implicando um crescimento proforma de ~13% a/a. O forte crescimento deve ser impulsionado principalmente pelo segmento *out of home*, pois a empresa deve continuar aumentando sua receita média por painel neste segmento – impulsionado pela digitalização de ativos – e continuar expandindo o número total de painéis, impulsionado pelas concessões conquistadas recentemente em Recife, Salvador e Porto Alegre. Do lado da rentabilidade, projetamos que a Eletromidia alcance um EBITDA de R\$ 318 milhões, implicando um crescimento proforma de ~30% a/a. Esperamos que a margem EBITDA atinja ~34% em 2023, uma expansão de mais de 400 bps. O aumento das margens deve ser impulsionado pela alavancagem operacional e pelo efeito *mix*, pois esperamos que o segmento *out of home* (mais rentável) responda por ~42% da receita da Eletromidia (vs. 34% em 2022).

O valuation ajustado para o crescimento é atraente. A preços atuais, vemos a Eletromidia sendo negociada a 6,5x EV/EBITDA (2023E), consideravelmente abaixo dos 10x dos pares globais, apesar das expectativas de crescimento muito maiores. Em nossa opinião, as perspectivas de crescimento da Eletromidia não estão precificadas nos níveis atuais. Vemos um forte *momentum* de lucros, concessões adicionais e execução de fusões e aquisições como os principais catalisadores para as ações.

Santander Equity Research

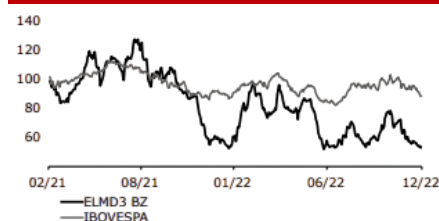
TMT

04 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 16,00

Desempenho de Preços (R\$)



Eletromidia

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–23E em Milhões

	R\$	
	2022A	2023E
P&L Account		
Revenues	780	923
EBITDA	230	318
EBITDA YoY Change (%)	165.4	38.2
EBITDA as % of Revenue	29.5	34.5
EBIT	108	196
Net Financial Result	(89)	(100)
Taxes	(5)	(35)
Adj Net Profit	72	118
YoY Change (%)	488.2	63.1
as % of Revenues	9.3	12.8
Cash Flow		
EBITDA	230	318
Changes in Wkg. Capital	(60)	7
Capital Expenditures	(482)	(138)
Cash Financials	(89)	(100)
Cash Taxes	(5)	(35)
Capital Increases/Other	(4)	0
Change in Net Fin. Debt	545	(53)
Balance Sheet		
Cash and Equivalents	101	154
Current Assets	215	239
Goodwill	1,156	1,156
Non-Curr Assets (ex g'will)	479	496
Total Assets	1,952	2,046
Current Liabilities	483	514
Non-Current Liabilities	552	552
Minorities	151	151
Shareholders' Equity	766	828
Total Liabilities & Equity	1,952	2,046
Net Financial Debt	574	521
Other Ratios		
ROCE (%)	8.8	10.2
EV/EBIT (x)	27.3	10.5
FCFF Yield (%)	(11.9)	5.7
P/BV (x)	2.8	1.6

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Intelbras (INTB3)

Elevando o Preço-Alvo (2023E) de R\$ 37,00 para R\$ 40,00

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Tese de investimento: Estamos elevando nosso preço-alvo de Intelbras de R\$ 37,00 para R\$ 40,00 (2023E), pois continuamos a ver oportunidades consideráveis para a empresa continuar entregando números robustos de receita, EBITDA e lucro líquido nos próximos anos. O nosso aumento no preço-alvo é explicado principalmente por estimativas operacionais de médio e longo prazos mais elevadas, uma vez que as mensagens transmitidas pela empresa no seu Dia do Investidor (22 de novembro) foram altamente animadoras, principalmente nos segmentos de segurança e comunicação. Tal evento teve como objetivo detalhar os principais caminhos de crescimento da empresa, dando-nos confiança de que a Intelbras poderá continuar crescendo pelo menos em linha com sua média histórica (>25% ao ano) nos próximos anos. Tais caminhos incluem: (i) grandes projetos em segurança, que têm potencial para dobrar o mercado total endereçável para a empresa neste segmento; (ii) aumento da penetração de soluções de controle de acesso; (iii) venda de conversores de Bloco de Ruído Baixo (LNB); (iv) venda de equipamentos FWA; (v) comercialização de *nobreaks* e carregadores de veículos elétricos no segmento de energia; e (vi) aumentar a penetração de soluções de energia solar *on-grid* e *off-grid*.

Perspectivas para 2023: Prevemos que a Intelbras alcance uma receita líquida consolidada de R\$ 6,2 bilhões em 2023E, implicando um impressionante crescimento de 41% a/a. Em uma base orgânica (excluindo a Renovigi), prevemos um crescimento de receita de aproximadamente 30%, acima da média histórica e impulsionado por fortes resultados em todos os três segmentos. Prevemos crescimento de receita de ~22% em segurança, ~37% em comunicação e ~40% em energia (orgânica) em 2023. No lado inorgânico, esperamos que a Renovigi reporte uma receita de ~R\$ 1,1 bilhão, conforme indicado pela empresa, a Renovigi já está rodando a um ritmo de ~R\$ 80 milhões/ano. Em termos de rentabilidade, esperamos que a Intelbras continue sustentando margens saudáveis, uma vez que a dinâmica de preços vem melhorando. Prevemos que a empresa mantenha uma margem EBITDA de ~13% e uma margem de lucro líquido de ~11% em 2023. Vemos a empresa com um equilíbrio perfeito entre crescimento e rentabilidade.

O valuation continua atraente, em nossa opinião. Com os preços atuais das ações, vemos a Intelbras negociando a 11x EV/EBITDA e 13x P/L para 2023E, atraente em nossa visão, considerando o alto perfil de crescimento da Intelbras e eficiência acima da média (alto ROIC). Os possíveis riscos negativos para nosso preço-alvo incluem: (i) escassez na cadeia de suprimentos; (ii) menor demanda por kits fotovoltaicos; e (iii) volatilidade macro.

Santander Equity Research

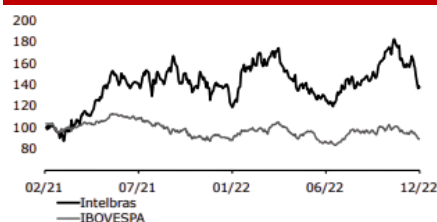
TMT

04 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 40,00

Desempenho de Preços (R\$)



Intelbras

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	3,087	4,351	6,158
EBITDA	1,202	548	809
EBITDA YoY Change (%)	193.4	(54.4)	47.5
EBITDA as % of Revenue	38.9	12.6	13.1
EBIT	1,162	483	716
Net Financial Result	8	(1)	26
Associates	0	0	0
Taxes	(7)	(15)	(39)
Net Profit	1,163	466	703
Adj Net Profit	1,163	466	703
YoY Change (%)	254.5	(59.9)	50.8
as % of Revenues	37.7	10.7	11.4
Cash Flow			
EBITDA	1,202	548	809
Changes in Wkg. Capital	(521)	(48)	105
Capital Expenditures	(236)	(529)	(419)
Cash Financials	8	(1)	26
Cash Taxes	(7)	(15)	(39)
Dividends	112	137	200
Capital Increases/Other	725	0	0
Change in Net Fin. Debt	(239)	151	(282)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	945	1,003	1,285
Current Assets	2,010	2,704	3,236
Goodwill	173	598	598
Non-Curr Assets (ex g'will)	428	689	1,015
Total Assets	3,556	4,994	6,134
Current Liabilities	1,268	2,049	2,686
Non-Current Liabilities	369	698	698
Minorities	19	17	17
Shareholders' Equity	1,900	2,231	2,733
Total Liabilities & Equity	3,556	4,994	6,134
Net Financial Debt	(491)	(340)	(622)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	9.7	29.4	28.5
ROCE (%)	107.3	28.0	33.6
EV/EBIT (x)	7.6	17.6	11.5
P/BV (x)	4.9	4.0	3.2

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Oi (OIBR3)

**Rebaixando a Recomendação de “Manutenção” para “Abaixo de Mercado”
Reduzindo nosso Preço-Alvo de R\$ 0,90 (2022E) para R\$ 0,15 (2023E)**

Felipe Cheng; Cesar Davanço

Tese de investimento: Estamos rebaixando a recomendação da Oi para “Abaixo de Mercado” e introduzindo nosso preço-alvo de R\$ 0,15 (2023E) (vs. R\$ 0,90 para 2022E). A redução em nosso preço-alvo é explicada principalmente pelo consumo de caixa acima do esperado nos 9 primeiros meses de 2022 e menores estimativas operacionais de curto a médio prazo. Embora a Oi tenha apresentado um desempenho significativamente inferior no acumulado do ano (~77% vs. IBOV), ainda vemos um risco/retorno pouco atraente para as ações. Acreditamos que a empresa deve continuar enfrentando desafios operacionais nos próximos anos, marcados por um nível ainda elevado de queima de caixa em 2023 (~R\$ 2 bilhões). A alta alavancagem deve continuar sendo um ponto de preocupação, em nossa opinião, já que a dívida líquida atual está em ~R\$ 18 bilhões, implicando uma relação DL/EBITDA de dois dígitos. Os riscos de alta incluem: (i) resultado favorável no processo de arbitragem com a Anatel, o que pode gerar créditos tributários consideráveis; e (ii) reavaliação da V.tal, uma vez que a Oi ainda detém uma participação acionária de ~34% na empresa.

Perspectivas para 2023: Prevemos que a Oi reporte uma receita líquida de R\$ 10,2 bilhões (exclui operações descontinuadas) em 2023, implicando um crescimento baixo de dois dígitos em relação a 2022. Tal crescimento deve ser impulsionado principalmente pelo negócio de fibra ótica, já que a Oi deve permanecer como o cliente âncora da V.tal, que deverá continuar expandindo sua presença em um ritmo acelerado. De acordo com o *guidance* da empresa, V.tal deve atingir mais de 34 milhões de residências transmitidas com fibra ótica até 2025, praticamente dobrando em relação ao seu tamanho atual (18 milhões de residências no 3T22). Do lado negativo, as receitas legadas relacionadas à concessão de voz fixa da Oi devem continuar caindo em ritmo forte. Em termos de rentabilidade, prevemos que a Oi reporte um EBITDA de ~R\$ 700 milhões em 2023, o que implica uma margem EBITDA de meio dígito. As tendências de EBITDA fraco são parcialmente explicadas por custos mais altos relacionados ao crescimento de FTTH, já que os custos da Oi com V.tal devem ser elevados nos estágios iniciais e diminuir gradualmente ao longo do tempo. Do lado do *capex*, projetamos ~R\$ 1,2 bilhão para 2023, o que implica uma relação *capex*/vendas baixa de dois dígitos. Por fim, estimamos um consumo de caixa de ~R\$ 2 bilhões para a Oi em 2023, uma vez que as margens de fluxo de caixa operacional devem permanecer pressionadas e as despesas financeiras devem permanecer elevadas. Esperamos que o fluxo de caixa operacional se torne positivo apenas em 2025.

Valuation: Nosso preço-alvo de R\$ 0,15 para a Oi é derivado de um modelo de Soma das Partes, ao qual atribuímos: (i) um valor de ~R\$ 11 bilhões para a ClientCo da Oi; (ii) um valor de ~R\$ 27 bilhões para a V.tal, da qual a Oi detém ~34%; e (iii) uma dívida líquida de ~R\$ 20 bilhões em 2023. Nosso preço-alvo implica um risco de queda de 25% em relação aos preços atuais das ações, justificando nossa recomendação de “Abaixo de Mercado”.

Santander Equity Research

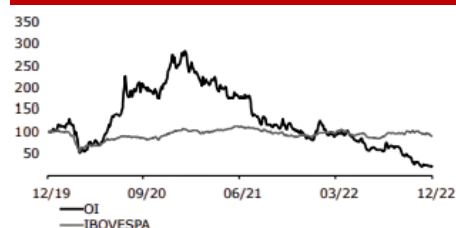
TMT

04 de janeiro de 2023

Abaixo de Mercado

Preço-Alvo: R\$ 0,15

Desempenho de Preços (R\$)



Oi

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	17,933	12,701	11,443
EBITDA	5,627	10,162	687
EBITDA YoY Change (%)	(12.2)	80.6	(93.2)
EBITDA as % of Revenue	31.4	80.0	6.0
EBIT	1,535	6,602	(515)
Net Financial Result	(10,877)	(3,388)	(1,563)
Taxes	984	(5,144)	0
Net Profit	(8,357)	(1,930)	(2,078)
Adj Net Profit	(8,357)	(1,930)	(2,078)
YoY Change (%)	(20.6)	(76.9)	7.7
as % of Revenues	(46.6)	(15.2)	(18.2)
Cash Flow			
EBITDA	5,627	10,162	687
Capital Expenditures	(7,525)	(1,694)	(1,202)
Cash Financials	(10,877)	(3,388)	(1,563)
Cash Taxes	984	(5,144)	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	10,732	(13,793)	2,018
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	3,278	3,162	2,698
Current Assets	10,725	9,980	10,451
Goodwill	4,792	3,356	3,356
Non-Curr Assets (ex g'will)	59,156	31,866	31,866
Total Assets	77,950	48,364	48,371
Current Liabilities	18,811	9,812	10,431
Non-Current Liabilities	59,863	41,134	42,600
Shareholders' Equity	(723)	(2,582)	(4,660)
Total Liabilities & Equity	77,950	48,364	48,371
Net Financial Debt	32,576	18,783	20,800
Other Ratios			
ROCE (%)	4.5	(16.5)	(3.2)
EV/EBIT (x)	29.0	3.0	(42.7)
P/BV (x)	(16.5)	(0.5)	(0.3)

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Telefônica Brasil (VIVT3)

Reduzindo nosso Preço-Alvo (2023E) de R\$ 57,00 para R\$ 55,00

Felipe Cheng; Cesar Davanço

Tese de Investimento: as ações da Telefônica Brasil (Vivo) tiveram um desempenho significativamente inferior ao Ibovespa em 2022, impactadas pelas crescentes preocupações com os resultados financeiros e seu potencial impacto na capacidade da empresa de distribuir dividendos. VIVT3 caiu ~20% no acumulado do ano *underperformando* em ~25% o Ibovespa, e *underperformando* a TIM, seu principal par, em ~19%. O baixo desempenho recente criou um bom ponto de entrada para a ação de uma perspectiva de *valuation*, em nossa opinião, embora destaquemos a falta de catalisadores para a história no curtíssimo prazo. Ainda assim, os resultados operacionais em 2023 devem continuar bons, impactados por: (i) sinergias da integração da Oi Móvel; (ii) bom poder de precificação em um ambiente competitivo racional no segmento móvel; (iii) forte crescimento de fibra ótica; e (iv) redução da alíquota do ICMS, o que deve criar oportunidades de *upselling* e *cross-selling*.

Perspectivas para 2023: Prevemos que a Vivo reporte uma receita líquida consolidada de R\$ 51 bilhões em 2023, implicando um crescimento de ~6% a/a. O bom crescimento da receita deve ser impulsionado principalmente pelo segmento móvel (+7% a/a), pois acreditamos que a empresa continuará a conseguir aumentar os preços em um ambiente competitivo racional. Também prevemos uma melhora no segmento de telefonia fixa (+4% a/a), já que as receitas principais continuam crescendo em um ritmo forte. Do lado da rentabilidade, projetamos que a Vivo alcance um EBITDA de R\$ 21 bilhões, implicando um crescimento de ~8% a/a. Esperamos que a margem EBITDA atinja 42% em 2023, uma expansão de ~100 bps, auxiliada por sinergias de consolidação. Em termos de *capex*, projetamos R\$ 9 bilhões para 2023, implicando uma relação *capex*/vendas de ~18%. A margem de fluxo de caixa operacional deve, portanto, atingir ~24% em 2023, ~200 bps acima dos números de 2022. Por fim, projetamos lucro líquido de R\$ 4,8 bilhões.

Valuation: Estamos reduzindo nosso preço-alvo para a Vivo de R\$ 57,00 para R\$ 55,00 (2023E). Apesar disso, nosso preço-alvo ainda implica um grande potencial de valorização de 47% em relação aos preços atuais das ações. Agora estamos vendo a Vivo negociando a 3,5x EV/EBITDA, 12,9x P/L, 9% rendimento de FCL e 7% *dividend yield*, tudo para 2023. Este é um desconto significativo para as médias históricas (média EV/EBITDA dos últimos 5 anos da Vivo é 4,8x, ~2 desvios padrão acima do valor atual) e agora está alinhado com a TIM na maioria das métricas de *valuation* (vs. um prêmio historicamente).

Santander Equity Research

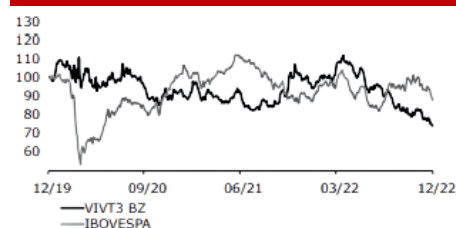
TMT

04 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 55,00

Desempenho de Preços (R\$)



Telefônica Brasil

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	44,033	47,903	50,637
EBITDA	18,028	19,425	21,045
EBITDA YoY Change (%)	1.7	7.8	8.3
EBITDA as % of Revenue	40.9	40.6	41.6
EBIT	6,969	6,836	8,132
Net Financial Result	(1,009)	(1,701)	(2,224)
Associates	0	0	0
Taxes	270	(850)	(1,095)
Net Profit	6,230	4,285	4,813
Adj Net Profit	6,230	4,285	4,813
YoY Change (%)	30.6	(31.2)	12.3
as % of Revenues	14.1	8.9	9.5
Cash Flow			
EBITDA	18,028	19,425	21,045
Changes in Wkg. Capital	(290)	(555)	(62)
Capital Expenditures	(15,616)	(18,417)	(11,667)
Cash Financials	(1,009)	(1,701)	(2,224)
Cash Taxes	270	(850)	(1,095)
Dividends	5,378	3,388	4,332
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	3,008	3,315	(1,665)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	6,449	5,947	7,612
Current Assets	14,612	15,426	15,949
Goodwill	44,104	49,490	49,490
Non-Curr Assets (ex g'will)	50,499	51,099	49,853
Total Assets	115,664	121,962	122,904
Current Liabilities	22,459	24,783	25,244
Non-Current Liabilities	23,198	28,440	28,440
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	70,006	68,740	69,221
Total Liabilities & Equity	115,664	121,962	122,904
Net Financial Debt	10,486	13,801	12,136
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	86.3	79.1	90.0
ROCE (%)	9.2	7.0	8.1
EV/EBIT (x)	12.4	11.1	9.1
P/BV (x)	1.1	0.9	0.9

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

TIM S.A. (TIMS3)

Mantendo nosso Preço-Alvo (2023E) de R\$ 18,00

Felipe Cheng; Cesar Davanço

Tese de Investimento: Mantemos nossa recomendação de “Compra” e o nosso preço-alvo de R\$18,00 (2023E) para a TIM, após a confirmação de fortes resultados nos 9 primeiros meses de 2022. Esperamos que a TIM apresente outro ano sólido em 2023, pois vemos alguns ventos favoráveis, que devem continuar gerando bons resultados operacionais. Em nossa visão, a TIM deve se beneficiar de: (i) dinâmica de preços favorável no segmento móvel, o que deve levar a um crescimento orgânico robusto; (ii) a materialização das sinergias decorrentes da aquisição da Oi Móvel, que deverão levar ao aumento das margens de FCL; e (iii) alíquotas de ICMS mais baixas para o setor de telecomunicações, o que poderia criar espaço para *upselling* e *cross-selling* adicionais de clientes. Do lado negativo, vemos que a TIM carece de catalisadores claros de curto prazo que poderiam levar a uma rápida reclassificação das ações, já que os investidores ainda parecem não querer pagar antecipadamente pelas sinergias da consolidação. Esperamos que as sinergias decorrentes da integração da Oi Móvel tenham um impacto mais significativo a partir do 2S23.

Perspectivas para 2023: Prevemos que a TIM reporte uma receita líquida consolidada de R\$ 24 bilhões em 2023, implicando um crescimento de ~11% a/a. O bom crescimento da receita deve ser impulsionado principalmente pelo segmento móvel, pois acreditamos que a empresa continuará sendo capaz de aumentar os preços e vender mais para os clientes em um ambiente competitivo altamente racional. Do lado da lucratividade, projetamos que a TIM alcance um EBITDA de R\$ 11,8 bilhões, implicando um crescimento de aprox. 15% a/a. Esperamos que a margem EBITDA atinja 49% em 2023, uma expansão de mais de 100 bps impulsionada pelas sinergias de consolidação. Em termos de *capex*, projetamos R\$ 4,9 bilhões para 2023, implicando uma relação *capex*/vendas de ~20%. A margem de fluxo de caixa operacional deve, portanto, atingir ~29% em 2023, ~200bps acima dos números de 2022 e em linha com o *guidance* da empresa. Por fim, projetamos lucro líquido de R\$ 2,3 bilhões, já que passamos a considerar o impacto positivo do descomissionamento das torres móveis da Oi.

Valuation atraente nos níveis atuais: nos preços atuais das ações, vemos a TIM negociando a 3,7x EV/EBITDA, 12,8x P/L, 9% de rendimento de FCL e 7% de *dividend yield*, um desconto significativo para as médias históricas (a média dos últimos 5 anos do EV/EBITDA da TIM é de 4,5x, ~1 desvio padrão acima do valor atual). A TIM continua sendo a nossa *Top Pick* entre as empresas de telecomunicações brasileiras.

Santander Equity Research

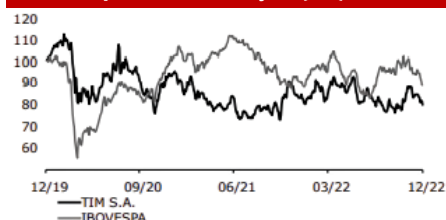
TMT

04 de janeiro de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 18,00

Desempenho de Preços (R\$)



TIM S.A.

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	18,058	21,577	24,025
EBITDA	8,738	10,314	11,817
EBITDA YoY Change (%)	4.4	18.0	14.6
EBITDA as % of Revenue	48.4	47.8	49.2
EBIT	3,034	3,557	4,787
Net Financial Result	(653)	(1,557)	(1,937)
Taxes	(182)	(151)	(528)
Net Profit	2,200	1,849	2,322
Adj Net Profit	2,200	1,849	2,322
YoY Change (%)	17.6	(15.9)	25.6
as % of Revenues	12.2	8.6	9.7
Cash Flow			
EBITDA	8,738	10,314	11,817
Changes in Wkg. Capital	2,531	(2,571)	401
Capital Expenditures	(9,146)	(6,307)	(6,774)
Cash Financials	(653)	(1,557)	(1,937)
Cash Taxes	(182)	(151)	(528)
Dividends	1,048	1,718	2,090
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	(2,731)	11,730	(826)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	9,797	2,691	3,517
Current Assets	5,601	5,854	6,141
Goodwill	10,585	15,949	15,949
Non-Curr Assets (ex g'will)	23,836	29,450	29,257
Total Assets	49,819	53,944	54,863
Current Liabilities	10,611	9,711	10,398
Non-Current Liabilities	14,101	19,066	19,066
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	25,107	25,167	25,399
Total Liabilities & Equity	49,819	53,944	54,863
Net Financial Debt	2,880	14,610	13,784
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	47.6	92.9	90.0
ROCE (%)	9.9	9.7	9.9
EV/EBIT (x)	10.8	12.5	9.1
P/BV (x)	1.2	1.2	1.2

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

Totvs (TOTS3)

Mantendo nosso Preço-Alvo (2023E) de R\$ 36,00

Felipe Cheng, Cesar Davanço

Santander Equity Research

TMT

04 de janeiro de 2023

Compra

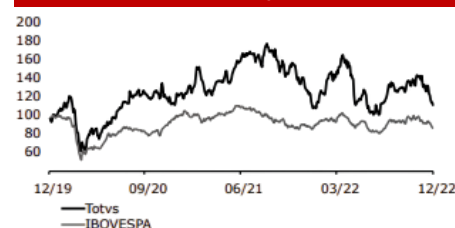
Preço-Alvo: R\$ 36,00

Tese de investimento: Forte narrativa micro para ofuscar a potencial volatilidade macro. Estamos mantendo nosso preço-alvo de R\$ 36,00 (2023E) para a Totvs inalterado, implicando um potencial de valorização de 35% em relação aos preços atuais das ações. Continuamos vendo a Totvs como uma história de crescimento resiliente, considerando: (i) forte poder de precificação; (ii) receita líquida predominantemente recorrente; (iii) vasta diversificação do portfólio de produtos, o que deve permitir à companhia continuar explorando oportunidades de *upselling* e *cross-selling*; (iv) presença em mercados ainda pouco explorados; e (v) rentabilidade saudável e forte geração de FCL. Em nossa opinião, a combinação desses fatores torna a Totvs a ação de tecnologia ideal para navegar em um 2023 potencialmente volátil. Esperamos que a empresa continue superando as expectativas do mercado no lado operacional, especialmente na dimensão de *software* de gestão. Embora a inflação mais baixa deva levar a uma desaceleração gradual do crescimento nominal, esperamos que a Totvs continue apresentando números robustos de crescimento real, considerando que as novas vendas ainda estão em ritmo forte. Na área de *techfin*, os resultados devem continuar fortes, potencialmente impulsionados pela aprovação da *joint-venture* (JV) com o Itaú. Por fim, esperamos que o desempenho dos negócios continue crescendo em um ritmo semelhante, embora reconheçamos que as iniciativas de vendas cruzadas para a base de ERP da Totvs possam ser um risco de *upside*.

Perspectivas para 2023: Prevemos que a Totvs alcance uma receita líquida consolidada de R\$ 4,9 bilhões em 2023, implicando um crescimento de 20% a/a e 3% acima do consenso Visible Alpha (VA). De uma perspectiva de dimensão de negócios, prevemos que a receita de *software* de gerenciamento cresça 18%, o desempenho de negócios cresça 28% e o *techfin* cresça 43%. Do lado da lucratividade, projetamos que a Totvs alcance um EBITDA de R\$ 1,3 bilhão em 2023, implicando um crescimento de 31% a/a e 4% acima do consenso do Visible Alpha. Esperamos que a margem EBITDA expanda 200 bps a/a, atingindo ~26% em 2023. Por fim, esperamos um lucro líquido de R\$ 780 milhões, implicando um crescimento de 63% a/a e 5% acima do consenso do Visible Alpha.

Valuation segue atraente. Nos preços atuais das ações, vemos a Totvs negociando a 13x EV/EBITDA e 21x P/L, ainda atraente, em nossa opinião, considerando nossas expectativas de CAGR de EBITDA de 3 anos de 26% e um CAGR de lucro líquido de 3 anos de 37%. Em nossa opinião, os possíveis catalisadores para as ações incluem: (i) resultados operacionais robustos; (ii) a aprovação da JV com o Itaú na dimensão *techfin* pelo Banco Central, prevista para o início de 2023; e (iii) M&A em todas as três dimensões de negócios, já que a empresa está atualmente com caixa líquido.

Desempenho de Preços (R\$)



Totvs

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–23E em Milhões

	R\$		
	2021A	2022E	2023E
P&L Account			
Revenues	3,176	4,063	4,887
EBITDA	781	970	1,267
EBITDA YoY Change (%)	30.5	24.2	30.6
EBITDA as % of Revenue	24.6	23.9	25.9
EBIT	520	682	950
Net Financial Result	(56)	(51)	102
Taxes	(90)	(157)	(233)
Minorities	(6)	(25)	(47)
Net Profit	369	448	772
Adj Net Profit	369	448	772
YoY Change (%)	25.0	21.4	72.3
as % of Revenues	11.6	11.0	15.8
Cash Flow			
EBITDA	781	970	1,267
Changes in Wkg. Capital	179	(20)	(20)
Capital Expenditures	(1,850)	(712)	(354)
Cash Financials	(56)	(51)	102
Cash Taxes	(90)	(157)	(233)
Dividends	144	184	514
Capital Increases/Other	1,580	0	0
Change in Net Fin. Debt	(151)	182	(203)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	2,736	2,536	2,738
Current Assets	3,243	3,759	3,861
Goodwill	3,141	3,493	3,493
Non-Curr Assets (ex g'will)	825	890	926
Total Assets	9,945	10,678	11,018
Current Liabilities	3,324	3,227	3,309
Non-Current Liabilities	2,135	2,683	2,683
Minorities	253	272	272
Shareholders' Equity	4,233	4,496	4,754
Total Liabilities & Equity	9,945	10,678	11,018
Net Financial Debt	(999)	(817)	(1,019)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	36.0	42.4	70.0
ROCE (%)	16.0	13.8	18.6
EV/EBIT (x)	38.2	24.4	17.3
P/BV (x)	4.9	3.7	3.5

Fontes: Dados da companhia e estimativas do Santander.

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 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.

© 2023 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 20/12/2022. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking