

# Telecomunicações, Mídia & Tecnologia – Perspectivas para 2024

## Mudando a Preferência para Nomes de Crescimento

Felipe Cheng

César Davanço

**Resumo:** Estamos atualizando nossas estimativas e apresentando os preços-alvo (2024E) para todas as empresas sob nossa cobertura do setor de Telecomunicações, Mídia & Tecnologia. Nas últimas semanas, observamos uma melhora geral do sentimento no mercado brasileiro, com os investidores demonstrando maior apetite ao risco. Acreditamos que nomes de alto crescimento poderão ter um desempenho superior em 2024. Portanto, estabelecemos a Totvs como nossa *Top Pick* geral, elevamos a recomendação de Locaweb para “Compra” e reiteramos nossa visão mais construtiva sobre a Intelbras. Embora continuemos gostando dos fundamentos das empresas de telecomunicações, acreditamos que o interesse dos investidores no setor poderá diminuir, considerando o forte desempenho dos últimos doze meses e a sua natureza mais defensiva. No entanto, a Telefônica Brasil (Vivo) continua como a nossa *Top Pick* entre as ações de *value* no Brasil, após a recente *underperformance*.

**Totvs (TOTS3): Top pick – sem sinais de desaceleração, em nossa visão.** Seleccionamos a Totvs como nossa *Top Pick* para 2024, pois acreditamos que a empresa está posicionada para entregar mais um ano de crescimento robusto. Esperamos um forte desempenho em todas as divisões de negócios, levando a um crescimento da receita líquida consolidada de 20% a/a. Prevemos um crescimento saudável de ~18% a/a em *software* de gestão, ~37% a/a em *business performance* (BP) e ~20% a/a em *techfin*. Em termos de rentabilidade, esperamos que as margens continuem a evoluir favoravelmente em *software* de gestão e em BP, levando a um crescimento do EBITDA de 23% a/a. Esperamos que as margens da *techfin* sejam prejudicadas pelo aumento dos custos relacionados ao desenvolvimento de novos produtos em 2024, embora devam permanecer em território positivo. Em nossa visão, o *valuation* da Totvs permanece atraente, a um P/L caixa de 23x em 2024, especialmente considerando nossa previsão CAGR de lucros de 3 anos de ~27%. A Totvs está negociando 1 desvio padrão abaixo de sua média histórica de 5 anos em uma base P/L. Nossas estimativas de EBITDA e lucro líquido estão 3% e 7% acima do consenso do Visible Alpha, sugerindo espaço para potenciais revisões altistas de lucros.

**Locaweb (LWSA3) – Elevando a recomendação para “Compra”.** Estamos elevando a recomendação da Locaweb para “Compra” (vs. “Manutenção”), pois acreditamos que 2024 poderá ser um ano forte para a empresa, apesar de nossa expectativa de um cenário ainda desafiador para o *e-commerce* no Brasil. Esperamos que a Locaweb apresente tendências saudáveis de crescimento de receita e margens mais altas em 2024. Prevemos um crescimento consolidado da receita líquida de ~13% a/a, impulsionado principalmente pelo segmento de *e-commerce* (+17% a/a). Resultados sólidos devem, a nosso ver, ser apoiados por: (i) iniciativas de *cross-selling*; (ii) expansão do mercado total endereçável (TAM) através do WAKE; e (iii) potenciais aumentos de preços para diversos produtos. Em termos de rentabilidade, prevemos um crescimento EBITDA de 22% a/a, implicando uma margem EBITDA de 18,7% (+130 bps vs. 2023). A recente *underperformance* das ações (-20% vs. IBOV nos últimos 12 meses) criou um melhor ponto de entrada, em nossa opinião, que vemos sendo negociadas a um P/L 2024E de 22x.

### Índice

- Resumo / Introdução
- Visão Geral
- Múltiplos
- Brisanet
- Eletromídia
- Intelbras
- Locaweb
- Telefônica Brasil
- TIM S.A.
- Totvs

**Telecomunicações (VIVT3 & TIMS3) – Os fundamentos permanecem inalterados; Vivo ainda é a nossa top pick.** As empresas de telecomunicações brasileiras tiveram uma performance superior em 2023, impulsionadas pela melhoria das tendências do setor, especialmente no segmento móvel. Acreditamos que fundamentos saudáveis devem continuar em 2024, com a Vivo e a TIM sendo capazes de aumentar os preços mais uma vez acima da inflação. Além disso, esperamos que ambas as empresas continuem mostrando forte evolução do Fluxo de Caixa Livre (FCL), impulsionada por: (i) *capex* nominal estável em 2024 vs. 2023; (ii) evolução positiva da margem EBITDA; e (iii) menores custos de *lease*, especialmente para a TIM. Embora continuemos a ver ambas as ações sendo negociadas com *valuations* atraentes (~1 desvio padrão abaixo da média histórica em uma base EV/EBITDA), a Vivo continua sendo nossa *top pick*, após a recente *underperformance* das ações. Vemos a Vivo sendo negociada a um atrativo EV/EBITDA de 4,2x em 2024, rendimento de FCL de 10% e *dividend yield* de 9%. Vemos a TIM negociando a um EV/EBITDA 2024E de 4,4x, rendimento de FCL de 9% e *dividend yield* de 7%.

**Intelbras (INTB3) – Volta à normalidade em 2024?** 2023 foi turbulento para a Intelbras do ponto de vista de lucros, com as ações registrando uma significativa *underperformance* (-55% vs. IBOV nos últimos 12 meses). Acreditamos que 2024 poderá ser um ponto de inflexão para a empresa, com as taxas de crescimento regressando à normalidade. Prevemos crescimento de receita de ~15% (em linha com sua média histórica) e crescimento de EBITDA e lucro líquido de ~20%. A *underperformance* da ação criou um ponto de entrada sólido, em nossa visão, já que vemos a Intelbras sendo negociada a um atraente P/L de 11x em 2024E.

# Visão Geral

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

Company	Ticker	Currency	Rating			Target Price		Current Price	Price Upside	DY	Total Upside
			Previous	New	Change	Previous	New				
Brisanet	BRIT3 BZ	BRL	Neutral	Neutral	=	3.00	4.00	3.42	17.0%	-	17.0%
Eletromidia	ELMD3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	20.00	20.00	17.80	12.4%	-	12.4%
Intelbras	INTB3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	31.00	28.00	20.00	40.0%	5.8%	45.8%
Locaweb	LWSA3 BZ	BRL	Neutral	Outperform	Upgrade	6.50	8.00	6.20	29.0%	-	29.0%
Telefonica Brasil	VIVT3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	55.00	64.00	50.69	26.3%	9.1%	35.3%
TIM	TIMS3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	17.00	21.00	17.46	20.3%	7.4%	27.7%
Totvs	TOTS3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	36.00	43.00	32.44	32.6%	1.1%	33.7%
America Movil	AMXB MM	MXN	Outperform	Outperform	=	26.00	20.00	15.91	25.7%	7.3%	33.1%
Televisa	TLEVICPO MM	MXN	Outperform	Neutral	Downgrade	30.00	12.00	9.53	25.9%	-	25.9%
Globant	GLOB US	USD	Outperform	Neutral	Downgrade	240.00	260.00	236.24	10.1%	-	10.1%

Fontes: Estimativas Santander; Bloomberg em 15 de janeiro de 2024.

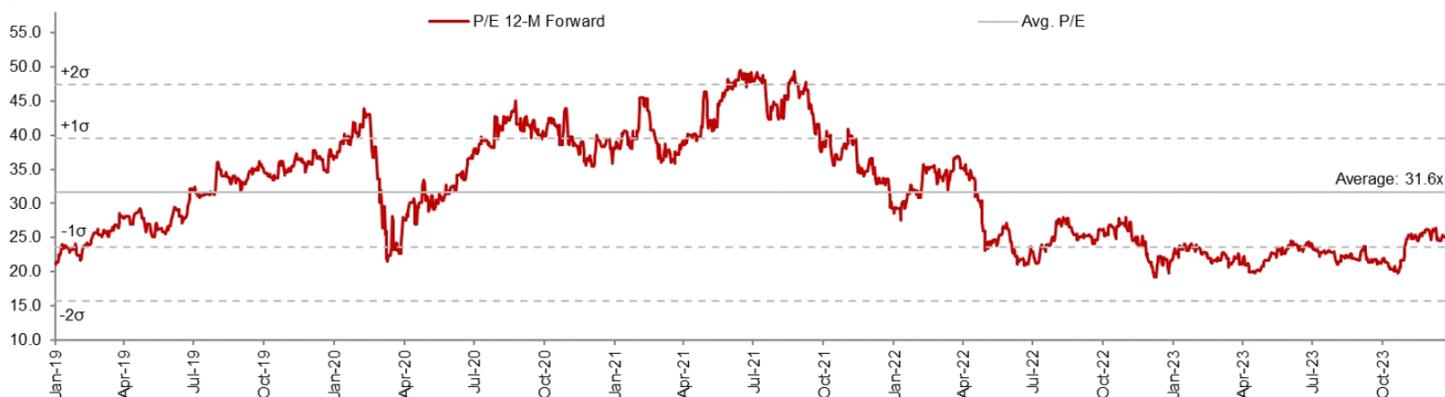
Figura 2 – Estimativas Santander vs. Consenso

Company	Ticker	Currency	Sales 2024E			EBITDA 2024E			Net income 2024E		
			Consensus	SANB	%	Consensus	SANB	%	Consensus	SANB	%
Brisanet	BRIT3 BZ	BRL	1,647	1,514	-8.1%	729	674	-7.6%	224	110	-51.1%
Eletromidia	ELMD3 BZ	BRL	1,075	1,060	-1.4%	389	384	-1.2%	149	142	-4.9%
Intelbras	INTB3 BZ	BRL	4,600	4,641	0.9%	644	670	3.9%	578	591	2.2%
Locaweb	LWSA3 BZ	BRL	1,473	1,465	-0.5%	278	275	-1.3%	126	163	28.9%
Telefonica Brasil	VIVT3 BZ	BRL	54,926	55,601	1.2%	22,393	23,127	3.3%	5,642	5,936	5.2%
TIM	TIMS3 BZ	BRL	25,374	25,499	0.5%	12,607	12,783	1.4%	3,233	3,094	-4.3%
Totvs	TOTS3 BZ	BRL	5,536	5,545	0.2%	1,331	1,370	2.9%	761	812	6.7%
America Movil	AMXB MM	MXN	855,333	858,219	0.3%	333,914	339,688	1.7%	89,808	91,896	2.3%
Televisa	TLEVICPO MM	MXN	73,603	72,293	-1.8%	25,011	23,119	-7.6%	1,434	156	-89.1%
Globant	GLOB US	USD	2,469	2,472	0.1%	472	453	-4.0%	297	301	1.3%

Fontes: Estimativas Santander; Bloomberg e Visible Alpha em 15 de janeiro de 2024.

# Múltiplos

Figura 3 – Totvs: P/L 12 meses à frente (últimos 5 anos)



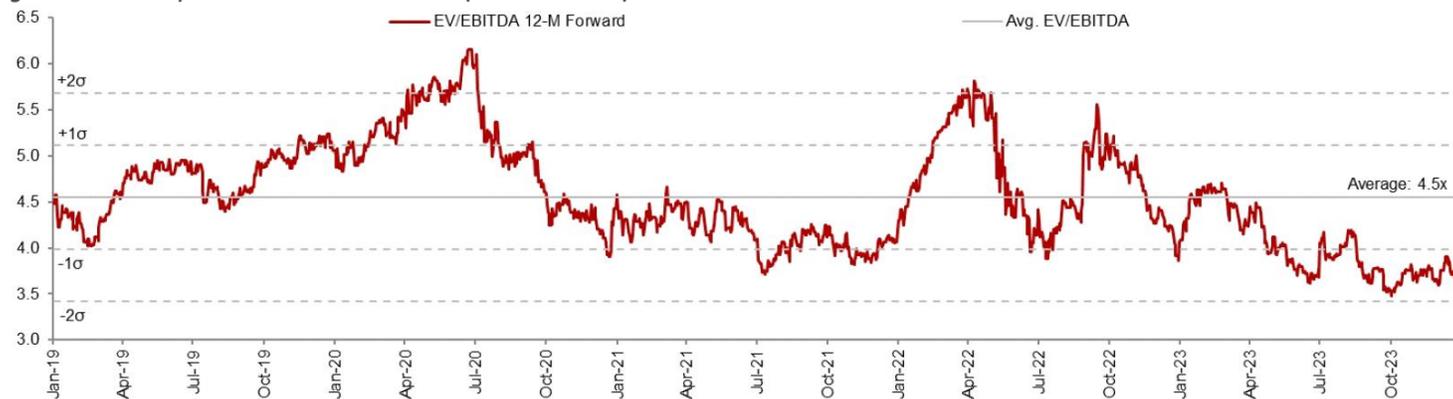
Fonte: Bloomberg em 15 de janeiro de 2024

Figura 4 – Intelbras: P/L 12 meses à frente (desde o IPO)



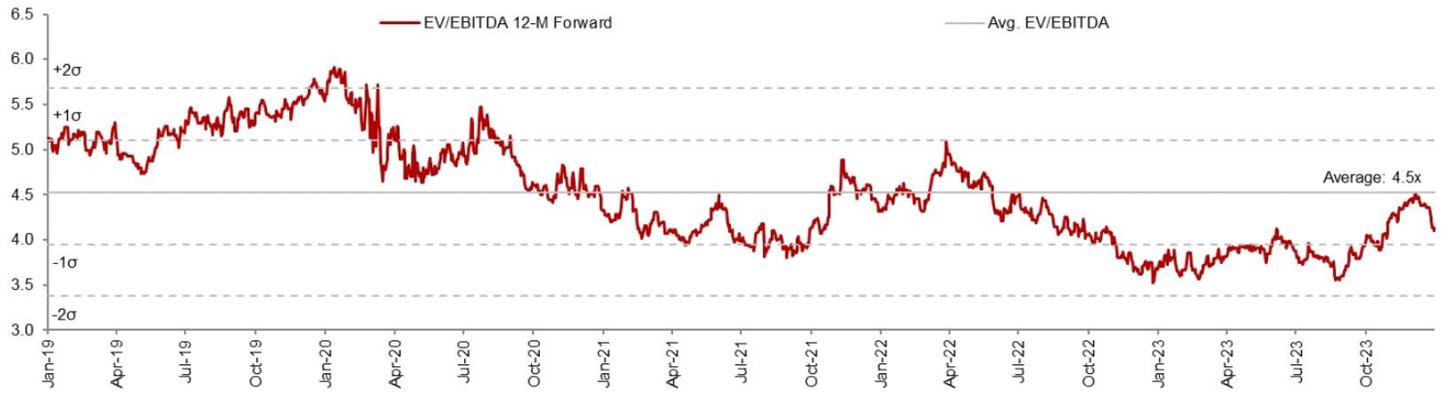
Fonte: Bloomberg em 15 de janeiro de 2024

Figura 5 – TIM: EV/EBITDA 12 meses à frente (últimos 5 anos)



Fonte: Bloomberg em 15 de janeiro de 2024

Figura 6 – Vivo: EV/EBITDA 12 meses à frente (últimos 5 anos)



Fonte: Bloomberg em 15 de janeiro de 2024

# Brisanet (BRIT3)

Elevando o Preço-Alvo (2024E) de R\$ 3,00 para R\$ 4,00;

Reiterando a Recomendação de “Manutenção”

## Manutenção

Preço Atual R\$ 3,42

Preço-Alvo R\$ 4,00

Felipe Cheng

César Davanço

**Tese de Investimento:** Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 4,00, mantendo nossa recomendação de “Manutenção” para a Brisanet. O ponto focal para a Brisanet em 2024 é seu recém-lançado segmento móvel 5G e, embora a empresa pareça confiante em relação ao seu potencial em mobilidade, adotamos uma postura mais cautelosa considerando que ainda vemos um alto risco de execução, já que a implantação de uma rede 5G deve ser intensiva em capital, com contribuições substanciais de receita esperadas apenas no médio prazo. Após os últimos resultados trimestrais, prevemos que a Brisanet continue a desacelerar sua operação de fibra ótica (FTTH), redirecionando esforços e investimentos para a operação móvel. Consequentemente, esperamos que a empresa continue enfrentando um momento operacional desafiador no curto prazo, apenas tornando o FCL positivo em 2027. Apesar de um *valuation* aparentemente razoável em 3,9x EV/EBITDA para 2024, acreditamos que o momento fraco pode dificultar uma reclassificação de ações de curto prazo.

**Perspectivas para 2024:** Prevemos que a Brisanet reporte receita líquida de R\$ 1,5 bilhão em 2024, implicando um crescimento de ~23% a/a. Do lado da rentabilidade, prevemos que a margem EBITDA apresente uma compressão significativa em relação a 2023, atingindo 44,5% (-350 bps a/a) e levando a um EBITDA de R\$ 674 milhões. Esperamos que essa contração seja principalmente consequência da expansão da operação móvel da Brisanet, que deve funcionar com margens negativas no curto prazo. Em termos de capex, prevemos R\$ 800 milhões em 2024 (+80% a/a), dos quais ~R\$ 550 milhões devem estar relacionados à implantação da rede 5G da empresa.

**Revisões de Estimativas:** Dado o redirecionamento contínuo de esforços e investimentos da Brisanet de sua operação consolidada de FTTH para a divisão móvel recém-lançada, prevemos que a empresa continue enfrentando um momento operacional desafiador em 2024. Consequentemente, estamos revisando nossa receita líquida de 2024 para baixo em 15% e nosso EBITDA de 2024 em 19%. Por outro lado, aumentamos nossas expectativas de médio a longo prazo, pois acreditamos que a empresa está bem-posicionada para ampliar suas operações móveis e capitalizar os investimentos em 5G em um prazo estendido.

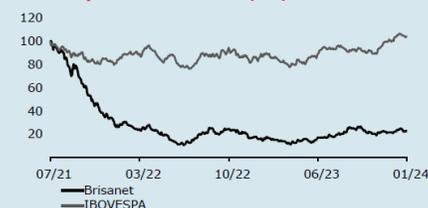
**Valuation:** A preços atuais, vemos a Brisanet negociando a 3,9x EV/EBITDA para 2024, com um pequeno desconto para os pares locais (4,2x), o que acreditamos ser justo dado o alto risco de execução associado ao início de sua operação móvel 5G.

### O que mudou:

Preço-alvo: R\$ 4,00 vs. R\$ 3,00 anteriormente

Preço-alvo anterior foi definido em 14/11/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# Brisanet

## Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	985	1,233	1,514
EBITDA	436	592	674
EBITDA YoY Change (%)	60.6	35.9	13.7
EBITDA as % of Revenue	44.2	48.1	44.5
EBIT	167	250	265
Net Financial Result	(61)	(84)	(99)
Associates	0	0	0
Taxes	(45)	(35)	(57)
Minorities	0	0	0
Net Profit	61	130	110
Adj Net Profit	61	130	110
YoY Change (%)	2,606.5	114.0	(15.5)
as % of Revenues	6.2	10.5	7.2
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	436	592	674
Changes in Wkg. Capital	(153)	(22)	(23)
Capital Expenditures	(879)	(447)	(802)
Cash Financials	(61)	(84)	(99)
Cash Taxes	(45)	(35)	(57)
Dividends	1	14	0
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	665	(6)	306
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	595	501	395
Current Assets	189	227	271
Goodwill	231	257	257
Non-Curr Assets (ex g'will)	2,063	2,178	2,572
Total Assets	3,078	3,163	3,494
Current Liabilities	450	316	338
Non-Current Liabilities	1,250	1,333	1,533
Minorities	0	4	4
Shareholders' Equity	1,379	1,510	1,620
Total Liabilities & Equity	3,078	3,163	3,494
Net Financial Debt	740	734	1,040
<b>Other Ratios</b>			
Dividend Payout (%)	0.9	11.1	0.0
ROCE (%)	5.4	9.0	7.1
EV/EBIT (x)	13.0	8.0	9.7
P/BV (x)	1.0	0.8	0.9

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

# Eletromídia (ELMD3)

Introduzindo o Preço-Alvo (2024E) de R\$ 20,00;

Mantendo a Recomendação de "Compra"

## Compra

Preço Atual R\$ 17,80

Preço-Alvo R\$ 20,00

Felipe Cheng

César Davanço

**Tese de Investimento:** Estamos mantendo nossa recomendação de "Compra" e introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 20,00 para a Eletromídia, à medida que continuamos a ver oportunidades consideráveis para a empresa continuar entregando números robustos de crescimento de receita, EBITDA e lucro líquido nos próximos anos. Em termos setoriais, mantemos uma visão positiva sobre a indústria de publicidade *out-of-home* (OOH), pois continuamos a ver fortes ventos favoráveis que devem permitir que ela cresça à frente de outros canais de mídia. Nesse sentido, acreditamos que a Eletromídia está em uma posição atrativa para capturar a maior parte desse crescimento, uma vez que a empresa tem uma posição dominante no mercado. Os principais catalisadores para as ações incluem: (i) crescimento robusto de receita nos próximos anos, impulsionado principalmente pelo segmento de ruas e edifícios; (ii) aumento da rentabilidade, uma vez que as margens EBITDA devem se expandir devido à alavancagem operacional e ao efeito *mix*; (iii) participação em novos contratos de concessão; e (iv) M&As. Vale ressaltar que, em março de 2023, a Rede Globo celebrou um acordo de compra de ações com os acionistas controladores da Eletromídia para adquirir ~19% de participação na empresa. Essa transação, além da aquisição de ações em si, também incluiu uma mudança no limite mínimo de propriedade necessário para acionar uma *poison pill*, que subiu de 20% para 27,5%. Um dia após a aprovação da revisão contratual referente aos pré-requisitos da *poison pill*, a Globo aumentou sua participação para um patamar próximo ao limite recém-estabelecido. Considerando o crescente interesse da Globo na Eletromídia, não descartamos a possibilidade de uma aquisição completa no futuro, embora nosso preço-alvo não considere esse cenário.

**Perspectivas para 2024:** Prevemos que a Eletromídia reporte uma receita líquida de R\$ 1,06 bilhão em 2024, implicando um crescimento de ~18% a/a. O forte crescimento deve ser impulsionado principalmente pelo segmento de ruas, já que a empresa deve continuar aumentando sua receita média por painel nesse segmento – impulsionada pela maior digitalização dos ativos da Otima – enquanto continua a expandir o número total de painéis, já que ainda há espaço significativo a explorar nas concessões de Recife e Salvador. Do lado da rentabilidade, prevemos que a Eletromídia atinja um EBITDA de R\$ 384 milhões, implicando um crescimento de ~21% a/a. Esperamos que a margem EBITDA atinja ~36% em 2024, uma expansão de ~110 bps. O aumento das margens deve ser impulsionado pela alavancagem operacional e por um efeito *mix*, já que esperamos que o segmento de ruas (mais rentável) responda por ~52% da receita da Eletromídia (vs. 47% em 2023).

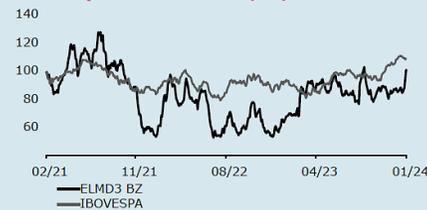
**Valuation:** A preços atuais, vemos a Eletromídia negociando a 9x EV/EBITDA para 2024, abaixo dos pares globais (10x), apesar das expectativas de crescimento muito mais altas. Em nossa visão, a perspectiva de crescimento da Eletromídia não está precificada nos níveis atuais. Vemos um forte momento de lucros, concessões adicionais e M&As como os principais catalisadores para a ação.

### O que mudou:

Preço-alvo: R\$ 20,00 (2024) vs. R\$ 20,00 (2023E)

Preço-alvo anterior foi definido em 30/05/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# Eletr m dia

Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	800	902	1,060
EBITDA	252	317	384
EBITDA YoY Change (%)	190.3	25.9	21.1
EBITDA as % of Revenue	31.5	35.1	36.2
EBIT	134	187	227
Net Financial Result	(89)	(105)	(92)
Taxes	6	(14)	(47)
Adj Net Profit	105	132	142
YoY Change (%)	753.7	25.3	7.9
as % of Revenues	13.1	14.6	13.4
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	252	317	384
Changes in Wkg. Capital	(19)	(11)	(51)
Capital Expenditures	(833)	(177)	(201)
Cash Financials	(89)	(105)	(92)
Cash Taxes	6	(14)	(47)
Capital Increases/Other	(6)	5	0
Change in Net Fin. Debt	496	27	8
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	169	431	423
Current Assets	242	292	462
Goodwill	1,156	1,126	1,126
Non-Curr Assets (ex g'will)	492	597	641
Total Assets	2,058	2,446	2,653
Current Liabilities	555	647	766
Non-Current Liabilities	549	772	772
Minorities	161	175	175
Shareholders' Equity	793	852	939
Total Liabilities & Equity	2,058	2,446	2,653
Net Financial Debt	525	552	560
<b>Other Ratios</b>			
ROCE (%)	12.5	11.1	10.5
EV/EBIT (x)	19.1	15.8	14.9
FCFF Yield (%)	(23.3)	3.7	1.5
P/BV (x)	2.2	2.4	2.7

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

# Intelbras (INTB3)

Reduzindo o Preço-Alvo (2024E) de R\$ 31,00 para R\$ 28,00;  
Reiterando a Recomendação de “Compra”

## Compra

Preço Atual R\$ 20,00

Preço-Alvo R\$ 28,00

Felipe Cheng

César Davanço

**Tese de Investimento:** As ações da Intelbras registraram uma significativa performance negativa 2023, impactadas por um cenário pior do que o esperado para a energia solar e também pelos resultados fracos do 3T23 nos segmentos de segurança e comunicação. As ações da INTB3 caíram 35% nos últimos 12 meses, ficando atrás do Ibovespa em 55%. Em nossa visão, apesar dos desafios recentes, esse desempenho abaixo do esperado criou um ponto de entrada atraente para a ação do ponto de vista de *valuation*. Embora reconhecamos que os resultados do 3T23 introduziram um elemento de volatilidade para as ações, destacamos que a Intelbras tem um extenso histórico de crescimento sólido tanto nos segmentos de segurança quanto de comunicação, o que deve continuar sendo o cenário base para a empresa, em nossa visão. Esperamos que 2024 seja um ano forte para a Intelbras, com boas tendências de crescimento nos três segmentos e com margens crescentes. Nesse sentido, mantemos nossa recomendação de “Compra” e introduzimos nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 28,00, ainda implicando em considerável potencial de valorização de ~46%. Os principais direcionadores para a ação incluem: (i) sólido crescimento de receita nos segmentos de segurança e comunicação; (ii) melhoria das tendências no segmento de energia, ajudado pela recuperação das soluções de energia solar; (iii) aumento da rentabilidade, uma vez que as margens devem se expandir devido à alavancagem operacional; e (iv) assinatura de novas parcerias, levando à contínua expansão do TAM.

**Perspectivas para 2024:** Prevemos que a Intelbras atinja receita líquida consolidada de R\$ 4,6 bilhões em 2024, o que implica um crescimento de 15% a/a, impulsionada por resultados sólidos nos três segmentos. Esperamos um crescimento de receita de 15% em segurança, 19% em comunicação e 13% em energia em 2024. Em termos de rentabilidade, embora esperemos uma compressão da margem bruta, acreditamos que a economia nas despesas deve levar a uma maior margem EBITDA. Nesse sentido, prevemos que a Intelbras reporte um EBITDA de R\$ 670 milhões, implicando um crescimento de 20% a/a e uma margem EBITDA de 14,4% (+50 bps a/a). Por fim, prevemos um lucro líquido de R\$ 591 milhões, implicando um crescimento de 20% a/a e uma margem líquida de 12,7% (+40 bps a/a).

**Revisões de estimativas:** Estamos reduzindo nossa receita líquida de 2024 em 5%, pois incorporamos um cenário um pouco mais cauteloso para a Intelbras. Em termos de rentabilidade, prevemos uma margem EBITDA de 14,4% para 2024, uma expansão de 40 bps em relação às nossas estimativas anteriores, uma vez que contabilizamos alguma alavancagem operacional ao longo do ano.

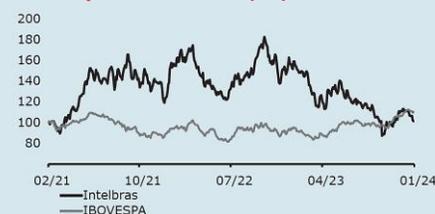
**Valuation:** A preços atuais das ações, vemos a Intelbras negociando a 9x EV/EBITDA e 11x P/L para 2024, o que é atrativo, em nossa visão, considerando o alto perfil de crescimento e eficiência acima da média da Intelbras (alto ROIC). Vemos a empresa negociando a um índice PEG atraente de 0,7x.

### O que mudou:

Preço-alvo: R\$ 28,00 vs. R\$ 31,00 anteriormente

Preço-alvo anterior foi definido em 31/10/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# Intelbras

## Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	4,233	4,020	4,641
EBITDA	533	560	670
EBITDA YoY Change (%)	32.2	5.0	19.6
EBITDA as % of Revenue	12.6	13.9	14.4
EBIT	463	479	576
Net Financial Result	7	(15)	26
Associates	0	0	0
Taxes	9	29	(12)
Net Profit	479	493	591
Adj Net Profit	479	493	591
YoY Change (%)	31.8	2.8	19.9
as % of Revenues	11.3	12.3	12.7
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	533	560	670
Changes in Wkg. Capital	(80)	24	(275)
Capital Expenditures	(424)	(216)	(206)
Cash Financials	7	(15)	26
Cash Taxes	9	29	(12)
Dividends	345	236	393
Capital Increases/Other	0	626	0
Change in Net Fin. Debt	27	7	190
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	1,561	1,393	1,203
Current Assets	2,261	2,159	2,651
Goodwill	515	517	517
Non-Curr Assets (ex g'will)	650	823	936
Total Assets	4,987	4,892	5,306
Current Liabilities	1,746	1,382	1,599
Non-Current Liabilities	993	954	954
Minorities	17	18	18
Shareholders' Equity	2,231	2,537	2,735
Total Liabilities & Equity	4,987	4,892	5,306
Net Financial Debt	(464)	(457)	(267)
<b>Other Ratios</b>			
Dividend Payout (%)	72.0	48.5	70.0
ROCE (%)	29.4	26.2	24.6
EV/EBIT (x)	19.7	15.7	10.9
P/BV (x)	4.3	3.1	2.4

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

# Locaweb (LWSA3)

Elevando o Preço-Alvo (2024E) de R\$ 6,50 para R\$ 8,00;  
Atualizando a Recomendação para “Compra”

## Compra

Preço Atual R\$ 6,20

Preço-Alvo R\$ 8,00

Felipe Cheng

César Davanço

**Tese de Investimento:** Estamos elevando a recomendação de Locaweb para “Compra” e introduzindo o preço-alvo (2024E) de R\$ 8,00, o que implica uma valorização de 29% em relação aos preços atuais das ações. A Locaweb registou uma significativa *underperformance*, com as ações ficando atrás do IBOV em ~20% nos últimos 12 meses. Acreditamos que isto criou um ponto de entrada mais atraente para a ação, que está agora sendo negociada a 22x P/L 2024E. Acreditamos que tal múltiplo é justificado pelas nossas expectativas de um forte crescimento dos lucros nos próximos anos. A tese da Locaweb continua girando em torno do seu negócio de *e-commerce*, que, em nossa opinião, deve ter um forte desempenho apesar do cenário ainda desafiador do *e-commerce* no Brasil. A solidez do desempenho deve ser impulsionada por três pilares, em nossa visão: (i) impulso do *cross-selling* de produtos à sua base de clientes, sendo o Mercado Envio (logística) a oportunidade mais relevante no curtíssimo prazo; (ii) expansão do TAM através do WAKE, que deverá ter maior contribuição em 2024 vs. 2023; e (iii) aumentos contínuos de preços em diferentes produtos. Uma execução bem-sucedida da estratégia da empresa poderia apoiar uma reclassificação das ações em 2024, na nossa opinião.

**Perspectiva para 2024:** Esperamos que 2024 seja um ano sólido para a Locaweb, pois prevemos que a empresa apresentará crescimento de receita líquida de 13% a/a e crescimento de EBITDA de 22% a/a. Esperamos que resultados atraentes sejam impulsionados principalmente pelo segmento de *e-commerce*, pois esperamos crescimento de receita e EBITDA de 17% e 38%, respectivamente. Em nosso cenário base, não estamos presumindo uma recuperação significativa do *e-commerce* no Brasil. A melhoria da dinâmica do setor poderá constituir um potencial risco altista para as nossas estimativas. Por último, para a BeOnline/SaaS, prevemos um crescimento da receita líquida de 5% a/a, com o EBITDA permanecendo relativamente estável após comparações difíceis em 2023.

**Valuation:** Aos preços atuais das ações, vemos a Locaweb negociando a um P/L ajustado de 22x em 2024. Embora os múltiplos possam parecer ricos à primeira vista, acreditamos que eles são justificados pelas fortes expectativas de crescimento dos lucros nos próximos anos.

### O que mudou:

Recomendação: “Compra” vs. “Manutenção”  
Preço-alvo: R\$ 8,00 vs. R\$ 6,50 anteriormente

Recomendação e preço-alvo anteriores foram definidos em 10/11/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# Locaweb

## Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	1,135	1,293	1,465
EBITDA	173	225	274
EBITDA YoY Change (%)	20.5	30.3	22.1
EBITDA as % of Revenue	15.2	17.4	18.7
EBIT	46	80	122
Net Financial Result	15	(91)	(20)
Taxes	(31)	(5)	(35)
Net Profit	162	134	163
Adj Net Profit	109	59	130
YoY Change (%)	106.0	(46.0)	121.7
as % of Revenues	9.6	4.5	8.9
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	173	225	274
Changes in Wkg. Capital	(4)	(10)	1
Capital Expenditures	174	100	113
Cash Financials	15	(91)	(20)
Cash Taxes	(31)	(5)	(35)
Free Cash Flow to Equity	325	219	334
Change in Net Fin. Debt	59	101	(84)
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	1,448	1,140	953
Current Assets	741	833	976
Goodwill	2,282	2,280	2,263
Non-Curr Assets (ex g'will)	253	310	310
Total Assets	4,725	4,562	4,502
Current Liabilities	1,109	1,362	1,309
Non-Current Liabilities	638	267	191
Shareholders' Equity	2,978	2,934	3,002
Total Liabilities & Equity	4,725	4,562	4,502
Net Financial Debt	(516)	(415)	(499)
<b>Other Ratios</b>			
ROCE (%)	1.6	3.1	4.0
EV/EBIT (x)	98.3	43.5	25.6
P/BV (x)	1.7	1.3	1.2

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

# Telefônica Brasil (VIVT3)

Elevando o Preço-alvo (2024E) de R\$ 55,00 para R\$ 64,00;

Mantendo a Recomendação de "Compra"

## Compra

Preço Atual R\$ 50,69

Preço-Alvo R\$ 64,00

Felipe Cheng

César Davanço

**Tese de Investimento:** Acreditamos que a tese de investimento da Vivo continua convincente, já que os resultados operacionais recentes têm sido surpreendentes positivamente e esperamos que o forte momento se transfira para 2024. Estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 64,00, implicando um potencial de retorno total atraente de ~35%. Nossa visão positiva sobre a Vivo é baseada em: (i) expectativas para mais um ano de crescimento real de receita, impulsionado pelos segmentos móvel e fixo; (ii) evolução positiva contínua na geração de FCL, com margem de fluxo de caixa operacional (EBITDA-AL menos *capex*) atingindo ~18% em 2024 (+220 bps a/a); (iii) *valuation* atraente, já que a Vivo está negociando a 4,2x EV/EBITDA e rendimento de FCFE de 10%; e (iv) o maior *dividend yield* em nossa cobertura de telecomunicações da América Latina, que prevemos em 9% para 2024. Embora as ações da VIVT3 tenham registrado uma significativa *outperformance* em 2023, acreditamos que o forte momento de lucros poderá impulsionar uma reclassificação da ação.

**Perspectivas para 2024:** Esperamos que 2024 seja outro ano positivo para a Vivo, marcado por um crescimento de receita acima da inflação e por margens de FCL significativamente mais altas. Prevemos um crescimento consolidado da receita líquida de 7% a/a, com fortes tendências nos segmentos móvel (+8% a/a) e fixo (+4,5% a/a). Tendências móveis robustas devem continuar a ser apoiadas por adições líquidas sólidas e aumentos de preços consistentes. Enquanto isso, o crescimento da telefonia fixa deve ser sustentado pelos segmentos FTTH e corporativo (B2B), que vêm apresentando tendências sólidas nos últimos trimestres. Prevemos margem EBITDA de 41,6% em 2024 (+70 bps a/a) em 2024 e *capex* nominal para permanecer abaixo de ~R\$ 9 bilhões, implicando uma relação *capex*/vendas de 16% (-110 bps a/a). Isso deve impulsionar o fluxo de caixa operacional (EBITDA-AL menos *capex*) a crescer >20% a/a e sua margem a atingir o nível de ~18% (+220 bps a/a). Nossas estimativas de receita líquida, EBITDA e lucro líquido estão 1%, 3% e 5% acima dos números de consenso do Visible Alpha.

**Revisões de Estimativas:** Nossos números robustos de 2024 permanecem inalterados, apoiados pelos resultados em linha com o esperado em 2023.

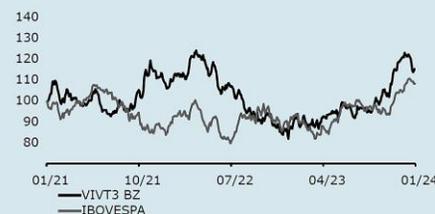
**Valuation:** Embora as ações da Vivo tenham registrado uma significativa *outperformance* nos últimos 12 meses, atingindo +33% (vs. 20% do IBOV), o *valuation* continua convincente, em nossa visão. A preços atuais, vemos a Vivo negociando a 4,2x EV/EBITDA, ~1 desvio padrão abaixo da média histórica, apesar das expectativas de crescimento significativamente mais altas e da lucratividade crescente. Além disso, prevemos um rendimento de FCFE de 10%, que deve se traduzir em dividendos consideráveis, em nossa opinião.

### O que mudou:

Preço-alvo: R\$ 64,00 vs. R\$ 55,00 anteriormente

Preço-alvo anterior foi definido em 31/10/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# Telefônica Brasil

## Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	48,041	52,133	55,601
EBITDA	19,282	21,296	23,127
EBITDA YoY Change (%)	7.0	10.4	8.6
EBITDA as % of Revenue	40.1	40.8	41.6
EBIT	6,622	8,019	9,647
Net Financial Result	(1,790)	(2,311)	(2,361)
Taxes	(774)	(765)	(1,350)
Net Profit	4,058	4,943	5,936
Adj Net Profit	4,058	4,943	5,936
YoY Change (%)	(34.9)	21.8	20.1
as % of Revenues	8.4	9.5	10.7
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	19,282	21,296	23,127
Changes in Wkg. Capital	(845)	1,888	827
Capital Expenditures	(19,771)	(12,199)	(11,954)
Cash Financials	(1,790)	(2,311)	(2,361)
Cash Taxes	(774)	(765)	(1,350)
Dividends	5,104	7,698	7,717
Change in Net Fin. Debt	6,543	(3,409)	(571)
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	2,274	4,135	4,707
Current Assets	15,010	15,192	15,407
Goodwill	49,725	49,067	49,067
Non-Curr Assets (ex g'will)	52,112	51,523	49,998
Total Assets	119,121	119,917	119,178
Current Liabilities	22,171	21,423	22,465
Non-Current Liabilities	28,495	29,622	29,622
Shareholders' Equity	68,456	68,873	67,092
Total Liabilities & Equity	119,121	119,917	119,178
Net Financial Debt	17,028	13,619	13,048
<b>Other Ratios</b>			
Dividend Payout (%)	125.8	155.7	130.0
ROCE (%)	6.7	8.3	9.7
EV/EBIT (x)	14.2	10.6	10.2
P/BV (x)	1.1	1.0	1.3

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

# TIM S.A.

Elevando o Preço-Alvo (2024E) de R\$ 17,00 para R\$ 21,00;  
Mantendo a Recomendação de “Compra”

Felipe Cheng

César Davanço

## Compra

Preço Atual R\$ 17,46

Preço-Alvo R\$ 21,00

**Tese de Investimento:** A TIM continua sendo um dos melhores veículos para se expor a um ambiente competitivo brasileiro mais racional no segmento móvel após a consolidação do mercado, em nossa visão. Mantemos nossa recomendação de “Compra” para a empresa e apresentamos nosso preço-alvo (2024E) de R\$21,00, implicando um potencial de retorno total de ~28%. Nosso otimismo com a TIM é baseado em: (i) expectativas de crescimento acima da inflação; (ii) expectativas de expansão significativa da margem de fluxo de caixa operacional em 2024, impulsionada por maiores margens EBITDA, *capex* nominal fixo e menores despesas de *lease*; (iii) múltiplos de *valuation* razoáveis de 4,4x EV/EBITDA e 14x P/L, ambos abaixo de sua média histórica; e (iv) robusto rendimento de FCL de 9% e *dividend yield* de 7% para 2024. Embora a TIMS3 tenha apresentado uma *outperformance* significativa em 2023, acreditamos que um forte momento deve persistir em 2024.

**Perspectivas para 2024:** Esperamos que 2024 seja mais um ano sólido para a TIM, marcado por um crescimento de receitas e uma geração de FCL mais forte. Prevemos um crescimento de receita de ~7% em 2024, impulsionado principalmente por um aumento consistente de receita média mensal por usuário (ARPU) no segmento móvel, dado um cenário competitivo benigno. Entre os principais destaques para 2024, esperamos que a margem de fluxo de caixa operacional (EBITDA-AL menos *capex*) atinja 20%, uma expansão de ~320 bps vs. 2023. Prevemos que o fluxo de caixa operacional cresça impressionantes 30% a/a. Isso deve resultar de uma combinação de: (i) uma margem EBITDA crescente, que prevemos atingir 50% (+100 bps a/a); (ii) menor *capex*/vendas, que prevemos atingir 17,5% (-120 bps a/a); e (iii) menores custos de locação como percentual das vendas. Nossas estimativas para receita líquida e EBITDA estão ambas 1% acima dos números de consenso.

**Revisões de Estimativas:** Estamos aumentando nossa receita líquida e EBITDA em 2024 em 2%, após resultados do 3T23 mais fortes do que o esperado. Além disso, prevemos um lucro líquido de R\$ 3,1 bilhões, um aumento de 8% em relação às nossas estimativas anteriores, uma vez que contabilizamos fortes resultados operacionais e menores custos de *lease*.

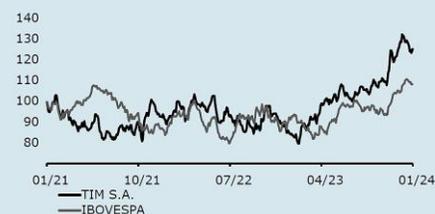
**Valuation:** Embora as ações da TIM tenham apresentado uma *outperformance* significativa em relação ao Ibovespa e em relação aos seus pares nos últimos 12 meses, atingindo +49% (vs. +20% do IBOV e +33% da Vivo), ainda vemos uma relação de risco-retorno atraente para as ações. A preços atuais das ações, vemos a TIM negociando a 4,4x EV/EBITDA e 14x P/L, ambos abaixo de sua média histórica. Além disso, prevemos um rendimento de FCFE de 9% e um *dividend yield* de 7% para 2024.

### O que mudou:

Preço-alvo: R\$ 21,00 vs. R\$17,00 anteriormente

Preço-alvo anterior foi definido em 14/11/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# TIM S.A.

## Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	21,580	23,891	25,499
EBITDA	10,236	11,721	12,783
EBITDA YoY Change (%)	17.2	14.5	9.1
EBITDA as % of Revenue	47.4	49.1	50.1
EBIT	3,348	4,507	5,530
Net Financial Result	(1,439)	(1,482)	(1,732)
Taxes	(114)	(385)	(704)
Net Profit	1,795	2,640	3,094
Adj Net Profit	1,795	2,640	3,094
YoY Change (%)	(18.4)	47.1	17.2
as % of Revenues	8.3	11.1	12.1
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	10,236	11,721	12,783
Changes in Wkg. Capital	(1,436)	(1,417)	(353)
Capital Expenditures	(6,297)	(6,320)	(6,247)
Cash Financials	(1,439)	(1,482)	(1,732)
Cash Taxes	(114)	(385)	(704)
Dividends	1,400	2,893	3,094
Change in Net Fin. Debt	10,060	1,017	(562)
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	4,739	3,320	3,882
Current Assets	5,625	6,716	6,969
Goodwill	16,417	15,773	15,773
Non-Curr Assets (ex g'will)	29,627	29,332	28,416
Total Assets	56,408	55,141	55,040
Current Liabilities	13,118	13,392	13,292
Non-Current Liabilities	17,893	16,680	16,680
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	25,397	25,069	25,069
Total Liabilities & Equity	56,408	55,141	55,040
Net Financial Debt	12,940	13,957	13,395
<b>Other Ratios</b>			
Dividend Payout (%)	78.0	109.5	100.0
ROCE (%)	9.5	10.2	11.6
EV/EBIT (x)	12.8	20.1	10.1
P/BV (x)	1.2	3.1	1.7

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

# Totvs (TOTS3)

Elevando o Preço-Alvo (2024E) de R\$ 35,00 para R\$ 43,00;  
Mantendo a Recomendação de "Compra"

## Compra

Preço Atual R\$ 32,44

Preço-Alvo R\$ 43,00

Felipe Cheng

César Davanço

**Tese de Investimento:** A Totvs é a nossa *Top Pick* para 2024, à medida que mudamos nossa preferência para nomes de alto crescimento e qualidade. Nossa recomendação de "Compra" permanece inalterada, e estamos introduzindo nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 43,00, implicando potencial de valorização de ~34% em relação ao preço atual das ações. Esperamos que a tese de investimento da Totvs continue em 2024, impulsionada por: (i) nenhum sinal de desaceleração do crescimento na dimensão de *software* de gestão; (ii) crescimento acelerado na dimensão de *business performance* (BP), devido a uma crescente contribuição do *cross-selling*; (iii) aumento das margens EBITDA e de lucro líquido, diante da alavancagem operacional nos negócios relacionados a *software*; (iv) um EBITDA positivo na dimensão *techfin*, embora pequeno, apesar de um aumento nos custos associados ao desenvolvimento de novos produtos; e (v) execução contínua da estratégia de M&A da companhia. A combinação desses fatores pode levar a uma reclassificação das ações da Totvs em 2024. Acreditamos em potenciais revisões altistas nas estimativas de consenso, já que nossos números de EBITDA e lucro líquido estão 3% e 7% à frente dos números do Visible Alpha. Por fim, o *valuation* ainda parece razoável em 23x P/L 2024E, especialmente considerando nossas expectativas de CAGR de lucro líquido de 2 anos de ~27%.

**Perspectivas para 2024:** Esperamos que 2024 seja outro ano positivo para a Totvs, pois esperamos que a empresa continue mostrando tendências saudáveis de crescimento em *software* de gestão e BP. Prevemos um crescimento robusto da receita líquida consolidada de ~20% a/a. A dimensão de *software* de gestão deve continuar a surpreender positivamente, em nossa visão, pois ainda prevemos uma taxa de crescimento saudável de ~18% a/a para 2024. Isso deve ser impulsionado por: (i) um forte nível de novas vendas; (ii) maior contribuição da inflação em relação a 2023; e (iii) *churn* controlado. Em BP, prevemos um crescimento de receita de ~37% a/a, pois esperamos uma contribuição mais forte das iniciativas de *cross-selling* após os recentes movimentos da Totvs para expandir seu portfólio de produtos. Do lado da rentabilidade, esperamos que o EBITDA cresça 23% a/a, com a margem EBITDA atingindo 25,3% (+70bps a/a). Por fim, em *techfin*, esperamos um pequeno EBITDA positivo de R\$ 17 milhões em 2024, apesar dos planos da Totvs de aumentar os investimentos no desenvolvimento de novos produtos.

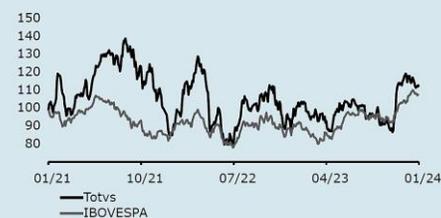
**Valuation:** Nosso preço-alvo (2024E) de R\$ 43,00 é baseado em um modelo de Soma das Partes (SOTP), onde avaliamos o negócio de *techfin* da Totvs separadamente após a *joint venture* (JV) recém-assinada com o Itaú. Em nosso modelo, atribuímos um valor de R\$ 2,3 bilhões para 100% da operação da *techfin*. Uma execução bem-sucedida no lançamento de novos produtos pode levar a significativas revisões altistas nesse número. A preços atuais, vemos a Totvs sendo negociada a 23x P/L 2024E, ~1 desvio padrão abaixo de sua média histórica de 5 anos de 31,5x, com um índice PEG de 0,8x, o que parece atraente, em nossa visão.

### O que mudou:

Preço-alvo: R\$ 43,00 vs. R\$35,00 anteriormente

Preço-alvo anterior foi definido em 8/11/2023

### Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

# Totvs

## Principais dados da empresa

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
<b>P&amp;L Account</b>			
Revenues	3,916	4,642	5,545
EBITDA	934	1,125	1,370
EBITDA YoY Change (%)	22.1	20.4	21.7
EBITDA as % of Revenue	23.9	24.2	24.7
EBIT	643	772	1,046
Net Financial Result	21	(1)	33
Taxes	(142)	(193)	(267)
Net Profit	578	634	868
Adj Net Profit	578	634	868
YoY Change (%)	33.3	9.7	36.9
as % of Revenues	14.8	13.7	15.7
<b>Cash Flow</b>			
EBITDA	934	1,125	1,370
Changes in Wkg. Capital	38	86	(3)
Capital Expenditures	(619)	(483)	(376)
Cash Financials	21	(1)	33
Cash Taxes	(142)	(193)	(267)
Dividends	140	330	295
Change in Net Fin. Debt	22	(468)	(442)
<b>Balance Sheet</b>			
Cash and Equivalents	2,736	3,185	3,627
Current Assets	3,494	817	988
Goodwill	3,506	3,688	3,688
Non-Curr Assets (ex g'will)	880	1,226	1,301
Total Assets	10,616	8,917	9,604
Current Liabilities	3,336	1,353	1,522
Non-Current Liabilities	2,695	2,446	2,446
Shareholders' Equity	4,309	4,818	5,337
Total Liabilities & Equity	10,616	8,917	9,604
Net Financial Debt	(976)	(1,444)	(1,886)
<b>Other Ratios</b>			
Dividend Payout (%)	21.1	57.9	38.2
ROCE (%)	14.2	15.9	21.2
EV/EBIT (x)	26.4	20.8	17.0
P/BV (x)	4.2	3.7	3.8

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas 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 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 nosso ver 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 César 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.