

necton

# Telecomunicações

## ISPs: Desconto de Valuation + Sólidos Fundamentos

### Equity Research:

Carlos Sequeira  
Osni Carfi  
Vitor Melo, CFA

26/08/2022

### **Após um forte crescimento orgânico, a expansão está se mostrando mais difícil**

Após um período de crescimento acelerado das adições líquidas, as adições líquidas orgânicas dos ISPs desaceleraram nos últimos trimestres, refletindo vários fatores: i) agora que a pandemia ficou para trás e os funcionários estão de volta ao escritório, a urgência por telefonia fixa de alta qualidade de banda larga enfraqueceu; ii) a alta inflação e os juros maiores estão corroendo a renda dos consumidores; iii) maiores níveis de penetração; e iv) concorrência mais acirrada. Esse cenário está impedindo que os ARPU's se expandam mais rapidamente e está pressionando as margens das companhias.

### **Perspectiva permanece brilhante, especialmente para ISPs maiores com caixa**

Continuamos a ver espaço para o aumento da penetração de serviços de banda larga e para conexões de menor qualidade (principalmente cobre, mas também cabo) migrarem para conexões FTTH de maior qualidade – existem ~ 12 milhões de usuários conectados via cobre e cabo no Brasil. Também esperamos que as ISPs maiores e grandes empresas de telecomunicações tirem participação de mercado de empresas menores e vemos espaço para provedores maiores com caixa disponível continuarem crescendo de forma saudável.

### **ISPs podem eventualmente precisar de dinheiro novo**

Os ISPs estão crescendo rapidamente, investindo pesadamente para expandir as redes e consolidar o mercado, o que significa que eles rapidamente colocaram seus recursos de IPO para funcionar. Neste relatório, discutimos as necessidades de fluxo de caixa e alavancagem dos três ISPs listados. A Unifique está em uma situação confortável e, exceto para novas fusões e aquisições, deve ser capaz de financiar o crescimento orgânico sem a necessidade de dinheiro novo. A Desktop provavelmente precisará arrecadar dinheiro já em 2023, mas acreditamos que pode fazê-lo por meio de dívida (novas fusões e aquisições podem exigir capital extra), enquanto a Brisagnet também precisará de dinheiro novo, mas financiar seu crescimento apenas por meio de dívida pode ser desafiador.

### **Novos modelos e preços-alvo**

Revisamos nossos modelos e atualizamos nossos preços-alvo para os três ISPs listados. Principais variações: i) maior custo de capital (custo de capital próprio de 16%, WACC de 14%); ii) crescimento orgânico mais lento; iii) margens menores; iv) não há Fusões e Aquisições futuras em nossas projeções; e v) novas premissas macroeconômicas. Sob essas premissas revisadas, nossos novos preços-alvos para Desktop, Unifique e Brisagnet são de R\$ 20, R\$ 7 e R\$ 4, deixando um potencial de 77%, 51% e 27%, respectivamente.

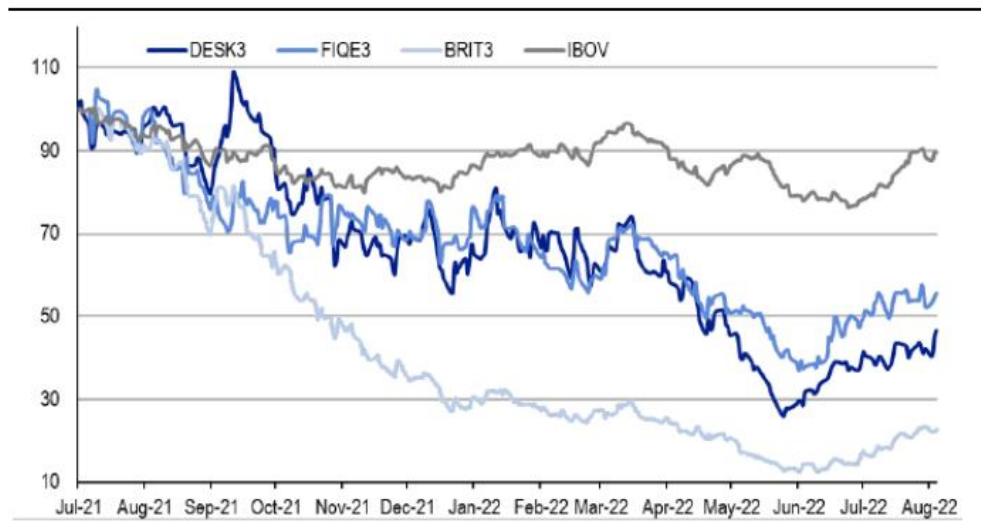
### **Valuations atrativos; Desktop é a nossa principal escolha entre as ISPs**

Após uma grande queda das ações desde o IPO, vemos as ISPs negociando com valuations atraentes. Brisagnet, Desktop e Unifique estão negociando em 6,0x, 5,0x e 4,5x EV/EBITDA em 2023E. Desktop e Unifique estão negociando com grandes descontos para empresas de telecomunicações globais integradas (6,2x), enquanto todas as três estão com muito desconto em relação aos ISPs globais (12,5x). A Desktop continua sendo nossa principal escolha entre os ISPs, negociando com um valuation barato e crescendo fortemente organicamente e de forma inorgânica, ao mesmo tempo em que aumenta sua lucratividade. É também uma ação mais líquida do que seus pares.

### **ISPs: desconto de Valuation + fundamentos sólidos**

Após uma grande queda desde o IPO (embora eles tenham se recuperado um pouco ultimamente), vemos os ISPs brasileiros negociando com valuations atraentes.

Gráfico 1: ISPs vs Ibovespa



Fonte: Economática

### Valuations atrativos; Desktop é a nossa principal escolha no universo de ISP

Brisanet, Desktop e Unifique estão sendo negociados a 6,0x, 5,0x e 4,5x EV/EBITDA em 2023E. Desktop e Unifique estão negociando com grandes descontos para empresas de telecomunicações globais integradas (6,2x), enquanto todas as três estão com muito desconto em relação aos ISPs globais (12,5x). O Desktop parece atraente negociando 8,6x P/L em 2023E, um desconto para empresas de telecomunicações globais integradas (11,5x) e ISPs globais (36,4x). A Unifique é negociada com premium para Desktop (16,4x P/L em 2023E), mas continua atraente, considerando o quanto está crescendo. Considerando que a Brisanet tem grandes investimentos e alta alavancagem financeira, estimamos que a empresa apresentará prejuízo líquido em 2023.

O Desktop continua sendo nossa principal escolha entre os ISPs. Ela é negociada a preços baratos, cresce fortemente orgânica e inorganicamente e vem melhorando sua lucratividade. É também uma ação mais líquida do que seus pares, apesar de seu menor valor de mercado (a liquidez é outra questão importante para os investidores). A liquidez média diária (ADTV) da Desktop foi de R\$ 4,1 milhões nos últimos 3 meses, superior à Unifique (R\$ 2,2 milhões) e Brisanet (R\$ 1,4 milhão).

Tabela 1: Tabela de comparáveis de Telecom

Company	Market Cap (R\$m)	EV/Sales		EV/EBITDA		P/E	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Brisanet	1,411	2.4x	2.4x	6.1x	6.0x	83.5x	n.m.
Desktop	984	3.0x	2.3x	6.7x	5.0x	18.9x	8.6x
Unifique	1,684	2.6x	2.3x	5.1x	4.5x	14.0x	16.4x
<b>Median</b>		<b>2.6x</b>	<b>2.3x</b>	<b>6.1x</b>	<b>5.0x</b>	<b>18.9x</b>	<b>12.5x</b>
<b>Global ISPs Median</b>		<b>5.3x</b>	<b>5.0x</b>	<b>13.3x</b>	<b>12.5x</b>	<b>47.8x</b>	<b>36.4x</b>
<b>Telecom Integrated</b>		<b>2.4x</b>	<b>2.4x</b>	<b>6.6x</b>	<b>6.2x</b>	<b>12.4x</b>	<b>11.5x</b>

Fonte: Bloomberg, estimativas do BTG

### Novos modelos e preços-alvo para ISPs

Revisamos nossos modelos e atualizamos nossos preços-alvos para as três ISPs listados. Principais variações: i) maior custo de capital (custo de capital próprio de 16%, WACC de 14%); ii) crescimento orgânico mais lento; iii) margens menores; iv) não há Fusões e Aquisições futuras em nossas projeções; e v) novas premissas macroeconômicas.

Com essas novas premissas, nossos preços-alvos para Desktop, Unifique e Brisanet são R\$20, R\$7 e R\$4 (vs. R\$32, R\$14 e R\$8 anteriormente), oferecendo um potencial de 77%, 51% e 27%.

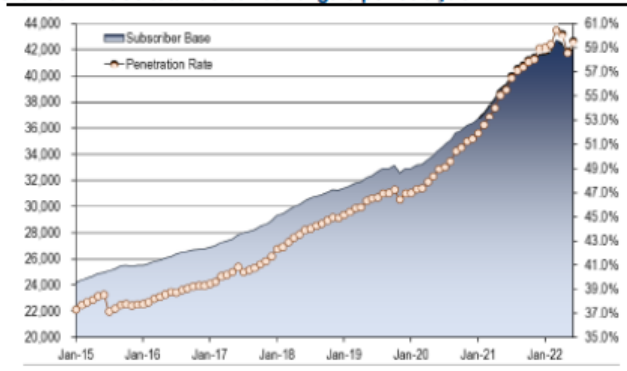
Embora agora tenhamos estimativas mais realistas para as ISPs, ainda vemos espaço para um aumento da penetração de serviços de banda larga e para conexões de menor qualidade (principalmente cobre, mas também cabo) migrar para conexões FTTH de maior qualidade - há ~ 12 milhões de usuários conectados via cobre e cabo no Brasil. Também esperamos que ISPs maiores e grandes empresas de telecomunicações tirem participação das ISPs menores. Em suma, vemos espaço para fornecedores maiores e com caixa para continuar crescendo.

### O mercado de banda larga ainda está crescendo, mas não tão rápido

O Brasil encerrou junho com 42 milhões de conexões de banda larga (taxa de penetração de 60%). As conexões de banda larga de linha fixa cresceram um dígito médio a um dígito alto por alguns anos.

Durante a pandemia e na maior parte de 2021, o crescimento acelerou para dois dígitos, pois os usuários precisavam de conexões de melhor qualidade e velocidade mais rápida para trabalhar em casa. Mas agora que o pior parece ter passado, estamos vendo as taxas de crescimento caírem gradualmente. Com a economia prevista para desacelerar em 2023, esperamos que as taxas de crescimento desacelerem um pouco mais.

Gráfico 2: Base total de banda larga e penetração



Fonte: Anatel e BTG Pactual

Gráfico 3: Crescimento anual da banda larga



Fonte: Anatel e BTG Pactual

### As conexões FTTH são a única fonte de crescimento

A banda larga Fiber-to-the-home (FTTH) é a única tecnologia em crescimento no Brasil. No acumulado do ano, 1,7 milhão de novas conexões FTTH líquidas foram adicionadas à base de banda larga, enquanto a base total cresceu apenas 415 mil no 1S22, implicando em desconexões líquidas nas demais tecnologias.

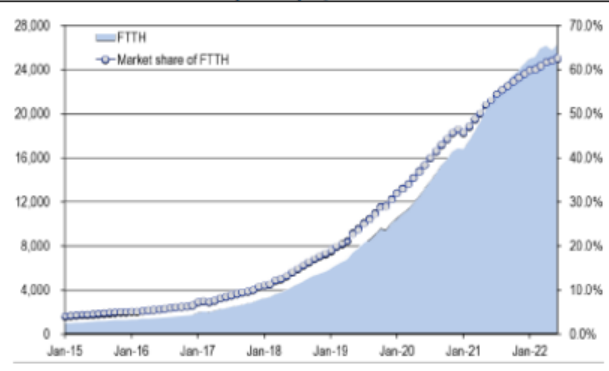
Aproximadamente 63% de todas as conexões de banda larga de linha fixa são FTTH (26 milhões), acima dos 46% em 2020. A banda larga a cabo, a tecnologia nº 2 com 9 milhões de conexões (22% das conexões de banda larga), também está diminuindo após alguns anos de estabilidade - a base permaneceu estável em 9,5 milhões de conexões por 3 anos consecutivos. O declínio desacelerou no 1S22 (128 mil desconexões), mas permaneceu estável.

Em 2021, houve 422 mil desconexões de banda larga a cabo e 31% em 2019. As conexões de cobre continuam diminuindo rapidamente e totalizaram apenas 2,7 milhões no final de junho, e provavelmente desaparecerão nos

próximos anos. A banda larga a cabo, a tecnologia número 2 com 9 milhões de conexões (22% das conexões de banda larga), também está diminuindo após alguns anos de estabilidade – a base permaneceu estável em 9,5 milhões de conexões por 3 anos consecutivos. O declínio desacelerou no 1S22 (128 mil desconexões), mas permaneceu estável. Em 2021, houve 422 mil desconexões de banda larga a cabo.

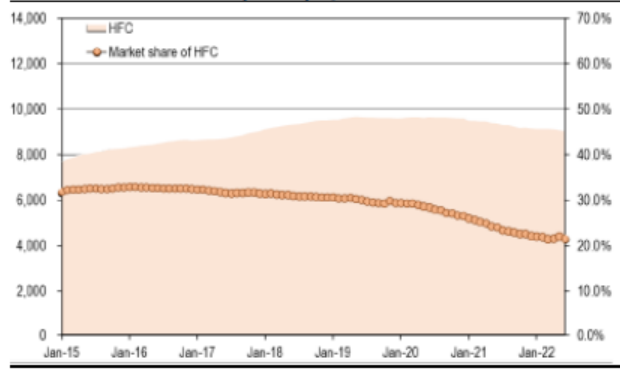
Esperamos que as conexões baseadas a cabo continuem a diminuir, à medida que ofertas de FTTH mais rápidas, baratas e difíceis de igualar cheguem ao mercado

**Gráfico 4: Base de FTTH e participação de mercado**



Fonte: Anatel e BTG Pactual

**Gráfico 5: Base de HFC e participação de mercado**



Fonte: Anatel e BTG Pactual

**Os ISPs estão ganhando participação de mercado consistentemente, mas as grandes empresas de telecomunicações estão atacando de volta**

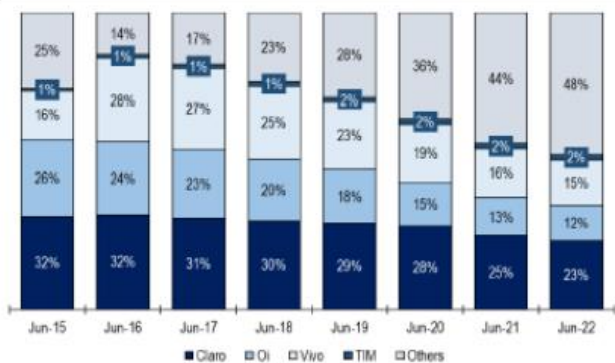
Durante anos, os ISPs ganharam participação no mercado de banda larga e já são ~50% de todas as conexões. Eles aproveitaram as ofertas de baixa qualidade das grandes empresas de telecomunicações (principalmente usando conexões baseadas em cobre) e, ao oferecer banda larga baseada em fibra, cresceram consistentemente por anos.

Mais recentemente, as grandes empresas de telecomunicações, lideradas principalmente pela Vivo e Oi, aceleraram os investimentos em redes FTTH e estão crescendo muito rapidamente. Vivo e Oi encerraram junho com 5 milhões e 3,9 milhões de clientes de banda larga FTTH e são as duas maiores empresas de FTTH do país.

A participação dos ISPs nas conexões FTTH, que era de 20% em 2015, subiu para 61% em 2019 e estabilizou depois disso (62,3% em 2021). A Oi ganhou participação recentemente, passando de 10% em 2019 para 15% hoje.

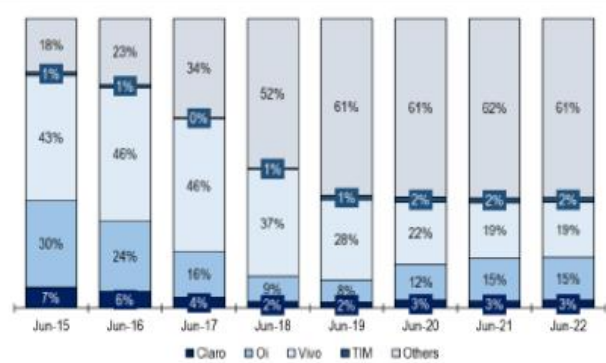
O acesso mais fácil ao capital das grandes empresas de telecomunicações, a rede de fornecedores bem conectada e a estratégia de expansão bem definida devem ajudá-las a continuar a expandir rapidamente e aumentar sua participação no mercado de FTTH.

**Gráfico 6: Participação de mercado de banda larga**



Fonte: Anatel e BTG Pactual

**Gráfico 7: Participação de mercado de FTTH**

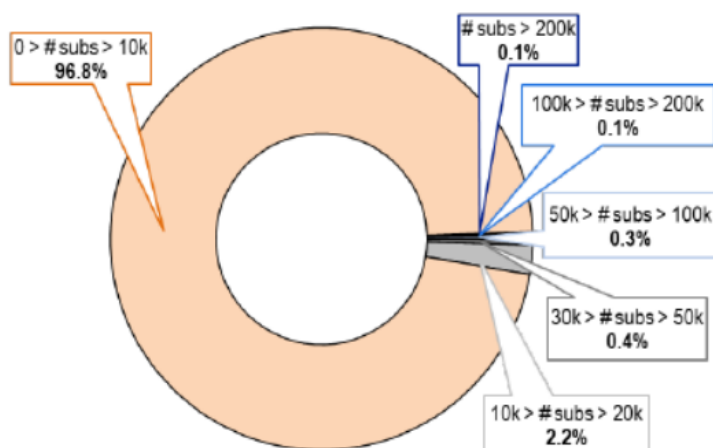


Fonte: Anatel e BTG Pactual

### Milhares de ISPs, mas apenas alguns atingiram um tamanho decente

Existem mais de 10 mil ISPs no Brasil, mas a grande maioria são prestadores de serviços menores com atuação em cidades pequenas. 97% de todos os ISPs do país têm menos de 10 mil clientes, apenas 22 têm mais de 100 mil e apenas 12 têm mais de 200 mil.

Gráfico 8: ISPs por tamanho



Fonte: Anatel, estimativas do BTG

Esse grupo seleto de ISPs relativamente grandes está em melhor posição para competir com as grandes empresas de telecomunicações e está consolidando rapidamente o mercado comprando ou simplesmente superando as operações menores. Três empresas (Brisanet, Desktop e Unifique) fizeram o IPO em 2021 e, com acesso a capital extra, avançaram com seus planos de crescimento orgânico e inorgânico.

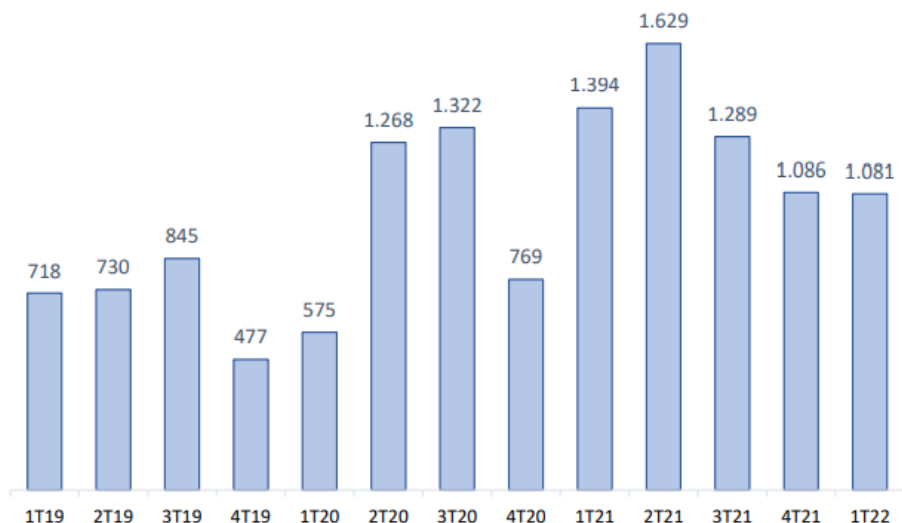
### Após um boom no crescimento orgânico, a expansão está se mostrando mais difícil

Após um período de crescimento acelerado das adições líquidas, que atribuímos em parte à pandemia, as adições líquidas orgânicas dos ISPs desaceleraram nos últimos trimestres, provavelmente refletindo vários fatores: i) agora que a pandemia ficou para trás e os funcionários voltaram para o escritório e as crianças voltaram para escola, a urgência por banda larga fixa de alta qualidade enfraqueceu; ii) a alta inflação e as taxas de juros estão consumindo a renda disponível dos consumidores; iii) maior penetração; e iv) concorrência mais acirrada, com ISPs pressionando para continuar crescendo rapidamente e com grandes empresas de telecomunicações aumentando seus investimentos em FTTH.

Ainda vemos espaço para a penetração de serviços de banda larga aumentar e para conexões de menor qualidade (principalmente cobre, mas também cabo) migrar para conexões FTTH de maior qualidade – existem ~12 milhões de usuários conectados via cobre e cabo no Brasil. Também esperamos que ISPs maiores e grandes empresas de telecomunicações tirem participação de ISPs menores.

Em suma, vemos espaço para fornecedores maiores continuarem crescendo de forma saudável.

Gráfico 9: Adições líquidas de ISPs por trimestre (000)



Fonte: Anatel, estimativas do BTG Pactual

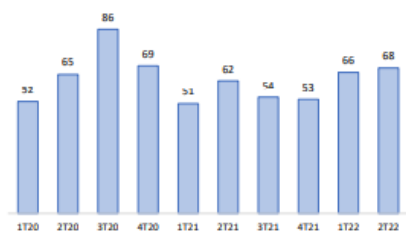
### Cada ISP listado teve um desempenho diferente

As adições líquidas orgânicas dos três ISPs listados se comportaram de forma diferente recentemente.

As adições líquidas orgânicas da Brisanet aceleraram a/a em 2020, desaceleraram acentuadamente em 2021 e se recuperaram no 1S22, enquanto as adições líquidas orgânicas da Unifique aceleraram fortemente em 2020-21, seguidas por um declínio abrupto no 1S22, enquanto luta para integrar todos os seus M&As de 2021.

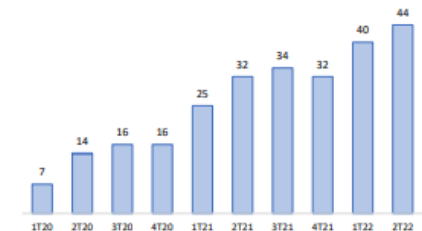
A Desktop registrou o desempenho orgânico mais consistente dos três ISPs listados, pois suas adições líquidas por trimestre aumentaram a/a em 2021 e aceleraram ainda mais em 2022.

Gráfico 10: Adições líquidas orgânicas da Brisanet



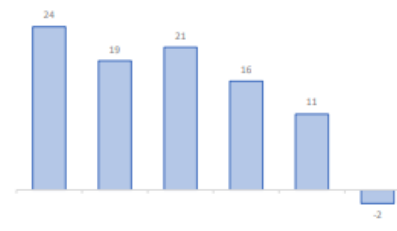
Fonte: relatórios da empresa, BTG Pactual

Gráfico 11: Adições líquidas orgânicas para a Desktop



Fonte: relatórios da empresa, BTG Pactual

Gráfico 12: Adições líquidas orgânicas da Unifique



Fonte: relatórios da empresa, BTG Pactual

### Atividade intensa de M&A

Embora o crescimento orgânico possa ter sido lento, principalmente em relação ao 1S21, as adições inorgânicas foram fortes.

Em 2021-22, a Desktop comprou 8 empresas que adicionaram 443 mil assinantes (51% de sua base de clientes). Essas aquisições aumentaram seu tamanho e a posicionaram estrategicamente como o ISP líder em São Paulo.

A Unifique também fez diversos M&As nos últimos 18 meses, comprando 11 empresas, principalmente para reforçar sua presença em Santa Catarina e entrar

no Rio Grande do Sul. Essas aquisições adicionaram 207 mil assinantes (35% de sua base de clientes). Mas integrar todas essas aquisições (relativamente pequenas) não foi fácil e atrapalhou sua expansão orgânica.

Tabela 2: Histórico de fusões e aquisições da Desktop 2021-2022

Data	Empresa	Preço (R\$ mi)	Assinantes	Preço/Assinante
27/07/2022	Fasternet	172,5	115.000	2.143
27/07/2022	IDC	85,7	40.000	2.143
03/01/2022	Infolog	22	16.000	1.375
27/09/2021	LPNet	340	127.000	2.677
16/08/2021	Net Barretos	191,3	63.000	3.036
02/08/2021	Starnet	51,5	20.130	2.560
<b>IPO (19-Jul-2021)</b>				
31/05/2021	C-lig	60,7	47.013	1.291
03/03/2021	Netion	25	14.968	1.670
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>948,8</b>	<b>443.326</b>	
<b>Mediana</b>				<b>2.143</b>

Fonte: Relatórios das empresas, estimativas do BTG Pactual

Tabela 3: Histórico de M&amp;A da Unifique 2021-2022

Data	Empresa	Preço (R\$ mi)	Assinantes	Preço/Assinante
16/03/2022	Sygo	264,0	80.000	3.300
02/01/2022	Mosaico	14,4	5.800	2.487
23/12/2021	Guaiba	60,9	20.000	3.045
22/10/2021	Click	7,5	3.000	2.500
31/09/2021	MKSNet	51,8	21.000	2.467
31/09/2021	TVC	20,2	8.000	2.525
31/09/2021	Fibramaxx	10,2	4.000	2.550
27/08/2021	Zappen Internet	40,0	16.000	2.500
<b>IPO (26-Jul-2021)</b>				
03/07/2021	TKNET	21,7	14.786	1.468
24/05/2021	Neofibra	6,7	4.267	1.579
30/04/2021	Naja	60,7	30.239	2.009
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>558,2</b>	<b>207.092</b>	
<b>Mediana</b>				<b>2.500</b>

Fonte: Relatórios das empresas, estimativas do BTG Pactual

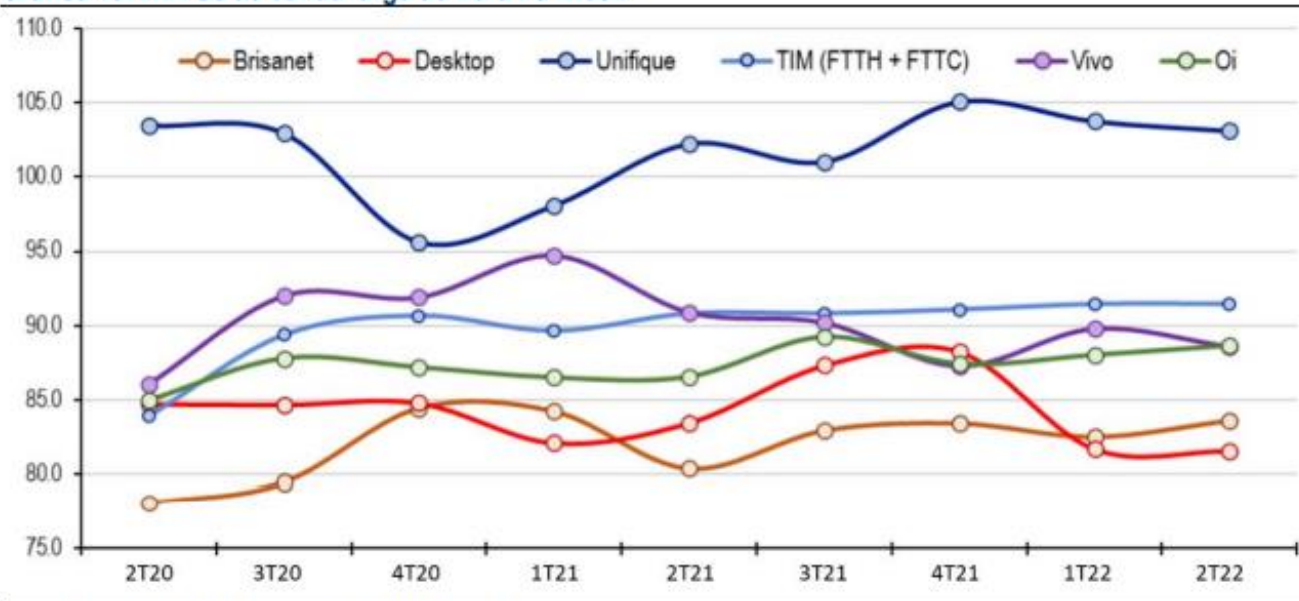
### Concorrência mais acirrada manteve o crescimento do ARPU sob controle

Com a dinâmica competitiva e o cenário econômico cada vez mais difícil no Brasil, à medida que a inflação mais alta diminui o poder de compra dos consumidores, as operadoras lutam para aumentar o ARPU (receita média por usuário) tão rapidamente quanto nos últimos anos. De fato, apesar da alta inflação, o ARPU médio para as grandes empresas de telecomunicações e ISPs ficou estável a/a nos últimos 3 trimestres.

Observando as tendências recentes, acreditamos que o ARPU de FTTH se estabilizará nos níveis atuais no curto prazo. Mas à medida que o mercado de banda larga se consolida, a concorrência deve se tornar mais racional e os provedores poderão aumentar os preços pelo menos em linha com a inflação.

Sinalizamos a queda do ARPU de Desktop, refletindo algumas fusões e aquisições relativamente grandes e o fato de as bases de clientes das empresas adquiridas serem compostas principalmente por usuários individuais (não corporativos), que tradicionalmente possuem ARPU menor. O ARPU mais alto da Unifique provavelmente está relacionado ao maior percentual de receita B2B em relação aos seus concorrentes (~20% da receita total da Unifique

Gráfico 13: ARPUs de banda larga de fibra no Brasil



Fonte: relatórios da empresa, BTG Pactual



**Ambiente competitivo difícil + crescimento rápido = pressão de margem**

As margens dos ISPs listados caíram desde seus IPOs, refletindo vários fatores: i) rápida expansão da rede; ii) concorrência mais acirrada; e iii) um ambiente econômico mais difícil. Após o IPO, os ISPs aceleraram a construção da rede, que impacta temporariamente as margens (ou seja, custos extras sem receita).

As margens da Unifique mostraram a maior estabilidade e foram as mais altas dos três ISPs. Nos últimos dez trimestres, sua margem média foi de 51,6%, enquanto a margem do 2T22 foi de 50,3%.

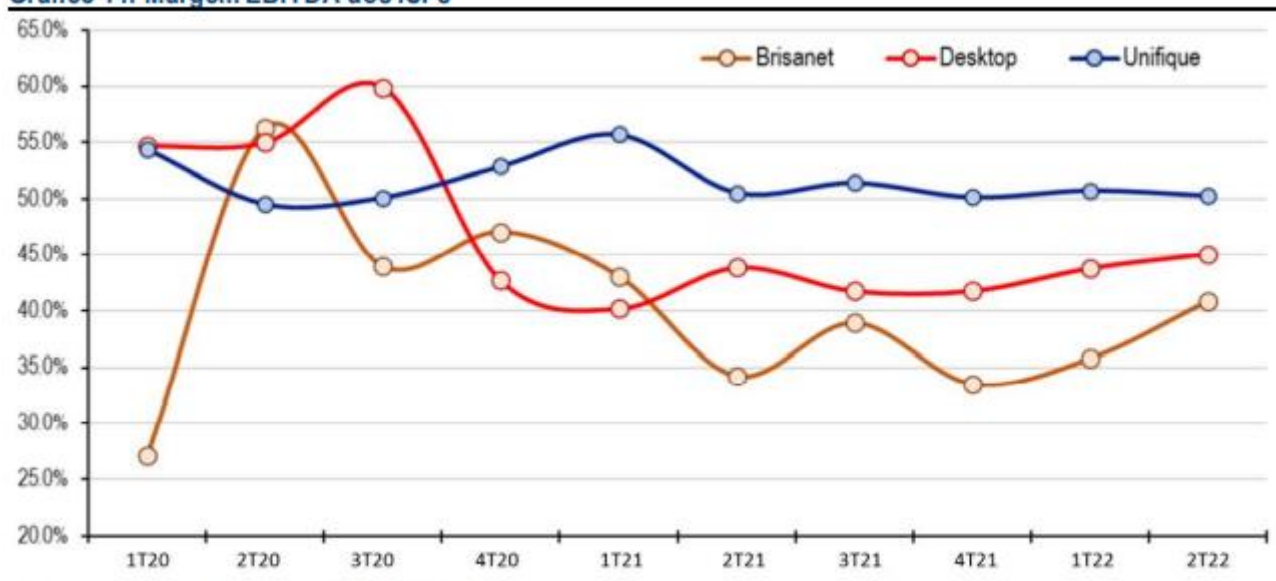
As margens da Desktop caíram no 4T20, quando acelerou a expansão orgânica, para 42,7% (de uma média de 56,5% nos três trimestres anteriores), e depois se mantiveram estáveis ao longo de 2021 (41,9%). Nos últimos dois trimestres, suas margens subiram t/t para 43,8% e 45,1%.

As margens da Desktops estão com tendência de alta, embora a empresa tenha realizado fusões e aquisições que adicionaram ~ 290 mil clientes à sua base desde o início de 2021 (sem considerar as aquisições recentes da Fasternet e da IDC).

A Brisanet registrou a maior queda de margem. Na tentativa de acelerar o ritmo de crescimento, maiores investimentos fizeram com que as margens caíssem de 51,5% em 2019, para 44,1% em 2020 e 37,2% em 2021, atingindo 33,5% no 4T21 e recuperando para 40,8% no 2T.

Com um custo de capital muito mais alto, as empresas sinalizam que vão crescer de forma mais seletiva, visando melhorar a lucratividade.

**Gráfico 14: Margem EBITDA dos ISPs**



Fonte: relatórios da empresa, BTG Pactual

**Os ISPs podem precisar de capital novo**

Os ISPs estão crescendo rapidamente, investindo pesadamente para expandir as redes e, eventualmente, consolidando o mercado, com Desktop e Unifique comprando ativamente outros ISPs.

Os três ISPs listados levantaram capital quando fizeram o IPO no ano passado (Desktop R\$ 686 milhões, Brisanet R\$ 1,2 bilhão e Unifique R\$ 785 milhões), e rapidamente colocaram esse capital para trabalhar, organicamente e via M&A (abaixo discutimos suas necessidades de fluxo de caixa e alavancagem).

**A Desktop pode ter que levantar recursos em 2023**

A Desktop encerrou o 2T22 com dívida líquida de R\$ 524 milhões, ou dívida líquida/EBITDA de 2,2x. Se somarmos os pagamentos futuros que ela tem que fazer relacionados aos M&A já fechados (os pagamentos futuros são parcelados até 2027), a dívida líquida sobe para R\$ 893 bilhões e a alavancagem para 3,8x. A alavancagem deve aumentar um pouco mais até o final de 2022, quando estimamos que a empresa fará um pagamento de R\$ 160 milhões referente às aquisições da Fasternet, IDC e LPNet – ex-futuros M&As, a alavancagem deve encerrar 2022 em 2,3x, ou 3,8x incluindo os M&As.

Como esperamos que sua posição de caixa termine 2022 em R\$ 145 milhões e modelamos um gap de fluxo de caixa de R\$ 330 milhões em 2023 (incluindo um pagamento de R\$ 172 milhões relacionado a M&A), a Desktop provavelmente terá que levantar recursos no próximo ano, via dívida ou equity.

Embora a empresa precise levantar capital em 2023, provavelmente poderá fazê-lo por meio de dívida adicional, pois sua alavancagem deve cair em 2023 – o EBITDA deve crescer 45% a/a em 2023. Modelamos a alavancagem da Desktop para encerrar 2023 em 2,9x, incluindo pagamentos futuros de negócios de M&A já concluídos.

O balanço patrimonial pode lidar com dívidas extras para sustentar o crescimento orgânico e aquisições (já anunciadas), mas novas fusões e aquisições podem ser um passo largo demais e, portanto, não as incluímos em nosso modelo.

**Tabela 4: Análise de fluxo de caixa da Desktop**

Análise de Fluxo de Caixa	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lucro operacional (prejuízo)	204,2	287,3	372,0	460,5	537,4	620,2	696,0	770,2	838,2
(+) Depreciação e amortização	116,3	195,3	248,9	309,8	368,9	391,2	411,1	425,7	442,4
<b>EBITDA</b>	<b>320,4</b>	<b>482,5</b>	<b>621,0</b>	<b>770,2</b>	<b>906,3</b>	<b>1.011,4</b>	<b>1.107,0</b>	<b>1.195,9</b>	<b>1.280,6</b>
Resultado financeiro	(121,2)	(114,5)	(125,4)	(133,2)	(139,0)	(136,2)	(124,6)	(108,8)	(90,5)
Impostos	(30,8)	(58,7)	(83,8)	(111,3)	(135,5)	(164,6)	(194,3)	(224,9)	(254,2)
<b>Cash Earnings</b>	<b>168,4</b>	<b>309,3</b>	<b>411,7</b>	<b>525,8</b>	<b>631,8</b>	<b>710,6</b>	<b>788,2</b>	<b>862,2</b>	<b>935,9</b>
<b>Capex</b>	<b>(439,0)</b>	<b>(488,7)</b>	<b>(512,9)</b>	<b>(497,7)</b>	<b>(500,3)</b>	<b>(492,2)</b>	<b>(484,6)</b>	<b>(507,9)</b>	<b>(530,5)</b>
Capex-to-sales	59,8%	45,9%	39,2%	31,7%	27,6%	24,3%	21,9%	21,2%	20,7%
Investimentos de M&A	(168,0)	(172,4)	(101,8)	(120,5)	(125,6)	(29,1)	-	-	-
(Aumento) ou queda de capital de giro	(14,0)	20,5	(5,4)	(7,1)	(3,9)	2,2	2,0	1,9	1,8
<b>FCFE</b>	<b>(452,6)</b>	<b>(331,4)</b>	<b>(208,5)</b>	<b>(99,6)</b>	<b>2,0</b>	<b>191,5</b>	<b>305,6</b>	<b>356,2</b>	<b>407,2</b>
Dividendos ou JCP pagos	(8,6)	(13,0)	(28,5)	(40,7)	(54,0)	(65,7)	(79,9)	(94,3)	(109,1)
<b>FCF Operacional</b>	<b>(286,6)</b>	<b>(178,6)</b>	<b>6,2</b>	<b>151,9</b>	<b>280,4</b>	<b>490,0</b>	<b>622,5</b>	<b>688,0</b>	<b>750,1</b>
Margem FCF Operacional	-32%	-14%	0%	8%	13%	20%	23%	23%	24%

Fonte: estimativas BTG Pactual

**Tabela 5: Dívida líquida e alavancagem de Desktop**

Principais projeções do Balanço Patrimonial	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Posição bruta de caixa	145,5	72,4	77,6	77,0	90,6	216,4	442,2	704,1	1.002,2
Dívida bruta	1.393,9	1.492,7	1.633,1	1.652,2	1.592,3	1.563,2	1.563,2	1.563,2	1.563,2
<b>Dívida líquida (caixa)</b>	<b>1.248,4</b>	<b>1.420,3</b>	<b>1.555,5</b>	<b>1.575,2</b>	<b>1.501,7</b>	<b>1.346,8</b>	<b>1.121,1</b>	<b>859,1</b>	<b>561,0</b>
Dív. Líquida / EBITDA	3,8 x	2,9 x	2,5 x	2,0 x	1,7 x	1,3 x	1,0 x	0,7 x	0,4 x
Principais projeções do Balanço Patrimonial (ex-Dívida de M&A)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Posição bruta de caixa	145,5	72,4	77,6	77,0	90,6	216,4	442,2	704,1	1.002,2
Dívida bruta	901,1	1.137,9	1.359,7	1.475,3	1.515,8	1.510,0	1.510,0	1.510,0	1.510,0
<b>Dívida líquida (caixa)</b>	<b>755,6</b>	<b>1.065,5</b>	<b>1.282,1</b>	<b>1.398,3</b>	<b>1.425,2</b>	<b>1.293,6</b>	<b>1.067,8</b>	<b>805,9</b>	<b>507,8</b>
Dív. Líquida / EBITDA	2,3 x	2,2 x	2,1 x	1,8 x	1,6 x	1,3 x	1,0 x	0,7 x	0,4 x

Fonte: estimativas BTG Pactual

**5G aumenta as necessidades de capital da Brisanet; financiar o crescimento apenas por meio de dívida pode ser difícil**

A agressiva expansão da rede FTTH da Brisanet no Nordeste e a implantação do 5G na região estão demandando um enorme volume de capital – nos últimos 12 meses, ela consumiu R\$ 1,25 bilhão, um pouco mais do que levantou em seu IPO em julho de 2021.

A Brisanet encerrou o 2T22 com dívida líquida de R\$ 718 milhões, ou dívida líquida/EBITDA de 2,3x. A alavancagem deve aumentar ainda mais no 2T22 para 2,5x dívida líquida/EBITDA (R\$ 979 milhões de dívida líquida).

A empresa anunciou planos de emitir R\$ 700 milhões em dívida adicional (provavelmente via debêntures) para financiar suas necessidades de caixa no 2S22 e 2023 – encerrou o 2T com uma posição de caixa de R\$ 430 milhões e estimamos que precisará de R\$ 750 milhões para financiar suas operações até o final de 2023.

A Brisanet provavelmente consumirá muito caixa nos próximos 18 meses, elevando a alavancagem até 3,4x dívida líquida/EBITDA no final de 2023 (modelamos o EBITDA de 2023 para crescer 35% a/a). O consumo de caixa permanecerá substancial em 2024-25 (~R\$ 1,7 bilhão), mantendo a alavancagem em níveis muito altos, provavelmente atingindo um pico de 3,9x dívida líquida/EBITDA em 2024, e com dívida líquida chegando a R\$ 3,7 bilhões em 2026.

Financiar seus planos de crescimento agressivos usando apenas dívida pode ser difícil, especialmente em um ambiente de altas taxas de juros. Uma alternativa seria a empresa desacelerar os investimentos e a expansão enquanto ainda cumpre seu compromisso de implantar o 5G associado ao espectro 5G adquirido no ano passado.

Financiar seus planos de crescimento agressivos usando apenas dívida pode ser difícil, especialmente em um ambiente de altas taxas de juros. Uma alternativa seria a empresa desacelerar os investimentos e a expansão enquanto ainda cumpre seu compromisso de implantar o 5G associado ao espectro 5G adquirido no ano passado.

**Tabela 6: Consumo de caixa da Brisanet (incluindo investimentos 5G)**

Cash Flow analysis	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Operating income (loss)	135.9	183.5	248.3	326.1	431.4	508.8	592.1	639.8	679.7
(+) Depreciation and amortization	259.0	350.6	461.8	599.8	720.8	830.8	926.2	1,008.9	1,086.2
<b>EBITDA</b>	<b>394.9</b>	<b>534.1</b>	<b>710.1</b>	<b>925.9</b>	<b>1,152.1</b>	<b>1,339.6</b>	<b>1,518.2</b>	<b>1,648.7</b>	<b>1,765.9</b>
Financial Result	(107.1)	(211.1)	(245.9)	(318.2)	(371.3)	(397.1)	(388.4)	(366.3)	(339.1)
Taxes	(12.0)	-	(0.8)	(2.6)	(19.8)	(36.9)	(67.2)	(90.2)	(112.4)
<b>Cash Earnings</b>	<b>275.9</b>	<b>322.9</b>	<b>463.4</b>	<b>605.1</b>	<b>761.0</b>	<b>905.6</b>	<b>1,062.6</b>	<b>1,192.2</b>	<b>1,314.4</b>
<b>Capex</b>	<b>(1,032.6)</b>	<b>(1,129.6)</b>	<b>(1,391.4)</b>	<b>(1,322.4)</b>	<b>(937.8)</b>	<b>(762.4)</b>	<b>(731.1)</b>	<b>(741.9)</b>	<b>(788.3)</b>
Capex-to-sales	104.9%	83.9%	78.5%	57.4%	33.9%	23.9%	20.6%	19.2%	18.9%
Other investments	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>(Incr.) or decrease in wkng. capital</b>	<b>(105.1)</b>	<b>(3.4)</b>	<b>(18.2)</b>	<b>(47.9)</b>	<b>(59.7)</b>	<b>(43.7)</b>	<b>(33.4)</b>	<b>(27.1)</b>	<b>(22.8)</b>
<b>Free cash flow to equity</b>	<b>(861.8)</b>	<b>(810.1)</b>	<b>(946.2)</b>	<b>(765.2)</b>	<b>(236.5)</b>	<b>99.5</b>	<b>298.1</b>	<b>423.2</b>	<b>503.3</b>
Dividends or JCP paid	(0.8)	(4.2)	-	(0.4)	(1.3)	(10.1)	(18.7)	(34.1)	(45.8)
Payout	35.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>OpFCF</b>	<b>(637.7)</b>	<b>(595.5)</b>	<b>(681.3)</b>	<b>(396.4)</b>	<b>214.3</b>	<b>577.2</b>	<b>787.2</b>	<b>906.8</b>	<b>977.6</b>
OpFCF margin	-56%	-37%	-31%	-14%	6%	14%	17%	18%	18%

Fonte: estimativas BTGPactual

**Tabela 7: Dívida líquida da Brisanet**

Key Balance Sheet Forecasts	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Gross cash position	466.2	106.8	88.8	92.6	115.2	134.0	342.0	731.0	1,188.5
Gross debt (with leasing and derivatives)	1,445.7	1,900.7	2,828.9	3,598.3	3,858.8	3,788.0	3,716.6	3,716.6	3,716.6
<b>Net debt (cash)</b>	<b>979.6</b>	<b>1,793.9</b>	<b>2,740.1</b>	<b>3,505.7</b>	<b>3,743.6</b>	<b>3,654.1</b>	<b>3,374.7</b>	<b>2,985.6</b>	<b>2,528.1</b>
Net debt / EBITDA	2.5 x	3.4 x	3.9 x	3.8 x	3.2 x	2.7 x	2.2 x	1.8 x	1.4 x

Fonte: estimativas BTGPactual

**Unifique tem a posição de caixa mais confortável**

A Unifique encerrou o 2T22 com uma posição de caixa líquido de R\$ 306 milhões. Se somarmos os pagamentos futuros que ela tem que fazer, relacionados aos negócios de M&A já fechados (os pagamentos futuros estão distribuídos até 2025), seu caixa líquido cai para R\$ 137 milhões. A Unifique encerrou o 2T22 com uma posição de caixa bruto de R\$ 690 milhões.

Esperamos que a Unifique precise de ~R\$ 540 milhões para financiar sua expansão orgânica e pagar M&As (já anunciados) até 2025. Dada sua posição de caixa de R\$ 690 milhões, acreditamos que pode entregar seus planos de crescimento e pagar por fusões e aquisições passadas sem a necessidade de levantar mais capital. Também não esperamos que a alavancagem da Unifique exceda 1x em nenhum momento.

Dito isso, esperamos que a Unifique continue buscando oportunidades de M&A e consolidando sua posição como o principal ISP do Sul. Fusões e aquisições adicionais podem exigir capital extra e não as incluímos em nosso modelo.

**Tabela 8: Consumo de caixa da Unifique**

Cash Flow analysis	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Operating income (loss)</b>	<b>184,933</b>	<b>226,130</b>	<b>280,468</b>	<b>359,423</b>	<b>432,948</b>	<b>485,062</b>	<b>525,042</b>	<b>558,156</b>	<b>588,101</b>
(+) Depreciation and amortization	152,925	185,187	229,431	293,993	354,275	397,034	429,807	456,958	481,480
<b>EBITDA</b>	<b>337,857</b>	<b>411,317</b>	<b>509,899</b>	<b>653,416</b>	<b>787,223</b>	<b>882,096</b>	<b>954,849</b>	<b>1,015,114</b>	<b>1,069,581</b>
Taxes	(51,793)	(52,876)	(65,940)	(90,222)	(114,837)	(132,727)	(148,261)	(162,876)	(177,341)
Net financial results	(12,606)	(70,613)	(86,526)	(94,065)	(95,193)	(94,688)	(88,981)	(79,109)	(66,509)
<b>Capex</b>	<b>(399,326)</b>	<b>(464,157)</b>	<b>(532,673)</b>	<b>(546,756)</b>	<b>(537,755)</b>	<b>(526,005)</b>	<b>(489,003)</b>	<b>(499,382)</b>	<b>(483,943)</b>
+/- Change in wrkg. capital	(22,519)	(483)	(4,390)	(5,537)	(4,502)	(3,041)	(2,499)	(2,037)	(2,011)
<b>Free cash flow to equity</b>	<b>(148,387)</b>	<b>(176,812)</b>	<b>(179,630)</b>	<b>(83,163)</b>	<b>34,937</b>	<b>125,636</b>	<b>226,105</b>	<b>271,711</b>	<b>339,776</b>
Dividends (or "JCP") paid	(13,440)	(25,660)	(32,000)	(43,784)	(55,730)	(64,412)	(71,950)	(79,043)	(86,063)
<b>Operating Free Cash Flow (EBITDA - capex)</b>	<b>(61,469)</b>	<b>(52,840)</b>	<b>(22,774)</b>	<b>106,660</b>	<b>249,468</b>	<b>356,092</b>	<b>465,846</b>	<b>515,733</b>	<b>585,638</b>
OpFCF margin	-9.2%	-6.6%	-2.3%	8.3%	16.2%	20.6%	24.9%	25.9%	27.9%

Fonte: estimativas BTGPactual

**Tabela 9: Dívida líquida da Unifique**

Key Balance Sheet Forecasts	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Gross debt	755,088	676,363	633,011	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261
Cash	730,346	527,874	316,244	189,296	168,503	229,728	383,882	576,551	830,264
<b>(Net debt) / cash</b>	<b>(24,741)</b>	<b>(148,489)</b>	<b>(316,767)</b>	<b>(437,965)</b>	<b>(458,758)</b>	<b>(397,533)</b>	<b>(243,379)</b>	<b>(50,710)</b>	<b>203,003</b>
Net debt/EBITDA	0.1x	0.4x	0.6x	0.7x	0.6x	0.5x	0.3x	0.0x	-0.2x
Key Balance Sheet Forecasts (ex-M&A)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Gross debt	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261	627,261
Cash	730,346	527,874	316,244	189,296	168,503	229,728	383,882	576,551	830,264
<b>(Net debt) / cash</b>	<b>103,085</b>	<b>(99,387)</b>	<b>(311,017)</b>	<b>(437,965)</b>	<b>(458,758)</b>	<b>(397,533)</b>	<b>(243,379)</b>	<b>(50,710)</b>	<b>203,003</b>
Net debt/EBITDA	-0.3x	0.2x	0.6x	0.7x	0.6x	0.5x	0.3x	0.0x	-0.2x

Fonte: estimativas BTGPactual

**Apêndice Oferta da FiBrasil pela Vero tem leitura positiva para ISPs**

O Estadão Broadcast informou que a FiBrasil (empresa de infraestrutura na qual a Vivo/Telefonica tem 50% de participação) está em fase final de negociação para a aquisição do provedor de internet Vero, um dos maiores ISPs do Brasil (700 mil assinantes). A FiBrasil estaria oferecendo R\$ 4,0 mil por assinante, implicando um lance de R\$ 2,8 bilhões. As empresas não confirmaram as negociações nem, portanto, os termos de um possível negócio.

Esta notícia tem uma leitura cruzada muito positiva para os ISPs listados. Brisanet, Desktop e Unifique estão sendo negociados a R\$ 2,1 mil, R\$ 2,3 mil e R\$ 2,9 mil por assinante, valores muito baratos em relação ao sugerido no artigo.

Usando nossas estimativas para o EBITDA de 2022 da Vero de R\$ 376 milhões, o múltiplo EV/EBITDA implícito para 2022 seria de 7,4x.

### Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável da Necton Investimentos S.A CVMC ("Necton").

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

### Disclaimer Global

Esse relatório foi preparado pelo BTG Pactual Digital para ser distribuído pelo próprio BTG Pactual Digital ou suas empresas afiliadas e subsidiárias, somente no Brasil. O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)