



ÁGORA  
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

# Análise de Empresas

Tecnologia e Telecomunicações



04/12/2023

## Reflexões após o 3T23: Avanço recente das ações deixa menos espaço para otimismo em relação ao *valuation*

- As recentes expectativas de estabilização das taxas de juros globais levaram a um bom desempenho de ações de crescimento, que impulsionou a expansão geral dos múltiplos no setor de Tecnologia e Telecomunicações. No entanto, os fundamentos não mudaram materialmente, em nossa opinião, o que indica menor espaço para essa dinâmica continuar tendo em vista a ausência de surpresas positivas na frente operacional.
- Ajustamos nossos modelos para incorporar os resultados mais recentes e as expectativas para o restante de 2023 e daqui para frente. Nossos preços-alvo para o final de 2024 são os seguintes: R\$ 55,00/ação para Vivo (recomendação Neutra), R\$ 20,00/ação para TIM (recomendação Neutra), R\$ 35,00/ação para Totvs (recomendação de Compra), R\$ 5,00/ação para Locaweb (recomendação de Venda) e R\$ 26,00/ação para Intelbras (recomendação de Compra).
- Continuamos a observar uma melhor assimetria entre as ações de valor versus as ações de crescimento, especialmente porque os riscos de uma reavaliação parecem mais elevados após o recente avanço do preço das ações. Dito isto, tanto as ações da Vivo quanto da TIM continuam a oferecer um retorno via dividendos atrativo, na faixa de um dígito médio/alto, à medida que a dinâmica operacional permanece positiva. Para nomes mais dependentes da materialização de expectativas de crescimento, acreditamos que o mercado pode agora exigir evidências mais fortes da dinâmica dos resultados, já que o impulso da expansão dos múltiplos pode ter atingido um limite no curto prazo.

Os riscos de uma reavaliação parecem mais elevados para nomes de crescimento versus valor. As expectativas de estabilização das taxas de juros globais levaram a um bom desempenho das ações de crescimento, o que impulsionou a expansão geral dos múltiplos no setor de Tecnologia e Telecomunicações. O setor cresceu 13% em média, contra 11% para o Ibovespa nos últimos 30 dias - apesar de não haver nenhuma mudança material na frente operacional (relatada nos últimos resultados) que justificaria tal movimento (ou pelo menos nesta magnitude). Dito isto, neste momento, preferimos manter a exposição a nomes de “valor” em vez de nomes de “crescimento”, uma vez que as primeiras apresentam menores riscos de uma reavaliação.

Empresas	Recomendação	Preço Alvo	Valor de Mercado <sup>1</sup>	ADTV <sup>2</sup>	Último Preço
VIVT3	NEUTRO	55,00	86943	94,0	52,43
TIMS3	NEUTRO	20,00	42025	103,0	17,36
TOTS3	COMPRA	35,00	20432	122,0	33,84
LWSA3	VENDA	5,00	3632	43,0	6,16
INTB3	COMPRA	26,00	0	27,0	21,72

milhões; <sup>2</sup> Volume médio diário R\$ (milhões)

Otávio Tanganelli 

José Cataldo e Renato Chanes 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

## Revisão dos preços-alvo

Estamos atualizando nossos modelos após os resultados do 3T23, que não alteraram materialmente nossas expectativas para o restante do ano e 2024. Mantemos nossas recomendações inalteradas e ajustamos nossos preços-alvo para R\$ 55,00/ação (de R\$ 53,00/ação) para Vivo (recomendação Neutra), R\$ 20,00/ação (de R\$ 19,00/ação) para TIM (recomendação Neutra), R\$ 35,00/ação (inalterado) para Totvs (recomendação de Compra), R\$ 5,00/ação (inalterado) para Locaweb (recomendação de Venda) e R\$ 26,00/ação (de R\$ 32,00/ação) para Intelbras (recomendação de Compra).

## A continuação da recuperação parece agora depender de revisões dos lucros para cima

Considerando que grande parte do recente desempenho do setor foi atribuído principalmente a menores taxas de desconto (ou seja, expansão de múltiplos) em vez de revisões dos lucros para cima, acreditamos que um avanço maior dos preços das ações em relação aos níveis atuais depende agora muito mais de surpresas positivas na frente operacional. Neste contexto, continuamos a preferir a exposição a empresas de valor (telecomunicações — VIVT3 e TIMS3), uma vez que os riscos de revisão dos múltiplos parecem mais elevados para nomes de crescimento, especialmente considerando que os prêmios de risco globais permanecem nos níveis mínimos históricos.

## Setor de Telecomunicações – Tendências de ARPU permanecem saudáveis

As tendências de receita para empresas de telecomunicações permanecem positivas, com o ARPU (receita média por usuário) sustentando fortes taxas de crescimento, e até mesmo acelerando ligeiramente no 3T23. Os níveis de rotatividade, por sua vez, ainda não indicam que os aumentos de preços têm causado desconexões – o que, em última análise, continua a sustentar uma boa dinâmica de receita para as empresas. À medida que continuamos a ver níveis controlados de investimentos e despesas operacionais para o setor, a geração de caixa deverá permanecer positiva nos próximos trimestres.

## Vivo

Incorporamos os resultados do 3T23 em nossos modelos, aumentando levemente nosso preço-alvo, ao final de 2024, para R\$ 55,00/ação, a partir de R\$ 53,00/ação. Nossas novas estimativas estão amplamente alinhadas com o consenso, e vemos a ação negociando com rendimento via dividendos de 6,4% para 2024, ainda implicando um bom carregamento para os investidores. É importante ressaltar que foi aprovada a redução de capital de R\$ 5 bilhões, que deverá ser paga na forma de dividendos para os acionistas nos próximos trimestres.

## Revisão de Estimativas:

Vivo R\$ Milhões	2023			2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ%	Novo	Antigo	Δ%	Novo	Antigo	Δ%
Receita Operacional Líquida	51.813	51.349	0,9%	54.688	53.767	2,0%	57.473	55.789	3,0%
EBITDA	20.814	20.559	1,2%	22.026	21.543	2,2%	22.942	22.012	4,2%
Margem Ebitda (%)	40,2%	40,0%	0,13 pp	40,1%	40,1%	0,07 pp	39,9%	39,5%	0,46 pp
Lucro Líquido	4.558	4.571	-0,3%	5.657	5.936	-4,7%	6.858	6.742	1,7%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

## TIM

Atualizamos nossos modelos com os resultados mais recentes, ajustando ligeiramente nossas estimativas, aumentando o preço-alvo, ao final de 2024, para R\$ 20,00/ação (de R\$ 19,00/ação), com recomendação Neutra. As nossas novas estimativas estão globalmente em linha com o consenso e, portanto, acreditamos que a continuação da trajetória positiva/reavaliação dos níveis atuais parece depender de surpresas positivas adicionais na frente operacional. As ações ainda oferecem um bom carregamento de dividendos de 7,9% para 2024.

### Revisão de Estimativas:

TIM R\$ Milhões	2023			2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ%	Novo	Antigo	Δ%	Novo	Antigo	Δ%
Receita Operacional Líquida	23.945	23.592	1,5%	25.272	24.631	2,6%	26.397	25.725	2,6%
EBITDA	11.753	11.496	2,2%	12.392	11.890	4,2%	12.699	12.191	4,2%
Margem Ebitda (%)	49,1%	48,7%	0,35 p.p.	49,0%	48,3%	0,8 p.p.	48,1%	47,4%	0,72 pp
Lucro Líquido	2.595	2.140	21,2%	3.288	3.311	-0,7%	3.725	3.655	1,9%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

## Setor de Tecnologia – Potencial flexibilização das taxas de juros globais apoiou desempenho das ações de crescimento; Até onde isso pode ir?

À medida que as preocupações relativas às taxas de juros dos EUA/globais começaram a apontar para uma estabilização, com os retornos dos títulos americanos de 10 anos indexados à inflação caindo em relação ao pico observado no mês passado, o preço das ações de crescimento/nomes de múltiplos altos, avançou. No entanto, parece ainda não estar claro se essas tendências irão se firmar nos próximos trimestres e, portanto, a recente recuperação observada para nomes de crescimento ainda implica algum grau de risco no futuro.

No que diz respeito aos riscos, destacamos que — apesar deste estreitamento das taxas de desconto, os prêmios de risco de ações globais de tecnologia permanecem nos níveis mais estreitos já registrados, indicando que ainda pode haver riscos de uma reavaliação para as ações negociadas com múltiplos mais elevados, se/quando essas tendências se reverterem e ficaram mais próximas dos níveis históricos.

As ações locais se beneficiaram desses direcionadores, com TOTS3 subindo 27%, LWSA3 avançando 2%, e INTB3 subindo 16% (contra o Ibovespa que avançou 11% nos últimos 30 dias), indicando assim que mais impulso para tal recuperação pode ser dependente do estreitamento adicional das taxas livres de risco, uma vez que o mercado aparentemente precificou, em grande medida, condições mais benignas relacionadas a fatores de taxas/descontos observados até agora.

## Totvs

Estamos ajustando nossas estimativas para a Totvs, mantendo nosso preço-alvo em R\$ 35,00/ação. Esperamos agora um EBITDA de R\$ 1,3 bilhão para 2024 e lucro líquido ajustado (excluindo amortização de intangíveis líquida de impostos) de R\$ 858 milhões - o que nos coloca amplamente em acordo com o consenso. Como as ações subiram 27% nos últimos 30 dias, os níveis de avaliação estão agora em 24x (múltiplo P/L estimado para 2024), o que não parece descontado, mas pode continuar a ser apoiado por uma boa dinâmica nos próximos trimestres. Alternativamente, uma nova avaliação de múltiplos dos níveis atuais parece estar cada vez mais dependente de surpresas positivas adicionais impulsionando revisões de lucros para cima.

Revisão de Estimativas:

Totvs R\$ milhões	2023E			2024E			2025E		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	4.476	4.445	0,7%	5.109	5.118	-0,2%	5.807	5.860	-0,9%
Ebitda Ajustado	1.134	1.084	4,6%	1.307	1.264	3,4%	1.575	1.532	2,8%
Margem Ebitda	25,3%	24,4%	0,9 p.p.	25,6%	24,7%	0,9 p.p.	27,1%	26,1%	1,0 p.p.
Lucro Líquido	630	600	5,0%	858	864	-0,7%	1.042	1.071	-2,7%

Fontes: Bradesco BBI

Locaweb

Estamos ajustando nossas estimativas para a Locaweb mantendo nosso preço-alvo em R\$ 5,00/ação. Em nossa opinião, as tendências operacionais ainda são desafiadoras com a desaceleração da receita e nenhuma melhoria material nas margens. Esperamos agora EBITDA de R\$ 269 milhões e lucro líquido de R\$ 128 milhões para 2024, o que está cerca de 7% abaixo do consenso. Na nossa opinião, as estimativas do consenso de mercado ainda parecem altas - e considerando que o mercado tem sido historicamente excessivamente otimista em relação à melhoria na rentabilidade — vemos riscos potenciais de revisões para baixo dos lucros no futuro. Vemos LWSA3 sendo negociada a 28x (múltiplo P/L estimado para 2024), o que parece esticado em meio ao cenário ainda desafiador para alcançar as expectativas.

Revisão de Estimativas:

Locaweb R\$ milhões	2023E			2024E			2025E		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	1.303	1.291	0,9%	1.445	1.417	2,0%	1.560	1.555	0,3%
Ebitda	200	217	-7,8%	269	271	-0,7%	335	337	-0,6%
Margem Ebitda	15,3%	16,8%	-	18,6%	19,1%	-	21,5%	21,7%	-
Lucro Líquido	-3	27	-111,1%	128	139	-7,9%	168	178	-5,6%

Fontes: Bradesco BBI

Intelbras

Ajustamos nossas estimativas para a Intelbras e incorporamos seus últimos resultados que mostraram fraco desempenho na divisão de energia, tanto no crescimento da receita quanto nas margens. A revisão para baixo dos resultados nos levou a reduzir nosso preço-alvo para R\$ 26,00/ação (a partir de R\$ 32,00/ação). Embora esperemos que a demanda na divisão de energia melhore em algum momento ao longo de 2024, as atuais condições de mercado ainda parecem desafiadoras e a recuperação poderá ser apenas gradual e moderada no curto/médio prazo. Ao todo, esperamos agora um lucro líquido de R\$ 545 milhões em 2024, o que implica 13,1x (múltiplo P/L), e acreditamos que o mercado deve exigir evidências mais fortes de construção de uma boa dinâmica de lucros para apoiar uma revisão dos múltiplos nos próximos trimestres.

Revisão de Estimativas:

Intelbras R\$ milhões	2023E			2024E			2025E		
	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %	Novo	Antigo	Δ %
Receita Líquida	3.995	4.151	-3,8%	4.337	4.584	-5,4%	4.723	5.062	-6,7%
Ebitda	544	603	-9,8%	620	705	-12,1%	719	802	-10,3%
Margem Ebitda	13,6%	14,5%	-	14,3%	15,4%	-	15,2%	15,8%	-
Lucro Líquido	474	524	-9,5%	545	609	-10,5%	640	705	-9,2%

Fontes: Bradesco BBI



**ÁGORA**  
INVESTIMENTOS



**Região Metropolitana (RJ e SP)**  
4004 8282

**Demais Regiões do Brasil**  
0800 724 8282

**Demais Regiões do Brasil**  
0800 724 8282

#### **ECONOMIA**

**Dalton Gardimam**

Economista – Chefe

**Maria Clara W. F. Negrão**

Economista, CNPI

#### **RESEARCH ÁGORA**

**José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI – Superintendente de Research

#### **ANÁLISE FUNDAMENTALISTA**

**Ricardo Faria França**

CNPI - Analista de Investimentos

**Flávia Andrade Meireles**

CNPI - Analista de Investimentos

**Wellington Antonio Lourenço**

CNPI - Analista de Investimentos

**Renato Cesar Chanes**

CNPI - Analista de Investimentos

**José Ricardo Rosalen**

CNPI-P - Analista de Investimentos

**Larissa Fidelis Monte**

Analista Assistente de Investimentos

#### **ANÁLISE GRÁFICA**

**Ernani T. Reis**

CNPI-T - Analista Gráfico

**Henrique Procopio Colla**

CNPI-P - Analista de Investimentos

#### **DIRETOR GERAL**

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

#### **DIRETOR**

Ricardo Barbieri de Andrade





## Acompanhe nossas redes sociais



[agorainvestimentos.com.br](https://agorainvestimentos.com.br)

### Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de fornecer informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Bradesco Corretora, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Semantix Tecnologia em Sistema da Informação, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., Inter S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Siderurgica Nacional (CSN), Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A. Inter S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).