



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Intelbras



04/09/2024

Uma grande e bem precificada empresa: Revisando recomendação para Neutra

- > Estamos revisando a cobertura da Intelbras para Neutra e mantendo o preço-alvo para 2025 de R\$ 26,00. Temos uma visão estrutural positiva sobre a Intelbras, mas o consenso já reflete os bons resultados esperados, e o valuation nos parece justo.
- > Vemos a Intelbras com as qualidades e ativos para sustentar um crescimento robusto e margens sólidas por um longo período de tempo. O crescimento deve vir de esforços contínuos para ganhar eficiência e introduzir novos produtos. No entanto, o surgimento de novos “sucessos de bilheteria”, como painéis solares, é incerto.
- > Estimamos um crescimento de receita de 14,3% em 2024 e 14,0% em 2025. A margem EBITDA deve subir para 14,8% em 2024 (+1pp em base anual) e depois retornar gradualmente para aproximadamente 14,0% no longo prazo. A Intelbras está em um momento operacional positivo, e o 3T24 deve mostrar um crescimento mais forte, com margens mais altas.
- > Em nossa visão, a INTB3 tem atualmente um preço justo. Embora seu índice P/L pareça baixo em 10x para 2025, acreditamos que uma métrica de fluxo de caixa descontado poderia ser mais pertinente.

Crescimento sólido a longo prazo. A Intelbras tem qualidades e ativos para atingir sua meta de aumentar o faturamento acima de 10% em termos reais na próxima década. Estimamos um crescimento de 14,3% para 2024 em comparação anual e 14,0% para 2025. A empresa opera em mercados pouco penetrados e com uma marca forte. Sua extensa e leal rede de distribuição é sua principal vantagem competitiva e uma barreira de entrada para novos *players*. A Intelbras tem comprovado sua capacidade de agregar novos produtos/mercados com bom histórico. No entanto, extrair vendas cada vez mais fortes dessa estrutura comercial (que não se expande muito) pode eventualmente se tornar um desafio.

Rentabilidade sólida. Com exceção de alguns curtos períodos de volatilidade, as margens EBITDA da Intelbras têm sido bastante sólidas ao longo dos anos. Sua estratégia consistente de repassar os custos para os preços, juntamente com um foco renovado no controle de custos, levou a um aumento na margem EBITDA nos últimos dois anos, apesar do aumento da concorrência e do aumento do dólar. Estimamos a margem EBITDA ajustada em 14,8% em 2024 e 14,5% em 2025 (vs. 13,8% em 2023). Estimamos um crescimento do EBITDA de aproximadamente 22% em 2024 e 12% em 2025. O ROE da Intelbras tem sido bastante sólido, em torno de 21% desde a sua oferta pública de ações.

Momento positivo. A Intelbras registrou forte desempenho de vendas no 2T24, com aumento da receita líquida de 22% em relação ao ano anterior. Embora parte desse crescimento deva ser atribuída aos pedidos transferidos do 1T24 (o 1º trimestre foi afetado por restrições logísticas), vemos os números do 2º trimestre como uma boa indicação de que as vendas permanecem bastante saudáveis (reduzindo as preocupações após um 1º trimestre fraco). Para o 3T, estimamos que o crescimento da receita deve acelerar ainda mais para 27% em comparação anual, com execução sólida e bases de comparação mais fáceis nos segmentos de Segurança e Energia. Em termos de EBITDA, a margem foi baixa no 2T, mas deve aumentar no trimestre, beneficiando-se dos recentes aumentos de preços (feitos em julho) e menores custos logísticos (de volta à normalidade).

Daniel Federle 

Henrique Procopio Colla 

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

Imposto baixo de forma sustentável. A Intelbras aproveita diversos benefícios fiscais, pois suas fábricas estão localizadas em regiões do Brasil que proporcionam benefícios para fomentar a produção local. Embora a maioria desses incentivos esteja relacionada ao IVA (Imposto sobre valor agregado) mais baixo, como efeito colateral positivo, a empresa também desfruta de taxas de imposto de renda muito baixas (em torno de zero). A lógica é que o imposto de renda não pode ser cobrado sobre benefícios fiscais, e os benefícios de IVA explicam a maior parte dos lucros líquidos da empresa. Vemos a baixa tributação como sustentável no longo prazo com base na legislação atual, mas deve permanecer como um ponto de atenção, dada a sua relevância para os resultados e o fato de a legislação ser "volátil" no Brasil.

Tese de Investimento

A Intelbras produz e comercializa produtos em três segmentos principais: segurança, tecnologia da informação e comunicação e energia, oferecendo produtos como câmeras de vídeo, alarmes, fechaduras, roteadores, telefones corporativos, cabos e painéis solares. Com 480 pontos de venda terceirizados de seus distribuidores, os produtos da Intelbras alcançam mais de 80 mil revendedores parceiros no país.

A Intelbras tem qualidades e ativos para continuar crescendo rapidamente. Opera em mercados pouco penetrados com uma marca forte e uma extensa e leal rede de distribuição, que é o principal diferencial competitivo da Intelbras. Os esforços da Intelbras para proteger a lucratividade dos distribuidores, os treinamentos intensivos e as equipes de suporte responsivas promovem a lealdade dos distribuidores.

Não vemos a Intelbras como um caso de investimento em que devemos esperar surpresas significativas no crescimento ou nas margens. Achamos que a história é de uma empresa que tem os atributos (marca, distribuição, inovação) para continuar crescendo bem com lucratividade sólida por um longo período de tempo. Dito isto, a volatilidade nos resultados trimestrais deve continuar ocorrendo.

Revisamos a cobertura da Intelbras com uma visão estrutural construtiva em relação à empresa, no entanto, optamos pela recomendação Neutra porque: (i) parece ser uma tese já bem precificada no mercado (segundo a Bloomberg, todos os analistas possuem recomendação de Compra para INTB3), e (ii) o potencial upside não é tão alto quanto a métrica de P/L para 2025 em 10x pode sugerir.

A Intelbras não tem um par perfeito. A maioria das discussões de *valuation* se concentra no desconto para pares globais. No entanto, as comparações com pares globais nunca são diretas. Tendemos a ver bons varejistas locais como melhores pares, e eles negociam em linha com a Intelbras, com P/L em torno de 10x.

Cinco pontos-chave

1: Intelbras tem alavancas para entregar crescimento robusto de longo prazo.

Acreditamos que a Intelbras tem qualidades e ativos para atingir sua meta de aumentar o faturamento em mais de 10% em termos reais na próxima década. Estimamos que o crescimento deve vir dos esforços contínuos da empresa para ganhar eficiência e adicionar novos produtos e segmentos. Vemos três principais impulsionadores para o crescimento da receita nos próximos anos:

Ganhos de eficiência comercial: Acreditamos que ainda há espaço para mais ganhos de eficiência comercial. A Intelbras acompanha de perto o desempenho de vendas em diferentes partes do Brasil para identificar onde a empresa não está vendendo tanto quanto o potencial de vendas na região. Em conjunto

com seus distribuidores, estabelece estratégias atreladas a metas de seis meses, para que eles preencham essas lacunas, reforçando as equipes ou aumentando o foco em um determinado produto.

Novos produtos: Outro impulsionador de crescimento é a expansão do portfólio de produtos. A empresa busca aumentar a participação dos distribuidores na carteira comercializando novas linhas de produtos Intelbras (às vezes substituindo produtos de marcas concorrentes). Para isso, a empresa está sempre adicionando novos produtos ao seu portfólio, como a linha de fechaduras digitais em 2016, câmeras *wi-fi* em 2017, produtos solares em 2019, produtos domésticos conectados em 2020 e um novo portfólio de fibra em 2024.

Novos canais de vendas: Por fim, a Intelbras está sempre de olho em novos canais que possam explorar para aumentar as vendas. Como exemplo, a empresa aumentou sua presença no canal de integradores em 2018, passando a atender o segmento de grandes projetos. Outro exemplo, a Intelbras adquiriu 55% da colombiana Allume Holding em um primeiro passo para a internacionalização. De acordo com a Intelbras, ela vê a iniciativa de exportação como uma oportunidade para a empresa e planeja crescer com muito cuidado (atualmente, as exportações representam aproximadamente 2% da receita total), potencialmente por meio de fusões e aquisições adicionais em outros países.

2: A Intelbras possui atributos para sustentar margens estruturais sólidas

Em nossa visão, a Intelbras demonstrou que seu modelo de negócios é sólido. Sua margem EBITDA apresentou pequenas variações nos últimos anos, apesar dos ventos contrários relevantes. Acreditamos que a Intelbras possui uma marca forte e sua extensa e fiel rede de distribuição evita a entrada (ou reduz o impacto) de novos players. A combinação desses fatores permite que a Intelbras repasse os custos aos preços (proteja as margens) com apenas um pequeno impacto em seus volumes de vendas.

3: Os benefícios fiscais parecem sustentáveis; mas implicam riscos a longo prazo

A Intelbras aproveita diversos benefícios fiscais, pois suas fábricas estão localizadas em regiões estratégicas do Brasil que oferecem incentivos para fomentar a produção local. Os principais benefícios fiscais decorrem da Legislação de Informática e da Zona Franca de Manaus.

A Legislação de Informática (nº 8.248), que incentiva as empresas a investirem em P&D e inovação no setor, também prevê benefícios às empresas por meio da redução do IVA, bem como da redução do imposto sobre produtos industrializados (IPI) sobre produtos montados localmente, entre outros benefícios. Os produtos montados nos estados de Santa Catarina e Minas Gerais, onde a Intelbras possui três fábricas, de um total de quatro, são beneficiados por esse escudo fiscal.

Além disso, os produtos fabricados na fábrica de Manaus se beneficiam dos incentivos fiscais da Zona Franca de Manaus. Essa produção se beneficia da isenção do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e da redução do imposto de importação.

A Zona Franca de Manaus foi recentemente prorrogada até 2073, enquanto a Legislação de TI expira em 2032 com grandes chances de ser renovada. Portanto, vemos a baixa carga tributária como sustentável para o longo prazo, mas ainda deve ser um ponto de atenção dada a sua relevância e o fato de a regulação tributária ser volátil no Brasil. **Em nosso fluxo de caixa descontado, assumimos um imposto de renda de apenas 5% na "perpetuidade", e qualquer aumento implica um risco considerável de queda para nosso preço-alvo.**

4: Estimamos que o FCFE (fluxo de caixa livre para os acionistas) deve permanecer inferior aos lucros

O FCFE da empresa tem sido consistentemente menor do que os lucros. O FCFE da Intelbras tem sido altamente afetado pelo capex (investimentos) de expansão da companhia e pelas altas necessidades de capital de giro. Estimamos que o FCFE deve continuar funcionando em um nível abaixo dos lucros relatados.

A Intelbras acaba de concluir um ciclo de expansão plurianual com a construção de uma fábrica e a abertura de um centro de distribuição de grande porte, além de outros investimentos menores. Portanto, esperamos que o capex diminua nos próximos anos, ficando mais próximo do nível recente de manutenção em torno de R\$ 90 milhões/ano (que pode aumentar com a conclusão do novo centro de distribuição).

Para continuar crescendo, expansões adicionais devem ser necessárias de tempos em tempos. Estimamos que algum capex de expansão deve ser necessário a cada dois ou três anos. Em nosso modelo, assumimos um capex médio "normalizado" para vendas de 3,0% (manutenção + expansão) a partir de 2027, contra 2,5% em 2025 e 2026 (baixa expansão). Com base no histórico, há um risco de alta para nossas estimativas.

5: A avaliação não é uma pechincha do ponto de vista do FCF

A Intelbras não tem um par perfeito. A maioria das discussões de valuation se concentra em seu desconto em relação aos pares globais. No entanto, as comparações com pares globais nunca são diretas. No entanto, a Hikvision, que é uma das principais concorrentes da Intelbras em Segurança (50% da receita), está sendo negociada a 13x o múltiplo P/L esperado para 2025, o que não implica em um prêmio significativo devido ao seu menor custo de capital próprio.

Do ponto de vista do Fluxo de Caixa Descontado, o upside parece mais limitado. As razões para isso são: (i) as altas necessidades de capital de giro para entregar o crescimento estimado e (ii) o fato de que depreciação e amortização (D&A) ainda está funcionando abaixo do que seria um capex recorrente (manutenção + capex médio de expansão). Portanto, vemos o Preço(P)/FCFE como uma métrica de avaliação melhor, com INTB3 negociando a 16x P/FCFE em 2025.

Não achamos que a Intelbras seja cara em base de Fluxo de Caixa Livre, mas vemos que ela está próxima de seu múltiplo justo. Como comparação, na mesma métrica, temos a TOTS3 em 19x, mas a TOTVS está crescendo mais, com um modelo de receita recorrente e contratualmente ajustada pela inflação, além de espaço para expansão significativa nas margens - e ainda assim, a nossa recomendação para TOTS3 é Neutra, considerando o upside também limitado.

Revisão de Estimativas:

Intelbras	2024E	2025E	2026E
R\$ milhões	Novo	Novo	Novo
Receita Líquida	4.689	5.344	6.066
Ebitda Ajustado	692	773	876
<i>Margem Ebitda</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>
Lucro Líquido	595	700	810

Fontes: Bradesco BBI



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

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 Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

/ Seus investimentos merecem um time Classe Ágora \



Acompanhe nossas redes sociais



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 prover 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.

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 CTVM:

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 Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, 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: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Copel S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tenda S.A., Tupy S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tupy S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

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