

Análise Detalhada

# Brisanet Participações S.A.

2 de junho de 2023

## Resumo de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brA+/Estável/--
Ratings de Emissão	
Brisanet Participações S.A.	
1ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	brA+
Rating de recuperação	3(60%)
Brisanet Serviços de Telecomunicações S.A.	
1ª emissão de debêntures <i>senior secured</i>	brA+
Rating de recuperação	3(60%)

### ANALISTA PRINCIPAL

**Henrique Koch**  
São Paulo  
55 (11) 3039-9751  
h.koch  
@spglobal.com

### CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

**Wendell Sacramoni, CFA**  
São Paulo  
55 (11) 3039-4855  
wendell.sacramoni  
@spglobal.com

## Destaques da Análise de Crédito

### Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Posição de liderança em banda larga fixa na região Nordeste	Ambiente macroeconômico desafiador, com baixo crescimento do PIB e taxa de juros ainda elevada
Atuação concentrada em fibra ótica, com rede 100% integrada	Escala, diversificação geográfica e penetração de mercado inferiores às dos pares nacionais e internacionais
Resultados recentes sólidos, com crescimento gradual de receitas e margens	Risco de execução da estratégia em 5G, mercado novo com previsão de investimentos relevantes

**Expectativa de desaceleração na expansão do *backbone*, enquanto a empresa mantém o foco em ocupação da rede e início da operação móvel.** A Brisanet deverá apresentar redução no ritmo de sua expansão geográfica, após atingir quase 1,2 milhão clientes e 155 cidades atendidas com fibra ótica na região Nordeste. Esperamos que a empresa direcione sua estratégia para a maior ocupação de sua rede nos próximos anos. Isso deve se traduzir em melhor eficiência operacional e menor capex, após os importantes investimentos em infraestrutura de fibra, que também será necessária para suportar o início da operação em telefonia móvel. Estimamos um crescimento mais lento das receitas líquidas, atingindo R\$ 1,3 bilhão em 2023, ainda sem contribuição material do 5G, e chegando a R\$ 2,0 bilhões em 2025. Também esperamos uma gradual melhora na rentabilidade, seguindo os sólidos resultados apresentados nos últimos trimestres, com margem EBITDA acima de 44% em 2023 e entre 45% e 46% no médio prazo.

**Riscos de execução na operação móvel contrabalançados pela posição de liderança em fibra e histórico de execução consistente.** Apesar de nosso cenário-base considerar um início gradual e bem-sucedido da operação móvel, entendemos que há riscos significativos na estratégia, uma vez que se trata de um novo mercado para a empresa, com desafios operacionais e regulatórios relevantes. Entretanto, a Brisanet tem demonstrado, ao longo dos últimos anos, um histórico consistente na execução de seu plano de expansão em banda larga fixa. Isso tem lhe permitido manter sua posição de liderança e margens sustentadas, apesar dos desafios macroeconômicos e do ambiente altamente competitivo na região em que atua. Assim, acreditamos que a empresa manterá nos próximos anos a prudência observada até o momento em relação ao ritmo e qualidade da expansão, de forma gradual e bem estruturada.

**Fluxo de caixa livre ainda negativo, porém com alavancagem controlada.** Apesar da geração consistente de caixa operacional e da redução esperada no montante de investimentos, a Brisanet deverá continuar apresentando fluxo de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) negativo nos próximos anos. Acreditamos que a empresa seguirá recorrendo ao mercado de capitais para financiar sua expansão, enquanto mantém a alavancagem, medida pelo índice de dívida bruta sobre EBITDA, em torno de 3,0x, nível que suporta o rating atual.

## Perspectiva

A perspectiva estável do rating reflete nossa visão de que a Brisanet continuará expandindo suas operações e consolidando sua posição de liderança nos mercados em que opera, com início e gradual avanço da operação no segmento de telefonia móvel. Estimamos um índice de dívida bruta sobre EBITDA em torno de 3,0x-3,5x nos próximos anos, com margem EBITDA entre 44%-46% e FOCF negativo devido ao volume significativo de investimentos.

### Cenário de elevação

Podemos elevar nosso rating da Brisanet caso a empresa apresente aumento de escala mais rapidamente do que o esperado, com manutenção da sólida rentabilidade e ganho de participação de mercado. Nesse cenário, esperaríamos uma margem EBITDA consistentemente acima de 45% e índice de dívida bruta sobre EBITDA inferior a 3,0x.

## Cenário de rebaixamento

Um rebaixamento poderia resultar de pressões de liquidez decorrentes do importante plano de investimentos, caso não acompanhado de geração de caixa operacional. Além disso, veríamos eventual dificuldade de acesso a fontes de financiamento para seu crescimento, tanto por parte dos bancos quanto do mercado de capitais. Nesse cenário, esperaríamos margem EBITDA abaixo de 30% e dívida bruta sobre EBITDA acima de 4,0x.

## Nosso Cenário-Base

### Premissas

- Crescimento do PIB brasileiro de 0,8% em 2023, 1,7% em 2024 e 2,0% em 2025;
- Inflação média no Brasil de 4,8% em 2023, 4,5% em 2024 e 3,6% em 2025;
- Taxa básica de juros média de 13,3% em 2023, 10,1% em 2024 e 7,3% em 2025;
- As operações de banda larga fixa (B2C + B2B) devem representar cerca de 90% da receita em 2023, estabilizando-se entre 75%-85% nos próximos anos devido ao crescimento de suas outras linhas, em especial com o início das operações móveis/5G;
- Crescimento anual de cerca de 18% nos acessos de banda larga fixa nos próximos anos, como resultado da estratégia da empresa de manter o foco em melhorar a ocupação de rede, em vez de investir extensivamente em seu *backbone*;
- Margem EBITDA com melhora gradativa nos próximos anos, ficando em torno de 44%-46%, devido a ganhos de escala e alavancagem operacional;
- Capex da ordem de R\$ 670 milhões em 2023 e entre R\$ 800 milhões-R\$ 900 milhões nos anos seguintes, alocado para manutenção, tecnologia e desenvolvimento contínuo da infraestrutura móvel/5G;
- Pagamento de dividendos de 25% do lucro líquido do exercício anterior;
- Novas emissões de dívida para financiar a expansão, com alavancagem medida por dívida bruta sobre EBITDA mantida em torno de 3,0x.

## Principais Métricas

### Brisanet Participações S.A. – Principais indicadores

R\$ milhões	2021R	2022R	2023E	2024P	2025P
Acessos B2C (mil)	830	1.085	~1.300	~1.500	~1.800
Receita	728,8	985,2	1.200-1.400	1.500-1.700	1.900-2.100
EBITDA	239,6	438,0	550-650	700-800	800-9.000
Margem EBITDA (%)	32,9	44,5	44-45	44-46	44-46
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(470,1)	(503,9)	(400)-(500)	(300)-(400)	(300)-(400)
Dívida/EBITDA (x)	4,7	3,1	3,0-3,5	3,0-3,5	3,0-3,5
FOCF/dívida (%)	(41,6)	(37,6)	(15)-(25)	(10)-(20)	(5)-(15)
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,8	3,1	2,0-3,0	2,5-3,5	3,0-4,0

\*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado. FOCF (*Free operating cash flow*): Fluxo de caixa operacional livre.

## Descrição da Empresa

Fundada em 1998 na cidade de Pereiro (CE), a Brisanet Participações S.A. é uma das maiores provedoras brasileiras de fibra ótica do Nordeste. Atualmente, mantém liderança no setor de banda larga fixa na região Nordeste, atuando em todos os estados, com presença em 155 cidades. Além da banda larga, que representou cerca de 92% de sua receita em 2022, a empresa também oferece serviços de telefonia fixa, TV a cabo e telefonia móvel. Em maio de 2023, as famílias Nogueira e Estevam detinham 78,7% de participação na Brisanet, com as ações remanescentes divididas da seguinte forma: 0,2% entre os conselheiros e diretores da companhia, 0,7% em tesouraria e 20,3% em circulação no mercado.

### Brisanet Participações S.A. – Resumo Financeiro

#### Fim do período

	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro--			
(R\$ milhões)	2022	2021	2020	2019
Receitas	985,2	728,8	471,8	293,0
EBITDA	438,0	239,6	175,4	137,7
FFO	334,9	151,5	129,9	105,3
Despesas com juros	142,3	85,9	42,6	16,3
Fluxo de caixa operacional (OCF)	324,8	357,5	222,6	79,0
Investimentos	828,7	827,7	403,4	173,9
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(503,9)	(470,1)	(180,7)	(94,9)
Caixa e investimentos de curto prazo	595,1	1.047,5	180,8	38,8
Dívida	1.340,1	1.129,1	693,1	283,5
Patrimônio líquido	1.378,6	1.342,1	127,2	107,7
<b>Índices ajustados</b>				
Margem EBITDA (%)	44,5	32,9	37,2	47,0
Retorno sobre capital (%)	9,4	7,1	15,6	28,8
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	2,7	6,0	7,2	5,4
Dívida/EBITDA (x)	3,1	4,7	4,0	2,1
FFO/dívida (%)	24,2	31,7	32,1	27,9
OCF/dívida (%)	22,5	27,5	31,9	27,6
FOCF/dívida (%)	(37,6)	(41,6)	(26,1)	(33,5)

OCF (*Operating cash flow*): Fluxo de caixa operacional. FOCF (*Free operating cash flow*): Fluxo de caixa operacional livre. FFO (*Funds from operations*): Geração interna de caixa.

## Liquidez

Continuamos avaliando a liquidez de Brisanet como menos que a adequada. Esperamos que a relação entre fontes e usos de liquidez fique em torno de 1,1x nos próximos 12 meses. Em nossa visão, a empresa não conseguiria absorver eventos de baixa probabilidade e alto impacto sem necessidade de refinanciamento, principalmente em razão de seu relevante plano de investimentos.

#### Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 466 milhões em 31 de março de 2023;
- Geração interna de caixa projetada de cerca de R\$ 370 milhões nos próximos 12 meses.

#### Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de cerca de R\$ 143 milhões em 31 de março de 2023;
- Necessidade de capital de giro de aproximadamente R\$ 110 milhões nos próximos 12 meses;

- Capex de cerca de R\$ 500 milhões nos próximos 12 meses, demonstrando alguma flexibilidade da empresa em reduzir os investimentos caso necessário;
- Distribuição de cerca de R\$ 12 milhões em dividendos nos próximos 12 meses.

## Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

### Exigências

Atualmente, os *covenants* das debêntures da Brisanet requerem a manutenção de um índice de dívida líquida sobre EBITDA menor que 3,5x.

### Expectativa de cumprimento

Em 31 de março de 2023, a empresa estava em conformidade com as exigências contratuais de seus *covenants* financeiros, e acreditamos que continuará em cumprimento nos próximos anos.

A Brisanet negociou um *waiver* (perdão) em 2021, após descumprir seus *covenants* anteriores, que requeriam um índice de dívida líquida sobre EBITDA menor que 2,5x ao final de 2020.

## Fatores Ambientais, Sociais e de Governança (ESG - *Environmental, Social, and Governance*)

### Indicadores de Crédito ESG

E-1	<b>E-2</b>	E-3	E-4	E-5	S-1	<b>S-2</b>	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	<b>G-3</b>	G-4	G-5
- Não aplicável					- Não aplicável					- Gerenciamento de risco, cultura e supervisão				

Os indicadores de crédito ESG oferecem divulgação e transparência adicionais no nível da entidade e refletem a opinião da S&P Global Ratings sobre a influência que os fatores ambientais, sociais e de governança têm em nossa análise de ratings. Eles não são um rating de sustentabilidade ou uma avaliação de ESG da S&P Global Ratings. A extensão da influência desses fatores se reflete em uma escala alfanumérica de 1-5 em que 1 = positiva, 2 = neutra, 3 = moderadamente negativa, 4 = negativa e 5 = muito negativa. Para mais informações, veja nosso comentário "Definições e aplicação dos indicadores de crédito ESG", publicado em 13 de outubro de 2021.

Os fatores de governança são uma consideração moderadamente negativa em nossa análise de rating da Brisanet. Além dos dois membros independentes, o conselho de administração conta com membros que estão envolvidos nas atividades diárias da empresa. O presidente do conselho também ocupa os cargos de *Chief Operating Officer* (COO) e *Chief Technology Officer* (CTO) da empresa, enquanto o *Chief Executive Officer* (CEO) também atua como *Chief Financial Officer* (CFO).

## Ratings de Emissão – Análise de Recuperação

Avaliamos as seguintes emissões da Brisanet:

	Valor	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
<b>Brisanet Participações S.A.</b>				
1ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 300 milhões	Agosto de 2027	brA+	3(60%)
<b>Brisanet Serviços de Telecomunicações S.A.</b>				
1ª emissão de debêntures <i>senior secured</i>	R\$ 500 milhões	Março de 2028	brA+	3(60%)

### Principais Fatores Analíticos

- Os ratings de recuperação '3' das debêntures da Brisanet indicam nossa expectativa de uma recuperação significativa (60%) para os credores em um cenário hipotético de default.
- Avaliamos as perspectivas de recuperação da Brisanet mediante um cenário simulado de default, com uma abordagem de avaliação (*valuation*) de múltiplo de EBITDA.
- Nosso cenário simulado considera um default no pagamento em 2026, resultante de severa desaceleração econômica, redução na renda disponível dos consumidores e forte competição no setor, que provocariam uma queda significativa na geração de fluxo de caixa da empresa.
- Em nosso cenário simulado, estimamos que o EBITDA da Brisanet cairia para aproximadamente R\$ 170 milhões e não seria suficiente para cobrir suas despesas com juros e investimentos mínimos destinados à manutenção de suas operações.
- Nesse cenário de default, acreditamos que a empresa passaria por uma reestruturação em vez de ser liquidada, dada sua forte marca regional no setor de telecomunicações brasileiro.
- Utilizamos um múltiplo de 5,0x, que é menor que o padrão de 6,0x da indústria, devido às menores escala e diversificação geográfica da empresa se comparadas às de outros pares (por exemplo, para a Telefônica Brasil aplicamos um múltiplo de 6,0x).

### Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2026
- EBITDA em emergência: R\$ 170 milhões
- Múltiplo de EBITDA: 5x
- Valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado: R\$ 860 milhões
- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 815 milhões
- Jurisdição: Brasil

### Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- Dívidas *secured* e *unsecured*: R\$ 1,2 bilhão (debêntures e dívidas bancárias)
- Expectativa de recuperação das debêntures: entre 50% e 90% (estimativa arredondada: 60%\*)

\*Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

## Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brA+/Estável/--
<b>Risco de negócio</b>	<b>Regular</b>
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
<b>Risco financeiro</b>	<b>Agressivo</b>
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
<b>Modificadores</b>	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Fraca
Análise de ratings comparáveis	Negativa
<b>Indicadores de Crédito ESG</b>	<b>E-2 S-2 G-3</b>

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Critério Geral: Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria de Telecomunicações e Cabos](#), 22 de junho de 2014
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1º de julho de 2019
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012

### Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

Copyright © 2023 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites [www.spglobal.com/ratings/pt/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.