

Análise

Relatório especial

Atualizado em 20.11.2021

Telefônica Brasil
VIVT3



PONTOS POSITIVOS

- Economia de escala
- Maior eficiência e produtividade que concorrentes
- Melhor alocação de capital
- Boa pagadora de dividendos
- Estrutura de capital conservadora



PONTOS NEGATIVOS

- Mercado altamente regulado
- Capital intensiva
- Setor monopolizado, mas com alta concorrência entre as dominantes
- Algumas unidades caminham rumo à exaustão de crescimento



COMO TUDO COMEÇOU

1972

A Telebrás, através de suas subsidiárias adquiriu quase todas as empresas telefônicas do Brasil, em um movimento de quase monopolização de serviços públicos de telecomunicações em todo o país.

1998

Antes de sua privatização, o Sistema Telebrás foi reestruturado para formar outras 12 novas *holdings*, em que os ativos iriam ser redistribuídos entre essas.

2007+

A Telefônica, que viria a ser a controladora da Vivo, adquiriu uma participação indireta no capital votante da Telecom Itália. Essa, por sua vez, detém participação indireta na brasileira TIM.

2010

Em acordo com a Portugal Telecom comprou-se 50% do capital social da Brasilcel, passando a Telefônica a deter 100% do capital dessa empresa. Na época, a Brasilcel tinha 60% no capital social da Vivo, que viria a ser incorporado pela Telefônica.

2014

Através de nova reestruturação, a Telefônica trocou sua participação na Telecom Itália pela aquisição da GVT mais emissão de debêntures conversíveis em ações da empresa italiana.

2015+

Em 2015, aquisição da Telefônica Transporte e Logística, empresa sediada no Brasil que fornece serviços de logística. Dois anos após, aquisição da Terra Networks, prestadora de serviços digitais e publicidade.

Em 2019 mais uma aquisição, agora de empresa que fornece projetos de engenharia, segurança corporativa, segurança da informação e IoT (rede de transmissão de dados).

O objetivo dessas operações era ampliar e integrar a oferta comercial de serviços de valor agregado aos clientes.



ÁREA DE ATUAÇÃO

Setor de Atuação

Comunicações



Subsetor

Telecomunicações



Segmento

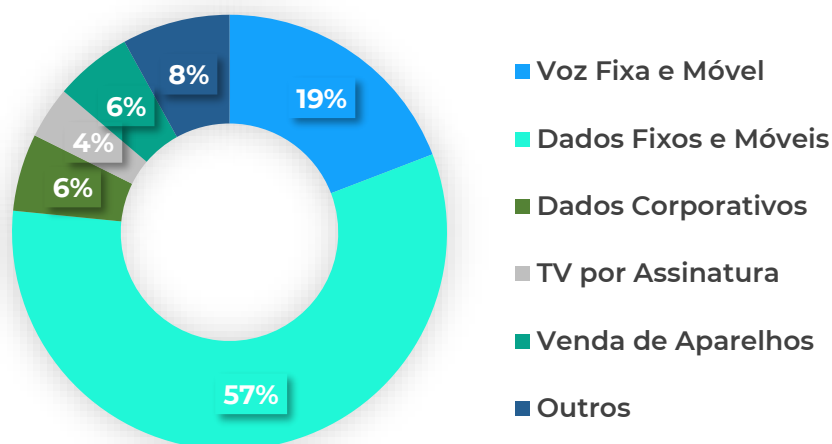
Telecomunicações

A Telefônica é a líder no mercado brasileiro de telecomunicações capitaneado principalmente pelos serviços móveis pós-pagos, embora em todos os outros mercados de atuação a empresa têm posição sólida. Suas unidades de negócios estão descritas abaixo.

- **Voz fixa e móvel:** aqui estão inclusos os serviços em regime público e privado de chamadas locais, intrarregionais, inter-regionais e longa distância.
- **Dados Corporativos:** a empresa fornece soluções completas em telecomunicações e suporte de TI que atendem as demandas das empresas, em todos os segmentos (varejo, indústria, governo, etc.).

- **Dados Fixos e Móveis:** no portfólio incluem os serviços de voz, acesso à Internet de banda larga móvel (3G, 4G, 4.5G), além de outros serviços de maior valor agregado, como o Vivo Meditação, Vivo Bem, *Ubook*, *NBA*, *NFL*, com planos pré-pago e planos Família. A empresa possui 39% de participação de mercado, sendo a líder isolada. Além disso, oferece banda larga fixa através de tecnologias como fibra (FTTH, que tem tecnologia mais nova e FTTC) e xDSL, que traz serviços de Internet através da linha de telefone, também uma tecnologia aquém da FTTH. Em banda larga móvel, a empresa tem atuação em quase todos os municípios brasileiros.
- **Serviços de TV por Assinatura:** composto pelos serviços via DTH, que utiliza satélites para a distribuição direta de sinais de rádio e TV; e IPTV, que utiliza protocolo IP para acesso. A companhia possui mais de 1,3 milhão de assinantes.
- **Venda de Aparelhos e Acessórios:** a venda abrange produtos certificados e compatíveis à rede e serviços da companhia. A empresa atua diretamente com os fornecedores, como *Samsung*, *Apple*, *LG*, *Xiaomi*, *Huawei*, entre outros.
- **Outros:** abrange exploração industrial de redes e circuitos dedicados a prestação de serviços a terceiros.

Como visto, é uma empresa diversificada em áreas de atuação, assim temos na Figura 1 a participação de cada unidade na composição do faturamento da Telefônica.



*Figura 1 – Composição receita líquida.
Fonte: RI TELEFÔNICA.*

A Telefônica possui mais de 500 mil pontos de venda espalhados pelo país, os quais podemos destacar as lojas físicas Vivo, as autorizadas exclusivas, canal de varejo (equipe de vendas dos parceiros), mas, principalmente, o canal de distribuição.

No canal de distribuição são comercializados ao redor de 87% das vendas pré-pagas e 70% das recargas de celular, em uma rede que abrange loterias, correios, bancos, farmácias, bancas de jornal, padarias, postos de gasolina e outros. Por causa disso, avaliando a demanda, nota-se a alta capilaridade e força de venda da empresa (das concorrentes também, é verdade), visto que são canais de venda de fácil acesso e populares.

Pelo lado da oferta, se tratando de um mercado de difícil acesso e que exige alocação de capital intensivo para atingir o mesmo nível de escala dos grandes *players*, existem barreiras de entradas significativas a novos entrantes. Em reflexo disso, temos um mercado concentrado ao redor das maiores operadoras. Com isso, vemos a Telefônica em destaque, ilustrada nas Figuras 2 e 3.



Liderança de *market share* em:

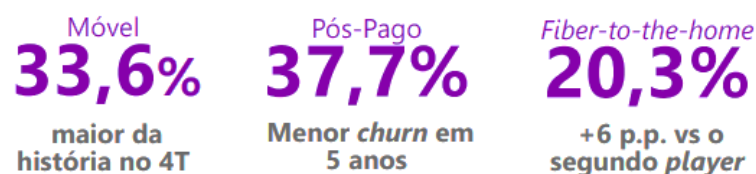


Figura 2 – Market Share.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

Expandindo essa análise com a comparação entre as principais operadoras do setor chegamos na Figura 3.

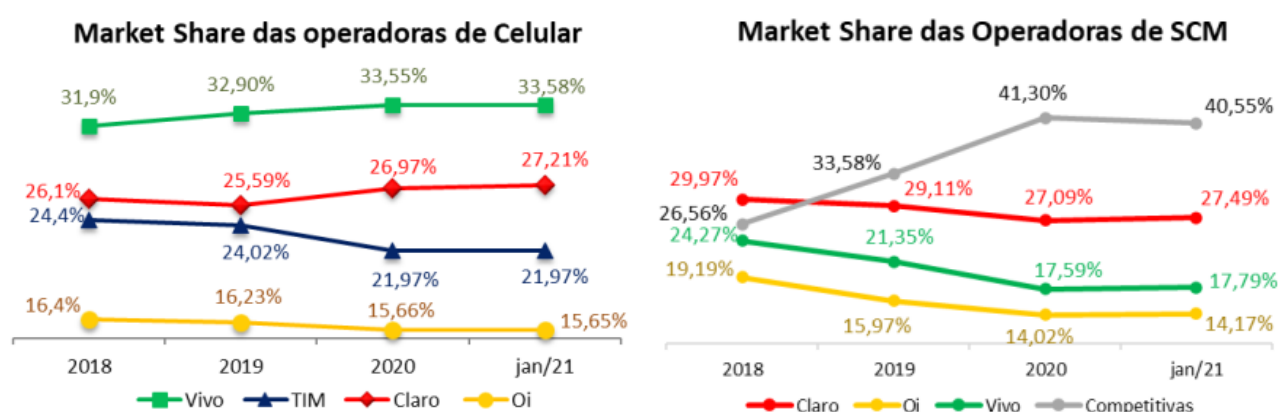


Figura 3 – Market Share Serviço Móvel e Banda Larga Fixa.
Fonte: ANATEL.

Entre os mercados destacados, aquele que apresenta maior nível de competição é o de banda larga fixa, visto a existência de mais competidores regionais, que ganharam *market share* nas pequenas e grandes cidades. Contudo, em FTTH, tecnologia mais nova, a vantagem da Telefônica é relevante.

Além do mais, diante da maior demanda por conectividade, o setor vem passando por uma modernização de seus serviços, direcionando esforços e investimentos para melhorar a experiência digital do cliente. Os principais *players*, por exemplo, aceleraram a cobertura da rede 4.5G e aumentaram a cesta de produtos, oferecendo melhor experiência de consumo.

Também em consequência da maior digitalização, enquanto os serviços de banda larga e FTTH ganham cada vez mais mercado, os serviços de TV por assinatura e Voz Fixa não mostram a mesma resiliência.

A queda anual no número de clientes dessas duas unidades é superior a 4,5 milhões de pessoas. Dessa forma, a Figura 4 mostra a redução dessas atividades na participação da receita líquida da Telefônica.

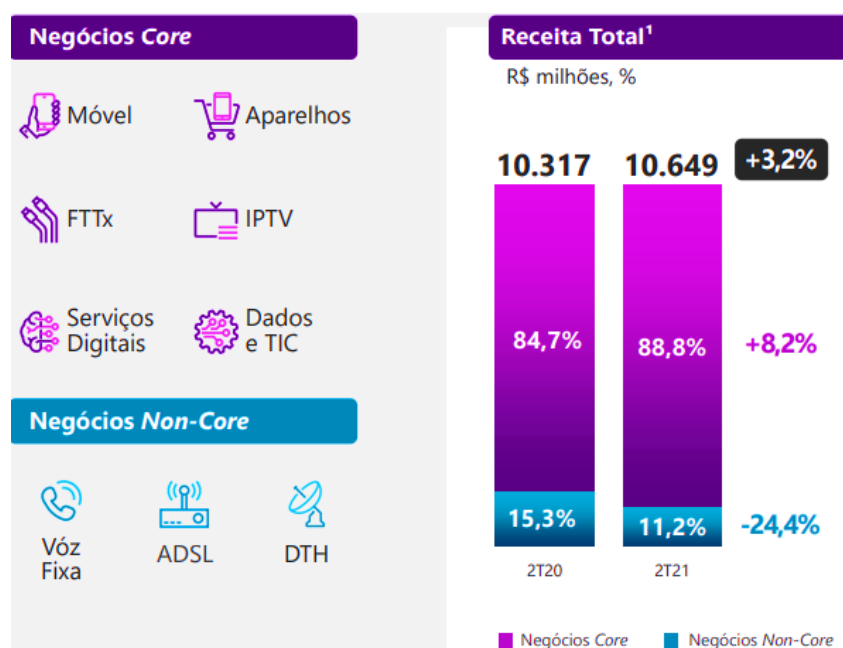


Figura 4 – Retração dos serviços non-core.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

O setor de telecomunicações vem se preparando para receber a tecnologia 5G no Brasil, que será uma revolução na transmissão de dados. No final de fevereiro, a Anatel (Agência Nacional de Telecomunicações) já havia aprovado o leilão, que deve acontecer em agosto de 2021.

O TCU (Tribunal de Contas da União) analisará o edital e os cálculos referentes aos valores das faixas leiloadas e dos investimentos que as empresas terão de fazer, em contrapartida.

Espera-se um investimento acima de R\$9 bilhões até 2025, além da criação de milhares empregos. A Telefônica é uma das interessadas no leilão, o que pode transformar as experiências dos clientes em algo ainda mais conectado e digital.



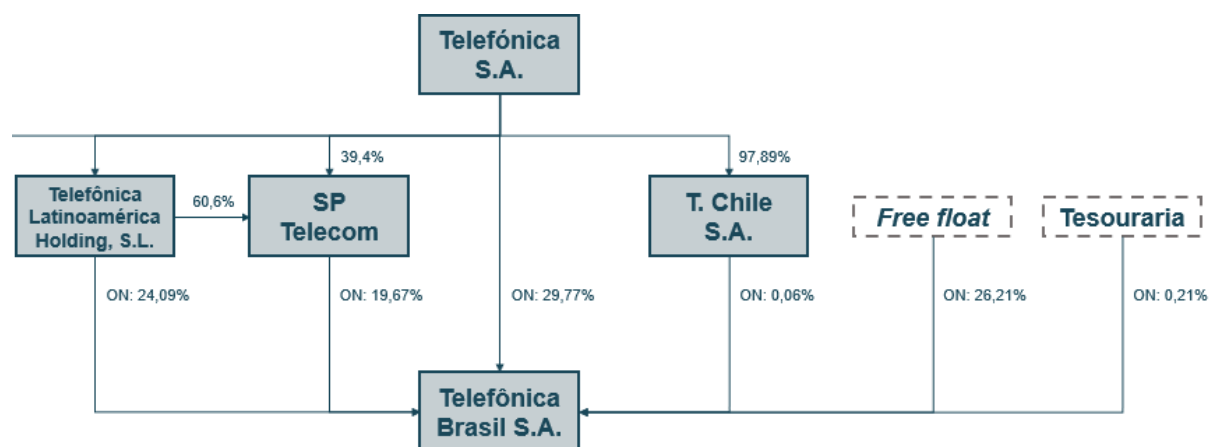
GOVERNANÇA, CONTROLE E DIRETORIA

A Telefônica está inserida no **segmento de Listagem Tradicional**, o nível de menor exigência conforme às boas práticas de Governança Corporativa, que requer somente o mínimo cobrado pela legislação.

A empresa só negocia ações ordinárias com *tag along* de 80%, sendo esse um ponto de atenção aos acionistas. Por outro lado, a Telefônica tem um Conselho de Administração formado em 67% por conselheiros independentes, que não tem vínculo com a empresa.

Além disso, a empresa recentemente já integrou o *Top 10* do Índice de Sustentabilidade S&P/B3 Brasil *ESG*, que trata de temas ambientais, sociais e de governança.

A Telefônica Brasil é controlada direta e indiretamente pela Telefônica S.A., conforme ilustra a Figura 5.



Fonte: RI TELEFÔNICA.



OS RISCOS DO NEGÓCIO

Os principais fatores de risco são:

O mercado de telecomunicações no Brasil é altamente concentrado ao redor das quatro principais empresas, que justamente por não terem mais concorrências conseguem trabalhar com margem de lucro menos pressionada. Não fosse só, esse também é um mercado de grandes barreiras de entrada a novos competidores.

Por outro lado, o **Risco de Concorrência** não garante até quando o mercado ficará concentrado, assim, quando ocorrer a abertura, *players* globais podem se instalar no país e acirrar a disputa por participação de mercado.

Além do mais, serviços de Voz Fixa e TV por Assinatura vem perdendo mercado, enquanto FTTH, que tem mercado crescente, possui maior concorrência.

O **Risco de Segurança Cibernética** envolve um ambiente cada vez mais propenso a ameaças de segurança. Por isso, é necessário identificar e remediar as possíveis vulnerabilidades técnicas, uma vez que *hackers* podem ter acesso a diversos dados dos clientes, sendo a Telefônica diretamente responsabilizada.

Por fim, destaca-se o **Risco de Regulação** pela Anatel, que define temas como: Licenciamento; Taxas e Tarifas; Concorrência; Padrões Técnicos e de Qualidade e Obrigações de Universalização dos Serviços. Com isso, a agência indiretamente impacta o faturamento da Telefônica, através de reajustes de tarifas, controles técnicos e permissão de novos concorrentes no mercado.



RESULTADOS ANTERIORES...

A resiliência da Telefônica foi ponto de destaque em vários períodos durante a última década, principalmente quando a crise econômica fechava empresas e reduzia a renda *per capita*, fatores de estabilidade no setor de telecomunicações. Assim, enquanto as concorrentes perdiam faturamento, a Telefônica crescia isolada durante alguns anos (cenário diferente do atual).

A aquisição da GVT, em 2014, se mostrou bem-sucedida devido as características complementares à Telefônica, com o foco principal em serviços de mais alto valor agregado, como a banda larga fixa de alta velocidade, enquanto a Telefônica se destacava na liderança do mercado de telefonia móvel, com posição forte no mercado corporativo.

As sinergias obtidas foram significantes, desde a redução dos custos em despesas com vendas, devido à redução dos gastos com propaganda por conta da unificação das marcas e pelos menores custos com *call center* e simplificação das ofertas.

Não só, a digitalização dos serviços se mostrou uma alavanca de eficiência na empresa, visto a redução das chamadas em *call center*, seguido de aumento de contas digitais em 23 pontos percentuais.

Porém, nos últimos 5 anos de resultados, temos um *CAGR* receita líquida de 0,2%, *CAGR* EBIT de 0,7% e *CAGR* lucro líquido de 1,0%. Isso é, estamos diante de uma empresa muito consolidada, mas que tem dificuldades em crescer.

Caso considerarmos a inflação, vemos que o crescimento real da Telefônica é negativo. Um dos pontos que podem explicar isso é a concorrência enorme entre as principais operadoras. Aqui vivemos basicamente um oligopólio em alguns serviços, porém entre si, as empresas são muito agressivas em fazer ofertas.

Com isso, vemos os anos passarem e os números da empresa ficarem estagnados. Devemos nos atentar a esse ponto. A partir disso, chegamos na Figura 6, com o desempenho operacional da empresa ao longo dos anos.

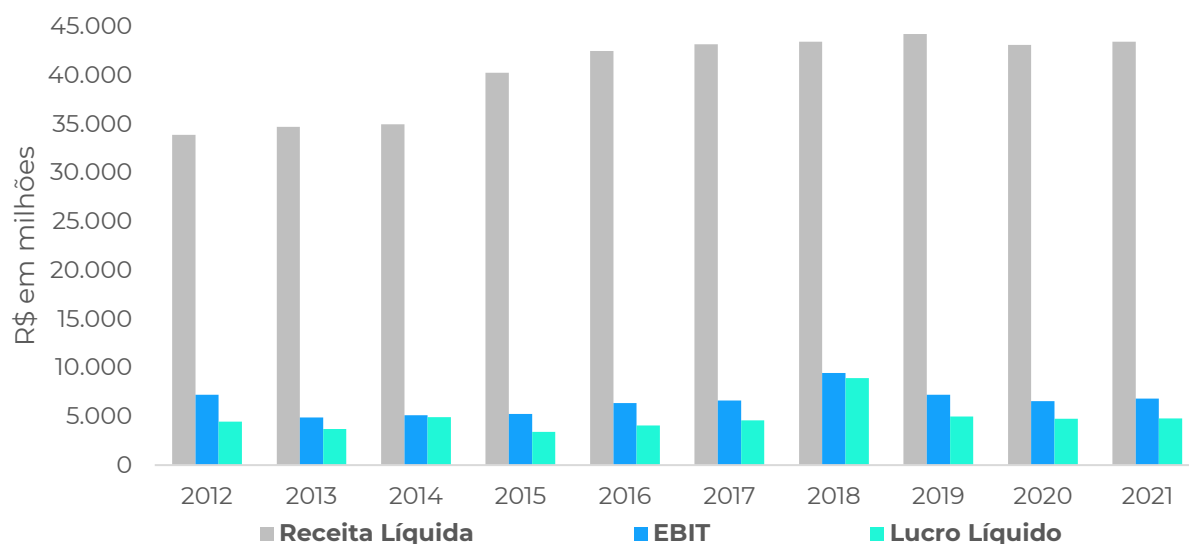


Figura 6 – Desempenho operacional.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

Assim, na Figura 7 vê-se a evolução do fluxo de caixa da companhia. O fluxo de caixa operacional da empresa cresce a taxas superiores a 15% ao ano pelos últimos 10 anos, o que demonstra a força das suas operações.

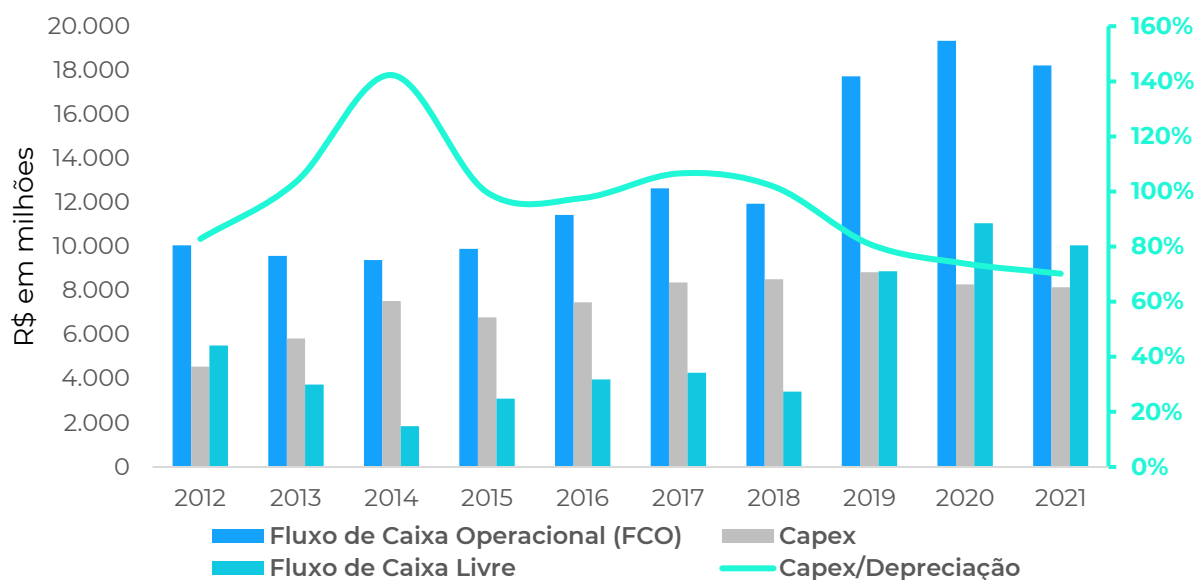


Figura 7 – Fluxo de Caixa.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

Interessante notar que o aumento no fluxo de caixa operacional não necessariamente teve de ser acompanhado de maiores investimentos. A relação média Capex/Depreciação igual a 0,99 ilustra que a Telefônica precisou apenas manter seu nível de ativos.

Aliado a isso, a empresa ainda conseguiu melhorar seu *ticket* médio a partir do momento em que ampliou sua rede de banda larga para a quase totalidade do país, aumentou a velocidade média dos pacotes de banda larga fixa e aumentou a participação dos pacotes pós-pagos na linha de serviços móveis.

Em serviços móveis a Telefônica saiu de 24,7% de pacotes pós-pagos em 2012 para 57,1% em 2020, contribuindo para o maior *ARPU* (receita média por cliente), que saiu de R\$23,90 para R\$29,10 no mesmo intervalo, um acréscimo de 21,7%.

Porém, apesar do melhor *mix* de clientes, a companhia reduziu sua participação de mercado em comparação ao início da década passada, reflexo da maior concorrência entre as grandes companhias do setor.

A Figura 8 ilustra como a melhor oferta dos produtos, aliado à maior digitalização, redução de custos e aquisição estratégica da GVT elevaram a margem EBITDA da companhia de 30,5% em 2013 para 41,3% em 2020.

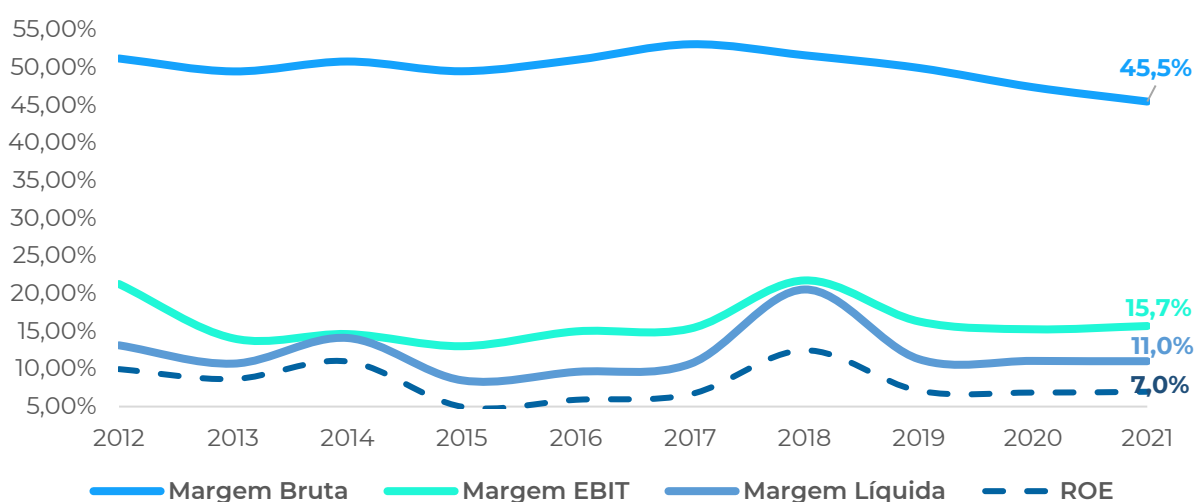


Figura 8 – Margens de operação.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

A margem líquida e ROE não conseguiram ter o mesmo acréscimo e podem ser parcialmente explicados pelo aumento do endividamento (pequeno aumento, mas suficiente para sentir o efeito) e menor rentabilidade do caixa devido à baixa taxa SELIC.

Em relação a sua saúde financeira, nota-se que na média histórica a companhia manteve a relação Dívida Líquida sobre EBITDA abaixo de 0,5x, um patamar seguro, ainda mais se tratando de um setor de capital intensivo. Esse fato reforça a capacidade de geração de caixa da companhia.

Também em reflexo disso, a empresa teve caixa suficiente para remunerar seus acionistas em forma de proventos. Atualmente a empresa negocia com *dividend yield* de 7,4%, enquanto mantém uma média de 95% de *payout*, o que demonstra sua filosofia de pagadora de proventos.



ATUALMENTE...

Desde que passou a priorizar a digitalização de seus serviços e a vincular parte da remuneração de seus executivos conforme o *NPS* (*net promoter score*), medidor de qualidade do atendimento aos clientes, a empresa possui o menor *churn* da sua história.

A redução desse indicador é importante pois avalia o quanto a Telefônica perdeu de cliente ou receita, sendo um indício de melhora da qualidade do serviço e maior fidelidade dos clientes. No Reclame Aqui, a nota da companhia é 3, muito baixa, embora ainda maior que as grandes concorrentes (Tim, Claro e Oi).

A Telefônica atingiu bom resultado em pontos de acesso (*homes passed*) a partir da expansão para 15,7 milhões de pontos na tecnologia de fibra óptica, aumento de quase 43% frente a 2019. A expectativa é ultrapassar 24 milhões de pontos até 2024. Esse é um mercado que entrega maior receita por cliente à empresa, por isso sua expansão é importante na estratégia corporativa.

Com isso, chega-se à Tabela 1, com os resultados divulgados para o último trimestre e os resultados anuais de 2020.

DRE (R\$milhões)	4T20	4T19	Variação	2020	2019	Variação
Receita Líquida	11.193	11.377	-1,6%	43.126	44.268	-2,6%
Margem Bruta	46,9%	49,0%	-2,0%	47,4%	49,9%	-2,6%
EBIT	1.954	1.979	-1,3%	6.582	7.215	-8,8%
Margem EBIT	17,5%	17,4%	0,1%	15,3%	16,3%	-1,0%
Lucro Líquido*	1.293	1.274	1,5%	4.771	5.001	-4,6%
Margem Líquida	11,6%	11,2%	0,4%	11,1%	11,3%	-0,2%

Tabela 1 – Demonstração de Resultado de Exercício.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

A menor receita líquida pode ser explicada pela retração nos serviços de voz fixa, banda larga de cobre, TV por assinatura e venda de equipamentos. Esses efeitos negativos foram parcialmente compensados pelo crescimento das receitas de banda larga de fibra óptica (FTTH) e IPTV.

Por outro lado, enquanto a inflação subiu 4,5% em 2020, as despesas operacionais reduziram 3,1%, mais um reflexo das medidas de digitalização e automação promovido pela Telefônica, que aumentou a penetração do *e-billing*, pagamento e recargas digitais e redução de 24% dos contatos telefônicos via *call center*.

Com isso, o *OPEX* (*operational expenditure*), que são os gastos para manutenção das operações da companhia, sofreu forte redução. Não só, na Figura 9, nota-se que a empresa conseguiu melhorar sua alocação de capital, visto que para a mesma quantidade de vendas precisou desembolsar menor *CAPEX* com ativos imobilizados e intangíveis.

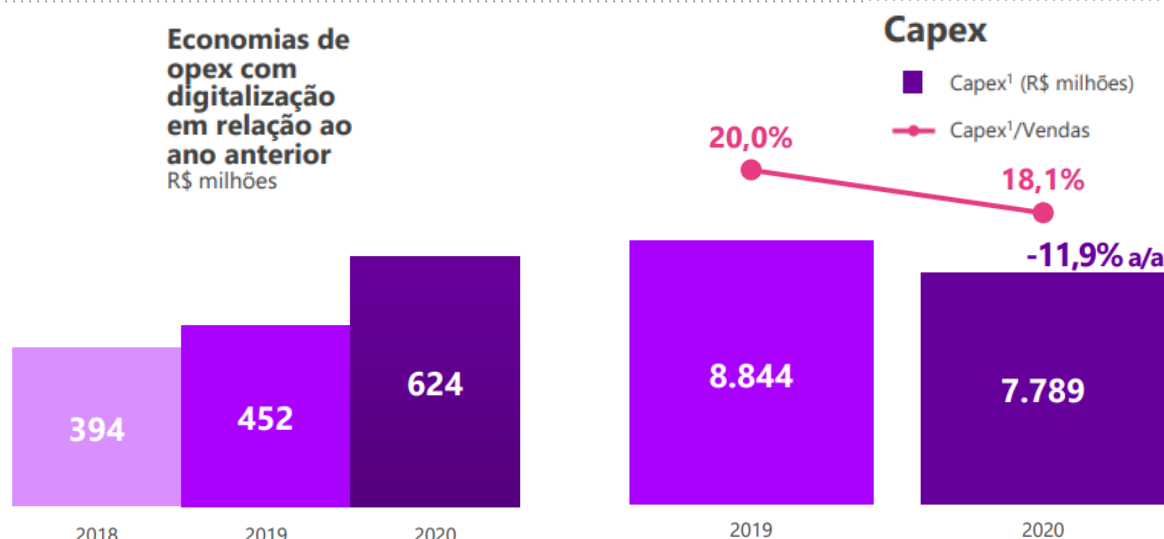


Figura 9 – Opex e Capex.
Fonte: RI TELEFÔNICA.

Além do mais, está programado para 2021 o leilão de frequências 5G, o que tende a revolucionar o mercado de telecomunicações. A Vivo já anunciou intenção de participar do leilão embora os valores ainda não tenham sido definidos pelo TCU.

Por fim, em Fato Relevante divulgado, a Telefônica, TIM e Claro compraram a unidade de ativos móveis “Serviço Móvel Pessoal” do grupo Oi, em leilão judicial.

A efetivação da aquisição deverá ocorrer conforme plano de segregação desses ativos, de tal maneira que as compradoras adquiram ações de uma sociedade de propósito específico, contendo os ativos dessa unidade.

Após concretizado o acordo, existe a possibilidade de geração de valor aos acionistas da companhia, visto a diluição de custos e ganhos de sinergias operacionais, o que pode acarretar em aumento da rentabilidade e lucratividade.



POSSÍVEIS CENÁRIOS

• **Análise de Múltiplos**

O método consiste na análise dos múltiplos das empresas. Para que sua eficiência seja atestada, é coerente que se compare empresas de mesmo setor de atuação e que, ainda por cima, essas empresas estejam no mesmo ciclo de vida, isso é, se estão em expansão, maturidade ou decaimento de suas atividades.

Para a comparação, foram selecionadas as empresas TIM (TIMS3), negociada na B3 e as empresas negociadas na NYSE América Móvil (AMX), controladora da Claro e T-Mobile (TMUS).

- **P/L:** indica o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo lucro da companhia; de outra forma, quantos anos os acionistas estão dispostos a investir de maneira a recuperar seu aporte inicial.
- **P/VP:** relaciona o valor de mercado da companhia com o seu patrimônio líquido. Assim, esse múltiplo é aplicado para saber quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo patrimônio da empresa.
- **EV/EBIT:** é a relação entre o valor de firma da empresa pela aproximação de seu lucro operacional descontadas depreciação e amortização. Portanto, é um múltiplo que avalia a operação e a posição de dívida líquida da empresa.

Pela Figura 10, não se pode perceber nenhum desconto das ações VIVT3 em relação às demais, principalmente porque as companhias negociadas na NYSE possuem um ROE bem maior, o que “encarece” o múltiplo P/VP. Até mesmo na comparação entre Telefônica e TIM é visível que as empresas negociam em múltiplos próximos.

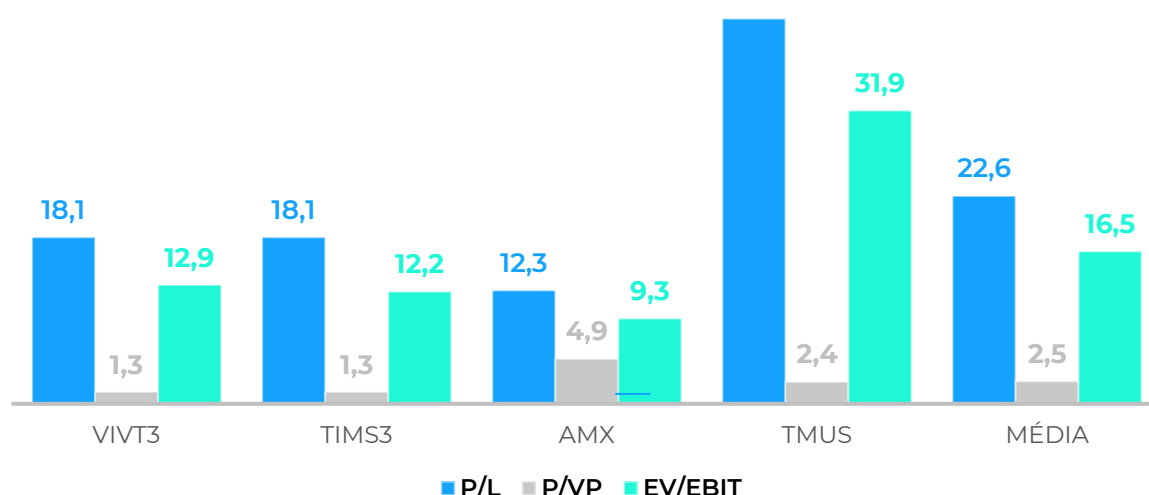


Figura 10 – Comparação de múltiplos.
Fonte: Status Invest / Guru Focus / Elaboração Própria.

Já na Figura 11, como se pode notar, as ações da companhia negociam a múltiplos acima àqueles praticados em anos anteriores. Esses valores já são desconsiderados de efeitos não recorrentes que acometeram a empresa em 2018.

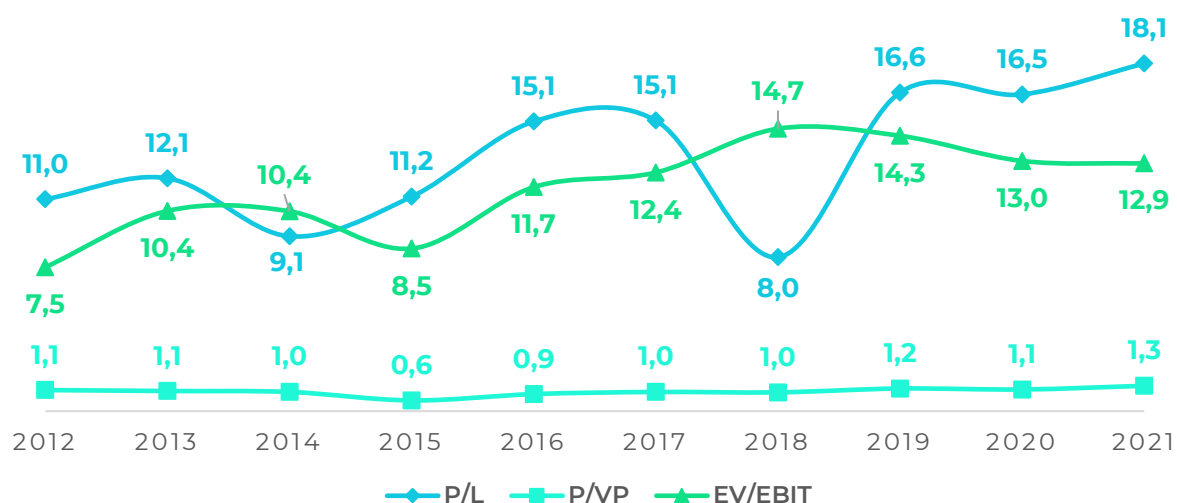


Figura 11 – Comportamento Histórico dos Múltiplos.
Fonte: Status Invest/Elaboração Própria.

• Modelo de Gordon

Esse modelo é útil e válido somente para empresas maduras e consistentes, que possuem perspectiva de crescimento linear e distribuição de proventos regular.

A intenção de análise com esse modelo é destrinchar o preço das ações sob a óptica do mercado. Ou seja, dado o preço das ações, busca-se um possível cenário pelo qual o mercado espera que a empresa cresça. Logo, a abordagem consiste em fazer uma estimativa reversa do preço.

Para esse método, são necessários três argumentos: custo de capital próprio (custo de financiamento do acionista); preço da ação e, por último, a quantidade de proventos distribuídos nos últimos doze meses. Em posse dessas informações, calcula-se o crescimento esperado para a ação.

Considerou-se o preço de fechamento da ação no dia 20/11/2021 em R\$52,40, além de R\$3,18 por ação distribuídos em forma de dividendos nos últimos 12 meses.

O resultado produzido é de crescimento nominal de 5,0% ao ano. Lembrando que crescimento é maior do que o CAGR EBIT nos últimos 5 anos, embora tenha sido impactado pelo contexto do isolamento social, que afetou as receitas da empresa.



OPINIÃO DO ANALISTA

A resiliência faz parte da identidade da companhia, que conseguiu passar ilesa em períodos de crise enquanto as demais concorrentes sofriam perdas.

Além do mais, a Telefônica se tornou consideravelmente mais eficiente e produtiva ao longo da última década. A digitalização e automação refletiram em aumento de mais de 10 pontos percentuais da margem EBIT em 7 anos.

No mais, a empresa também melhorou sua alocação de capital, evidenciado através do indicador Capex/Vendas e aumentou sua geração de caixa operacional apenas mantendo sua estrutura de ativos, mostrado pelo indicador Capex/Depreciação.

E apesar da companhia ser considerada de capital intensivo, a Telefônica não precisou abdicar de sua saúde financeira para se financiar. Isso deu suporte ao bom histórico de pagamento de dividendos aos acionistas.

Por fim, pela análise de múltiplos, viu-se uma empresa que negocia próxima a média do mercado. Já pelo Modelo de Gordon, nota-se uma expectativa de crescimento do mercado em linha com o próprio desempenho da empresa.

O desempenho operacional aquém da inflação nos últimos cinco anos é menos pior quando analisamos o bom retorno dos dividendos. Obviamente uma coisa não anula a outra, por isso, daqui em diante, monitoraremos o *case* da Telefônica mais de perto.

Todavia, por entender que as ações não possuem margem de segurança suficientes, não temos recomendação de compra para as ações da Telefônica (VIVT3).



SIMPLA CLUB



Gabriel é Analista CNPI, certificado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). Graduado em Engenharia Química pela Universidade Federal de Viçosa – UFV/MG.

Siga: @gabriel.investimento

Acompanhe o **SIMPLA CLUB** em todos os canais!



[Youtube](https://www.youtube.com/c/1milhaocom30)
[1milhaocom30](https://www.youtube.com/c/1milhaocom30)



[Instagram](https://www.instagram.com/simpla.club)
[@simpla.club](https://www.instagram.com/simpla.club)



[Telegram](https://t.me/simplaclub)
t.me/simplaclub



DISCLAIMER

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Gabriel Guimarães Bassotto (CNPI EM-2470), nos termos do art. 3, inc. I, da Instrução CVM 20/2021, com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.