



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Telecomunicações



27/11/2024

Empresas com *valuations* muito atraentes; VIVT3 é nossa principal escolha

- Mantemos a Vivo e a TIM com recomendação de Compra, mantendo o preço-alvo estimado para 2025 das ações da Vivo em R\$ 64,00 e reduzindo o preço-alvo estimado para 2025 das ações da TIM para R\$ 21,00 (de R\$ 22,00) devido a um crescimento ligeiramente menor.
- A receita total de serviços móveis do setor manteve um forte crescimento de 8,4%, em base anual, no 3T24 (8,5% no 2T24), reduzindo as preocupações sobre uma potencial desaceleração no 2º semestre de 2024.
- Os temores sobre a Nucl levaram as avaliações das empresas de telecomunicações a níveis muito atraentes. Vemos o retorno via dividendos robusto em 7,6% (Vivo) e 10,2% (TIM).
- Não esperamos que a Nucl afete a racionalidade de preços. Como evidência, com base em reuniões recentes, sentimos que a TIM está planejando executar normalmente seu aumento anual nos preços pós-pagos em 2025.
- A Vivo é nossa principal escolha devido a uma relação risco-retorno atrativa. As ações da TIM estão mais baratas, mas a dinâmica atual de receita da Vivo é mais sólida, a Nucl parece menos ameaçadora e a migração de concessão implica em espaço para revisão das estimativas para cima.

Risco de potencial desvalorização limitado. Os resultados do 3T24 mostraram um cenário saudável no mercado móvel. Portanto, os únicos fatores que pesam sobre as ações das empresas de telecomunicações são: (i) maiores taxas livres de risco e (ii) temores em relação a Nucl. As preocupações com a Nucl não devem se dissipar, mas parecem exageradas no momento, em nossa opinião, pois: (i) as ofertas da Nucl apresentam vantagens limitadas, (ii) as estimativas de receita das empresas de telecomunicações já são conservadoras em relação às taxas de crescimento atuais (implicando uma proteção); e (iii) mesmo com taxas de crescimento de receita mais baixas, os fluxos de caixa provavelmente continuariam registrando boa expansão, pois o capex deve permanecer estável, tornando os rendimentos eventualmente altos demais para serem ignorados. Portanto, apenas um grande impacto da Nucl (muito improvável, em nossa opinião) justificaria uma postura negativa em relação às empresas de telecomunicações aos preços atuais.

Vivo é nossa principal escolha. Estamos incorporando os resultados do 3T24 em nossos modelos e mantendo Vivo e TIM com recomendação de Compra, mantendo o preço-alvo estimado para 2025 das ações da Vivo inalterado em R\$ 64,00 e reduzindo ligeiramente o preço-alvo estimado para 2025 das ações da TIM para R\$ 21,00 (de R\$ 22,00) devido a um crescimento ligeiramente menor. Mantemos uma visão positiva sobre a Vivo devido a uma combinação de: (i) resultados resilientes e robustos, (ii) retorno via dividendos atrativo, (iii) potencial de alta adicional por conta da migração da concessão e (iv) baixo risco de desvalorização por conta da Nucl, em nossa visão. Também mantemos uma visão positiva sobre a TIM, com *valuation* muito atraente no nível atual. Comparada à Vivo, a TIM é ainda mais barata (maior *dividend yield*), mas ligeiramente mais arriscada, em nossa visão, dado sua dinâmica atual de receita relativamente mais fraca.

Daniel Federle 

Flávia Meireles 

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

Nenhum sinal de desaceleração no setor móvel. A receita total de serviços móveis do setor manteve um forte crescimento de 8,4%, em base anual, no 3T24 (8,5% no 2T24). Apesar de algum ruído desde o final do 2T24 sobre uma potencial desaceleração no 2º semestre de 2024, não vimos sinais de que isso aconteça até agora. No entanto, quando consideramos as empresas separadamente, houve algumas disparidades. A Claro foi a de melhor desempenho, com o crescimento do MSR (receita de serviços móveis) acelerando para sólidos 9,8% (9,1% no 2T24); a Vivo manteve um crescimento robusto do MSR de 8,8%; enquanto o MSR da TIM desacelerou para 6,3% (7,3% no 2T24). Para 2025, assumimos conservadoramente uma desaceleração no MSR total do setor para 6,8%. No entanto, vemos taxas de crescimento estáveis como possíveis, o que implica potencial de alta.

O medo da concorrência parece exagerado. As ações da Vivo e da TIM tiveram desempenho inferior ao do Ibovespa em 4% nos últimos 30 dias. Atribuímos a maior parte do desempenho inferior aos temores sobre a concorrência com o anúncio da Nucl. Embora fosse melhor para as empresas de telecomunicações não ter o Nubank entrando no mercado, não esperamos que a Nucl perturbe a racionalidade de preços que vimos nos últimos dois anos. Os planos da Nucl estão alinhados com outros planos do mercado e são inicialmente abordáveis para uma parcela limitada de clientes. Como evidência, baseada em nossas reuniões recentes, ainda vemos a TIM planejando executar seu aumento anual nos preços pós-pagos normalmente no próximo ano.

Vivo:

As adições líquidas pós-pagas da Vivo não são impulsionadas puramente pelos preços

Os planos móveis da Vivo são geralmente mais caros do que os da TIM e da Claro, em uma base de preço por GB. Apesar disso, a Vivo tem consistentemente relatado as maiores adições líquidas no segmento pós-pago (excluindo M2M e dongles).

O forte desempenho da Vivo em adições líquidas pós-pagas, apesar dos preços mais altos, nos leva a acreditar que a empresa estabeleceu algumas vantagens competitivas que provavelmente fornecerão maior proteção contra novos entrantes no mercado (por exemplo, NuCel).

Vimos investidores preocupados, acreditando que o desempenho superior da Vivo em adições líquidas pós-pagas poderia acabar desencadeando uma reação mais agressiva da Claro e da TIM. Na verdade, vimos a Claro com promoções em seu plano de controle de nível de entrada desde setembro deste ano, curiosamente sem impacto na dinâmica das adições líquidas até agora.

Em relação à TIM, não esperamos nenhum tipo de reação irracional. Consideramos a empresa satisfeita com seu desempenho no segmento pós-pago, e isso tem seus méritos, já que a base pós-paga da TIM vem crescendo no mesmo ritmo dos concorrentes (na verdade, um pouco mais rápido que a Vivo), dada a menor participação de mercado da TIM no segmento.

Aumentando nossas estimativas operacionais

Estamos aumentando ligeiramente nossas estimativas para 2025 para a receita da Vivo em 0,2% e EBITDA em 0,8%. O crescimento do MSR da Vivo tem sido robusto e resiliente, compensando a volatilidade nas receitas de Dados, TIC e Serviços Digitais. Além disso, a Vivo registrou um bom aumento em sua margem EBITDA (excluindo a linha Outros), mostrando alavancagem operacional em seu negócio de telecomunicações. Para 2025, estimamos crescimento da receita líquida de 6,3% (7,0% em 2024) e crescimento do EBITDA de 7,2% (7,0% em 2024), com uma desaceleração conservadora na receita para IPCA+2% e ganhos ainda nulos na linha de custo "Outros" (por exemplo, vendas de ativos

da concessão implicam espaço adicional para alta). Por fim, reduzimos nossa estimativa de lucro líquido para 2025 em 4,3% para R\$ 5,99 bilhões, devido à depreciação e amortização mais altas.

Revisão de Estimativas:

Vivo R\$ Milhões	2024			2025		
	Novo	Antigo	Δ%	Novo	Antigo	Δ%
Receita Total	55.726	55.707	7,0%	59.260	59.114	6,3%
EBITDA	22.816	22.737	7,0%	24.465	24.275	7,2%
Margem Ebitda (%)	40,9%	40,8%	0,0 p.p.	41,3%	41,1%	0,34 pp
Lucro Líquido	5.400	5.380	7,1%	5.988	6.260	10,9%

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

TIM:

O menor crescimento da receita da TIM é explicado principalmente pelo pré-pago

O MSR total da TIM cresceu menos do que seus pares. Essa lacuna no crescimento parece ser impulsionada principalmente por um desempenho mais fraco no segmento pré-pago. A receita pré-paga da TIM caiu 5%, em base anual, no 3T24, contra +1% da Vivo. Em nossa opinião, parte do declínio da receita pré-paga da TIM pode ser explicado por base de comparação mais forte, mas notamos que sua base de clientes pré-pagos também diminuiu em relação ao ano passado.

Acreditamos que um elemento-chave por trás do desempenho inferior da TIM é seu portfólio relativamente menos atraente de planos pré-pagos, em nossa opinião. Os planos pré-pagos da TIM geralmente apresentam preços mais altos e/ou preço por GB mais alto. Vale ressaltar que sentimos que a empresa não pretende aumentar os preços pré-pagos no 4T24 - já que o impacto líquido do aumento de preço realizado no 4T23 não foi tão positivo quanto o esperado.

Na verdade, para reduzir sua lacuna de atratividade em relação aos concorrentes, a TIM vem implementando diversas melhorias em suas ofertas pré-pagas, como: (i) incluir *cashback* em recargas feitas via PIX pelo aplicativo TIM; e (ii) mais recentemente, oferecer acesso ilimitado ao WhatsApp durante todo o mês em que o cliente fizer uma recarga, independentemente do saldo restante de GB.

Em nossa visão, fornecer uso ilimitado do WhatsApp pode reduzir a quantidade de recargas durante o mês. Por outro lado, a empresa deve ganhar participação de mercado entre clientes com orçamento limitado (que podem pagar apenas uma única recarga por mês) e ver valor em estar conectado o mês inteiro via WhatsApp - o aplicativo mais usado no Brasil. O impacto líquido ainda está para ser visto.

Considerando os diferentes métodos reportados pela TIM e pela Vivo, vemos duas maneiras de calcular a receita pós-paga da TIM: (i) considerando a receita pós-paga da TIM como MSR total excluindo a receita pré-paga (calculada como ARPU pré-pago x média de assinantes pré-pagos), incorporando assim outras receitas como roaming, trocas de rede, projetos de IoT; e (ii) considerando as receitas pós-pagas como ARPU pós-pago x média de assinantes pós-pagos.

Usando a primeira metodologia, vemos a TIM e a Vivo com desempenhos muito semelhantes nos últimos trimestres, com ambas as empresas mostrando forte crescimento de cerca de 10% na receita pós-paga. Usando a segunda metodologia, ainda vemos a TIM com um crescimento robusto, mas desacelerando no 3T24, abrindo uma lacuna em relação ao desempenho da Vivo. Independentemente da metodologia, a lacuna da TIM no crescimento total do MSR parece ser explicada principalmente por seu desempenho mais fraco no pré-pago.

Reduzindo nossas estimativas operacionais

Estamos reduzindo ligeiramente nossas estimativas para 2025 para a receita da TIM em 0,7% e EBITDA em 0,6%. O crescimento do MSR da TIM desacelerou nos últimos trimestres, mas permanece em um bom nível absoluto. Embora a lacuna da TIM em relação ao crescimento do MSR de seus pares não fosse inicialmente esperada, notamos que os resultados têm estado razoavelmente alinhados com o orçamento da empresa para o ano, e sua orientação deixa espaço para mais desaceleração. Do lado positivo, o EBITDA da TIM cresceu solidamente com as despesas operacionais sob controle. Para 2025, estimamos um crescimento da receita líquida de 5,0% (6,5% em 2024) e um crescimento do EBITDA de 6,0% (8,1% em 2024). Por fim, aumentamos nossa estimativa de lucro líquido para 2025 em 1,6% para R\$ 3,58 bilhões, devido a menores despesas financeiras.

Revisão de Estimativas:

TIM R\$ Milhões	2024E			2025E		
	Novo	Antigo	Δ%	Novo	Antigo	Δ%
Receita Total	25.423	25.470	6,5%	26.690	26.878	5,0%
EBITDA	12.632	12.646	8,1%	13.387	13.465	6,0%
<i>Margem Ebitda (%)</i>	<i>49,7%</i>	<i>49,7%</i>	<i>0,74p.p</i>	<i>50,2%</i>	<i>50,1%</i>	<i>0,47 pp</i>
Lucro Líquido	3.153	3.098	16,8%	3.578	3.523	13,5%

Fonte: Companhia e 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

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



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.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador na Oferta Pública de Valores Mobiliários de Cogna Educação S.A., Localiza S.A e Oceanpact S.A.

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., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Cosan 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., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE 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., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., CPFL Energia S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobrás S.A., Eletromidia 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., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE 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., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).