



Telefônica Brasil | VIVT3

Compra

Revisão: Um case de valor e fibra. Passamos para compra

Indicação

Ainda mais dominante em *share* nos últimos nove meses, gostamos do momento de Vivo em telefonia móvel e acreditamos que a continuidade do seu bom momento operacional, baseado no crescimento em quantidade e qualidade da sua carteira de clientes, pode resultar em boas taxas de expansão da rentabilidade média por usuário. Em banda larga fixa, embora o cenário atual seja mais desafiador, com a companhia tendo que flexibilizar a sua oferta de serviços sobretudo nas novas localidades em que chega, vemos muito valor para a operação, onde Vivo tem cerca de 14% de *share*. Tal valor está tanto no crescimento da performance de Vivo neste segmento, que ainda dispõe de baixa densidade no país, como nas sinergias e oportunidades cruzadas existentes entre os serviços de banda larga fixa e telefonia móvel. Vemos ainda as potencialidades dos segmentos móvel e fibra mais que compensando as quedas naturais nas receitas das operações de tv por assinatura e telefonia fixa, onde a migração do regime de concessão para autorização é um fator capaz de gerar valor para a companhia, que seguirá distribuindo excelentes proventos à sua base de acionistas. Diante dos seus predicados operacionais, financeiros, da expectativa de bons proventos e acreditando que os termos finais da mudança de regime em telefonia fixa não estão totalmente contemplados no preço da sua ação, passamos a recomendar a compra das ações de Telefônica Brasil (VIVT3).

Resumo

Telefonia Móvel

- Mercado é maduro, mas ainda existe espaço para crescimento
- 5G vêm sendo muito bem implementado, mas serviço pode chegar a mais gente e contribuir ainda mais para a monetização das operadoras
- Incumbentes ainda dominam e migração para pós-pago está cada vez mais em foco
- Vivo têm observado um 2024 positivo em termos de rentabilidade
- Entrada do Nubank é um movimento a ser observado, mas acreditamos que efeitos para Vivo e Claro serão menores que para Tim
- Após um primeiro momento onde a Tim conquistou muitos clientes, Vivo e Claro, agora, nos parecem as grandes beneficiárias da saída da Oi

Banda Larga Fixa

- Apesar da alta concorrência, segmento é uma relevante avenida de crescimento
- Pequenas dominam e grandes têm que ser criativas
- Objetivo de Vivo em fibra é alcançar 29 milhões de casas passadas até 2024

TV por assinatura

- Em mercado decadente, Vivo e Claro vêm capturando clientes da Oi

Telefonia Fixa

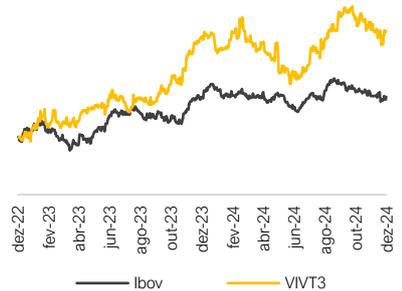
- Alteração de concessão para autorização é o ponto mais importante

Abra Sua Conta

VIVT3

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	84.397,7	
Últ. preço	R\$	51,07	
Preço-alvo	R\$	63,00	
Potencial		23,4%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	14,7x	12,6x	13,9x
Ev/Ebitda	4,3x	4,0x	4,1x
P/VPA	1,2x	1,3x	1,0x
Oscilação	30d	12m	2024
VIVT3	-1,8%	0,4%	-0,4%
Ibov	-0,5%	0,1%	-5,2%
Comps	2023	2024	2025
ROE	7,2%	7,4%	9,4%
Alavancagem	0,2x	0,8x	0,7x

Histórico (base 100 = 24 meses)



Research

research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CFA

ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

Indicador	Premissas
Levered β	0,80x
% Debt Target	32%
WACC	9,0%
Risk Free (R\$)	7,1%
Risk Premium	5,5%
<i>g</i>	2,5%

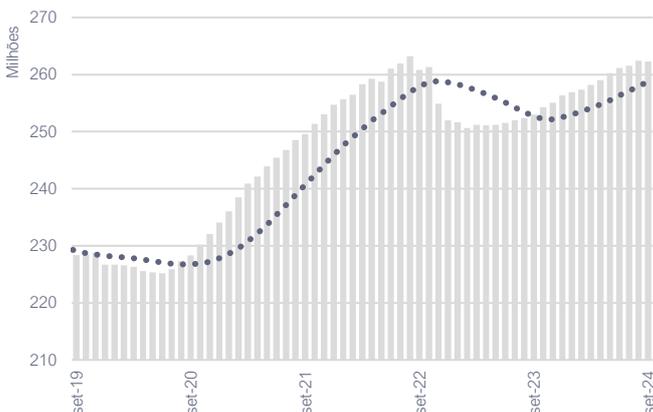


Telefônica Brasil | VIVT3

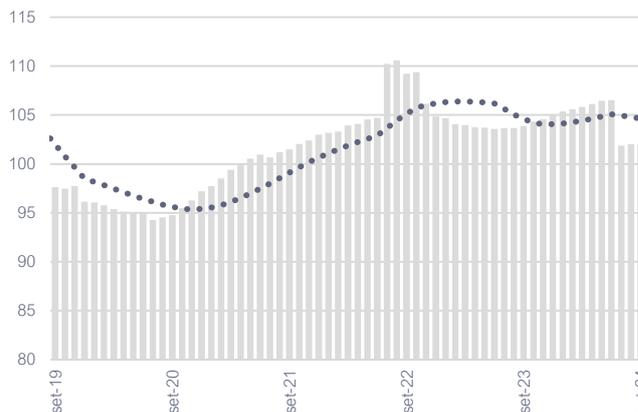
Compra

Telefonia Móvel – Mercado é maduro, mas ainda existe espaço para crescimento

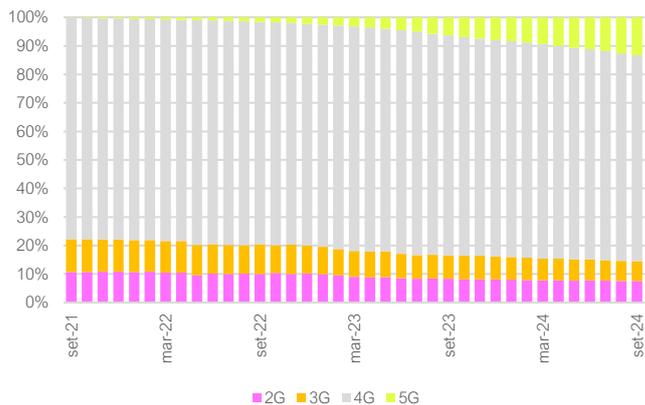
Acessos (linhas de celular)



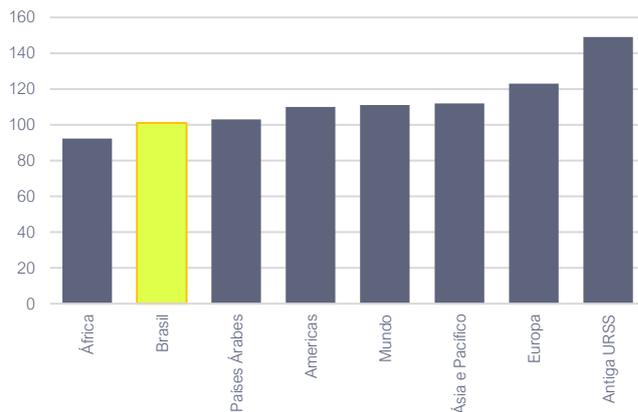
Nº de acessos para cada 100 habitantes



Tecnologia dos Acessos



Acessos Móveis por 100 habitantes no Mundo



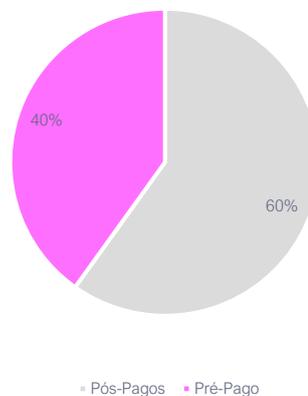
Durante 2024, o número de acessos no país seguiu crescendo nominalmente, porém a densidade, isto é, o número de acessos ajustado à 100 habitantes, segue muito comportada. Em suma, este movimento nos sugere que o mercado poderia estar apresentando um crescimento maior.

Do ponto de vista socioeconômico, a menor renda disponível, o baixo poder aquisitivo e a ainda alta penetração de pré vs. pós-pagos atuam como limitadores do crescimento de acessos. Notamos ainda motivos ligados à infraestrutura, como a dificuldade logística e os custos para o atendimento de determinadas zonas rurais e regiões mais remotas, como no Norte e Nordeste.

Citamos ainda fatores inerentes ao setor, como a alta necessidade de capital fixo, que acaba por comprimir a concorrência. Por fim, a baixa inclusão digital brasileira também é um fator que precisa ser vencido para que vejamos um maior crescimento da densidade de acessos.

Em suma, apesar de dispormos de uma densidade atualmente superior à 100%, o que denota alguma maturidade do mercado brasileiro e que os usuários, em média, dispõe de mais de uma linha ativa, ainda temos muito espaço para evoluir em acessos dado as oportunidades internas e nosso enquadramento perante outras nações.

Proporção de Pós x Pré-Pagos (%)



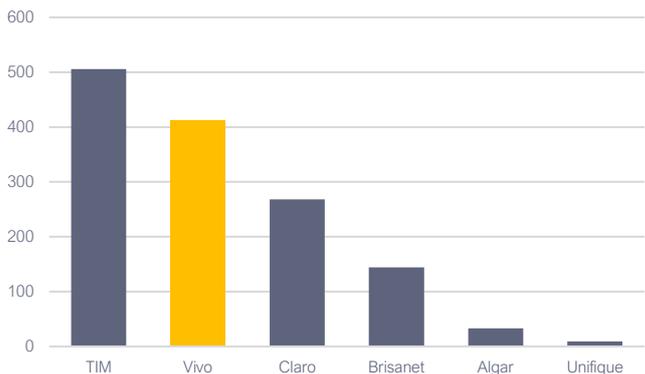


Telefônica Brasil | VIVT3

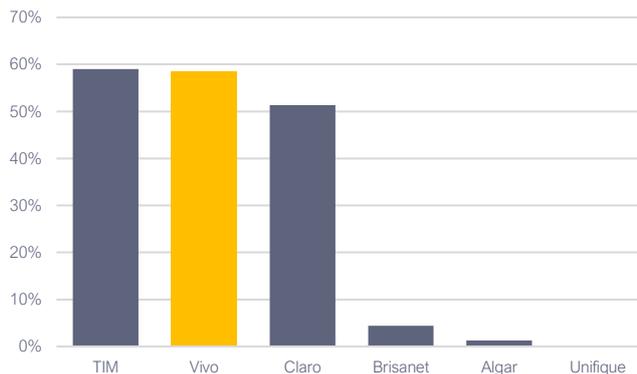
Compra

Telefonia Móvel – 5G vêm sendo muito bem implementado, mas serviço pode chegar a mais gente e contribuir ainda mais para a monetização das operadoras

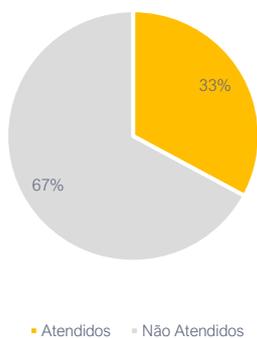
Total de municípios cobertos com 5G (3,5 GHz)



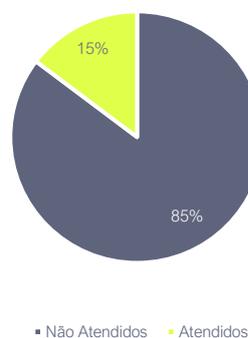
População coberta com tecnologia 5G no Brasil (3,5 GHz)



População Atendida com 5G (%) - Outubro/2024



Municípios Atendidos por 5G (%) - Outubro/2024



Os dados nos dizem que as operadoras têm sido certas quanto à implementação da cobertura de 5G. Atualmente, 2/3 da população já tem acesso ao serviço, cuja infraestrutura está devidamente instalada em apenas 15% (820) dos mais de cinco mil municípios brasileiros. Ao mesmo tempo que isto mostra uma racionalidade importante para o setor, contribui para nosso entendimento quanto a possibilidade de vermos um crescimento no número futuro de acessos, que embora não seja tão evidente quanto à esta primeira etapa de implementação já executada, deve ser alcançada com um custo por cliente mais baixo. Ademais, vale ressaltar que já esperávamos, em geral, menores necessidades de investimento na implementação das redes 5G frente ao 4G dado que podem se aproveitar da infraestrutura já instalada para outras tecnologias (redes e antenas, por exemplo), bem como dispõem de uma maior eficiência por espectro, o que tende a reduzir o número de equipamentos instalados.

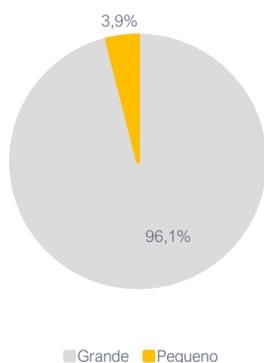
Acreditamos que o 5G, ao permitir a troca de dados com maior velocidade e menor latência, pode oferecer novas alamedas de crescimento tanto em acessos móveis como através do *cross sell* com outros serviços oferecidos, como em IoT e banda larga sem fio. Acreditamos ainda que o caminho natural para o setor seria a assinatura de acordos de compartilhamento de redes, tal como já é realizado nas redes 2G, 3G e 4G entre Vivo e Tim desde 2019. Tais acordos fazem ainda mais sentido num cenário de maior utilização das redes milimétricas.

Telefônica Brasil | VIVT3

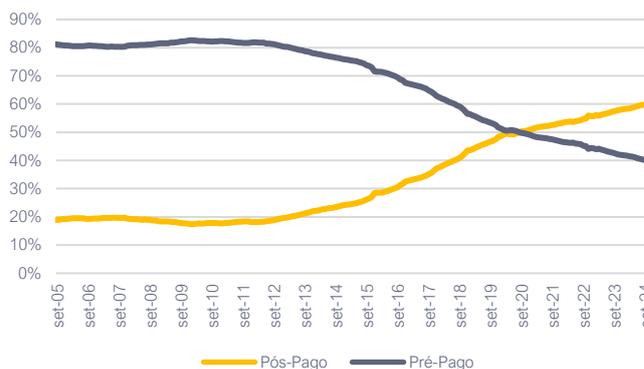
Compra

Telefonia Móvel - Incumbentes ainda dominam e migração para pós-pago está cada vez mais em foco

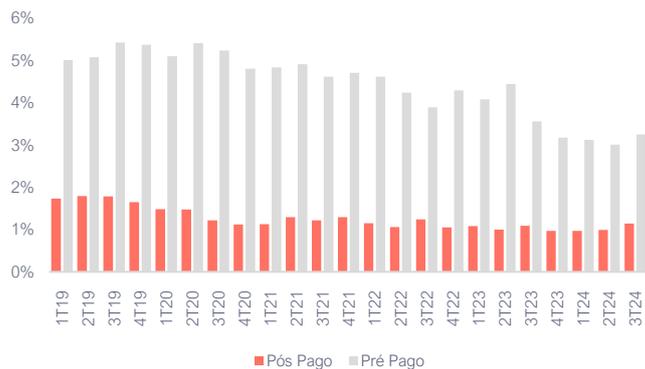
Acesso por Porte (%) - Brasil



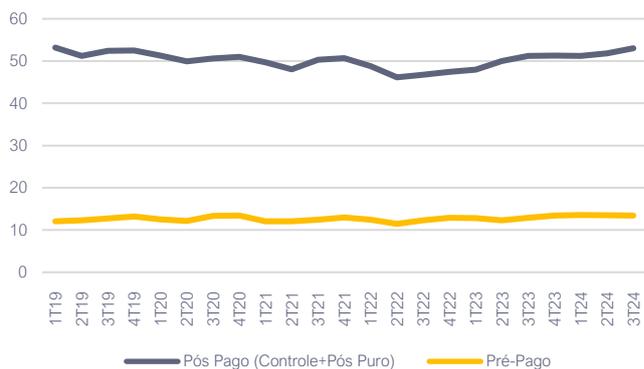
Acesso por Modalidade - Brasil



Evasão de clientes - Vivo (%)



Receita Média por Usuário (R\$) - Vivo



Migração para pós-pago segue em foco

Temos visto as empresas continuarem a incentivar as migrações dos clientes pré-pagos para pós. Conforme o gráfico acima, os clientes pós permitem que as empresas turbinem as suas receitas recorrentes por usuário, ao favorecer:

- um maior gasto médio, recorrência e previsibilidade no consumo de dados;
- uma maior gama de possibilidades de serviços cruzados (como ofertas que combinam acesso à serviços de *streaming*, *roaming* e descontos na compra de aparelhos);
- maior fidelização (menor *churn* de clientes);
- a redução de custos de gerenciamento (dado que a gestão de contas pós pagas é mais conveniente e previsível que a de recargas pré-pagas).

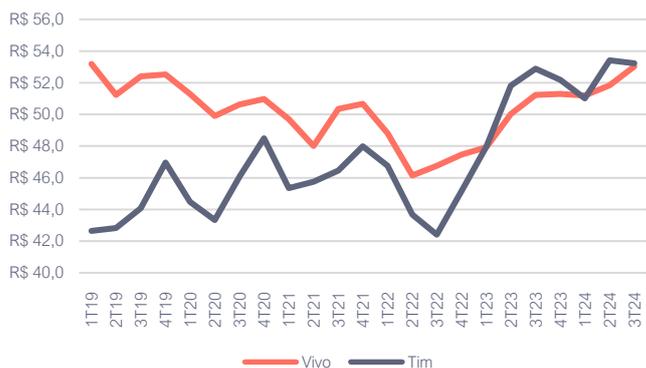


Telefônica Brasil | VIVT3

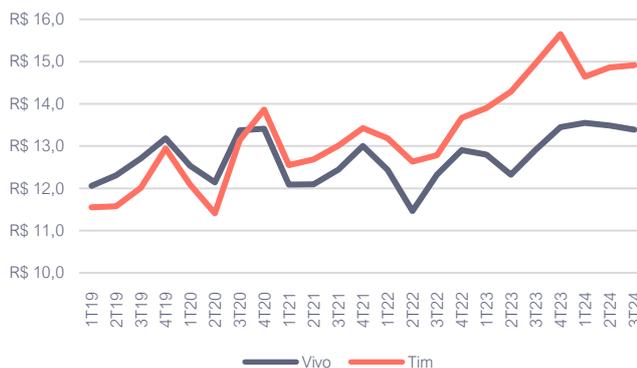
Compra

Telefonia Móvel – Vivo têm observado um 2024 positivo em termos de rentabilidade

Receita média por usuário (ARPU) - Pós Pago



Receita média por usuário (ARPU) - Pré-Pago



Estratégias entre as incumbentes possuem diferenças

Após a saída da Oi, que deixou o segmento de telefonia móvel para focar em outros mercados, o segmento passou a ser disputado majoritariamente por Vivo, Claro e Tim. Entendemos que esta concentração, por si só, foi benéfica para estas empresas em termos de rentabilidade.

Em Vivo, acreditamos que seu posicionamento *premium*, o oferecimento de pacotes com serviços que extrapolam a telefonia móvel e a banda larga fixa, a qualidade da sua rede, a percepção desta pelos clientes (que aceitam pagar mais por tal), a existência de um programa de fidelidade (Vivo Valoriza), bem como o êxito na migração de clientes pré para pós-pagos, somada ainda à uma excelente estratégia de segmentação e utilização de dados, que a facilita implementar reajustes que não diminuem a percepção de valor por parte dos seus clientes, constituem alguns dos fatores que acreditamos explicar o desempenho positivo que a operadora vêm obtendo na rentabilidade média por usuário ao longo dos últimos meses.

Frente à Claro, entendemos que Vivo se sobressai em cobertura e qualidade de rede enquanto a sua concorrente é conhecida pela velocidade da sua conexão. Na comercialização de combos, vemos a Claro mais agressiva que a Vivo em precificação. Vemos ainda uma diferença considerável na forma em que as empresas atuam no B2B, com Vivo focando em soluções de TI e IoT, enquanto a Claro tem um foco mais apurado ao provimento de soluções para pequenas empresas.

Na Tim, as práticas comerciais possuem menos sobreposição ainda frente àquelas envolvendo Vivo/Claro e a operação brasileira da multinacional italiana segue focando majoritariamente em telefonia móvel e comercializando apenas planos individuais aos seus clientes. É válido ressaltar que a TIM dispõe de um serviço de banda larga fixa, a Tim Live, e que, no futuro, a empresa pode gradualmente começar a vender combos. A temporalidade deste movimento, no entanto, segue incerta.

Apesar das diferenças, também estamos vendo Tim alcançar um bom desempenho em termos de rentabilidade tanto segmento pós-pago como no pré-pago. Acreditamos que a companhia vêm sabendo navegar diante de uma maior base de clientes pré-pagos, um posicionamento comercial mais agressivo e um menor efeito de diversificação de receitas frente aos seus pares.



Telefônica Brasil | VIVT3

Compra

Telefonia Móvel – Entrada do Nubank é um movimento a ser observado, mas acreditamos que efeitos para Vivo e Claro serão menores que em Tim

Nucel não veio tão disruptivo assim, sobretudo para Vivo e Claro.

O Nubank estrou no setor com o lançamento do NuCel no final de outubro/24 e as ações de Telefonica Brasil e Tim recuaram no dia. Entendemos, a princípio, que os efeitos práticos deste início de operação por parte do Nubank ficarão entre a preocupação demonstrada pelo mercado e a confiança presente nos discursos dos executivos das incumbentes durante os resultados do 3T24. Ademais, entendemos que os efeitos serão maiores para Tim que para Claro e Vivo.

Empresa	Plano	Franquia Livre (GB)	Preço	Custo por GB Livre	Diferenciais
Até 15GB Livres					
Banco Inter	Intercel	6	R\$ 15,00	R\$ 2,50	Benefícios financeiros, como cashback, no Banco Inter
Banco Inter	Intercel	14	R\$ 30,00	R\$ 2,14	Benefícios financeiros, como cashback, no Banco Inter
TIM	Tim Pré	13	R\$ 30,00	R\$ 2,31	Whastapp Grátis (menos voz e vídeo)
Claro	Claro Pré	12	R\$ 30,00	R\$ 2,50	Recarga usando Claro Pay ganha 2GB extra
Vivo	Vivo Pré	10	R\$ 30,00	R\$ 3,00	Bônus de internet em recargas
TIM	Tim Pré	16	R\$ 40,00	R\$ 2,50	Whastapp Grátis (menos voz e vídeo)
Claro	Claro Flex	15	R\$ 44,99	R\$ 3,00	100% digital, Internet 4,5G
Nubank	NuCel	15	R\$ 45,00	R\$ 3,00	Chamadas ilimitadas para qualquer operadora; WhatsApp ilimitado; "Caixinha" com 120% do CDI
Banco Inter	Intercel	13	R\$ 45,00	R\$ 3,46	Benefícios financeiros, como cashback, no Banco Inter
Vivo	Vivo Controle	14	R\$ 55,00	R\$ 3,93	Apps inclusos (GoRead, NBA Básico)
Até 25GB Livres					
Claro	Claro Controle	20	R\$ 54,90	R\$ 2,75	WhatsApp ilimitado
Claro	Claro Flex	20	R\$ 54,99	R\$ 2,75	100% digital, Internet 4,5G
Nubank	NuCel	20	R\$ 55,00	R\$ 2,75	Chamadas ilimitadas para qualquer operadora; WhatsApp ilimitado; "Caixinha" com 120% do CDI
Banco Inter	Intercel	23	R\$ 70,00	R\$ 3,04	Benefícios financeiros, como cashback, no Banco Inter
Vivo	Vivo Controle	16	R\$ 70,00	R\$ 4,38	Apps inclusos (GoRead, NBA Básico)
A partir de 25GB Livres					
TIM	Tim Controle	25	R\$ 54,99	R\$ 2,20	Acesso ilimitado às redes sociais
TIM	Tim Contr.+Deezer/Paramount+/Prime	25	R\$ 57,99	R\$ 2,32	Escolha de uma assinatura Deezer/Paramount+/Amazon Prime
Claro	Claro Controle	25	R\$ 64,90	R\$ 2,60	WhatsApp ilimitado
Claro	Claro Flex	30	R\$ 69,99	R\$ 2,33	100% digital, Internet 4,5G
Nubank	NuCel	35	R\$ 75,00	R\$ 2,14	Chamadas ilimitadas para qualquer operadora; WhatsApp ilimitado; "Caixinha" com 120% do CDI

Por que o movimento pode repercutir em um aumento da competição para as empresas ?

- O Nubank tem uma marca forte e seu sucesso pode fazer com que mais empresas adentrem ao mercado.
- A empresa dispõe de uma interface apreciada pelos usuários que, comumente, questionam os níveis de atendimento proporcionado pelas incumbentes.
- Seu custo de aquisição de cliente vs. operadoras deve ser sustentavelmente inferior, já que o cliente Nucel já é um cliente Nubank e está inserido no ecossistema do banco.



Telefônica Brasil | VIVT3

Compra

Telefonia Móvel – Entrada do Nubank é um movimento a ser observado, mas acreditamos que efeitos para Vivo e Claro serão menores que em Tim

Por que entendemos, que num primeiro momento, não deveremos ver grandes efeitos para Claro e Vivo ?

- Entendemos que ao optar por *chips digitais* e de início, em aparelhos *Apple* e alguns *Motorola*, o Nubank exclui parte relevante do seu próprio público deste serviço. A escolha faz a escala atual do serviço ser naturalmente muito pequena.
- O novo serviço de telefonia do Nubank não dispõe das tarifas por GB livre mais baixas nos segmentos que concentram os usuários mais sensíveis à preço
- A NuCel utiliza a rede da Claro e, atualmente, atende somente ao território nacional.
- Não há a oferta de combos (internet+banda larga).
- Já temos outro banco digital (Inter) operando no setor e sem disruptá-lo.
- Entendemos que, dentre as incumbentes, Tim é a que mais pode sentir os efeitos da entrada da NuCel. A empresa possui grande parte de suas receitas líquidas atreladas ao segmento de telefonia móvel e proporcionalmente, possui maior participação de clientes pré-pagos, que à priori, estariam mais sensíveis à trocar de operadora.
- Tanto os papéis de Vivo e Tim estão estáveis desde o dia de lançamento do NuCel (29/10). Acreditamos que os investidores estão esperando por mais informações antes de precificar o movimento.

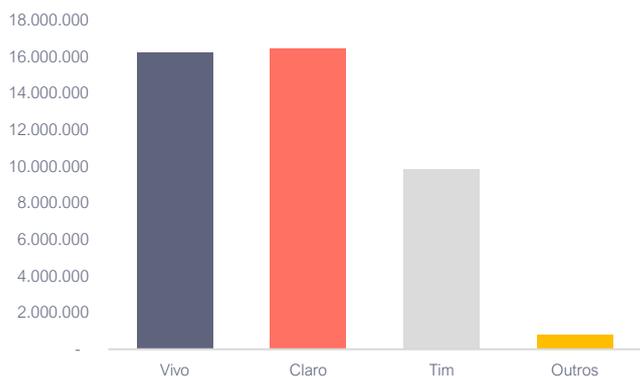


Telefônica Brasil | VIVT3

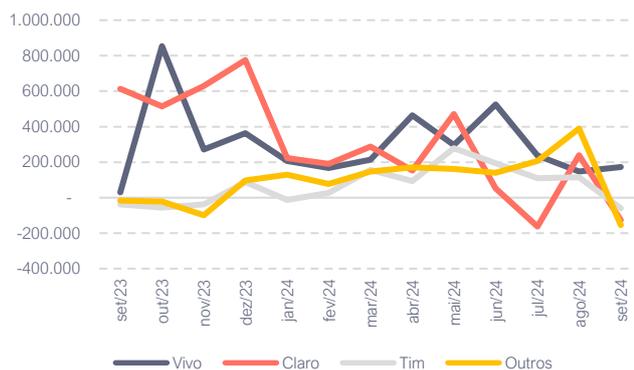
Compra

Telefonia Móvel - Após um primeiro momento onde a Tim conquistou muitos clientes, Vivo e Claro, agora, nos parecem as grandes beneficiárias da saída da Oi

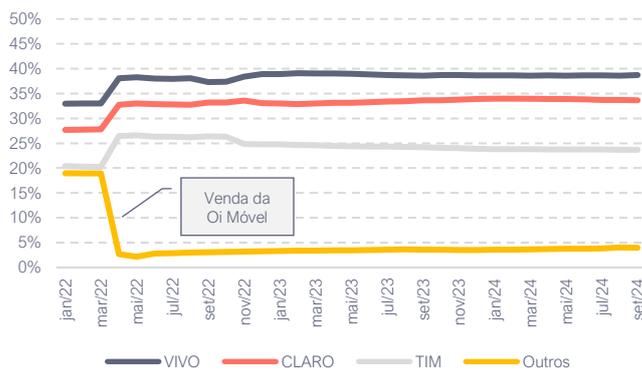
Crescimento de linhas após fim da Oi Móvel (abr/22 à set/24)



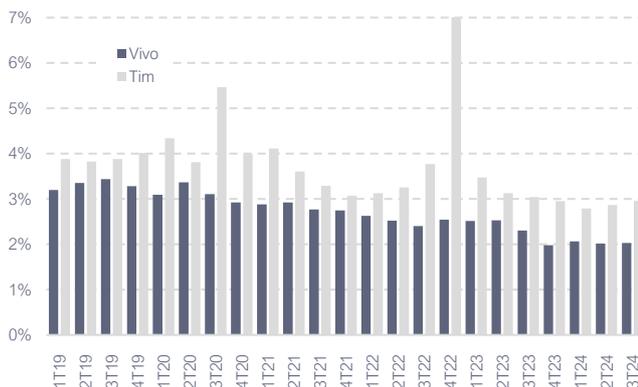
Crescimento de linhas - Mensal entre set/23 e set/24



Participação de mercado



Evasão de clientes



Em share, Vivo segue na ponta. Tim oscila mais que as rivais na adição e retenção de clientes

Em share vemos o domínio das grandes operadoras preservado. Motivos como o oferecimento de uma melhor cobertura, a disposição de economias de escala que lhes permitem ser mais competitivas na oferta de produtos sem abrir mão da sua rentabilidade e a quantidade e qualidade de serviços oferecidos em seus planos comercializados ajudam estas na fidelização de seus clientes. Dado as qualidades das incumbentes e as dificuldades já explicitadas para a entrada de novos concorrentes, não acreditamos na alteração desta dinâmica no futuro próximo, o que é favorável para Vivo, Claro e Tim em termos de rentabilidade.

Notamos ainda que, após um primeiro momento onde a Tim foi a grande beneficiada dos clientes e infraestrutura da Oi, Vivo e Claro vêm conseguindo dispor de maior preferência por parte dos clientes, com a Vivo, inclusive, tendo registrado somente adições líquidas positivas desde setembro de 2023. Até setembro de 2024, por exemplo, enquanto a Vivo adicionou 2,4 MM de acessos, Claro adicionou 1,5MM, a Tim observou um crescimento de 0,9 MM enquanto as demais registraram, somadas, um aumento de 1,3 MM.

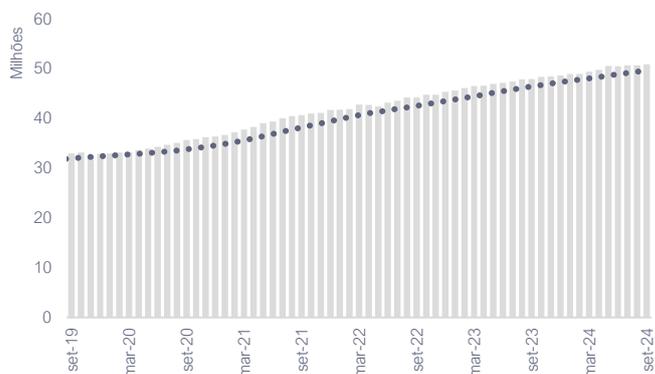


Telefônica Brasil | VIVT3

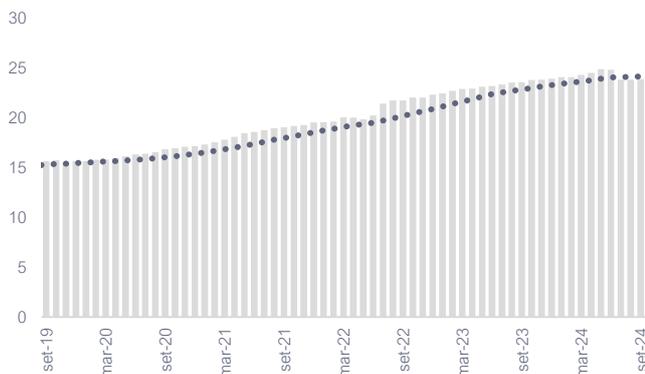
Compra

Banda Larga Fixa – Apesar da alta concorrência, segmento é uma relevante avenida de crescimento

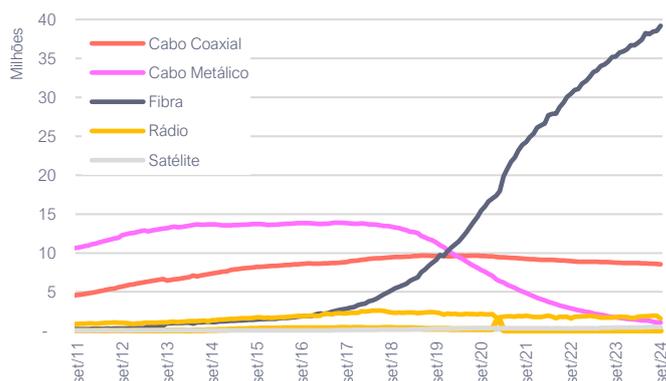
Número de pontos - Banda larga fixa



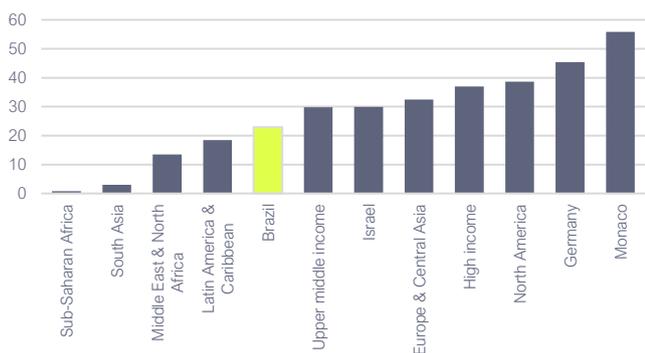
Pontos de banda larga para cada 100 habitantes (Densidade)



Banda Larga Fixa - Meios de Acesso



Densidade Global de Acessos à Banda Larga Fixa – (Acessos/100 habitantes)



Crescimento atual de acessos é abaixo do potencial. Baixa densidade mostra que existe bastante espaço para crescimento.

O número de acessos e a densidade em banda larga fixa no Brasil têm mostrado evolução nos últimos anos, porém nossa leitura é que existe espaço para o crescimento nominal de acessos e, em termos de densidade (acesos/100 habitantes), o hiato a ser percorrido perante à outros países também é grande.

Entendemos ainda que o ganho de relevância da fibra, ao substituir tecnologias mais ultrapassadas (como cabos metálicos), permite que tenhamos um crescimento mais rápido na velocidade e na qualidade dos acessos, o que pode funcionar como um propulsor tanto para a evolução do número de acessos, como da percepção de valor por parte dos clientes, o que pode significar um menor *churn* para as operadoras no futuro e uma maior facilidade no repasse de preços por parte destas.

Ademais, a maior regionalidade do serviço (que abordaremos a frente), as iniciativas de política pública e temas seculares, como o avanço do trabalho remoto e o maior consumo de conteúdo digital, apontam para um crescimento da demanda pelo serviço nos próximos anos. Cabe as incumbentes saber como operar e maximalizar a sua rentabilidade diante deste cenário.

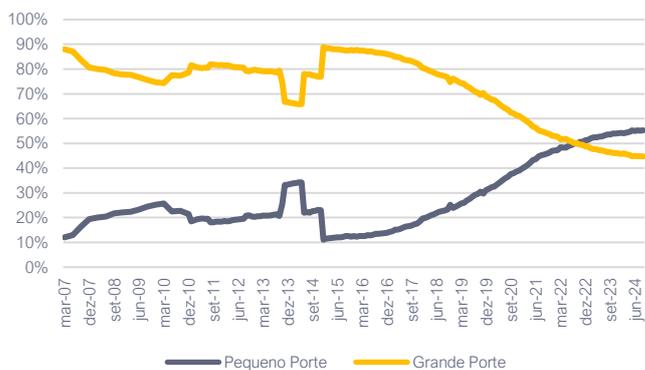


Telefônica Brasil | VIVT3

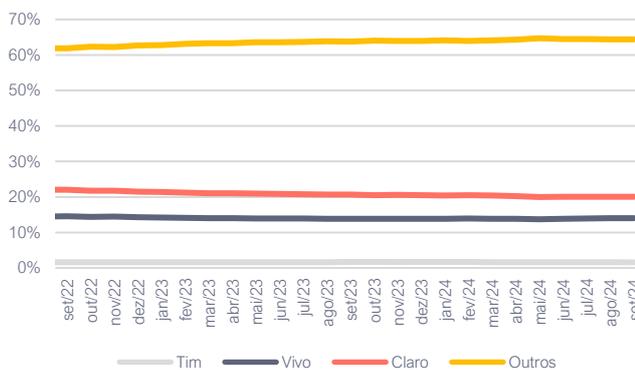
Compra

Banda Larga Fixa – Pequenas dominam e grandes têm que ser criativas

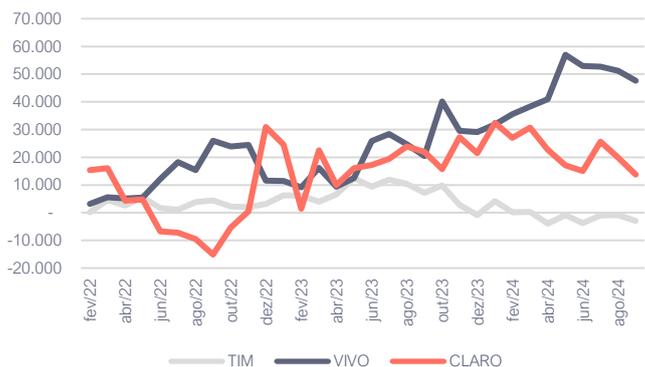
Acessos por Porte - Banda Larga Fixa



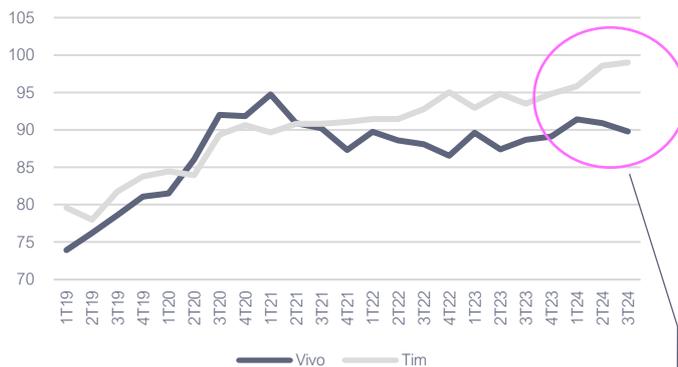
Share - Banda Larga Fixa (Anatel)



Adições de Acessos Mensais - Banda Larga Fixa (Anatel)



ARPU Banda Larga (R\$/usuário)



Vivo = mais acessos, ARPU mais comportado.
Tim = ARPU crescente, porém ao preço da perda de acessos

Mercado de banda larga fixa é bem diferente de telefonia móvel

No mercado de banda larga fixa, diferentemente da telefonia móvel (que demanda alto investimento em torres, redes e tecnologia, além de dispor de barreiras de entrada dado ao elevado custo de licenças), o valor de licenças e a infraestrutura necessária não são tão caras (cabos de fibra ótica são adicionados com custo incremental vs. à expansão das redes móveis) e muitas vezes as empresas operam com um simples cadastro na Anatel. As obrigações contratuais também são muito menores frente à telefonia móvel e a soma destes fatores contribuem para que este mercado seja cada vez mais dominado por empresas de pequeno porte. Os motivos envolvem ainda a capacidade destas em levar o serviço à áreas mais afastadas onde as grandes não possuem viabilidade financeira e a capacidade das pequenas em disponibilizar preços altamente competitivos na ponta.



Telefônica Brasil | VIVT3

Compra

Banda Larga Fixa - Objetivo da Vivo em fibra é alcançar 29 milhões de casas passadas até o fim de 24

Vivo vem sendo mais flexível na precificação de FTTH, mas estratégia é compreensível

Em banda larga, Vivo terminou o último ano com um total de 26,2 milhões de casas passadas e 6,2 milhões de casas conectadas. Vivo disponibiliza atualmente este serviço em 443 municípios e é a líder nacional no segmento de FTTH – fibra para a casa. A companhia espera atingir 29 milhões de casas passadas ao término de 2024. Atualmente, o *take-up rate* (taxa de penetração) de Vivo em FTTH está em 24,2% e chega à 32% em municípios onde já opera há mais de cinco anos. Acreditamos que estes números podem evoluir conforme Vivo for angariando novos clientes. O custo por casa passada segue em patamar ainda próximo ao alcançado nos últimos anos e acreditamos que, nos próximos anos, podemos ver uma melhora nestes conforme a operação da companhia obtiver maior grau de maturação.

Diante do cenário previamente descrito, temos visto que, para transformar casas passadas em casas conectadas, a Vivo vêm obtendo uma remuneração média por usuário mais estável que a Tim, por exemplo. Isto dialoga com a entrada de Vivo em novas localidades e a necessidade de se ofertar planos comercialmente mais ofensivos no começo da operação. Acreditamos, no entanto, que a estratégia seja momentânea e, tão logo, deveremos ver ao menos uma tendência de estabilidade no ARPU de FTTH da Vivo.

Ademais, vemos com bons olhos os movimentos de M&A realizados por menores ISPs, que ao se unirem, acabam diminuindo o efeito predatório ao ambiente comercial do segmento. Quanto à movimentos envolvendo a própria Vivo, acreditamos que estes não devem ocorrer e se ocorrerem, a companhia focará em empresas que lhe forneçam sinergias operacionais e fiscais. Acreditamos ainda que algum movimento de M&A só seria concretizado se representasse uma excelente oportunidade em termos de *valuation* para a companhia. Como exemplo, o último M&A realizado pela empresa (a aquisição da Ipnnet) tinha objetivos muito claros: expandir sua presença no B2B e entender mais de ferramentas como o Google Cloud e Workspace. Assim, acreditamos que quaisquer processos inorgânicos futuros mantenham este padrão.

Em Tim, vale ressaltar, no entanto, que mesmo também não realizando movimentos inorgânicos, sua estratégia operacional em banda larga fixa têm sido diferente da disposta pela Vivo. Ainda que seja complicado realizar um justo julgamento de valor dado as diferenças de tamanho da operação entre as duas, compreendemos mais o que Vivo está fazendo e como dissemos acima, acreditamos que em algum espaço de tempo, o ARPU não mais declinará. Em Tim, entendemos que

- a meta de expansão de *homes connected* em fibra não seja tão agressiva quanto em Vivo;
- que pode existir, por parte da companhia, estratégias de diferenciação por foco e qualidade ao manter um preço mais elevado e um serviço mais *premium*;
- a empresa prefira crescer via parcerias do que dispender altas quantias com investimento direto em fibra óptica;

No entanto, temos certa curiosidade em saber até quando Tim conseguirá manter as atuais taxas de crescimento do ARPU em banda larga fixa. Em suma, manter o crescimento da rentabilidade da operação independente do saldo de clientes entrantes nos parece uma prática um tanto desafiadora e que daqui a pouco, pode fazer com que os atuais clientes migrem de operadora, sobretudo no caso destes não conseguirem perceber as diferenças existentes entre os serviços ou então, se na prática, as diferenças entre estes não compensarem a discrepância nos valores cobrados perante as concorrentes.

www.ativainvestimentos.com.br

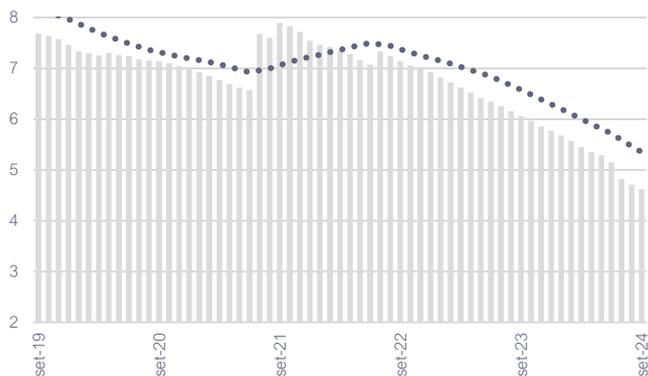


Telefônica Brasil | VIVT3

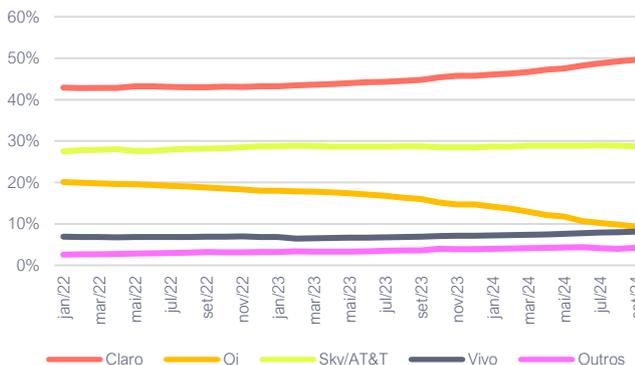
Compra

TV por assinatura – Em mercado decadente, Vivo e Claro vêm capturando clientes da Oi

Acessos/100 habitantes - TV por Assinatura



TV por assinatura - Share



TV por assinatura é produto que fortalece a percepção de valor

Acreditamos que o menor interesse dos brasileiros por serviços de TV por assinatura dialogue com a queda na disponibilidade de renda, o crescimento da concorrência de serviços de *streaming*, a ocorrência de uma mudança no hábito de consumo (sobretudo nas gerações mais novas), e com a maior permanência em outras plataformas na internet (como o Youtube e as redes sociais).

Apesar dos desafios, vemos Vivo trabalhando, dentro do possível, bem com os clientes deste segmento. A empresa e a Claro vêm ganhando *share* e acreditamos que isto conversa com a oferta de serviços abrangentes incluindo telefonia móvel, banda larga fixa e TV por assinatura e em especial, ao trabalho que vêm sendo feito com os clientes oriundos da Oi, que após ver a sua tentativa de venda da operação de TV via fibra ótica para a SKY não ter sido exitosa, optou pela desativação do serviço em outubro e assim, a passar a oferecer os serviço de TV apenas via satélite. Acreditamos assim que o gráfico de *share* acima pode rotacionar em prol de Vivo e Claro ainda mais ao longo dos próximos meses.

Entendemos que, diante da atual situação do setor, o trabalho no segmento é muito mais de contenção que expansão e para o futuro, modeloams uma queda no número de assinantes totais, com Vivo crescendo marginalmente seu *market share*.

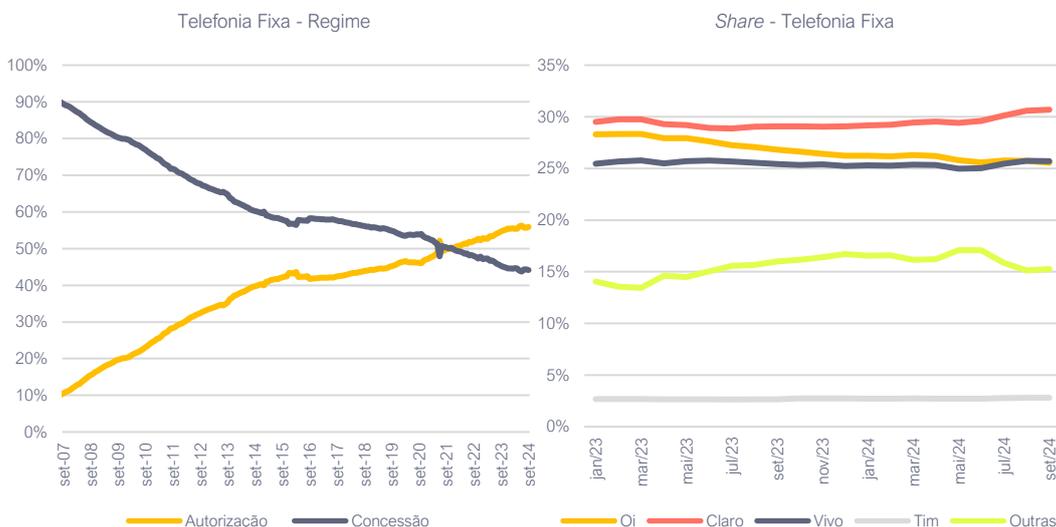
Se negativa para os mercados mais tradicionais de telecomunicações, a tendência de crescimento das plataformas de *streaming* vêm aumentando o número de acessos oriundos de dispositivos móveis, bem como a necessidade de obtenção de conexões de banda larga cada vez mais velozes para os mais variados tipos de clientes das empresas de *telecom*. Tais tendências ajudam a explicar o protagonismo que os dois serviços têm para as operadoras.



Telefônica Brasil | VIVT3

Compra

Telefonia Fixa – Alteração de concessão para autorização é o ponto mais importante



Vivo, Claro e Oi obtém permissão para alterar seus contratos do regime de concessão para autorização

Trabalhamos com a manutenção das taxas recentes de declínio deste mercado, uma vez que tendências como a preferência por telefonia móvel e serviços de voz (como WhatsApp, Telegram, etc) deverão se manter durante os próximos anos.

Mesmo operando no setor normalmente após a venda da infraestrutura de fibra óptica para a V.Tal, vemos a Oi também perdendo clientes neste segmento para as suas principais rivais, dado que estes vêm convergindo para empresas que possuem uma oferta de serviços mais abrangente. De agora em diante, no entanto, as incumbentes seguirão oferecendo o serviço de forma complementar aos oferecidos em telefonia móvel e banda larga fixa, isto é, sem o protagonismo de antes.

Acreditamos que a migração do regime de concessão para autorização negociada por empresas como Vivo, Oi e Claro permitam que as empresas observem uma redução significativa em suas alocações de *capex* e *opex*, além de maior liberdade para definição de tarifas, o que pode ajudá-las na rentabilização das suas operações.

Os processos ainda estão ocorrendo (devem ser encerrados até, no máximo, o final do ano que vem) e ainda não é possível ter uma noção definitiva do potencial de criação de valor para as empresas. Acreditamos que alguma parte deste potencial possa estar nos preços de tela, mas a depender dos termos finais, o evento pode impulsionar o fator momento das ações das empresas envolvidas.



Telefônica Brasil | VIVT3

Compra

Demais assuntos

Vemos os movimentos de redução de capital anunciados por Vivo com bons olhos

Acreditamos que a redução de capital em até R\$ 5 bilhões de reais, autorizada pela Anatel em meados de setembro/23, é positiva para a empresa e, diante da atual política de pagamentos de proventos que destina 100% do lucro líquido para proventos, as reduções de capital, efetivamente, farão o *payout* ser superior a este patamar. Agora, resta a dúvida de quando ocorrerá o pagamento de R\$ 2,0 bi anunciados em novembro de 2024 e quando ocorrerá o pagamento de R\$ 1,5 bi restantes. Destacamos que mais R\$ 1,5 bi foram anunciados em janeiro e pagos em julho/24. Acreditamos ainda que, dado o alto capital social atual de Vivo (superior à R\$ 62 bilhões), é possível que novas reduções de capital ocorram no futuro, o que também consideramos positivo para a tese.

Demais serviços têm ganho importância no topline – Além dos serviços móveis e fixos, Vivo oferece aos seus clientes uma série de serviços que dão sustentação à sua proposta de valor e lhe facilitam tanto nos processos de fidelização como na redução do custo de aquisição de novos clientes. Suas iniciativas em B2C, como seus planos controle com opções de entretenimento e saúde, iniciativas financeiras, como o Vivo Money e o Vivo Pay, educacionais, como a Vivae, além de seu canal de investimentos Vivo Ventures e as parcerias com OTTs de música e vídeo constituem pontas importantes em sua proposta de ser um *one-stop shop*. No B2B, acreditamos que a sua atuação através dos serviços de *cloud*, cibersegurança, IoT, *big data*, mensageria, venda e aluguel de equipamentos com TI vêm ganhando tração e podem ganhar ainda mais quando do maior alcance da rede 5G.

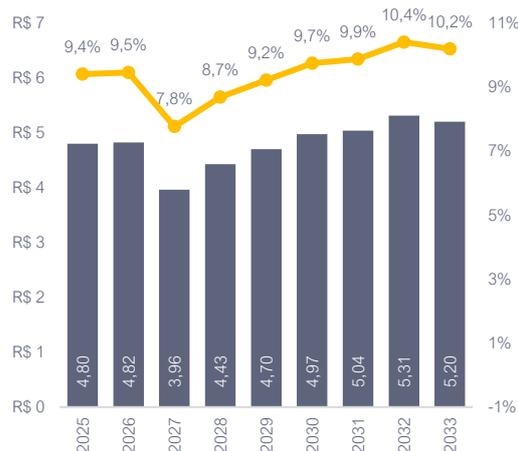
Setor defensivo e alta capacidade de remuneração do investidor são pontos positivos da tese - Para 24,25 e 26, a distribuição será de 100% do lucro líquido. Acreditamos que, no futuro, os números envolvidos podem ser potencializados com o maior foco da companhia no seu *core business*. Os efeitos da digitalização dos seus serviços (como a maior utilização de seu app Meu Vivo e uma menor dependência de serviços de *telemarketing*) devem se traduzir em menor *opex*. A mudança do regime de telefonia fixa de concessão para autorização também pode trazer ganhos operacionais recorrentes à companhia. Ademais, o potencial dos múltiplos efeitos da disseminação do 5G à rentabilidade dos seus negócios é grande.

Valuation – Nosso preço-alvo vem de um DCF que inclui uma taxa de crescimento de L.P de 2,5% e WACC de 9,0%.

Sensibilidade g x WACC		10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
1,5%	R\$	52,00	R\$ 54,00	R\$ 58,00	R\$ 61,00	R\$ 66,00
2,0%	R\$	53,00	R\$ 56,00	R\$ 60,00	R\$ 64,00	R\$ 69,00
2,5%	R\$	55,00	R\$ 59,00	R\$ 63,00	R\$ 67,00	R\$ 73,00
3,0%	R\$	58,00	R\$ 61,00	R\$ 66,00	R\$ 71,00	R\$ 78,00
3,5%	R\$	60,00	R\$ 65,00	R\$ 70,00	R\$ 76,00	R\$ 84,00

Riscos – Os principais riscos para a tese são a concorrência (entre os incumbentes no setor de telefonia móvel e perante muitas empresas no segmento de banda larga fixa), a existência de múltiplos fatores regulatórios, os elevados níveis necessários de investimentos, riscos tributários, tecnológicos e macroeconômicos.

Proventos Estimados por Ação
(Dividendos+Redução de Capital)/Yield Estimado - VIVT3





Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ milhões

Balço Patrimonial	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	2023	2024	2025
Ativo Total	119.991,2	120.738,0	123.859,2	124.088,8	123.667,7	120.738,0	112.132,6	110.401,5
Caixa & Aplicações	4.556,6	4.359,4	6.755,7	7.355,0	6.798,7	4.359,4	3.365,4	2.561,3
Estoques	888,4	822,8	1.036,7	1.030,8	1.201,0	822,8	854,1	887,3
Contas à Receber	9.076,5	9.318,1	9.494,0	9.207,9	9.195,7	9.318,1	9.797,6	10.059,4
Outros Ativos CP	19.401,3	19.245,0	23.496,5	23.839,8	23.076,8	19.245,0	15.428,6	14.957,4
Outros Ativos LP	100.589,9	101.493,0	100.362,8	100.249,0	100.590,9	101.493,0	96.704,0	95.444,1
Ativo Fixo	94.979,3	95.720,0	94.722,8	94.369,9	94.524,3	95.720,0	95.112,0	93.809,5
Passivo & PL	119.991,2	120.738,0	123.859,2	124.088,8	123.667,7	120.738,0	112.132,6	110.401,5
Fornecedores	9.003,9	8.169,9	9.450,6	9.871,6	9.742,8	8.169,9	8.480,6	8.810,7
Dívida (Curto Prazo)	4.377,7	4.475,7	4.413,7	4.579,1	6.061,8	4.475,7	5.199,7	5.040,6
Outros Passivos CP	7.662,2	7.438,6	9.393,3	8.719,4	8.198,5	7.438,6	4.217,3	4.376,1
Dívida (Longo Prazo)	13.376,8	14.261,6	14.111,8	14.300,9	13.190,2	14.261,6	16.568,9	16.061,6
Outros Passivos LP	16.244,7	16.764,9	17.764,1	17.460,3	17.373,3	16.764,9	12.360,3	12.806,2
Patrimônio Líquido	69.326,0	69.627,3	68.725,8	69.157,5	69.101,0	69.627,3	65.305,8	63.306,4

R\$ milhões

DRE	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	2023	2024	2025
Receita Líquida	13.111,8	13.534,7	13.545,6	13.678,9	14.039,1	52.100,2	54.781,0	56.245,3
CMV	(7.452,3)	(7.704,6)	(7.518,5)	(7.608,0)	(7.795,3)	(29.415,4)	(30.534,0)	(31.722,4)
Lucro Bruto	5.659,5	5.830,2	6.027,1	6.070,9	6.243,8	22.684,8	24.247,1	24.522,9
Total de Despesas Op.	(3.538,4)	(3.582,6)	(4.116,5)	(4.030,0)	(3.954,9)	(14.756,2)	(15.710,4)	(12.944,2)
EBIT	2.121,0	2.247,5	1.910,6	2.040,9	2.288,9	7.928,5	8.536,7	11.578,7
Resultado Fin.	(569,9)	(630,8)	(686,8)	(351,5)	(529,0)	(2.343,9)	(2.476,6)	(3.672,7)
IR & CSLL	(71,5)	(12,9)	(327,6)	(458,2)	(94,0)	(533,9)	(1.227,5)	(1.978,1)
Lucro Líquido	1.476,6	1.607,8	896,1	1.231,5	1.668,1	5.040,0	4.838,8	5.934,4
EBITDA	5.539,1	5.751,8	5.276,9	5.454,8	5.949,8	21.318,1	22.262,5	24.845,6

Margens

Bruta	43,2%	43,1%	44,5%	44,4%	44,5%	43,5%	44,3%	43,6%
EBIT	16,2%	16,6%	14,1%	14,9%	16,3%	15,2%	15,6%	20,6%
EBITDA	42,2%	42,5%	39,0%	39,9%	42,4%	40,9%	40,6%	44,2%
Líquida	11,3%	11,9%	6,6%	9,0%	11,9%	9,7%	8,8%	10,6%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		6,9%	6,5%	7,4%	7,1%	8,4%	5,1%	2,7%
Δ EBITDA		9,9%	6,8%	7,3%	7,4%	10,6%	4,4%	11,6%
Δ Lucro Líq.		42,8%	7,4%	9,9%	13,0%	24,2%	-4,0%	22,6%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	2023	2024	2025
NOPLAT	2.023,1	2.229,6	1.399,1	1.487,5	2.166,7	7.169,0	6.809,3	8.684,0
(-) IR & CSLL	(71,5)	(12,9)	(327,6)	(458,2)	(94,0)	(533,9)	(1.227,5)	(1.978,1)
(+) Depreciação & Amort.	3.418,0	3.504,3	3.366,3	3.413,9	3.660,9	13.389,6	13.725,9	13.266,9
(-) Δ Capital de Giro	(659,4)	(1.098,5)	1.380,1	3,1	(442,9)	(418,7)	(88,3)	156,0
(-) CAPEX	(4.514,7)	(4.515,7)	(2.395,5)	(3.088,2)	(3.811,7)	(13.424,7)	(13.232,4)	(12.082,0)
(=) FCFE	267,0	119,8	3.750,1	1.816,2	1.573,0	6.715,2	7.214,5	10.024,9



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720