

Carta nº 12 | Julho de 2015

A tese de investimento em Vivo

Nesta carta, vamos descrever de maneira detalhada uma nova tese de investimento. Apesar de fugir um pouco do padrão que seguimos nas cartas passadas, percebemos que sua utilidade pode ser muito grande. Ao escrevermos, nos forçamos a refletir ainda mais sobre os nossos principais argumentos. Para nossos cotistas, diminuimos a assimetria de informação sobre nossa filosofia e permitimos o melhor acompanhamento sobre o desenrolar do investimento. Aos interessados em entender melhor o resultado parcial do fundo no ano de 2015, escrevemos também a carta nº11.

Ao longo desse ano, adicionamos ao portfólio uma nova posição comprada em Vivo. Nossa atenção se voltou para a empresa ao final de março, após a divulgação de que Amos Genish, fundador da GVT, assumiria o posto de CEO da companhia. Para entender a relevância deste evento para o valor intrínseco da Vivo é necessário passar um pouco pelo histórico das duas empresas.

1. GVT

A Global Village Telecom, ou GVT, foi criada na segunda metade da década de 90. A ideia original era prover telefonia fixa para pequenas cidades, afastadas de centros urbanos, através de tecnologia por satélite. Porém, em agosto de 1999 a empresa mudou o seu modelo de negócio e tomou um rumo completamente diferente. No dia 27 de agosto daquele ano, a GVT colocou os pés no Brasil ao vencer o leilão para a operar como empresa espelho do serviço de telefonia fixa na Região II¹, composta pelos estados das regiões do Centro-Oeste, Sul, além de Acre, Rondônia e Tocantins.

A primeira decisão bem sucedida de Amos foi justamente o modelo de participação no leilão. Mesmo com um lance bem menor que a concorrente Vésper (R\$100 mil reais contra R\$ 5 milhões), a GVT saiu vencedora por ter apresentado um plano de negócio que se comprometia com uma expansão mais rápida da cobertura a um número maior de cidades. Assim, desde o seu início, a execução operacional da empresa era prioridade máxima.

A estratégia adotada pelo executivo foi diferente das outras empresas espelhos existentes no Brasil. A GVT, aproveitando a regulação mais branda, concentraria seus esforços nos serviços *premium* para as classes A e B. Essa foi a única maneira encontrada por eles para competir com a Brasil Telecom, incumbente da Região II, que dispunha de muito mais capital para investir e crescer. Entregar um produto diferenciado, sem escala para competir, exigiu uma execução excepcional.

A capacidade de se diferenciar no mercado começou pela escolha da topologia de rede. A GVT adotou o FTTN (ou FTTC)², modelo no qual o núcleo da rede é composto por fibra ótica e apenas os últimos metros até a conexão final ao cliente são de par de cobre. Essa tecnologia permitiu que a empresa inovasse e entregasse serviços diferenciados. Não era uma decisão óbvia, uma vez que o capital aplicado inicialmente nesse tipo de rede seria bem maior.

Outra forma de pensar bastante particular de Amos foi a decisão de manter dentro da empresa a sua equipe de vendas (*call center*) e instalação. Normalmente, essas áreas são vistas por empresas de telecomunicações como *non-core* e, portanto, terceirizadas para empresas com maior expertise. Porém, a visão do executivo era de que essas áreas formavam o principal ponto de contato do cliente com a companhia e, portanto, seria fundamental treinar e dar os incentivos corretos.

¹ No processo de privatização do serviço de telefonia brasileira, a Telebrás foi dividida em três empresas: a Tele Norte-Leste seria a concessionária da Região I, composta pelos estados do Nordeste, Sudeste (com exceção de São Paulo) e do Norte (com exceção de Acre, Rondônia e Tocantins); a Tele Centro-Sul seria a concessionária da Região II, composta pelos estados do Centro-Oeste, do Sul e os estados do Acre, Rondônia e Tocantins; a Telesp seria a concessionária da Região III, composta pelo estado de São Paulo; e a Embratel pela região IV, responsável pelas operações de longa distância nacionais e internacionais.

² FTTN – Fiber to the Node; FTTC – Fiber to the Cabin.

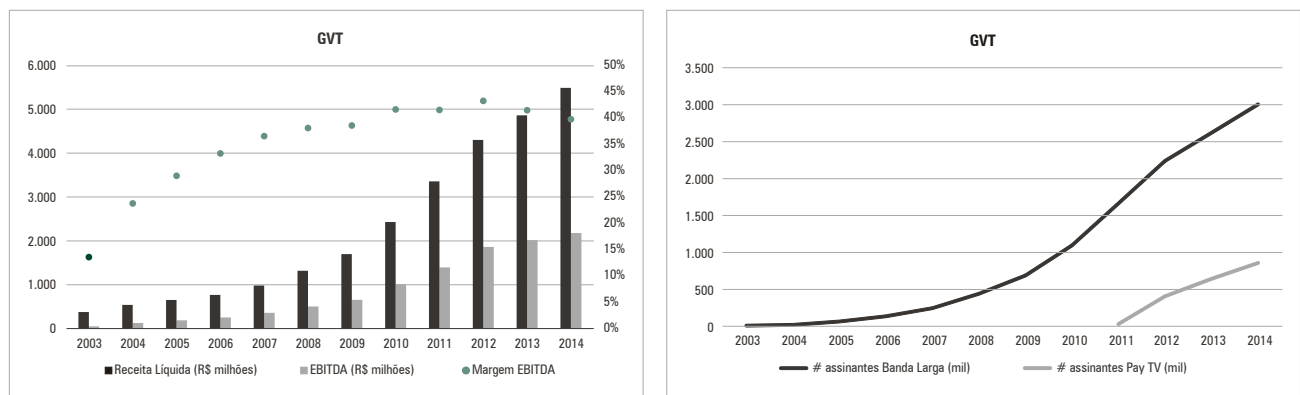
O modelo de gestão de pessoas adotado por Amos na GVT sempre foi muito claro: ele cultivava um ambiente horizontal, meritocrático, com executivos alinhados (um plano de *stock option* foi implementado mesmo antes da empresa abrir capital), foco nos detalhes e comprometimento com o planejado em todos os níveis de gestão. Utilizando as palavras de Amos:

“As pessoas não diziam o que pensavam, e sim o que o chefe delas pensava. Eu me lembro de ter visto gente sussurrando no ouvido dos superiores durante reuniões. Se eu perguntava algo a um vice-presidente e ele não sabia, os outros cochichavam a resposta, porque achavam que o único que deveria falar era o chefe. Mas aqui nós esperamos que todos tenham voz. É uma mudança que trouxemos. Ambiente aberto, pessoas livres, trazendo ideias.”³

A cultura da GVT pode ser resumida através de seus valores: i) Esforços voltados à satisfação do cliente; ii) Compromisso com o crescimento rentável e contínuo da organização; iii) Autonomia com responsabilidade e integridade; iv) Agilidade na tomada de decisão; e v) Simplicidade na execução.

O executivo também se mostrou um bom alocador de capital. Após o IPO da companhia em 2007, a GVT comprou a Geodex, ativo que se mostrou fundamental para a expansão da empresa para fora da Região II.

Após três anos como uma empresa de capital aberto, o desempenho muito superior da GVT em relação aos seus concorrentes⁴ despertou interesse de vários compradores e culminou na aquisição da companhia pela francesa Vivendi. Mantido no cargo e com a mesma autonomia de antes, Amos comandou a empresa em mais uma fase de acelerada expansão, como pode ser visto nas figuras abaixo. Sob o guarda-chuva de uma gigante do setor de telecomunicações mundial, a GVT triplicou seus investimentos, teve acesso a novas tecnologias e ganhou maior tranquilidade para se preparar para projetos estratégicos e de longo prazo. Foi nessa época, por exemplo, que a companhia internalizou de forma mais significativa o seu processo de instalação.



Ao longo do tempo, a estratégia da Vivendi foi ficando cada vez mais voltada para negócios de mídia. Em 2013, a GVT era o único ativo de telecomunicações que havia sobrado na companhia. O reflexo disso foi uma redução no ritmo de crescimento nos anos seguintes. Sem mais poder contar com o apoio financeiro da sua controladora, Amos buscou que a empresa fosse vendida para um novo parceiro estratégico.

Foi nesse contexto que a empresa foi adquirida pela Vivo em outubro de 2014. Diferentemente dos outros ciclos de investimento onde recebeu capital e andou com as próprias pernas, ao se juntar a Vivo, a GVT passou a fazer parte da maior empresa de telecomunicações do Brasil, e uma operação como essa traz consigo sinergias relevantes. Para enxergar melhor tais benefícios, é fundamental compreendermos a situação atual do mercado brasileiro de telecomunicações em termos de competição e infraestrutura, e principalmente como a Vivo está posicionada, tanto na operação fixa quanto na móvel.

2. Vivo

A Vivo, antes da aquisição da GVT, era uma empresa de R\$35 bilhões de receita, onde 68% vinham da operação móvel e 32% da operação fixa, que engloba telefone fixo, banda larga e TV por assinatura. Em 2011, quando aconteceu a fusão da Vivo com a Telesp (Telefônica Brasil), essa relação era de 56% e 44% respectivamente. Não precisamos de muita análise para concluir que a parte fixa perdeu relevância no resultado ao longo dos últimos anos, mas acreditamos que essa é a parte do negócio onde o Amos vai encontrar as maiores oportunidades de melhorias. Portanto, vale a pena entendermos melhor sua história.

³ Todas as citações de executivos contidas nesta carta foram tiradas do livro 'Sobre Fibras e Gente', que conta a história da GVT.

⁴ No período em que foi listada, as ações da GVT valorizaram 220% (43% ao ano), enquanto o Ibovespa rendeu 42,4% (11,5% ao ano). No setor, a diferença é ainda maior: ações da própria Vivo acumularam uma perda de 8,7%, enquanto a Oi subiu apenas 9,9% em todo o período em questão.

Telesp

A Telefônica Brasil nasceu no processo de privatização do Sistema Telebrás, quando o consórcio formado por Telefônica, Iberdrola, Banco Bilbao Vizcaya, Portugal Telecom e RBS, venceu o leilão pela Telesp por R\$ 5,78 bilhões em julho de 1998. A partir de então, a empresa se tornaria a incumbente da Região III, composta pelo estado de São Paulo, para o serviço de telefonia fixa. Os novos controladores herdaram uma companhia com pouco mais de 6,4 milhões de usuários e aproximadamente R\$ 5,4 bilhões em receita, além de 20 mil funcionários e processos de uma empresa pública e monopolista por mais de 20 anos. O ponto de partida parecia fácil.

Nos primeiros meses como uma empresa privada, ela cresceu rapidamente o número de linhas instaladas e bateu com folga o Plano Geral de Metas de Universalização⁵. Além disso, reformulou o quadro de funcionários e reduziu consideravelmente suas despesas em relação a receita. Ao final de 2001, a companhia faturava R\$9 bilhões com um EBITDA de R\$4,4 bilhões, 52% e 91% respectivamente maiores ao ano da privatização.

A partir de então, a história fica bem menos atraente. Entre 2001 e 2010 (ano da fusão com a Vivo), sua receita cresceu a um ritmo pouco superior a 6% ao ano (abaixo da inflação no período) enquanto o EBITDA obteve um crescimento ainda menor, de 2,3% ao ano, consequência de um nível de margem de 35%, bastante inferior aos 50% do início do período. Após a fusão com a Vivo a performance da parte fixa da companhia foi ainda mais fraca. Ao final de 2014, a receita desse segmento havia encolhido quase 20% quando comparada a 2010. A empresa não só perdeu *market share* como viu sua receita por usuário cair consideravelmente. É possível identificar algumas razões por trás da queda de performance, tanto exógenas quanto endógenas.

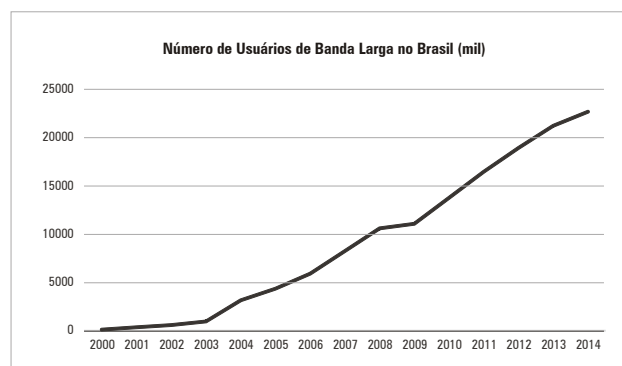
O Negócio Fixo

Os últimos dez anos foram complicados para uma empresa de telecomunicações fixa no Brasil.

O aumento significativo da penetração de telefones celulares levou o brasileiro a usar cada vez menos o telefone fixo em sua residência. Atualmente, existem pouco menos de 45 milhões de linhas em serviço para um total de 66 milhões de residências. Na Vivo, o número de usuários encontra-se em aproximadamente 10,7 milhões, 14% abaixo dos 12,5 milhões de usuários em 2004.

Outro desafio que as empresas do segmento enfrentaram foi a assimetria regulatória no mercado de TV por assinatura. Até 2012 as operadoras de telefonia fixa não podiam ofertar TV através da infraestrutura que fazia parte da concessão. Por outro lado, as operadoras de TV a cabo tinham a liberdade de ofertar o serviço de telefone fixo e banda larga através de sua rede. Esse cenário fornecia uma relevante vantagem competitiva à NET que sozinha ofertava o *triple play*: TV, banda larga e telefone. Em 2006, a Telesp tentava dar um importante passo ao adquirir a TVA, que até então era a segunda maior provedora brasileira de TV paga com operações em quatro estados. Porém, a integração não foi bem sucedida e a companhia não conseguiu desenvolver um produto competitivo. Em abril de 2013, sete anos após a aquisição, a Vivo resolveu descontinuar o serviço. Um desperdício de capital e de tempo alocado.

Por outro lado, o mercado de banda larga teve uma dinâmica diferente. Até 2000, a demanda por Internet era atendida através do serviço discado. Porém, com a necessidade de maior velocidade para usufruir dos serviços cada vez mais complexos na rede, o mercado de banda larga cresceu vertiginosamente. As incumbentes encontravam-se numa posição privilegiada, uma vez que já possuíam uma rede de cobre conectando praticamente todas residências em sua área de atuação. Com baixo investimento adicional, elas conseguiriam oferecer a transmissão digital de dados por meio de linhas telefônicas comuns (a chamada tecnologia ADSL⁶), porém, com velocidade máxima bastante inferior a uma rede que utilizasse fibra, como o FTTN. Essa foi a opção da Telesp, sob a marca Speedy. O que parecia ter sido a decisão acertada nos primeiros anos, mais tarde acabou se mostrando míope.

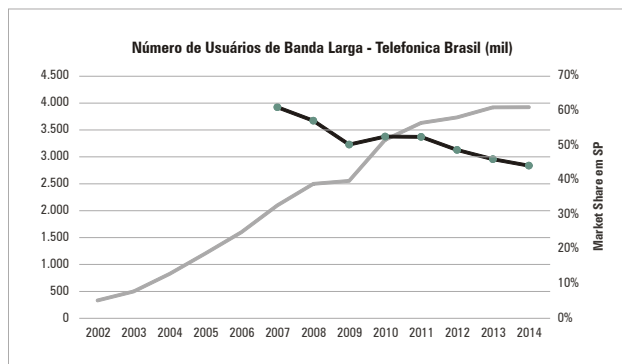


⁵ Em março de 2002, a Anatel já havia certificado a empresa por cumprir antecipadamente as metas previstas para o final de 2003.

⁶ ADSL – Asymmetric Digital Subscriber Line.

Com a demanda por velocidades cada vez maiores e com a concorrência (principalmente da NET) preparada para atendê-la, a Telesp tentou reagir ao construir uma rede de fibra ótica até a casa do cliente (FTTH⁷). A construção dessa rede requer um pesado investimento e complexidade na entrega do produto, diferente de uma rede híbrida onde o núcleo é de fibra, mas os últimos metros até o cliente permanecem de cobre (FTTN⁸). A companhia não foi bem sucedida na execução e o produto nunca decolou. Ao final de 2014, seis anos após seu lançamento, o total de usuários do FTTH era de apenas 375 mil, apesar de alcançar 4,1 milhões de residências em 36 cidades do estado de São Paulo.

A dificuldade em entregar maiores velocidades de banda larga, juntamente com a falta de um bom produto de TV por assinatura, levou a Telefônica Brasil (antiga Telesp) a perder 17 pontos percentuais de *market share* no estado de São Paulo desde 2007.



O Negócio Móvel e o Ambiente Competitivo

Mesmo acreditando que a parte fixa é onde a nova gestão será capaz de gerar um valor extraordinário para os acionistas, a operação móvel é extremamente relevante para o resultado da Vivo. Apesar do relativo sucesso da companhia, o mercado de telefonia móvel brasileiro apresentou uma dinâmica particular desde a privatização do sistema.

A demanda por celulares no país cresceu incríveis 25% ao ano nos últimos 16 anos, e hoje, para cada habitante existem aproximadamente 1,4 celulares⁹. Apesar do elevado crescimento, o mercado não foi fácil para as operadoras celulares devido ao ambiente competitivo bastante agressivo com quatro empresas relevantes. A combinação de baixo custo marginal e um produto que pode ser visto como uma *commodity*, fez com que a briga por *market share* acontecesse através de preços cada vez mais baixos. Enquanto isso, para atender a crescente demanda (nos últimos anos puxada pelo consumo de dados), as operadoras se viram obrigadas a aumentar seus investimentos em modernização de rede.

Nesse contexto, o que se observou no Brasil foi uma trajetória de queda do retorno sobre o capital investido das operadoras. A fim de entender o momento atual do setor e refletir sobre o seu futuro, se faz necessário olhar as particularidades de cada participante do mercado.

A TIM é uma operadora “puramente móvel”. Sem se preocupar em canibalizar a própria operação fixa, a companhia sempre adotou uma estratégia bem agressiva de preço e conseguiu conquistar uma fatia relevante do mercado. Porém, a falta de uma rede fixa faz com que a empresa continue precisando investir uma elevada proporção da receita para atender à crescente demanda. Para manter sua rentabilidade com a intensidade de investimento previsto acreditamos ser insustentável a atual agressividade. Além disso, mudanças recentes no controle da Telecom Itália¹⁰, acionista majoritário da TIM, aumentam a probabilidade de uma eventual venda da empresa.

Outra competidora relevante no mercado é a Oi, com 18% de *market share* (13% no pós-pago). Passando por dificuldades financeiras e com um nível de alavancagem extremamente elevado, a empresa apresenta restrições claras de investimento e, na melhor das hipóteses, terá que reduzir o seu tamanho de forma considerável nos próximos anos.

Por fim, a Claro, apoiada por seu controlador, o grupo América Móvil, aumentou significativamente seus investimentos nos últimos anos. Apesar de muito confusa em termos estratégicos, é um *player* que provavelmente seguirá sendo muito relevante no mercado brasileiro, dada a escala do grupo (formado por Claro, NET e Embratel).

No entanto, vale ressaltar que mudanças recentes no mercado mexicano, região onde o grupo América Móvil gera grande parte do seu caixa, podem alterar de forma significativa a capacidade de investimento do grupo em suas subsidiárias. Em 2015, por exemplo, os investimentos do grupo no Brasil sofrerão redução de cerca de 20%.

⁷ Fiber to the Home

⁸ Como visto, essa foi a escolha da GVT.

⁹ Anatel não divulga o número de aparelhos, mas sim de chips. Muitos usuários possuem mais de um chip, na maioria das vezes para aproveitar promoções de ligações on-net, entre a mesma operadora. Através de conversas com as companhias, acreditamos que a penetração efetiva esteja por volta de 80%.

¹⁰ Controle na Telecom Itália: Como parte do pagamento pela GVT, a Vivendi recebeu ações que a Telefônica possuía da Telecom Itália e atualmente é o maior acionista individual. Assim que passar a exercer maior influência nas decisões estratégicas da Telecom Itália, acreditamos que o posicionamento da empresa em relação ao Brasil será bem diferente do adotado até hoje.

Nesse cenário, o que se tem visto no setor desde o começo de 2014 é algo diferente do ambiente hostil dos últimos anos: ainda que timidamente, observamos aumentos de preço em todos os segmentos, além do fim da franquia ilimitada de dados¹¹. Certamente, a melhora do ambiente competitivo não acontecerá de forma linear e promoções pontuais serão sempre uma realidade no setor. No entanto, acreditamos que os argumentos citados acima serão determinantes para que o mercado apresente uma dinâmica melhor do que a que vimos até então em termos de rentabilidade.

3. A Nova Vivo

Após dois relevantes eventos corporativos nos últimos cinco anos, a fusão entre Vivo e Telesp em 2011 e a aquisição da GVT neste ano, a companhia é atualmente a maior empresa de telecomunicações do Brasil. Os principais indicadores podem ser resumidos da seguinte forma:

Indicadores 2014 Vivo + GVT

Receita Líquida (R\$ mi)	40.218
Receita Móvel (R\$ mi)	23.670
Receita Fixa (R\$ mi)	16.548
EBITDA (R\$ mi)	12.454
Margem EBITDA	31%
Investimentos/Capex (R\$ mi)	11.161
Ex-Licença 4G	8.395
% Receita	21%

Número de usuários da Operação Fixa (mil)	
Voz Fixa	14.885
Banda Larga	6.866
Tv por Assinatura	1.629
Número de usuários da Operação Móvel (mil)	
Pós Pago	28.355
Pré Pago	51.582
Market Share	28,5%
Market Share Pós-Pago	41,8%

Acreditamos que o atual ativo tem grande valor nas mãos de Amos e sua equipe. As oportunidades passam por sinergias naturais da combinação entre negócios semelhantes e também por melhor gestão desta base combinada.

A Nova Vivo será capaz de ofertar um pacote de produtos bastante superior ao atual ao combinar serviços reconhecidos como premium da GVT e da Vivo. Desta forma, a companhia estará melhor posicionada para competir no produto 4P (celular, telefone fixo, banda larga e TV por assinatura), aumentando assim a fidelização de sua base de clientes.

Amos também já deixou claro que irá unificar todas as operações sob a marca Vivo, uma marca forte e com identificação de qualidade no mercado nacional. Em perspectiva, até o fechamento de capital da GVT, a companhia gastava 3% da receita com publicidade. Considerando que esse nível foi mantido, nos últimos quatro anos o investimento em sua marca teria sido de aproximadamente R\$ 540 milhões. No mesmo período, a Vivo gastou mais de R\$ 3,3 bilhões com marketing.

Além disso, a atual gestão já identificou excelentes oportunidades de *cross selling* na plataforma das duas empresas. Por exemplo, atualmente existem mais de 1 milhão de residências (praticamente 15% da base de usuários de banda larga da nova companhia) com clientes Vivo que não são atendidos pelos produtos fixos da GVT apesar de estarem ao alcance de sua rede. A expertise na venda também é complementar. A Vivo é mais forte no varejo com alta capilaridade que engloba mais de 300 lojas e aproximadamente 1.800 pontos de venda. Por sua vez, a GVT atua mais no "porta a porta" com abordagem mais ativa ao cliente.

A nova escala também permite ganhos significativos na estrutura de custo da companhia. Esperamos uma economia em linhas como despesas de manutenção e aluguel de redes, custos administrativos e marketing, além de maior poder de barganha com fornecedores, principalmente nas negociações com os provedores de conteúdo de TV. A nova equipe espera ganhos de até R\$6,6 bilhões nas sinergias de gastos operacionais.

Por fim, existem as sinergias e economias futuras nos investimentos (*capex*). A infraestrutura fixa da rede da GVT fora de São Paulo será capaz de alavancar a qualidade de rede para os serviços móveis da Vivo. Da mesma forma, a rede móvel da Vivo e toda a sua estrutura de distribuição facilitará a entrada da GVT (ou dos novos serviços fixos da Vivo) em novas cidades. Ou seja, a nova empresa também terá economia importante nos seus investimentos que poderá utilizar para alocar em projetos mais urgentes, como a reestruturação da operação fixa de São Paulo.

Apesar das claras oportunidades, precisamos ressaltar que uma fusão como essa traz consigo riscos de execução. Analisando friamente, a grande maioria dos casos de fusão no mundo decepcionaram as expectativas iniciais. Nos raros casos de sucesso, a qualidade da gestão é um fator que nos pareceu essencial.

¹¹ Até o final de 2014, a maioria dos planos eram negociados de forma ilimitada. A Vivo foi a primeira a suspender tal serviço para os usuários de planos pré-pago e controle. O movimento foi seguido por todos os concorrentes (com exceção de promoções para o caso de aplicativos específicos, como o WhatsApp nos planos da TIM e da Claro).

No caso da Vivo, temos exatamente esta percepção do Amos e sua equipe¹². A situação fica ainda mais interessante quando pensamos que a mudança na gestão não só nos dá uma confiança maior de que a integração será bem feita, mas também abre espaços para aperfeiçoar inúmeros processos construídos na antiga empresa, tanto em níveis operacionais quanto estratégicos e de cultura organizacional. Esses ganhos são de difícil mensuração ex-ante, mas podem ser bastante significativos no longo prazo.

As primeiras decisões dentro da Vivo mostram como a nova gestão pode ser pragmática e está preocupada com o retorno sobre o capital investido da empresa. O nome GVT será descontinuado e a expansão da rede de FTTH será cancelada, focando apenas em aumentar a penetração na rede já construída. Não é a primeira vez que essa gestão tem a capacidade de mudar de ideia em relação a um investimento que não está dando o retorno esperado. Ainda como GVT, o negócio de ligação à distância nacional foi terminado apenas um ano após o seu início.

No primeiro mês sob comando da nova gestão, o plano estratégico da empresa para os próximos três anos foi totalmente refeito, com metas detalhadas a serem cumpridas por cada área até o final de 2017. Esperamos mudanças significativas nos processos internos, relacionados a *call center*, atendimento ao cliente e plataforma de TI. O foco inicial será na operação fixa no estado de São Paulo que apresenta enorme potencial para os ativos já construídos. Por exemplo, apenas levar a penetração de usuários conectados à rede FTTH já construída para o nível da GVT de 28% seria capaz de gerar R\$1 bilhão de receita adicional¹³, ou 6% da receita atual da operação fixa.

Apesar do desafio de implementação numa empresa do porte da Vivo, tudo indica que a cultura GVT prevalecerá e o resultado no longo prazo será significativo. Como descrevemos ao resumir o histórico da GVT, a nova companhia será mais horizontal, meritocrática, flexível e com elevado grau de *accountability* ao seu time. Além disso, uma melhor alocação de capital por parte da gestão tende a compor maiores retornos do que vimos na última década para a Vivo. Essa é uma história que esperamos acompanhar nos próximos anos.

4. Valuation

Como vimos, a operação fixa da Vivo (Telesp) vem apresentando baixo crescimento de receita há muitos anos. Até a fusão com a Vivo, a Telesp era vista como uma companhia “*cash cow*”, ou seja, seu valor de mercado era baseado principalmente na sua capacidade de pagamento de dividendos. Afinal, era uma empresa que crescia receita abaixo da inflação, perdia margem EBITDA e reinvestia pouco menos de 15% da receita para manter as operações rodando. Após a fusão com a Vivo, a companhia podia ser vista de duas formas: a parte móvel conseguindo crescer acima da inflação e a parte fixa contribuindo negativamente para o resultado, com queda nominal de receita. Para piorar, a intensidade de capital aumentou bastante apesar da receita consolidada ficar praticamente estável e o EBITDA contrair. Dessa forma, para alcançar uma remuneração satisfatória o investidor exigia um baixo múltiplo EV/EBITDA.

Esta é a forma que o mercado valora a Vivo hoje. Negociando a um múltiplo de 5,3x EV/EBITDA e Free Cash Flow yield ajustado¹⁴ de 5,6% para 2016, o investidor não precisa de muito crescimento para alcançar um retorno razoável. A assimetria se torna bastante interessante por dois motivos: (i) ao perceber que é alta a probabilidade de presenciarmos uma expansão de margem EBITDA considerável no médio prazo; e (ii) considerarmos que esta nova companhia será capaz de voltar a entregar um crescimento de receita ao menos igual a inflação.

Além disso, o acionista de Vivo tem algumas opcionalidades de geração de valor adicional como: uma melhor estrutura de capital, uma vez que atualmente a companhia praticamente não possui dívidas¹⁵; e uma consolidação de fato da indústria com a redução no número de *players* levando a uma maior concentração. Interessante notar que o primeiro ponto permite que a empresa tenha “poder de fogo” para eventualmente ser a própria consolidadora do setor.

Naturalmente, o investimento possui riscos que precisamos monitorar constantemente.

Este é um setor bastante exposto a inovações tecnológicas que podem acabar exigindo uma maior intensidade de capital ou até mesmo mudar completamente a dinâmica de negócio. Exemplos claros desse risco são os aplicativos OTT (*Over the top*) como Netflix e WhatsApp. Além disso, as operadoras de telecomunicações são reguladas, o que ao longo do tempo se mostrou prejudicial para as incumbentes através de exigências que podem ser consideradas um verdadeiro desperdício de capital.

Na conjuntura atual de nosso país, um novo risco vem à tona uma vez que o setor é uma possível fonte de maior arrecadação do governo. Um eventual aumento de imposto (via FISTEL ou FUST) ainda não pode ser descartado, assim como o fim dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP)¹⁶ que aumentaria significativamente a carga fiscal e, portanto, afetaria boa parte dos seus lucros.

¹² Não apenas o Amos, mas todos os principais executivos da GVT assumiram cargos de diretoria na nova empresa e serão cruciais para o processo de integração, propagação da cultura e melhoria de processos.

¹³ Consideramos que dos usuários incrementais, 29% também teriam TV. O ARPU para um usuário apenas de Banda Larga seria de R\$95 enquanto para o cliente TV+Banda Larga seria de R\$129.

¹⁴ Retiramos os benefícios fiscais do cash flow e ajustamos o Market Cap. Além disso, consideramos o nível de capex da GVT igual ao da Vivo atualmente.

¹⁵ Ao fim do Segundo trimestre de 2015, a dívida líquida da empresa representava apenas 0,33 do seu EBITDA.

¹⁶ Apesar de citarmos como um risco, atualmente olhamos para o valuation da empresa excluindo o benefício do JCP. Esperamos, contudo, que parte desse impacto seja minimizado através de uma maior alavancagem da companhia.

Para a nossa tese de investimento, um grande risco seria uma maior ingerência da Telefónica España sobre as decisões do Amos na nova companhia. Porém, este não parece ser o caso. Acreditamos ser muito difícil o executivo, por todo seu histórico e oportunidades que teria a sua frente, ter aceitado o convite sem que o assunto fosse amplamente discutido. Declarações recentes do COO da Telefónica España nos deixam mais seguros: “Temos a intenção de incorporar o modelo de negócio da GVT não só no Brasil, mas aprender e exportá-lo”.

De fato, a matriz espanhola parece confiante nesta nova fase da Vivo. Se somarmos todas as operações recentes, a Telefónica España alocou em torno de R\$ 17 bilhões a mais na companhia sem a necessidade do ponto de vista de controle. Apesar de ser uma quantia pequena em relação ao valor de mercado da empresa espanhola, a sinalização é importante.

É claro que o momento atual da economia brasileira acrescenta um maior nível de dificuldade para a entrega de melhores resultados no curto prazo. Apesar disso, estamos confiantes que nos próximos dois ou três anos o mercado irá aos poucos perceber o momento único que a Vivo passa e será capaz de atribuir um valor de mercado a empresa bem acima do negociado atualmente.

Ao final de Julho de 2015, nossa posição em Vivo representava 8,3% do patrimônio líquido do Opportunity Equity Hedge.

Mais Informações

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201



Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas do Opportunity Equity Hedge FIC FIM. - Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito/FGC. - Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. - Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. - O objetivo do Opportunity Equity Hedge FIC FIM consiste apenas em referencial, não havendo garantia que o mesmo será atingido. 08/2015