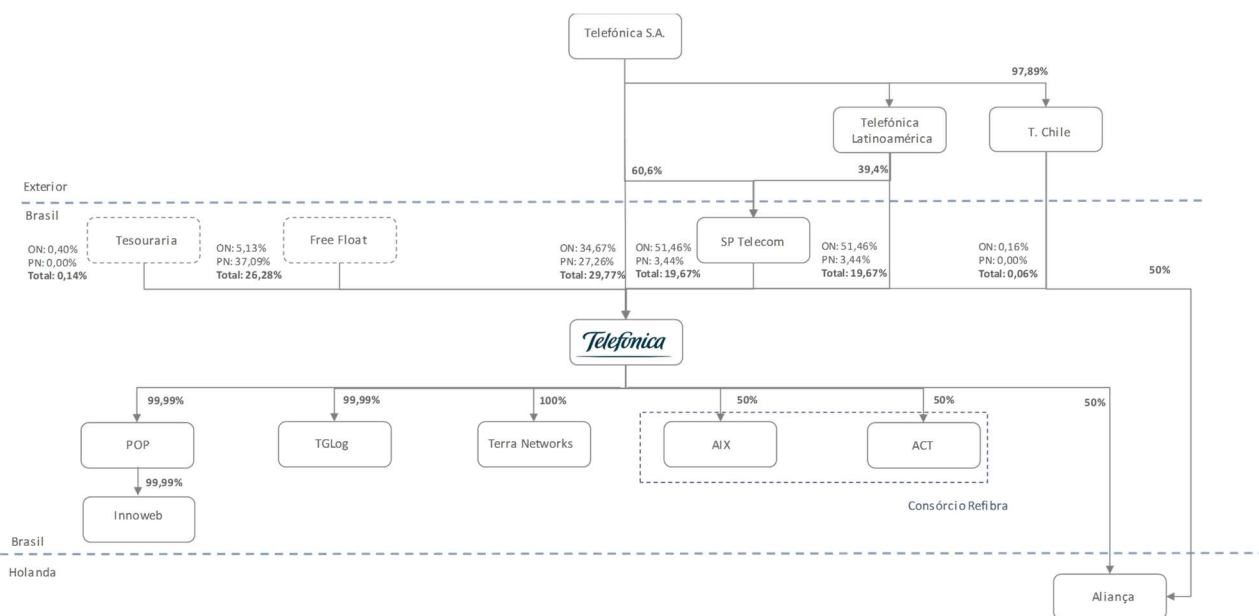


PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

- **Forma de constituição:** a Telefônica Brasil S.A. ("Telefônica" ou "Companhia") é uma sociedade de capital aberto, com ações listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") e na Bolsa de Valores de Nova York ("NYSE").
- **Acionista controlador:** grupo espanhol Telefónica, que opera na Espanha e em países de língua espanhola por meio da marca **MOVISTAR**, na Alemanha e Inglaterra por meio da marca **O2**, e no Brasil por meio da marca **VIVO**. Em 31 de dezembro de 2018, a Telefónica S.A. detinha 73,58% do capital da Telefônica Brasil S.A.
- **Atividades no Brasil:** voz fixa e móvel, banda larga fixa e móvel, ultra banda larga, dados e serviços digitais, TV por assinatura e TI.

ORGANOGRAMA



Negócio Fixo

- Transformação das receitas fixas baseada na expressiva aceleração das fibras.
- Receitas não relacionadas ao serviço de voz já representam 64,5% das receitas referentes ao negócio móvel.
- Receitas relacionadas ao negócio fixo, excluídas as receitas de voz e DTH (*Direct to Home* - TV Digital).
- Receitas relacionadas ao FTTH (*Fiber-to-the-Home* – banda larga) continuam a crescer de forma relevante.
- A penetração da UBB (Ultra Banda Larga) ainda é muito pequena, mas o crescimento de conexões com mais de 34Mbps é grande, demonstrando a grande demanda pelo serviço.

Negócio Móvel

- Performance sólida no mercado de pós-pago e melhorias macro para acelerar tendências nessa área.
- Posicionamento único e propostas de valores que estão gerando resultados operacionais inigualáveis.
- Ações que estão sendo tomadas pela sociedade:
 - Aumento de preço e aumento de anúncios na divisão pós paga.
 - Reposicionamento das ofertas de pré-pagos e lançamento do chip Giga.
 - Oportunidades futuras.
 - Parcerias com servidores de OTT (*Over-The-Top* - distribuição digital de conteúdo de televisão por meio da Internet).
- Possibilidade de monetização de 4G (apenas 53% dos clientes têm 4G atualmente).

Melhoria do EBITDA (margens do Cash Flow Operacional)

- Redução de custos por meio de digitalização e simplificação.
- Investimentos em tecnologias de ponta e melhoria de retorno e experiência dos clientes.

Remuneração dos Acionistas

- Registro de crédito referente à exclusão de ICMS da base de cálculo da contribuição ao PIS e da COFINS no valor de R\$ 3,4 bilhões.

- **Total de acessos atingiu 95,2 milhões em dezembro de 2018.**
- **73,2 milhões no negócio móvel (redução de 2,4% em relação ao ano anterior):**
 - O *market share* total atingiu 31,9% em dezembro de 2018.
 - O pós-pago continua crescendo de maneira consistente, alcançando 40,4 milhões de acessos (aumento de 9,9% em relação ao ano anterior).
 - O parque pós-pago cresceu 9,9%, e, por outro lado, o parque pré-pago reduziu sua base em 14,2%, ambos em relação ao mesmo período do ano anterior.
 - No mercado de Machine-to-Machine (M2M), a base de acessos segue em forte expansão e atingiu 8,2 milhões de clientes em dezembro de 2018, um crescimento de 29,9% se comparado ao mesmo período do ano passado. A Telefônica também detém a liderança neste negócio, com *market share* de 41,5% em dezembro de 2018.
- **22,0 milhões no negócio fixo (redução de 3,6% em relação ao ano anterior):**
 - A redução é justificada principalmente pelo desempenho dos acessos de voz, devido à maturidade do serviço, e pela decisão estratégica de despriorizar o crescimento do negócio de TV por assinatura na tecnologia DTH.
 - Os acessos de Voz Fixa totalizaram 13 milhões, uma redução de 6,0% quando comparados ao ano anterior, principalmente em função da substituição fixo-móvel e pela migração do uso de voz para dados.
 - Os acessos de banda larga atingiram 7,5 milhões de clientes (aumento de 0,3% em relação ao ano anterior), sendo 66,9% da base em UBL1 (ultra banda larga), que cresceu 9,9% em relação ao ano anterior.
 - Expansão acelerada de cobertura 4,5G, presente em 1.000 cidades ao final de 2018; 121 cidades fibra ótica residencial (*Fiber to the Home - FTTH*), lançando em 30 novas cidades em 2018.

Dentre os temas com maior destaque, chamamos especial atenção para os seguintes:

- **Pesquisa, Inovação e Desenvolvimento:** em diversos aspectos a pesquisa, inovação e desenvolvimento são apontados como diferenciais competitivos da Companhia, sendo fatores que auxiliaram na expansão e crescimento, tanto da operação como da receita, aliados ao momento de melhora econômica identificada pelo setor no ano de 2018. Ainda que haja esse apontamento, no Relatório da Administração, não há apresentação financeira de atividades correlatas à Pesquisa e Desenvolvimento ou Inovação nas demonstrações apresentadas, nem menção à essas atividades entre o rol de itens elencados para as empresas coligadas e controladas pela Telefônica.
- **Ampliação de Lojas Próprias:** outro item apresentado como fator diferencial no crescimento da receita como sendo a melhoria do atendimento aos clientes por meio da abertura e desenvolvimento de lojas próprias, mas novamente não há a apresentação de itens correlatos a lojas próprias nas descrições do Ativo Imobilizado da empresa e nem em descrições das Notas Explicativas. No mesmo sentido, a Companhia possui torres em todas as áreas em que atua, sendo também parte integrando do ativo imobilizado e deveriam estar devidamente apresentados nas demonstrações financeiras. Ainda assim, há apontamento da companhia informando que grande parcela das torres, terrenos, lojas e outros são arrendados no item que trata acerca da adoção da IFRS 16. No entanto, não há informações detalhadas em arrendamentos operacionais sobre esses valores e a forma de reconhecimento dos mesmos.
- **Ativo Intangível:** dentre os itens apresentados como principais formas de captação de clientes, comunicação, atendimento e vendas, estão as ferramentas digitais, dentre as quais se destaca o aplicativo “Meu Vivo”, tido como a maior modernização e modificação da Companhia em relação aos períodos anteriores. Ainda que haja uma parcela significativa desse investimento e desenvolvimento de produto pela Telefônica, seu ativo intangível não apresenta detalhes em igual profundidade a respeito desse investimento. Observando-se o intangível nas demonstrações não é possível identificar os itens a que a Administração se refere anteriormente em seu relatório, mais uma vez apresentando-se a nota explicativa com similaridades à conta “outros”, uma vez que o Intangível, R\$ 42.220.392 mil, representa 41% do ativo total da empresa, sendo a conta com maior representatividade no ativo, seguida pelo ativo imobilizado, que representa R\$ 34.109.139 mil, 33% do ativo.

- A companhia destaca pontos demonstrando que a visão estratégica do negócio é tornar a comunicação oferecida de forma totalmente digital, colocando-a como um modelo que será desenvolvido e, no entendimento da empresa, acabará sendo o guia para o futuro de toda a comunicação. Para isso, a empresa indica que investirá R\$ 26,5 bilhões entre 2018 e 2020 a fim de continuar melhorando a conexão de seus clientes.
- Com o intuito de ampliação de mercado a companhia indica o remodelamento de seus produtos, focando também no crescimento de seus clientes empresariais, sob o mote de ajudá-los a transformarem seus negócios.
- Em relação à responsabilidade, são três as áreas principais: sustentabilidade, diversidade e educação e voluntariado:
 - Seguindo o contexto sustentável apresentado pela empresa, a mesma se coloca como sendo a primeira operadora a utilizar 100% de fontes energia renovável, auxiliando a reduzir as suas emissões de carbono em 64%, estando presente na carteira do ISE 2019 (Índice de Sustentabilidade Empresarial) da B3.
 - Em relação a diversidade a empresa apresenta o Manifesto por um Pacto Digital, onde sugere uma renovação das políticas sociais e econômicas, indicando principalmente objetivos como: equidade e não discriminação; comportamento responsável; prestação de contas; transparência e cidadania; e inclusão.
 - Por fim, focando em educação e voluntariado a empresa apresenta que em 2018 teve o recorde de participação na Fundação Telefônica Vivo, com mais de 7 mil funcionários participando, 75 mil pessoas contempladas, com investimentos de R\$ 60 milhões concedidos em empreendedorismo – para 2019 a empresa espera atingir R\$ 75 milhões.
- Para o ano de 2019 a companhia pretende continuar investindo significativamente em seu crescimento e aponta que entraves regulatórios são os pontos que podem estar entre a companhia e o crescimento esperado.

Auditor: PwC / Opinião: Sem modificação - "opinião limpa" / Ênfase: Não aplicável

Principais Assuntos de Auditoria

Considerou-se não haver mudanças significativas nas operações da companhia (individual e consolidado) em relação ao exercício anterior. Por isso, os PAAs se mantiveram os mesmos com exceção do PAA sobre a exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS e da COFINS.

- **Provisão para contingências tributárias e regulatórias:** relacionados a processos judiciais nas áreas cível, trabalhista, tributária e regulatória considerados com perda provável.
- **Reconhecimento de receita não faturada:** o faturamento na indústria de telecomunicações é considerado de alto risco (risco significativo inerente de distorções relevantes), pois envolve o processamento de um grande volume de dados e portfólios com diferentes produtos e preços. Adicionalmente, as receitas são contabilizadas mensalmente, existindo uma parcela faturada e outra não faturada (decorrente de reconhecimento pelo serviço prestado dentro do mês, mas não faturados). No mês subsequente são estornadas essas receitas quando do efetivo faturamento.
- **Ambiente de controles internos e de tecnologia da informação:** em virtude de a Companhia ser altamente dependente de sua estrutura de tecnologia da informação e possuir diversos sistemas com processos distintos e controles segregados, requer que os controles internos estejam operando efetivamente (manuais, automatizados, etc.).
- **Tributos a recuperar de ação judicial transitada em julgado:** a Companhia possuía o reconhecimento de créditos fiscais oriundos de processos judiciais a favor da companhia e de sua controlada pelo direito da exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS e da COFINS. Em agosto de 2018 a companhia iniciou a compensação dos referidos créditos tributários, no entanto em outubro de 2018 a RFB vedou a compensação desses créditos até que o processo de fiscalização para homologação desses créditos seja concluído.

Observa-se que o "olhar" da auditoria está voltado para áreas de risco que envolvem impactos significativos nas DFs da companhia considerando o seu modelo de negócios, ou seja, ligados à sua atividade principal e ao contexto no qual ela opera (receitas e tecnologia), bem como às áreas que envolvem incertezas e julgamentos críticos (contingências e créditos fiscais).

Aspectos Gerais

O processo de implementação dos novos requisitos envolveu a introdução de modificações nos sistemas de informação atuais, a implementação de novas ferramentas de TI e mudanças nos processos e controles de todo o ciclo de receita na Companhia. Esse processo de implementação implicou um alto grau de complexidade devido a fatores como grande número de contratos, inúmeros sistemas de fontes de dados, bem como a necessidade de fazer estimativas complexas.

Modelo de adoção da IFRS 15: Método retrospectivo modificado com o efeito cumulativo da aplicação inicial reconhecido como um ajuste ao saldo de abertura dos lucros acumulados. Os saldos comparativos dos períodos anteriores não foram reapresentados.

Os principais impactos da adoção da IFRS 15 foram como segue:

- **Obrigações de desempenho:** Com a adoção da IFRS, 15 houve um agrupamento de receitas por obrigação de desempenho ("promessas" de bens ou serviços a clientes). Os preços de vendas passaram a ser alocados a cada produto ou serviço de maneira independente, ou seja, ainda que as receitas sejam fruto de pacotes que combinam vários produtos ou serviços (renda fixa, móvel, dados, internet ou televisão), a companhia precisou identificar para cada tipo de obrigação de desempenho o seu preço individual em relação à contraprestação total do pacote. A receita é reconhecida quando (ou assim que) a obrigação for satisfeita, independentemente de haver itens não entregues, podendo ser uma receita reconhecida em apenas um momento ou uma receita reconhecida ao longo do tempo.

Pela leitura das demonstrações financeiras de 31/12/2017 (antes da adoção da IFRS 15) em conjunto com as demonstrações financeiras de 31/12/2018, a Telefônica contabilizava suas receitas com base na contraprestação total, sem segregar de maneira adequada por quais preços e em quais os momentos as receitas advindas da venda de celulares e equipamentos e as receitas advindas da venda de serviços deveriam ser reconhecidas. Ou seja, as vendas de pacotes eram vendidas considerando apenas uma obrigação de desempenho, quando na realidade havia mais de uma. É importante salientar, no entanto, que as referidas mudanças tratam de uma melhor identificação das receitas já existentes antes da adoção, as quais com a aplicação da IFRS 15

precisaram ser controladas de forma individual e serem reconhecidas nas demonstrações considerando suas naturezas específicas (bens e serviços). Além disso, deve-se considerar que houve um “aumento” das receitas com venda de celulares e equipamentos em detrimento das receitas com serviços, já que estas são diferidas ao longo do tempo: o que houve efetivamente foi uma transferência de receitas da prestação de serviços para receitas da venda de bens.

- **Custos incrementais:** Em relação aos custos incrementais, com a adoção da IFRS 15 determinados custos relacionados com a obtenção de contratos com clientes (comissão de vendas, por exemplo) devem ser reconhecidos no ativo por se tratar de um ativo contratual, sendo amortizados no mesmo período em que a receita associada a esse ativo for contabilizada. O grupo de despesas antecipadas passou a receber a capitalização desses custos incrementais da Telefônica, sendo apropriados ao resultado a medida em que os serviços são prestados.

Em 31/12/2017 a Telefônica possuía um saldo total de R\$ 469,6 milhões no grupo de despesas antecipadas no consolidado (circulante e não circulante), mas que não incluía os gastos com custos incrementais (na política contábil anterior tais custos eram lançados ao resultado quando incorridos). Em 31/12/2018, em virtude da adoção da nova norma de receitas, esse saldo passou para R\$ 715 milhões, dos quais R\$ 255 milhões refere-se aos custos incrementais reconhecidos ao longo do ano. Tal montante representa aproximadamente 36% do saldo total em 31/12/2018. É possível observar, na nota explicativa nº 22, a qual abre os custos e despesas operacionais lançados na DRE, que há despesas denominadas como “despesas com comercialização”. No entanto, elas envolvem majoritariamente o pagamento a serviços de terceiros, pagamentos de salários e outras obrigações, despesas com depreciação e amortização e perdas estimadas com o contas a receber.

- **Conceito de “controle” em detrimento de “riscos e benefícios”:** A Telefônica auferia receita pela venda de celulares a dealers - revenda especializada. São clientes que geralmente possuem um contrato de exclusividade com a operadora e funcionam como um canal de distribuição de aparelhos celulares e recarga de pré-pago. Pela substituição do conceito de “riscos e benefícios” por “controle” na IFRS 15, houve um impacto na contabilização desse tipo de contrato de venda na Telefônica.

Anteriormente à adoção da nova norma, a Telefônica contabilizava as receitas das vendas a dealers no momento da venda ao cliente final nas lojas. No entanto, por não existir qualquer obrigação de desempenho a ser cumprida após a venda desses celulares e outros equipamentos, essa receita passou a ser reconhecida no momento da entrega dos bens aos dealers. Ou seja, a receita com a venda de bens para canais de distribuição será antecipada em comparação aos anos anteriores.

- **Modificações em contratos:** o IFRS 15 fornece instruções mais específicas sobre quando uma modificação de contrato deve ser contabilizada como uma alteração retrospectiva (continuação do contrato original) e sobre quando uma modificação deve ser considerada de forma prospectiva (finalização do contrato original e criação de um contrato novo).

Alterações contratuais são muito comuns em empresas do ramo de telecomunicações. Contratos são frequentemente modificados para fins de mudança de planos, mudança de celulares, incluir serviços adicionais contratados posteriormente ou retirar serviços de determinados pacotes, dentre outros. De acordo com as demonstrações da Telefônica de 31/12/2018, certas modificações dos contratos foram contabilizadas como alterações retrospectivas, enquanto outras modificações foram consideradas prospectivamente como contratos separados. No entanto, não foram divulgados os detalhes dessa análise por parte da Telefônica e nem de que forma a mesma impactou as demonstrações em 2018.

- **Programa de fidelidade:** a Companhia mantém um programa de pontos por fidelidade dos clientes que lhes permite acumular pontos ao efetuar o pagamento das faturas referentes à utilização dos serviços oferecidos. Os pontos acumulados podem ser trocados por aparelhos ou serviços. A contraprestação recebida é alocada ao custo dos aparelhos ou serviços resgatados pelo valor justo dos pontos. A parcela da receita referente ao valor justo dos pontos é diferida e reconhecida na demonstração dos resultados no momento do resgate. Para a definição da quantidade de pontos a serem contabilizados são aplicadas técnicas estatísticas que consideram premissas e históricos sobre taxas de resgate esperadas, percentuais de expiração e cancelamentos de pontos (representam a estimativa de troca dos pontos por bens e/ou serviços).

Programas para fidelização de clientes representam uma promessa ao cliente (obrigação de desempenho separada), pois são uma opção dada aos clientes de

adquirir outros bens e serviços adicionais de forma gratuita ou com desconto. De forma técnica, trata-se de uma opção que dá origem a um direito material ao cliente de exercer a opção de utilizar seus pontos acumulados de maneira que ele não receberia tal direito sem entrar em um contrato com a Telefônica. Em 2017, a Telefônica reconhecia o valor justo desses pontos no passivo no grupo de receita diferida, havendo um saldo de R\$ 50 milhões. Em 31/12/2018, todos os passivos contratuais relacionados a adoção da IFRS 15 foram reclassificados para a linha “Passivos contratuais - IFRS 15” ainda dentro do grupo de receita diferida. Esses passivos contratuais incluem saldos de recargas de pré-pagos, a receita de habilitação (parcela fixa recebida pelos clientes com base na estimativa de permanência deles na base) e o programa de fidelização, que montava R\$ 53,4 milhões. Observa-se então que não houve um impacto relacionado a mensuração do programa de fidelização, mas sim uma realocação dos montantes de passivos contratuais para apenas uma conta do grupo de receita diferida.

- **Impacto na aberta da receita operacional líquida:** em 31/12/2017, a Telefônica apresentava as suas receitas (bruta e líquida) considerando uma linha única para bens e serviços. Com a necessidade de alocar os preços de vendas individuais para cada tipo de produto e serviço vendido por ela, ela modificou a forma de divulgação em suas demonstrações financeiras. Contudo, é muito importante frisar que o CPC 30 (antiga norma de receitas) já requeria das entidades a separação dos montantes de suas receitas auferidas com base em categorias significativas, dentre elas, a segregação entre a venda de bens e a prestação de serviços. Entendemos, portanto, que a Telefônica já deveria estar divulgando suas receitas no formato de 31/12/2018 para exercícios anteriores.

Em 31/12/2017 tínhamos a seguinte divulgação (de forma simplificada a partir da DRE):

Tabela 1: Divulgação da DRE em 31/12/2017

DRE	Consolidado 2017
Receita operacional bruta	66.243.174
Deduções	(23.036.342)
Receita operacional líquida	43.206.832

Em 31/12/2018 essa divulgação passou a ser (de forma simplificada a partir da DRE):

Tabela 2: Divulgação da DRE em 31/12/2018

DRE	Consolidado 2018
Receita operacional bruta	65.794.397
<i>Serviços</i>	61.292.362
<i>Mercadorias</i>	4.502.035
Deduções de tributos	(14.559.915)
<i>Serviços</i>	(13.820.784)
<i>Mercadorias</i>	(739.131)
Descontos e devoluções	(7.771.742)
<i>Serviços</i>	(6.288.941)
<i>Mercadorias</i>	(1.482.801)
Receita operacional líquida	43.462.740
<i>Serviços</i>	41.182.637
<i>Mercadorias</i>	2.280.103

Adicionalmente, para fins comparativos a abertura do saldo de receita por bens e serviços foi ajustada para 31/12/2017, e observa-se que realmente houve uma redução na receita relativa a serviços e um aumento na receita com a venda de mercadorias, apesar de as receitas com serviços serem mais expressivas nas duas datas-base (em 31/12/2018 a receita operacional líquida representa aproximadamente 95% da receita total).

- **Impacto nos lucros acumulados:** a Companhia reconheceu 1º de janeiro de 2018 um total de R\$ 156 milhões nos lucros acumulados pelo reconhecimento antecipado de receita com a venda de bens e pela ativação de diferimento dos custos incrementais relacionados aos contratos com clientes. Como também houve um impacto pela adoção da IFRS 9 no mesmo ano, o impacto registrado na DMPL foi de pouco mais de \$ 138 milhões negativos na conta de lucros acumulados.

Capital e Ativo de Curto Prazo

No balanço patrimonial anualizado da Telefônica A mostrado na tab, vemos que situação de liquidez da Telefônica Brasil é bem confortável. **A Companhia possui um índice de cobertura médio de 13**, que tem se mantido estável ao longo do tempo. Além disso, seu financiamento de capital de giro é feito com passivo circulante, como é demonstrado no **índice de liquidez corrente próximo a 1**, desde 2014. Vemos que a composição do passivo de curto prazo se mantém estável em relação ao passivo total, sendo grande parte desse montante composto pela rubrica fornecedores. Essa pressão nos fornecedores é uma prática comum nesse mercado, pois as empresas aproveitam do tamanho e de seu poder de negociação para estender prazo e conseguir maiores benefícios com eles. Por ser uma prática constante na indústria e com a manutenção do poder de barganha das grandes empresas, podemos esperar que esse nível de créditos com os fornecedores se mantenha para o futuro.

Pelo lado do ativo, o investimento de capital de giro, como mencionado anteriormente, é baixo. O prazo médio da empresa não é significativo, pois ela está no final da cadeia de valor da sua indústria, sendo que o prazo médio de recebimento tende ser a de um mês.

Tabela 3: Índices de liquidez e estrutura de capital

	2014	2015	2016	2017	2018
Ativo Circulante (R\$ mm)	- 493,60	- 72,40	- 2.039,60	- 1.130,80	1.202,10
Índice de Liquidez Corrente	0,97	1,00	0,90	0,94	1,07
Composição do Endividamento - Circulante/Passivo	56,9%	54,3%	62,3%	56,0%	55,4%
Composição do Endividamento - Passivo/PL	0,63	0,48	0,47	0,46	0,43
Estrutura de Capital - Passivo/Ativo Total	38,5%	32,6%	32,2%	31,5%	30,2%
Estrutura de Capital - PL/Ativo Total	61,5%	67,4%	67,8%	68,5%	69,8%
Endividamento - Empréstimos - Empréstimos & Debentures / Passivo	27,7%	30,9%	28,1%	26,5%	19,8%
Empréstimos / Ativo	10,7%	10,1%	9,0%	8,3%	6,0%
Índice de cobertura	13,3	12,7	13,2	15,5	34,9

Investimentos

A maior parte dos ativos da Telefônica são compostas por imobilizado e intangível. O imobilizado refere-se a torres de telefônica celular, subestações, edifícios, equipamentos de comutação, modems. O intangível refere-se às aquisições feitas pela Telefônica no passado e de reorganizações societárias. As maiores transações foram a aquisição da GVT, em 2015, e a compra da VIVO pela Telefônica do grupo Portugal Telecom. **Do intangível, aproximadamente 81% refere-se a ágio e a licenças**. A última refere-se às licenças de operação das redes móveis e fixas de ambas as empresas, e **são amortizadas a uma taxa de 3,6% a 6,67%**. O ágio, é testado anualmente para *impairment* e desde a sua constituição

não houve nenhuma baixa significativa dessa conta, somente marginal. Como estamos analisando o balanço consolidado, convém lembrar que em caso de uma reversão abrupta nas expectativas econômicas, o impacto no balanço poderá ser muito forte devido ao *share* substancial do ágio no ativo. A figura abaixo mostra como está distribuído esse ágio de acordo com as empresas adquiridas.

Tabela 4: Composição do Ágio em 2018

	Controladora / Consolidado
Ajato Telecomunicação Ltda.	149
Spanish e Figueira, pela incorporação da Telefônica Data Brasil Holding (TDBH) ocorrida em 2006	212.058
Santo Genovese Participações, controladora da Atrium Telecomunicações, ocorrido em 2004	71.892
Telefônica Televisão Participações, anteriormente Navytree, ocorrido em 2008	780.693
Vivo Participações, ocorrido em 2011	9.160.488
GVT Participações, ocorrido em 2015	12.837.141
Total	23.062.421

O setor de telecomunicações requer uma quantidade vultosa de investimentos. O desenvolvimento de novas tecnologias, as exigências regulatórias e o ambiente competitivo fazem com que as empresas tenham um *capex* alto. Recentemente, houve uma disputa pelo 4G+ que a Telefônica participou. Em um período não tão longínquo, a empresa adquiriu a licença 4 G por R\$1,05 bilhão em 2012, mais a infraestrutura por traz dessa nova tecnologia. Para os próximos dois anos, está previsto o leilão da rede 5G, que aumentará consideravelmente a capacidade e a velocidade do tráfego de dados. Existe uma estimativa que o governo federal arrecadará em torno de R\$ 15 bilhões só com licença. Isso mostra que o ciclo de investimento nesse setor não é longo. Ou seja, a empresa faz um investimento grande e não tem tempo de recuperá-lo, pois para se manter competitiva, tem que continuar investindo em uma tecnologia mais recente. Esse investimento constante acaba causando pressão de preços no setor como um todo, e também uma canibalização constante dos próprios produtos da telefônica, afetando, assim, sua margem.

Tabela 5: Segmentação dos investimentos da Telefônica de 2014 a 2018

R\$ Milhões	2014	2015	2016	2017	2018
Investimentos	11.161,4	8.318,8	8.189,1	7.998,3	8.199,9
Rede	7.302,2	7.131,7	6.743,9	6.783,5	6.881,2
Tecnologia / Sistemas de Informação	695,4	891,6	929,5	883,3	999,3
Produtos e Serviços, Canais, Administrativo e Outros	397,8	295,5	330,2	331,5	312,8
Licenças	2.766,0	0,0	185,5	0,0	6,6

Na figura 1 a seguir, observa-se a evolução do ROIC da Telefônica (NOPAT/INVESTED CAPITAL). Nele, podemos ver que o **retorno da Telefônica sobre o capital investido da Companhia tem variado entre 6% e 8%**. No ano de 2018, devido a uma receita não recorrente, esse número aumentou. Contudo, esses números indicam que a taxa de rentabilidade nesses ativos está comprimida, e seguindo esse cenário competitivo, essas taxas devem permanecer. Devido a esse cenário, a companhia, em seu relatório de administração, diz estar trabalhando na redução dos custos, com automação de tarefas operacionais e melhorias em processos de *call center*. Como podemos ver na DRE da tabela 14 do anexo, os custos operacionais têm apresentado melhora, o que ajuda a manter a margem EBITDA e a margem líquida constante. Essa margem EBITDA esconde o fato de que cada vez mais os ciclos de investimentos estão curtos. Se olharmos a variação ano a ano das despesas de amortização e depreciação, vemos um crescimento constante, indicando o fenômeno acima, ou seja, as licenças e os investimentos em tecnologia estão tendo que ser depreciados de forma mais rápida. Um fator que ajudou a poluir a margem líquida do ano de 2018 foi uma receita extraordinária de R\$ 4 bilhões, que não está identificada em notas explicativas. Devido a esse item não recorrente, espera-se que a margem e a rentabilidade mantenham-se comprimidas.

Figura 1: Evolução da depreciação e amortização de 2014 a 2018



Composição da Rentabilidade

A Telefônica está em uma posição privilegiada perante a concorrência, pois detém o maior *market share* nos serviços mais rentáveis de pós pago (voz) e de banda larga. Contudo, nos últimos anos ela vem perdendo essa participação de mercado, com

destaque a **queda de 10% do share de banda larga**. Contudo, a receita de banda larga continua a crescer por dois fatores: a expansão do mercado de banda larga e o aumento da rentabilidade por usuário, medido na linha ARPU (média de receita por usuário) por mês na tabela 6. Contudo, a queda no *market share* no voice se traduziu em uma queda de receita com esse segmento, pois o mercado de voz está sendo substituído pelo de dados. Isso está refletido na queda de usuários e do ARPU/mês. Caso essa tendência continue, veremos uma mudança na estrutura da receita das companhias telefônicas, com o principal produto delas se tornando o tráfego de dados. Essa migração já está sendo sentida, com os investimentos projetados na rede 5G. Como pode ser visto no balanço anual da empresa, na tabela 6, os investimento crescem ano a ano. Contudo, o ROIC se mantém a níveis muito baixos, o que é um indicativo da tese de encurtamento do ciclo de investimento da empresa.

Tabela 6: Desempenho operacional móvel

Milhares	2015	2016	2017	2018
Total de acessos móveis	73.268	73.778	74.940	73.160
Pós-pago	31.074	33.391	36.772	40.406
M2M	4.242	5.013	6.321	8.212
Pré-pago	42.194	40.387	38.168	32.754
Market Share	28,4%	30,2%	31,7%	31,9%
Pós-pago	42,4%	42,1%	41,8%	40,5%
Banda larga (somente placas)	50,3%	50,1%	41,5%	41,5%
Adições líquidas	- 6.145	283	378	- 1.272
Pós-pago	639	891	1.107	990
Market Share de adições líquidas pós-pago	69,0%	31,9%	34,0%	26,1%
Penetração do mercado	125,6%	118,0%	113,4%	109,2%
Churn mensal	6,2%	3,5%	3,3%	4,1%
Pós-pago ex. M2M	1,8%	1,6%	1,7%	1,7%
Pré-pago	9,0%	5,0%	4,8%	6,8%
ARPU (R\$/mês)	25,8	28,6	29,2	29,6
Voz	12,3	10,8	7,3	6,0

Tabela 7: Desempenho operacional fixo

Milhares	2015	2016	2017	2018
Total de acessos fixos	15.030	23.352	22.857	22.029
Acessos de voz fixa	15.030	14.343	13.837	13.005
Residencial	9.795	9.318	8.899	8.136
Corporativo	4.672	4.580	4.498	4.428
Outros	563	445	441	441
Banda larga fixa	7.117	7.296	7.432	7.458
UBB	3.783	4.146	4.541	4.991
FTTH	0	887	1.290	1.893
FTTC	0	3.221	3.225	3.098
Outros	3.334	3.150	2.891	2.466
TV por assinatura	1.788	1.713	1.588	1.567
IPTV	171	253	381	579
DTH	1.617	1.460	1.207	988
ARPU Voz (R\$/mês)	44,5	43,3	38,7	32,9
ARPU Banda larga (R\$/mês)	43,3	46,6	56,1	62,8
ARPU TV por assinatura (R\$/mês)	85,1	93,2	98,3	104,3

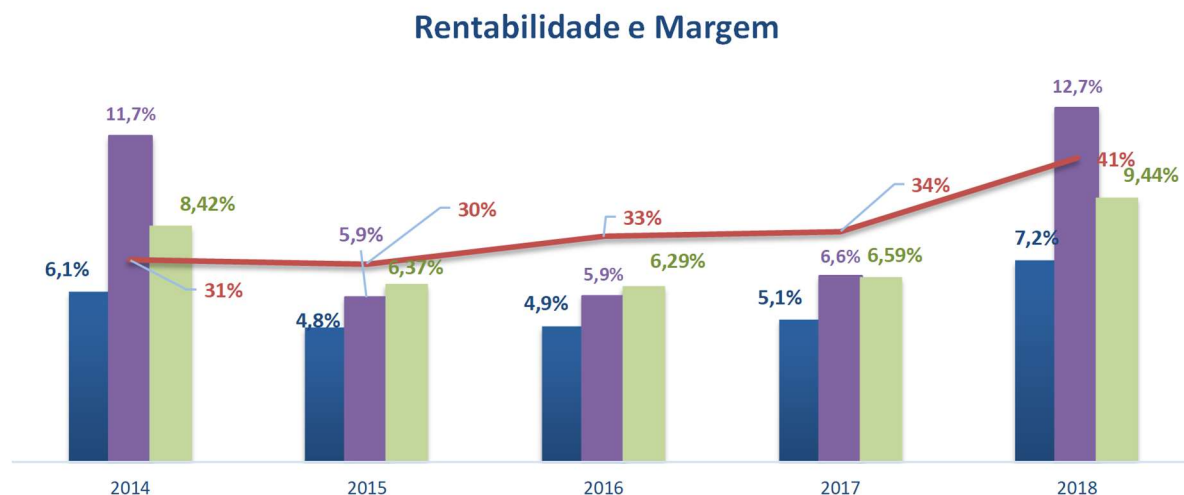
Tabela 8: Índices de rentabilidade

	2014	2015	2016	2017	2018
Custo da Dívida	11,8%	9,8%	11,5%	11,0%	8,3%
Margem EBITDA	31%	30%	33%	34%	41%
Margem Líquida	13,0%	7,9%	9,6%	10,7%	20,5%
ROA	6,1%	4,8%	4,9%	5,1%	7,2%
Giro do ativo	0,55	0,48	0,42	0,42	0,43
ROE	11,7%	5,9%	5,9%	6,6%	12,7%
ROIC	8,42%	6,37%	6,29%	6,59%	9,44%

Esse aumento dos investimentos vem sendo financiado majoritariamente por capital próprio. **A empresa fez um maciço aumento de capital em 2015 e aumentou a sua reserva de lucros em 2017.** Como vemos na tabela 3, **a estrutura de capital vem mudando de 2014 a 2018**, tornando a empresa menos alavancada. Isso melhora os índices de solvência, como podemos ver com o índice de cobertura, que vem apresentando melhora ano após ano. Além disso, **as despesas financeiras vêm diminuindo, sendo reduzidas em 50% de 2016 a 2018. O custo de financiamento tem se mantido estável, com a taxa média de financiamento se mantendo entre 8% e 11%.** Um dado interessante é que a taxa de retorno dos ativos é menor do que a taxa paga aos empréstimos. Isso mostra que a alavancagem financeira está tirando valor da companhia, pois ela **paga uma taxa de 11% em média para os empréstimos e recebe de 6% a 9% nos ativos.** Isso é suavizado pelo fato de **somente 30% do passivo ser composto por dívidas bancárias e debentures.** A outra parte refere-se a fornecedores, que representa outros 30% do passivo. Como mencionado acima, as empresas telefônicas pressionam os seus fornecedores por melhores preços e prazos, especialmente para contrabalancear a queda na margem, derivada da diminuição da receita. Quando a Oi entrou em recuperação judicial,

grande parte da dívida de R\$ 65 bilhões que a empresa devia era derivada de dívidas com fornecedores, indicando que essa pressão é uma prática do setor.

Figura 2: Evolução da rentabilidade e da margem de 2014 a 2018



Outro fator que deve ser analisado no passivo é o alto valor das provisões. Esses números são compostos majoritariamente de processos trabalhistas e multas da ANATEL. Existe um histórico, especificamente com a Oi, que essas multas podem ser revertidas em investimentos. Isso seria ainda mais benéfico para a companhia, pois daria uma folga ainda maior para os investimentos grandiosos que são esperados para os próximos anos na expansão da rede. Agregando todas essas contas de passivo, o custo de capital de terceiros tem uma redução substancial. Ao analisar o ROE, vemos que a alavancagem tem um efeito positivo na taxa, portanto, a taxa de capital de terceiros implícita deve ser razoavelmente mais baixo do que o custo dos empréstimos.

Em 2019, devido à entrada em vigor do CPC 06, que retira os itens de leasing do off-balance, a companhia poderá ter um aumento em sua alavancagem que terá que ser mensurado. Grande parte das antenas de operação da rede móvel são alugadas ou estão na forma de *sale lease back*. Devido a isso, podemos esperar um incremento do balanço para os anos seguintes, o que causará um efeito pior no ROA, tanto na parte do numerador, com uma rentabilidade sendo calculada sobre uma base de ativos maior. A conjuntura no setor nos permite questionar o tamanho do ágio da Telefônica e o porque de ele nunca ter recebido baixa. As demonstrações financeiras mostram um nível crescente de depreciação com compressão de margens. Isso é um indicativo de que a companhia investe cada vez mais a taxas de retorno decrescentes. Além disso, seus

principais negócios estão sendo esvaziados, como a telefonia fixa e a telefonia móvel na parte de voz. O negócio de dados é o que apresenta o maior crescimento e esse é o futuro do setor. A grande dúvida é se ele conseguirá segurar uma margem que justifiquem os investimentos.

Principais Comentários

A Telefônica divulgou em seu relatório anual o EBITDA para fins de divulgação de seu desempenho financeiro, em conjunto com outras métricas e análises. É importante dizer antes de qualquer outro comentário que o uso e divulgação dessa medida precisa estar alinhado ao negócio da companhia e “fazer sentido” em suas operações. Empresas do setor de telecomunicações necessitam estar regularmente realizando investimentos do tipo *capital expenditure* (CAPEX).

A princípio, é incoerente que a análise de sua eficiência operacional seja dada pelo número extraído por meio do EBITDA, pois para que esse tipo de empresa opere em bom funcionamento, em tese sua administração realizou e continuará realizando diversos investimentos (no curto e no longo prazo) para adquirir equipamentos mais atualizados ou mesmo para ampliar sua atuação no mercado. A depreciação das máquinas em sua posse, neste caso, é uma despesa *sine qua non* para a geração de caixa operacional da companhia. Para empresas que se enquadram neste modelo de negócio, o ideal é utilizar o EBIT no lugar do EBITDA, pois aquele considera no resultado da empresa os efeitos da depreciação e amortização de itens que são recorrentemente substituídos em função do próprio negócio da empresa.

Em linhas gerais: uma vez que os equipamentos regularmente trocados são ativados ao imobilizado quando adquiridos e seu consumo é reconhecido via depreciação, esta despesa é considerada operacional e mantida para fins de cálculo da geração bruta de caixa da empresa. Ou seja, o EBITDA não é a medida mais adequada nesse caso para fins de desempenho operacional e, na opinião do grupo, por esse motivo não deveria ser utilizado como base para análise de desempenho por parte de usuários externos da Telefônica.

Análise da DRE

Tabela 9: DRE

DRE	Consolidado 2018	Consolidado 2017	Variação %
Receita operacional líquida	43.462.740	43.206.832	0,6%
Custos dos serviços prestados e mercadorias vendidas	(21.025.767)	(20.272.530)	3,7%
Lucro bruto	22.436.973	22.934.302	-2,2%
Receitas (despesas) operacionais	(12.980.789)	(16.302.065)	-20,4%
Despesas com comercialização	(12.832.741)	(13.136.474)	-2,3%
Despesas gerais e administrativas	(2.598.970)	(2.443.105)	6,4%
Outras receitas operacionais	4.077.003	464.182	778,3%
Outras despesas operacionais	(1.626.081)	(1.186.668)	37,0%
Lucro operacional	9.456.184	6.632.237	42,6%
Receitas financeiras	4.112.640	1.755.958	134,2%
Despesas financeiras	(2.285.487)	(2.659.002)	-14,0%
Resultado de equivalência patrimonial	(5.847)	1.580	-470,1%
Lucro antes dos tributos	11.277.490	5.730.773	96,8%
Imposto de renda e contribuição social	(2.349.232)	(1.121.983)	109,4%
Lucro líquido do exercício	8.928.258	4.608.790	93,7%

- **Aspectos Gerais:** analisando as grandes variações percentuais entre 2017 e 2018 na DRE da Telefônica, é possível observar que as linhas que impactaram de maneira relevante o lucro líquido do exercício de 2018 foram: (i) outras receitas operacionais e (ii) receitas financeiras. Pela leitura das notas explicativas 26 e 27, foi possível concluir o seguinte a respeito dessas variações:
- **Outras receitas operacionais:** o aumento de 778,3% considerado como receita operacional é majoritariamente oriundo de processos judiciais transitados em julgado a favor da companhia em relação à exclusão do ICMS da base de cálculo da contribuição ao PIS e da COFINS. O valor total do ganho registrado foi de R\$ 3,4 bilhões. Se desconsiderarmos esse efeito, o lucro líquido teria aumentado apenas 20% e não 93,7% em relação a 2017.

- **Receitas financeiras:** o aumento de 134,2% considerado como receita financeira é majoritariamente oriundo da atualização monetária dos processos judiciais transitados em julgado a favor da Companhia em relação à exclusão do ICMS da base de cálculo da contribuição ao PIS e da COFINS. O valor total do ganho registrado foi de R\$ 2,9 bilhões. Se desconsiderarmos esse efeito, o lucro líquido teria aumentado apenas 30% e não 94% em relação a 2017.

Há também uma terceira variação percentual considerada grande, relacionada ao impacto da aplicação do método de equivalência patrimonial: em 2018 o efeito do MEP teve uma variação negativa de -470,1% se comparado ao ano de 2017. Contudo, não se pode afirmar que se trata de um resultado ou desempenho operacional da Telefônica. Além disso, o valor em si não é tão expressivo comparado às demais variações analisadas anteriormente.

Com base nesses destaques, pode-se dizer que no geral o aumento do lucro líquido não foi pela melhoria das operações da Companhia (resultante do desempenho dos ativos e passivos operacionais), mas, sim, pelo resultado positivo relacionado a determinados processos judiciais. Observe-se, adicionalmente, que não houve variações relevantes na receita líquida e nem no CMV. Esse tipo de aumento no lucro líquido de 2018 não justifica um bom desempenho da Companhia se avaliarmos pelo prisma da "performance operacional", tratando-se de um resultado oriundo de eventos de certa forma isolados. Além disso, há um PAA no relatório do auditor sobre o tema indicando que há uma pendência em relação ao assunto da compensação de créditos dependente desses processos judiciais, pois a Receita Federal do Brasil vedou a compensação até que uma fiscalização desses créditos seja efetuada - o que em 31/12/2018 ainda não estava resolvido.

Desconsiderando os efeitos das outras receitas operacionais atualização monetária das outras receitas operacionais a Telefônica teria registrado um lucro líquido **a MENOR em 13%** antes dos tributos, **e não** um lucro líquido antes dos tributos **a maior em 97%** comparado a 2017.

Isso também não significa que a Telefônica "vai mal", mas, sim, que seu desempenho do exercício de 2018 pode não estar atrelado a fatores operacionais, e, portanto, não se pode atribuir tal desempenho a um crescimento das operações, por exemplo, devendo

haver certo cuidado ao se concluir sobre o lucro líquido como uma medida de desempenho sem considerar tais fatores.

Análise da DFC - método indireto

De forma complementar, analisamos a DFC pelo método indireto apresentada pela Companhia para fins de comparação com os resultados advindos da análise da DRE. Em 31/12/2018 destacamos as seguintes linhas (de forma simplificada a partir da DFC):

Tabela 10: DFC Método indireto

	Consolidado 2018
Lucro antes dos tributos	11.277.490
Resultado dos ajustes ao lucro antes dos tributos	12.186.113
Variações nos ativos e passivos operacionais	(10.350.586)
Caixa gerado nas operações	13.113.017
Caixa líquido gerado nas operações (menos juros e IR/CSLL)	11.941.427
Caixa líquido aplicado nas atividades de investimento	(5.676.333)
Caixa líquido aplicado nas atividades de financiamento	(6.934.104)
= Redução no caixa e equivalentes de caixa, líquidos	(669.010)

É possível observar que no lucro líquido de 2018 estão contidos diversos efeitos que não possuem impacto caixa (na referida data-base). Os ajustes representam um aumento de 108% ao lucro. Em seguida tem-se a variação nos ativos e passivos operacionais, indicando que houve uma redução (dentre outros efeitos positivos e negativos): (i) no contas a receber (variação dos saldos do contas a receber + PECLD) de R\$ 1,6 bilhão, sendo essa redução majoritariamente impactada pela PECLD reconhecida no período; (ii) nos tributos a recuperar no montante de R\$ 5,9 bilhão; e (iii) nas provisões para demandas tributárias, trabalhistas, cíveis e regulatórias no montante de R\$ 3,9 bilhões. Os impactos nas provisões e nos tributos a recuperar estão alinhados com os efeitos dos processos relacionados aos créditos fiscais sobre os saldos da PIS e da COFINS. Com base no caixa gerado nas operações é fato que a Companhia está conseguindo gerar caixa a partir dos seus ativos e passivos operacionais, indicando um bom desempenho do

negócio como um todo. Mesmo após os investimentos realizados na aquisição de imobilizados e intangíveis no montante de R\$ 8,5 bilhões - que como comentamos na crítica ao uso do EBITDA, faz parte da natureza desse tipo de companhia aplicar grandes recursos em CAPEX - a companhia teria obtido um fluxo de caixa positivo de pouco mais de 6 bilhões de reais. No entanto, com os pagamentos de empréstimos, financiamentos e debêntures e principalmente de dividendos e juros sobre o capital próprio, que em 2018 montou R\$ 4,1 bilhões, o resultado do fluxo de caixa foi de uma redução de R\$ 669 milhões. Como empresas do setor de telefonia tem alavancagem alta, o maior efeito para essa redução foi o pagamento de dividendos e JSCP no período.

Analisando a DRE e a DFC pelo método indireto em conjunto é possível entender que o resultado da Telefônica para 2018 foi altamente impactado pelos processos judiciais para exclusão do ICMS da base do PIS e da CONFIS tanto na DRE como na DFC. Apesar disso, a Companhia está conseguindo gerar o caixa necessário para continuar com suas operações e altos investimentos que precisa realizar ano a ano. Apesar da redução de caixa do período, acreditamos que a Telefônica tem um grande potencial para continuar gerando caixa nos próximos exercícios.

Análise da DFC - métodos direto e por competência

A partir da DFC pelo método indireto tentamos elaborar a DFC pelo método direto e, assim, analisar a DFC por competência. Dado o fato de que na realidade as transações são muito mais complexas e não possuímos determinadas informações que os preparadores possuem, não foi possível "fechar" a DFC pelo método direto, permanecendo uma diferença não conciliada de R\$ 1,3 bilhão.

Ainda assim, prosseguimos com a análise por competência em uma tentativa de extrair outras informações úteis para fins da compreensão da situação da Telefônica em 31/12/2018. Segue abaixo as DFCs elaboradas pelos métodos direto e por competência:

Tabela 11: DFC Método Direto

	Consolidado
	2018
Recebimento de clientes	43.331.020
PECLD	(1.498.134)
Receitas financeiras	4.112.640

Outras receitas operacionais	4.077.003
Pagamento a fornecedores	20.943.383
Pagamento do contas a pagar (outros passivos)	(193.360)
Pagamento de despesas com comercialização	(12.832.741)
Pagamento de despesas gerais e administrativas	(2.598.970)
Pagamento de outras despesas operacionais	(1.626.081)
Juros pagos	(494.931)
Imposto de renda e contribuição social pagos	(676.659)
Montante não conciliado	1.285.023
= Caixa líquido gerado pelas atividades operacionais	11.941.427

Tabela 12: DFC Método por Competência

	Realizado 2018 Competência 2018
Recebimento de clientes	34.468.666
PECLD	(1.498.134)
Receitas financeiras	4.112.640
Outras receitas operacionais	4.077.003
Pagamento a fornecedores	(13.496.283)
Pagamento do contas a pagar (outros passivos)	(1.491.069)
Pagamento de despesas com comercialização	(12.832.741)
Pagamento de despesas gerais e administrativas	(2.598.970)
Pagamento de outras despesas operacionais	(1.626.081)
Juros pagos	(494.931)
Imposto de renda e contribuição social pagos	(53.927)
Montante não conciliado	1.285.023
= Caixa líquido gerado pelas atividades operacionais	9.851.196

Ao considerar apenas as vendas que foram efetivadas e recebidas em 2018 e as compras e pagamentos efetuados e pagos em 2018, há uma redução no caixa líquido operacional de R\$ 2 bilhões em relação aos métodos direto/indireto. Apesar dessa redução, a companhia continua conseguindo gerar caixa pela utilização de seus ativos e passivos operacionais.

Parceria com a Netflix

- **Trecho da notícia:** vivo passa a dar um maior foco na operação de TV paga. Para isso, firma convênios, não apenas com a Netflix mas como outras plataformas de vídeo e de música, como a Amazon e a Tidal.
- **Demonstrações contábeis:** não há evidências aparentes sobre esta informação nas DFs.
- **Relatório da Administração:** No relatório da administração, foram mencionadas estas estratégias, focadas no seguimento residencial além de convênios voltados a oferta de serviços a empresas do agronegócio.

Salto do lucro no 3º trimestre e ação dispara

- **Trecho da notícia:** aumento do resultado financeiro, o qual foi positivo em 653 milhões, frente ao negativo de R\$ 170 milhões do mesmo período do ano anterior. Vale ressaltar que o resultado negativo deu-se principalmente pela decisão judicial referente ao pagamento de PIS e Cofins sobre o ICMS (2004 à 2013).
- **Demonstrações contábeis:** reportagem em linha com o observado na DRE e abertura na NE 26. Por conta do trânsito em julgado do processo sobre a exclusão do ICMS da base de cálculo do Pis/Cofins. Aumento observado nos impostos a recuperar.
- **Relatório da Administração:** não há qualquer menção sobre esse caso no relatório da administração.

Revendedor cobra multa de R\$ 47 bi da Vivo

- **Trecho da notícia:** a reclamação foi julgada e definida procedente já em 2ª instância, e posteriormente, julgada pelo STF. Deve-se considerar o risco da condenação do pagamento dos R\$ 47 bilhões, conforme perícia realizada.
- **Demonstrações contábeis:** apesar da decisão, houve uma diminuição de 900 milhões no saldo de provisões no último ano; já o saldo de IR e CS diferidos mais que dobrou.
- **Relatório da Administração:** não há qualquer menção sobre esse caso no relatório da administração.

Apesar da exaltação do resultado positivo, atingido no ano de 2018, observou-se que parte significativa do resultado positivo da companhia se deu por conta da decisão judicial acerca do ICMS. Mesmo essa melhora no resultado não tendo ligação direta com o desempenho nas operações da empresa, houve uma valorização do preço das ações.

O grupo Telefônica, dentre os participantes do setor de telecomunicações no Brasil, está bem colocado. Com a compra da GVT, o grupo consegue atuar em todos os setores, de TV por assinatura, banda larga, telefone fixo e telefone móvel. No entanto, é um grupo líder em um setor problemático, não só no Brasil, como no resto do mundo.

A cadeia de valor do setor de telecomunicações e dados começa na infraestrutura e termina no conteúdo acessado ou produto utilizado pelo consumidor. O consumidor utiliza tais dados para fazer compras na Amazon ou assistir conteúdo no Netflix, por exemplo. Além disso, plataformas corporativas estão buscando trabalhar melhor com a inteligência artificial, utilizando essa grande quantidade de dados sendo trafegadas para automação e desenvolvimento de produtos e serviços. Portanto, temos a infraestrutura de telecomunicações, cujo os ativos são majoritariamente tangíveis (com exceção do ágil) e o grande volume de serviços de telecomunicações prestados são das empresas de mídia e tecnologia.

Toda a lucratividade dessa cadeia está indo para os usuários da infraestrutura e não para os provedores dela. As empresas reclamam muito disso e questionam a neutralidade da rede, mas, ao que parece, está se repetindo com esse setor o que ocorre com o setor de informática, onde os fabricantes de *software* valem muito mais do que os de *hardware*. O balanço que acabamos de analisar reflete isso.

Os investimentos vultosos e constantes em novas tecnologias e a competição acirrada comprimiram a margem da empresa. Por um tempo, ela consegue se equilibrar com a redução de custos e com a pressão sobre os fornecedores. Além disso, a telefonia fixa exige poucos investimentos e é considerada uma "cash cow", o que fornece um fôlego extra em termos de rentabilidade. Comparada a seus pares, a Telefônica não tem problema societários como a TIM, que acaba travando a sua expansão local e não está em situação delicada como a Oi. A sua maior concorrente direta é a Claro, que tem um grupo de telecomunicações internacional muito forte em seu controle. As ações da empresa na bolsa oscilaram nos últimos 5 anos na faixa de R\$45 a R\$ 55, com um *dividend yield* de 3,24% a.a. Isso mostra que o acionista não está retirando o devido valor de seu investimento. Preciaríamos ir mas a fundo nas análises para descobrir o verdadeiro valor da empresa. Contudo, com essa análise de balanço feita, temos algumas conclusões:

- A rentabilidade do ativo poderá ser diluída ainda mais com a entrada do CPC 06 (R2).

- A margem continuará sendo comprimida.
- Os investimentos tendem a ser crescentes com retornos decrescentes.
- O ágio é volumoso e tem alta probabilidade de ser baixado por *impairment*, devido as condições econômicas.
- A alavancagem é baixa, mas poderá aumentar se a empresa continuar com a necessidade de investimentos e continuar entregando rentabilidade baixa para o acionista. Ela terá duas opções para financiar esses investimentos: aumentar a alavancagem ou aumento de capital à custa dos antigos acionistas.

Pelos motivos apresentados acima, caso fossemos investidores, ficaríamos distantes de um investimento de longo prazo na Telefônica. Pode ser que hajam fusões no setor no futuro, o que seria benéfico do ponto de vista da Companhia, mas mantendo a atual configuração do setor e cenário individual da Telefônica, não nos parece um bom investimento.

Tabela 13: Balanço Patrimonial Consolidado

R\$ milhões	2014	2014	2014	2014	2014
Ativo	73.065	101.685	102.066	101.383	102.561
Circulante	15.517	17.909	18.399	16.732	18.363
Caixa e Equivalentes de Caixa	4.693	5.337	5.105	4.050	3.381
Aplicações Financeiras em Garantia	0	0	0	0	0
Contas a Receber	8.222	10.350	9.934	9.955	9.720
Provisão para Redução ao Valor Recuperável das Contas a Receber	(1.498)	(2.064)	(1.233)	(1.367)	(1.415)
Estoques	480	604	410	349	462
Tributos a Recuperar	2.203	2.521	3.027	2.564	4.949
Depósitos e Bloqueios Judiciais	202	235	302	325	313
Instrumentos Financeiros Derivativos	614	81	69	88	69
Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos	0	0	0	0	0
Despesas Antecipadas	304	357	343	446	582
Créditos com Empresas Associadas	38	0	0	0	0
Outros Ativos	260	489	440	322	303
Não Circulante	57.548	83.776	83.667	84.651	84.198
Investimentos	80	101	86	99	102
Imobilizado, Líquido	20.454	30.477	31.925	33.222	34.115
Intangível, Líquido	31.287	45.607	44.484	43.332	42.221
Passivo	28.115	33.118	32.822	31.921	30.954
Circulante	16.011	17.982	20.439	17.863	17.161
Pessoal, Encargos e Benefícios Sociais	591	699	761	723	783
Fornecedores e Contas a Pagar	7.641	8.373	7.611	7.447	7.643
Impostos, Taxas e Contribuições	1.282	1.716	1.771	1.731	1.810
Empréstimos e Financiamentos	1.510	2.222	2.543	1.621	1.464
Debêntures	755	121	2.121	1.413	0
Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos	1.495	2.209	2.195	2.396	4.173
Provisões	674	914	1.184	1.435	378
Instrumentos Financeiros Derivativos	23	152	183	5	17
Obrigações com Empresas Associadas	98	0	0	0	0
Receitas Diferidas	717	565	430	373	526
Licenças de Autorização	0	457	955	141	0
Outras Obrigações	1.225	554	686	577	368
Não Circulante	12.104	15.136	12.383	14.059	13.793
Pessoal, Encargos e Benefícios Sociais	119	20	11	23	12
Impostos, Taxas e Contribuições	67	87	49	49	39
Tributos Diferidos	0	68	0	709	1.983
Fornecedores e Contas a Pagar	0	0	72	0	0
Empréstimos e Financiamentos	2.123	4.455	3.127	2.320	4.675
Debêntures	3.412	3.424	1.434	3.108	0
Provisões	4.462	5.890	6.626	6.710	5.881
Instrumentos Financeiros Derivativos	24	82	1	15	23
Obrigações com Empresas Associadas	22	0	0	0	0
Receitas Diferidas	483	359	512	351	251
Obrigações com Plano de Benefícios Pós Emprego	456	85	0	0	0
Licenças de Autorização	0	496	94	117	0
Outras Obrigações	937	170	458	655	929
Patrimônio Líquido	44.950	68.567	69.244	69.461	71.607
Capital Social	37.798	63.571	63.571	63.571	63.571
Prêmio na Aquisição de Participação de não Controladores	(70)	(75)	0	0	0
Reservas de Capital	2.687	1.348	1.273	1.214	1.214
Reservas de Lucros	1.535	2.411	2.475	2.463	4.324
Dividendo Adicional Proposto	2.769	1.287	1.914	2.192	2.469
Outros Resultados Abrangentes	232	25	12	21	29
Lucros Acumulados	0	0	0	0	0

Tabela 14: DRE Consolidado

R\$ milhões	2014	2015	2016	2017	2018
Receita Operacional Bruta	62.089	64.319	65.007	66.243	65.794
Receita Operacional Líquida	40.218	42.134	42.508	43.207	43.463
Móvel	23.670	25.136	25.538	26.458	27.348
Fixa	16.548	16.998	16.970	16.748	16.115
Custos Operacionais	-27.920	-29.420	-28.486	-28.721	-25.638
Pessoal	-3.574	-3.542	-3.860	-3.726	-3.996
Custo dos Serviços Prestados	-11.894	-12.203	-11.906	-11.508	-11.260
Custo das Mercadorias Vendidas	-2.107	-2.597	-2.119	-1.956	-2.406
Despesas de Comercialização dos Serviços	-8.670	-9.143	-8.910	-9.316	-8.906
Despesas Gerais e Administrativas	-1.211	-1.371	-1.622	-1.493	-1.521
Outras Receitas (Despesas) Operacionais, líquidas	-464	-563	-69	-723	2.451
EBITDA	12.298	12.714	14.022	14.486	17.825
Margem EBITDA %	31%	30%	33%	34%	41%
Depreciação e Amortizações	-6.579	-7.320	-7.654	-7.854	-8.369
EBIT	5.719	5.395	6.368	6.632	9.456
Resultado financeiro líquido	-534	-1.109	-1.235	-903	1.827
Ganho (perda) com investimentos	7	2	1	2	-6
Impostos	48	-957	-1.050	-1.122	-2.349
Lucro Líquido	5.241	3.331	4.085	4.609	8.928
