

Análise Detalhada

Unifique Telecomunicações S.A.

9 de maio de 2024

Resumo de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor

Unifique Telecomunicações S.A.

Escala Nacional Brasil

brAA-/Estável/--

Analista principal

Henrique Koch

São Paulo
55 (11) 3818-4113
h.koch
@spglobal.com

Contato analítico adicional

Wendell Sacramoni, CFA

São Paulo
55 (11) 3039-4855
wendell.sacramoni
@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Resumo

Principais pontos fortes	Principais riscos
Posição de liderança em sua região de atuação, por meio de crescimento orgânico e aquisições	Menor escala em relação aos pares nacionais e presença em um setor altamente competitivo
Maior rentabilidade em comparação aos pares mais próximos	Risco de execução na integração de empresas adquiridas
Alavancagem relativamente baixa com dívida bruta sobre EBITDA entre 1,5x-2,0x	Pressão sobre a geração de fluxo de caixa livre no longo prazo devido a potenciais investimentos em rede e 5G

A empresa segue expandindo suas operações por meio de aquisições e crescimento orgânico.

Nos últimos anos, a **Unifique Telecomunicações S.A.** (Unifique) tem reportado crescimento constante de cobertura de rede e número de acessos como resultado de sucessivos investimentos em crescimento orgânico e aquisições de provedores de internet (ISPs – *internet service providers*) menores nas regiões onde atua, sendo a mais recente a da Vex Telecomunicações Ltda. no final do ano passado, que adicionou 28 mil acessos à sua base. A empresa encerrou 2023 com aproximadamente 720 mil acessos, um crescimento de 19% em comparação ao ano anterior, e atingiu cerca de R\$ 880 milhões em receita líquida. Em nosso cenário-base, consideramos a continuidade de sua estratégia de expansão gradual, com integração e captura de sinergias das empresas adquiridas, ganhos de escala e crescimento constante de receitas.

Início da operação comercial móvel 5G. Em fevereiro de 2024, a Unifique iniciou sua operação de telefonia móvel com rede 5G própria, com a qual pretende atender cerca de 40 cidades até o final de 2024. Estimamos que o segmento móvel ainda tenha uma participação marginal nas receitas consolidadas de 2024, com gradual aumento de relevância nos próximos anos e necessidade adicional de cerca de R\$ 100 milhões de capex anual pelos próximos três anos. Ainda assim, esperamos que a empresa continue apresentando geração positiva de fluxo de caixa livre (FOCF – *free operating cash flow*), impulsionada pela crescente geração de caixa operacional.

Rentabilidade acima da média da indústria é um diferencial. A condução bem-sucedida de aquisições passadas, aliada a ganhos de eficiência e escala, tem permitido que a Unifique mantenha uma rentabilidade sólida, com margem EBITDA próxima a 50% nos últimos dois anos, apesar de alguma volatilidade proveniente das aquisições recentes e do início da operação móvel. Mantivemos nossa projeção de margem EBITDA de 50%-52% nos próximos três anos, considerando também as estratégias da empresa para controle de inadimplência e redução de *churn* de clientes, que foi de 1,7% no último trimestre de 2023, após atingir 2,0% no meio do ano passado.

Redução da alavancagem, apesar de alguma concentração de vencimentos nos próximos dois anos. A Unifique tem mantido uma estratégia conservadora em termos de endividamento, porém possui atualmente cerca de 35% de sua dívida vencendo no curto prazo. Nosso cenário-base considera que a empresa realizará novas emissões de dívida nos próximos anos para um bem-sucedido alongamento do perfil de vencimentos. Apesar do endividamento relativamente estável desde 2022, a evolução do EBITDA no período contribuiu para a redução do índice de dívida bruta ajustada sobre EBITDA de 2,2x em 2022 para 1,7x em 2023, uma evolução mais rápida do que a projetada. Esperamos que a alavancagem siga controlada e inferior a 2,0x nos

próximos anos, dada a forte geração de caixa e menor ritmo de expansão da rede de fibra ótica, mesmo com os investimentos necessários para a operação do 5G. Além disso, a empresa possui um colchão de liquidez para suas necessidades de curto prazo, com índice de fontes sobre usos de liquidez em torno de 1,2x mesmo com elevados capex elevado e crescimento inorgânico.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating reflete nossa visão de que a Unifique deve continuar expandindo suas operações e rede atual por meio de crescimento orgânico e aquisições através de pagamentos parcelados, aumentando gradualmente sua participação de mercado na região Sul do Brasil e obtendo ganhos de escala com a integração de empresas adquiridas, sem pressionar alavancagem e rentabilidade.

Cenário de elevação

Poderemos elevar nosso rating da Unifique caso a empresa aumente sua participação na indústria, com ganhos de escala após a integração de aquisições, mantendo sua sólida rentabilidade e geração de fluxo de caixa livre. Neste cenário, esperaríamos margem EBITDA próxima de 55% e desalavancagem contínua, com dívida bruta sobre EBITDA se aproximando de 1,5x e FOCF consistentemente positivo.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar nosso rating atribuído à Unifique nos próximos 12-18 meses caso a empresa apresente dificuldades e maiores riscos de execução na integração de aquisições, ao mesmo tempo que investimentos materiais para expansão não acompanhados de geração de caixa são requeridos, levando a uma deterioração na rentabilidade e a pressões no perfil de liquidez da empresa. Além disso, um rebaixamento do rating seria possível se a empresa adotasse políticas financeiras mais agressivas, aumentando alavancagem e pagamento de dividendos para maior retorno aos acionistas. Neste cenário, veríamos índice de dívida bruta sobre EBITDA acima de 3,0x de forma consistente.

Nosso Cenário-Base

Premissas

- PIB brasileiro crescendo 1,8% em 2024, 2,0% em 2025 e 2,1% em 2026;
- Inflação média no Brasil de 4,1% em 2024, 3,7% em 2025 e 3,5% em 2026;
- Taxa básica de juros média de 9,4% em 2024, 9,0% em 2025 e 9,0% em 2026;
- Segmento B2C (*business-to-consumer*) continuará o mais relevante na geração de receitas da empresa, representando cerca de 70%-80% da receita bruta consolidada;
- Cerca de 9% no crescimento de acessos (HCs – *homes connected*) em 2024, de acordo com o plano de expansão orgânica da empresa. De 2025 em diante, projetamos crescimento anual de aproximadamente 5%;
- Crescimento de receita média por usuário (ARPU – *average revenue per user*) de acordo com os índices de inflação de 2024 em diante;
- Crescimento da receita líquida consolidada cresça cerca de 12% em 2024 e 2025, resultante da expansão da base de clientes e crescimento de ARPU, e aproximadamente 9% por ano posteriormente;

- Crescimento gradual da margem EBITDA para cerca de 52% nos próximos três anos com a integração de empresas adquiridas, captura de sinergias e maior taxa de penetração de *homes passed*;
- Capex anual em torno de R\$ 400 milhões para manutenção, ativação de rede, infraestrutura para 5G e abertura de novas portas;
- Pagamento de R\$ 170 milhões em aquisições em 2024, reduzindo de acordo com o cronograma de amortização;
- Pagamento de dividendos equivalente a 25% do lucro líquido do ano anterior.

Principais Métricas

Unifique Telecomunicações S.A. – Resumo das projeções*

R\$ milhões	2022R	2023R	2024E	2025P	2026P
Casas conectadas (mil)	606	719	~780	~820	~860
Receita	678	883	~1.000	~1.100	~1.200
EBITDA	341	439	~500	~570	~630
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	267	362	~400	~450	~490
Investimentos (capex)	250	210	~380	~400	~400
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	71	199	~30	~40	~100
Dívida ajustada	746	758	~850	~860	~900
Índices ajustados					
Dívida/EBITDA (x)	2,2	1,7	~1,7	~1,5	~1,5
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	7,7	9,0	~9,0	~8,0	~7,5
FOCF/dívida (%)	9,6	26,2	~4,0	~4,0	~10,0
Margem EBITDA (%)	50,3	49,7	~50,0	~51,0	~52,0

*Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado.

Descrição da Empresa

Fundada em 1997 e atuante na Região Sul do país, a Unifique é uma das maiores provedoras brasileiras de internet via fibra ótica. Em 2023, cerca de 82% da receita bruta de R\$ 1,1 bilhão da empresa foram gerados no segmento de internet banda larga, com o restante dividido em serviços de telefonia (4%), TV (10%), datacenter e demais serviços (4%).

Atualmente, cerca de 73% das ações da Unifique são detidas pelos acionistas controladores representados pela Unitá Participações S.A. e demais relacionados, com 2,5% delas detidas em tesouraria e as 25% restantes negociadas livremente na bolsa de valores brasileira.

Comparação com os Pares

Os pares avaliados mais próximos são a Brisanet Participações S.A. (brA+/Estável/--), Vero S.A. (brA+/Estável/--), Desktop S.A. (brA+/Estável/--), Triple Play Brasil Participações S.A. (brA-/Negativa/--) e Ligga Telecomunicações S.A. (brA-/Negativa/--).

A Brisanet é uma das maiores provedoras de internet via fibra ótica do Nordeste, tendo iniciado suas operações de telefonia móvel recentemente, com significativos investimentos em 5G nos

Unifique Telecomunicações S.A.

últimos anos. Destaca-se pela evolução das margens, com redução consistente de alavancagem.

A Vero concluiu a combinação de negócios com a AmericaNet no final do ano passado, tornando-se o maior ISP avaliado em termos de casas conectadas, com margem EBITDA em torno de 50%. Destacamos que os números auditados da Vero em 2023 incluem os ativos e passivos da AmericaNet, porém engloba apenas um mês de resultados.

A Desktop é a maior ISP operando no estado de São Paulo, com foco em B2C, cerca de 1,0 milhão acessos em banda larga fixa via fibra ótica e margem EBITDA de aproximadamente 50%.

Outros provedores regionais avaliados são a Triple Play e a Ligga Telecom, *players* regionais com margens relativamente inferiores na comparação com os pares e índice de dívida bruta ajustada sobre EBITDA acima de 5,0x.

Unifique Telecomunicações S.A. – Comparação com os pares

	Unifique Telecomunicações S.A.	Brisanet Participações S.A.	Vero S.A. *	Desktop S.A.	Triple Play Brasil Participações S.A.	Ligga Telecomunicações S.A.
Rating de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável/--	brA+/Estável/--	brA+/Estável/--	brA+/Estável/--	brA-/Negativa/--	brA-/Negativa/--
Período	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
Fim do período	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023	31/12/2023
Milhões	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Casas conectadas (mil)	719	1.292	1.345	1.017	626	361
Receita	883	1.228	917	986	568	673
EBITDA	439	585	554	496	179	259
Geração interna de caixa (FFO)	362	446	398	332	94	152
Investimentos (capex)	210	464	371	299	193	180
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	199	62	194	(93)	(97)	(8)
Caixa e investimentos de curto prazo	385	504	327	330	164	382
Dívida	758	1.450	2.911	1.722	1.174	1.399
Margem EBITDA (%)	49,7	47,6	60,5	50,3	31,5	38,5
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	9,0	4,0	3,4	2,3	1,7	1,4
Dívida/EBITDA (x)	1,7	2,5	5,3	3,5	6,6	5,4
FOCF/dívida (%)	26,2	4,3	6,7	(5,4)	(8,3)	(0,6)

Todos os números foram ajustados pela S&P Global Ratings, exceto se apresentado como reportado. *Números auditados da Vero em 2023 incluem os ativos e passivos da AmericaNet, cuja aquisição foi concluída em 01 de dezembro de 2023, porém engloba apenas um mês de resultados.

Vencimentos de Dívida

Em 31 de dezembro de 2023, a dívida financeira reportada pela Unifique era composta principalmente de debêntures, empréstimos e financiamentos com instituições financeiras, além de passivos de aquisições societárias, com o seguinte perfil de vencimento:

- Curto prazo: R\$ 220 milhões
- 1 a 2 anos: R\$ 200 milhões

Unifique Telecomunicações S.A.

- 2 a 3 anos: R\$ 60 milhões
- Acima de 3 anos: R\$ 130 milhões

Unifique Telecomunicações S.A. – Resumo Financeiro

--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de--

Período de reporte	2019	2020	2021	2022	2023
Moeda	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
Receitas	163	286	458	678	883
EBITDA	76	145	229	341	439
Geração interna de caixa (FFO)	58	115	196	267	362
Despesas com juros	4	8	30	45	49
Fluxo de caixa operacional (OCF)	53	80	159	322	408
Investimentos (capex)	51	138	304	250	210
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	2	(58)	(145)	71	199
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(4)	(70)	(233)	9	145
Caixa e investimentos de curto prazo	9	43	695	558	385
Dívida	145	245	517	746	758
Patrimônio líquido	72	118	959	997	1.097
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	46,5	50,6	50,0	50,3	49,7
Retorno sobre capital (%)	36,2	31,1	16,1	13,2	13,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	19,2	18,2	7,6	7,7	9,0
Dívida/EBITDA (x)	1,9	1,7	2,3	2,2	1,7
FFO/dívida (%)	39,9	46,8	37,9	35,8	47,8
OCF/dívida (%)	36,7	32,8	30,6	43,1	53,9
FOCF/dívida (%)	1,3	(26,6)	(28,1)	9,6	26,2
DCF/dívida (%)	(2,8)	(28,7)	(45,0)	1,2	19,2

Reconciliação dos valores reportados pela Unifique Telecomunicações S.A. com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

	Dívida	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&PGR
--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2023--				
Montantes reportados pela empresa	324	441	222	439
Impostos-caixa pagos	-	-	-	(35)
Juros-caixa pagos	-	-	-	(41)
Arrendamentos operacionais	141	-	-	-
Receitas (despesas) não operacionais	-	-	20	-
Dívida: Passivos de aquisições e tributos parcelados	293	-	-	-
EBITDA: Outros	-	(2)	(2)	-
Ajustes totais	434	(2)	18	(77)
Ajustes da S&P Global Ratings	Dívida	EBITDA	EBIT	FFO
	758	439	240	362

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Unifique como menos que adequada, com relação entre fontes e usos de caixa próxima a 1,2x em 2024. Apesar da posição confortável de caixa e robusta geração interna esperada de caixa, a Unifique deve continuar dispondo de desembolsos relevantes para expansão de suas atividades, amortização de dívidas de curto prazo e valores a pagar por aquisições. Ademais, não acreditamos que a Unifique possa absorver eventos de alto impacto e baixa probabilidade sem a necessidade de financiamento devido à sua escala limitada.

Principais fontes de liquidez	Principais usos de liquidez
<ul style="list-style-type: none">- Posição de caixa de aproximadamente de R\$ 385 milhões em 31 de dezembro de 2023;- FFO projetado em cerca de R\$ 400 milhões nos 12 meses a partir de 31 de dezembro de 2023.-	<ul style="list-style-type: none">- Dívida de curto prazo de aproximadamente R\$ 110 milhões em 31 de dezembro de 2023;- Necessidades de capital de giro projetadas em cerca de R\$ 20 milhões no período de 12 meses a partir de 31 de dezembro de 2023;- Capex em torno de 380 milhões em 2024;- Pagamento de aproximadamente R\$ 110 milhões por aquisições nos próximos 12 meses;- Pagamento de dividendos em torno de R\$ 35 milhões nos próximos 12 meses.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

Atualmente, a Unifique possui *covenants* financeiros que exigem a manutenção do índice de dívida líquida (incluindo passivos de aquisições) sobre EBITDA abaixo de 2,5x.

Expectativa de cumprimento

Em 31 de dezembro de 2023, a empresa estava em conformidade com as exigências contratuais de seus *covenants* financeiros. Esperamos que a Unifique continue cumprindo com folga tais cláusulas nos próximos anos.

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA-/Estável/--
Risco de negócio	Fraco
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Fraca
Risco financeiro	Significativo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Significativo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Menos que adequada
Administração e governança	Neutra
Análise de ratings comparáveis	Neutra

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.spglobal.com/ratings para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings mencionados neste relatório são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.spglobal.com/ratings.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Princípios ambientais, sociais e de governança nos ratings de crédito](#), 10 de outubro de 2021.
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011.
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria de Telecomunicações e Cabos](#), 22 de junho de 2014.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia de rating de grupo](#), 1 de julho de 2019.
- [Critério | Corporações | Geral: Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1 de abril de 2019.
- [Metodologia: Fatores de crédito relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 7 de janeiro de 2024.
- [Metodologia de ratings corporativos](#), 7 de janeiro de 2024.

Artigo

- [Definições de Ratings da S&P Global Ratings](#)

Copyright © 2024 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.