TIM Part (TIMS3): Um claro vencedor na nova estrutura do setor

Reunião com a equipe de gestão confirmou visão positiva sobre as perspectivas da TIM

Pudemos nos reunir com a alta administração e discutir sua visão sobre a empresa em um momento em que a estrutura do setor de telecomunicações no Brasil está sendo reformulada. O encontro confirmou nossa visão de que a TIM se beneficiará enormemente com as mudanças esperadas, já que é beneficiária direta da consolidação do setor móvel e deve ganhar muito com a criação de uma rede de fibra neutra em todo o país.

Potenciais sinergias com a aquisição da Oi Mobile devem ser consideráveis

A administração espera sinergias de capex consideráveis (relativamente rápidas de entregar) com a aquisição das operações móveis da Oi. Também prevê sinergias com a consolidação de suas atividades comerciais e menores despesas gerais e administrativas. A consolidação do mercado também pode ter um impacto positivo nas taxas de churn, reduzindo o SAC. Em termos de aprovação da entidade antitruste brasileira, as discussões com o CADE já começaram, a documentação oficial deve ser enviada nas próximas semanas, e o CADE tem 240 dias para analisar o negócio.

Implantação de fibra e parceria com o C6

A TIM está implantando sua própria rede de fibra, mas em um ritmo relativamente lento. Para acelerar a implantação da fibra sem aumentar muito o capex, ela decidiu fazer parceria com investidores externos (o parceiro oficial deve ser revelado no início de 2021) para implantar uma rede de fibra neutra. A administração está animada com a parceria da TIM com o banco digital brasileiro C6. Pelo acordo, a TIM recebe uma taxa para cada cliente que trouxer para o C6. Ela também receberá uma participação acionária na C6, dependendo do número de clientes que trouxer.

Valuation altamente atrativo; Rating de Compra

O FCF operacional e a margem do FCF operacional melhoraram de forma consistente nos últimos anos. O FCF operacional dos 9 meses de 2020 foi de R$ 3,5 bilhões e a margem do FCF operacional atingiu 28,3%, uma grande melhoria em relação a alguns anos atrás. A consolidação do setor esperada deve criar espaço para a margem do FCF Operacional melhorar ainda mais nos próximos anos. Com a ação negociando em níveis relativamente baixos (4,2x EV / EBITDA 2021E vs. pares globais em 6,3x), vemos uma grande oportunidade de Compra.

BTG Pactual – Equity Research:

Carlos Sequeira, CFA

New York – BTG Pactual US Capital LLC

Osni Carfi

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Tim (TIMS3)

Data	04/12/2020
Ticker	TIMS3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	20,0
Preço (R$)	14,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R$ mn)	34.496,46
Vol. Médio 12M (R$ mn)	118,54

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	25,0x	15,0x
EV/EBITDA	4,8x	4,2x

Stock Performance:

Dezembro (%)	5,6%
LTM (%)	6,3%

A TIM deve se beneficiar ao máximo com a nova estrutura do setor

Tivemos a oportunidade de conhecer a alta administração da TIM e discutir sua visão para a empresa, visto que o setor de telecomunicações no Brasil passa por profundas mudanças. A reunião confirmou nossa visão de que a TIM deve se beneficiar substancialmente com as mudanças esperadas.

A empresa é beneficiária direta da consolidação do setor de telefonia móvel (esperamos que ela mantenha a maior fatia das operações móveis da Oi) que esperamos que traga sinergias consideráveis para a TIM e o setor. Deve também ganhar com a criação de uma rede de fibra neutra a nível nacional, ajudando o setor em geral, e a empresa em particular, a alocar capital de forma mais eficiente e a melhorar o retorno geral do investimento.

A geração de caixa livre operacional (EBITDA - Capex) e a margem do FCF operacional da TIM têm melhorado consistentemente nos últimos anos - nos 9 meses de 2020, o FCF operacional atingiu R$ 3,5 bilhões e a margem FCF operacional de 28,3%, um salto em relação ao que a empresa reportou alguns de anos atrás. A esperada consolidação do setor deve criar espaço para que as margens do FCF operacional melhorem ainda mais nos próximos anos.

Com as ações negociando em níveis relativamente deprimidos - 4,2x EV / EBITDA de 2021E vs. pares globais negociando a 6,3x - vemos isso como uma grande oportunidade de compra.

Tabela 1: Resumo dos comparativos de Telecom - A TIM negocia com desconto no EV / EBITDA

Empresa	EV / Vendas		EV / EBITDA		P / L		EV / FCF Op.		Dividend Yield	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Telefonica Brasil	1.9x	1.7x	4.6x	4.1x	15.7x	14.0x	8.2x	7.6x	6.6%	6.3%
TIM Brasil	2.3x	2.1x	4.8x	4.2x	25.0x	15.0x	8.6x	7.7x	1.7%	2.8%
Oi S.A.	1.9x	1.9x	6.1x	5.7x	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.0%	0.0%
AMX	1.7x	1.6x	5.4x	5.0x	27.5x	10.5x	10.7x	9.8x	2.5%	3.0%
Entel	1.6x	1.4x	5.9x	4.6x	159.2x	18.9x	15.3x	12.8x	3.3%	0.4%
Mediana	**1.9x**	**1.7x**	**5.4x**	**4.6x**	**26.2x**	**14.5x**	**9.6x**	**8.8x**	**2.5%**	**2.8%**
Telecom integrado	**2.4x**	**2.3x**	**6.3x**	**6.5x**	**12.8x**	**12.1x**	**10.9x**	**11.7x**	**4.0%**	**4.1%**
Mediana EUA	3.0x	2.9x	7.7x	7.4x	12.8x	12.3x	13.5x	12.7x	4.0%	4.1%
Mediana Europa	2.1x	2.0x	5.8x	5.7x	12.9x	11.9x	11.1x	12.0x	5.0%	5.2%
Mediana Ásia	2.7x	2.7x	5.6x	5.3x	12.9x	12.6x	11.7x	11.6x	3.8%	4.1%
Infraestrutura	**6.3x**	**6.2x**	**10.1x**	**9.3x**	**84.5x**	**58.3x**	**15.8x**	**16.7x**	**4.9%**	**5.6%**
Torres	**13.5x**	**12.2x**	**14.3x**	**13.4x**	**30.6x**	**41.3x**	**23.8x**	**26.0x**	**2.1%**	**2.5%**
Mediana EUA	16.6x	15.7x	26.6x	25.1x	70.9x	69.0x	33.4x	31.2x	2.0%	2.3%
Mediana Europa	18.5x	15.0x	24.5x	20.3x	41.0x	49.7x	23.8x	37.8x	3.3%	2.7%
Mediana Ásia	6.9x	6.5x	9.9x	9.3x	23.6x	19.9x	15.3x	13.5x	2.3%	2.8%
Datacenter	**12.1x**	**11.0x**	**23.6x**	**21.7x**	**98.2x**	**87.4x**	**24.8x**	**24.0x**	**4.9%**	**5.6%**

Fonte: Bloomberg, estimativas BTG Pactual

Aquisição da Oi Mobile

As sinergias potenciais são grandes

A administração da TIM espera sinergias de capex consideráveis e relativamente rápidas com a aquisição das operações móveis da Oi. A economia no capex virá principalmente do espectro adicional que a TIM terá acesso comprando a Oi e

tendo acesso às torres da Oi. Pelo lado do Opex, a otimização da rede deve reduzir significativamente os custos de manutenção.

A administração também espera sinergias com a consolidação das atividades comerciais das empresas e redução das despesas gerais e administrativas. No entanto, a empresa espera que a redução de Opex relacionada as despesas de Vendas, Gerais & Administrativas seja entregue em um período de 2 a 3 anos.

A administração da TIM também acredita que a consolidação do mercado pode ter um impacto positivo no *churn*, reduzindo os custos de aquisição de assinantes.

Em suma, a aquisição da operação móvel da Oi deve ter um impacto positivo na margem de fluxo de caixa operacional livre (FCF operacional) da TIM nos próximos anos. O leilão das operações móveis da Oi está programado para 14 de dezembro.

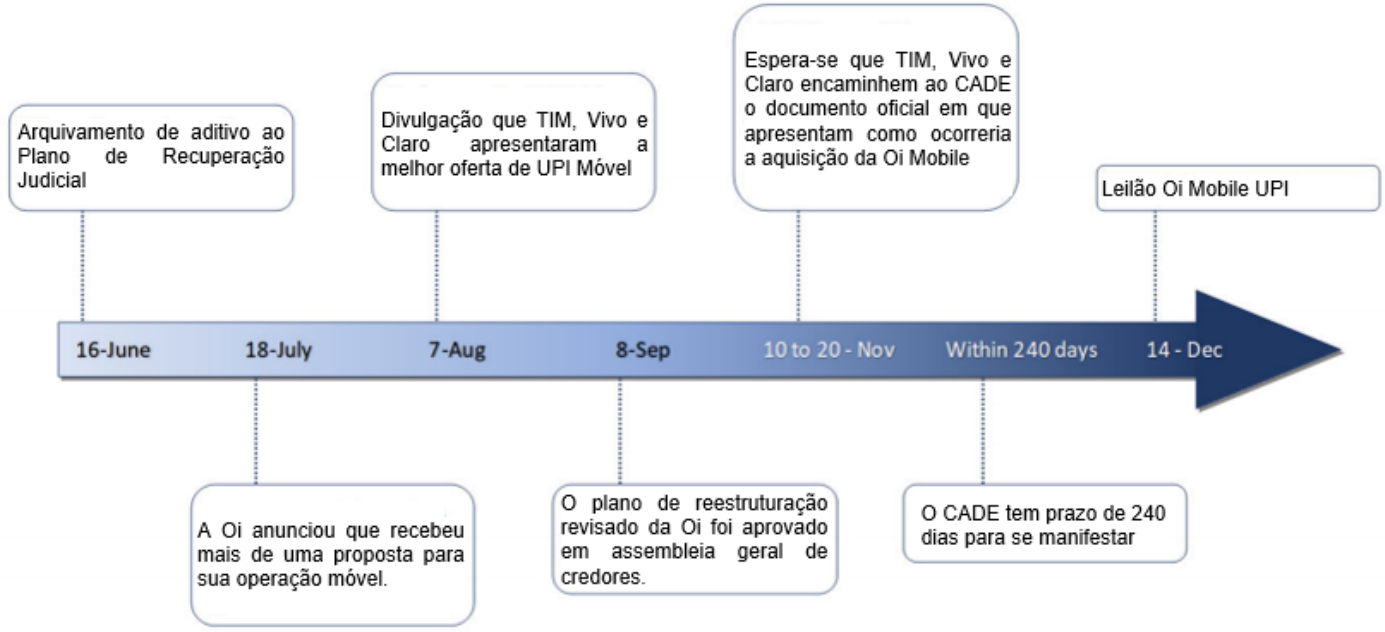
Cronograma e aprovação do CADE

Segundo a empresa, as discussões com o órgão antitruste do Brasil já começaram. A empresa espera enviar um documento oficial ao CADE explicando a transação e pedindo aprovação nas próximas semanas.

Após o envio da documentação oficial ao CADE, a agência terá 240 dias para analisar a operação. Por se tratar de uma operação limitada ao setor de telecomunicações, a opinião do regulador do setor, a Anatel, deve ser um importante insumo para o CADE. A TIM acredita que a Anatel pode favorecer a transação, especialmente porque a concentração de espectro não deve exceder o limite definido pelo regulamento de limite de espectro da agência.

Além disso, qualquer atraso na aprovação da transação pode acabar adiando o leilão do espectro 5G, que o governo pretende realizar na primeira parte de 2021.

Figura 1: Cronograma de venda do Oi Mobile



Fonte: BTG Pactual

Infraestrutura de fibra no Brasil

InfraCo da Oi

De acordo com a administração, a infraestrutura de fibra neutra da Oi (InfraCo) pode ter um impacto muito positivo na decisão de alocação de capital do setor, ou seja, deve melhorar o retorno sobre o capital investido.

Na visão da TIM, um mercado de 3 players apoiado por uma infraestrutura de fibra em todo o país é uma estrutura saudável para o setor. Além disso, os investimentos para implantação de outras redes de fibra no país podem gerar alguma competição entre os diferentes ativos, acredita a TIM.

Rede neutra da TIM

A TIM tem implantado sua própria rede de fibra, mas em ritmo relativamente lento quando comparada ao desenvolvimento de outras redes - a TIM tem passado na frente de 300 mil residências com fibra a cada trimestre e conectando cerca de 35 mil clientes em média.

Para acelerar a implantação da fibra, sem aumentar muito o capex, ela decidiu fazer parceria com investidores externos. Ela espera anunciar seu parceiro na implantação de uma rede de fibra neutra no início de 2021.

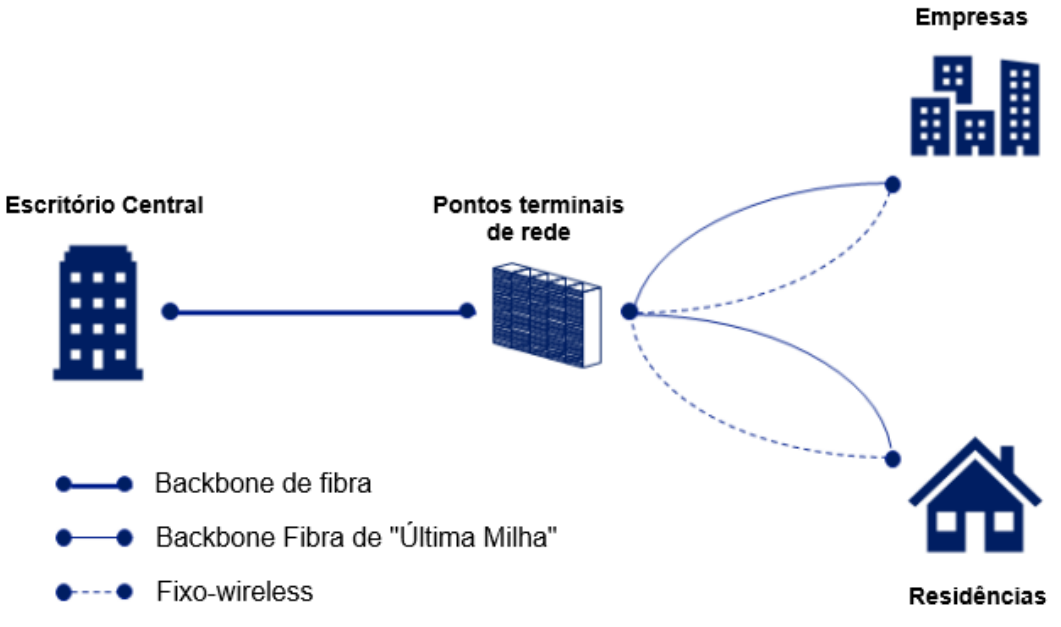
Acesso fixo wireless (FWA) usando tecnologia 5G

A TIM vê o acesso fixo-wireless, utilizando a tecnologia 5G, como uma excelente oportunidade de negócio. A empresa acredita que pode usar o FWA para alcançar clientes em locais onde seria economicamente inviável implantar a última milha usando fibra.

Hoje, implantar o FWA ainda é caro. O custo dos equipamentos nas dependências do cliente (CPEs) varia de US$ 300-350 (R$ 1.600 - 1.900), enquanto o custo de instalação de uma casa com FTTH varia de R$ 1.200 a R$ 1.400, segundo a TIM. Conforme os custos do CPE 5G diminuem, a tecnologia FWA deve ganhar competitividade e ser especialmente atraente em áreas com baixa densidade populacional.

Embora a tecnologia FWA possa eventualmente ser uma tecnologia de acesso competitiva, em áreas específicas, em comparação com o FTTH, ela não substituirá as redes metropolitanas de fibra e backbones de fibra nacionais.

Figura 2: Modelo simplificado de infraestrutura de fibra



Fonte: BTG Pactual

Parceria com o C6

A administração da TIM está animada com a parceria que mantém com o banco digital brasileiro C6. De acordo com o contrato, a TIM recebe uma taxa para cada cliente que ajuda a trazer para o C6 (a taxa não foi divulgada). A TIM trouxe 800 mil clientes para o C6 nos primeiros meses da parceria.

A TIM também receberá uma participação acionária no C6 dependendo do número de clientes que traz para o banco. Não está claro quantos clientes ele terá de integrar para receber uma participação no banco. Sabemos duas coisas: (i) a TIM espera receber sua primeira participação no banco digital nas próximas semanas; e (ii) a participação máxima é limitada a 15%.

O Banco C6 levantou mais R$ 1,3 bilhão de investidores privados, avaliando o banco digital em R$ 11,3 bilhões. O banco agora tem +4 milhões de contas e cerca de R$ 5,3 bilhões em ativos. Sua carteira de crédito, incluindo pessoas físicas e jurídicas, chega a R$ 4 bilhões. Se a TIM obtiver a participação máxima de 15%, isso equivaleria a R$ 1,7 bilhão ou 5% de seu valor de mercado, com base na última rodada de recursos levantados.

Leilão 5G

O governo está planejando leiloar espectro 5G na primeira parte de 2021. Conforme mencionado em outro lugar neste relatório, o leilão 5G do Brasil depende de alguma forma de uma resolução para a situação da Oi. O tamanho e a quantidade de licenças a serem leiloadas dependem do número de players de telecomunicações no mercado, avalia a TIM.

A TIM disse que há uma quantidade relativamente grande de espectro na banda de frequência de 3,5 GHz para que todos os players tenham uma posição de espectro confortável para desenvolver seus negócios 5G. Por esse motivo, a TIM não espera que nenhum prêmio relevante seja pago pelas licenças. De acordo com a TIM, os blocos de espectro são quase idênticos, ou seja, nenhum bloco é materialmente melhor do que o outro, uma razão a menos para prêmios significativos para qualquer bloco.

A TIM também acredita que a Anatel fará um leilão que favoreça o investimento / implantação da rede, ao invés do maior preço possível.

Também é importante lembrar que ainda existe um bloco de espectro de 700Mhz que deveria ser adquirido pela Oi e que agora pode ser oferecido ao mercado (existentes e novos).

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.
Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.
As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo de cisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoas e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.
Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.
O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.
O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.
O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiadas do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.
O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.
O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.
Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii)nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.
Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.
Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.
O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.
Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx