TIM (TIMS3): Destaques da reunião com o CFO; Um acordo transformacional

Tivemos a oportunidade de realizar um encontro com o CFO da TIM, Adrian Calaza, e com o gerente de RI, Vicente Ferreira. As discussões do encontro foram focadas nas sinergias a partir da aquisição dos ativos móveis da Oi. Saímos da reunião com ainda mais clareza de que a TIM se beneficiará enormemente com a consolidação, pois ganhará escala, fechará seu gap de espectro e agregará uma base de clientes relevante.

Três grupos principais de sinergias

O Sr. Calaza acredita que existem três grupos principais de sinergias na transação:

i) Obtenção de acesso à posição do espectro da Oi. Para Calaza, isso representa 60% do valor do negócio. A TIM, que sempre teve o desafio estrutural de competir com a Vivo e a Claro com uma posição de espectro bem inferior, ficará com 54% do espectro da Oi. O gap após a transação será muito mais limitado (o primeiro colocado agora terá uma vantagem de gap de espectro de apenas 12% em relação à TIM vs. 50% antes). E tão importante quanto a quantidade total de espectro que a TIM está adquirindo é a banda de frequência. A TIM está mantendo a banda de frequência de 10Mhz de 2,5 GHz da Oi, que é contígua aos próprios 10Mhz da TIM. A TIM sempre teve uma desvantagem para a Vivo e a Claro nessa banda (boa para 4G) pois ambas tinham 20Mhz de espectro em 2,5Ghz.

ii) a base de clientes que a TIM está trazendo. A TIM se beneficiará de grandes sinergias de Capex e Opex. Acreditamos também que a maior parte da base de clientes que a TIM está adquirindo está nas áreas mais importantes do país (SP, RJ, Porto Alegre). São regiões com maior renda disponível, o que significa que a TIM pode conseguir também extrair algumas sinergias de receita no longo prazo (algo que não levamos em consideração em nosso exercício).

iii) A mudança pode melhorar o cenário competitivo e ajudar as empresas a reposicionar suas ofertas. A empresa acredita que as taxas de churn podem ser reduzidas em um mercado de 3 players.

"Nossas estimativas são justas, mas do lado conservador"

Na última terça-feira, divulgamos uma nota comentando a nova estrutura do setor.

No relatório, mostramos um exercício onde estimamos que as sinergias potenciais da aquisição podem somar até R$ 3/ação para a TIM (21% do valor de mercado atual da empresa). Assumimos que 44% da Oi (vendas/EBITDA) seriam incorporados à TIM a uma margem EBITDA marginal de 60%. Se fosse esse o caso, a TIM adicionaria R$ 1,95 bilhão em EBITDA extra com a aquisição da Oi.

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 (TIM S3)

Data	21/12/2020
Ticker	TIM S3
Rating	Compra
Preço Alvo (R$)	20,0
Preço (R$)	14,4
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R$ mn)	34.956,42
Vol. Médio 12M (R$ mn)	119,25

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	25,6x	20,5x
EV/EBITDA	5,1x	4,3x

Stock Performance:

Dezembro (%)	7,0%
LTM (%)	-0,2%

Também estimamos que a TIM + Oi investirá 20% de suas vendas combinadas, 10% menos do que cada uma delas está investindo hoje - quando juntas e antes das sinergias, Oi e TIM estão investindo 22% das receitas atualmente.

No geral, a aquisição de 44% da operação móvel da Oi pela TIM, adicionaria cerca de R$ 1,8 bilhão em fluxo de caixa operacional livre adicional, antes dos impostos. À taxa de desconto de 10%, o fluxo de caixa extra significaria um valor justo para o ativo de R$ 17,8 bilhões, pelo qual a TIM está pagando R$ 7,3 bilhões. Após os impostos, a criação de valor seria de R$ 7,3 bilhões ou R$ 3,0 por ação - 21% do preço atual das ações da empresa.

Tabela 1: Sinergias TIM, valor criado com a aquisição de 44% da Oi Móvel

TIM + Oi (44%)									
	Oi	TIM	Pré-Sinergia	%	Sinergias	%	Pós-Sinergias	Valor Adicionado	
Receitas	3.300	17.730	21.030	*100,0%*	**0%**	*100,0%*	21.030	0	
OPEX	2.310	8.886	11.196	*53,2%*	**-8,5%**	*48,7%*	10.240		
EBITDA	990	8.844	9.834	*46,8%*	9,7%	*51,3%*	10.790	1.946	
CAPEX	660	4.026	4.686	*22,3%*	-10%	*20,0%*	4.195	-169	**Total NPV @10%**
FCF Operacional	**330**	**4.818**	**5.148**	***24,5%***	**28,1%**	***31,4%***	**6.595**	**1.777**	**17.767**
								Preço pago	**7.300**
								Valor gerado	**10.467**
								Após impostos (30%)	**7.327**
								Por ação	**3,0**

Fonte: Relatórios das empresas e estimativas do BTG Pactual

De acordo com o Sr. Calaza, margens EBITDA incrementais em torno de 60% fazem sentido. Dito isso, ele acha que as sinergias advindas da otimização do Capex podem ser maiores do que o que estimamos - o capex pode continuar o mesmo em termos absolutos.

Sinergias relativamente rápidas

O Sr. Calaza acredita que todas essas sinergias que discutimos não serão capturadas em quatro ou cinco anos, como uma típica fusão e aquisição desse porte. Como o consórcio está comprando ativos, e não uma empresa inteira (com gente, despesas gerais e administrativas, passivos etc.), o Sr. Adrian acha que é muito mais fácil entregar sinergias rapidamente (já devemos ver isso em um ou dois anos).

A TIM financiará a operação com dívida local

O Sr. Calaza foi muito claro sobre a transação sendo financiada por dívida local e que um follow-on está fora de questão neste momento.

Vemos a TIM negociando a um valuation altamente atrativo; Classificação 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 as margens do FCF Operacional melhorarem ainda mais nos próximos anos. Com as ações negociando em níveis relativamente baixos (4,3x EV/EBITDA 2021E vs. pares globais em 6,3x), vemos uma grande oportunidade de compra.

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 decisório 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