



Vinci Mosaico FIA

Carta trimestral

2T 2021

VINCI partners

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**2T 2021****TIM BRASIL: TIMPPING POINT!**

Quem acompanhou o noticiário corporativo dos anos 90, deve se lembrar com nitidez da euforia que existia no setor de Telecom durante o final daquela década. A iniciativa privada tinha acabado de chegar num setor recém-privatizado, cujos clientes estavam desatendidos há décadas, num momento de profunda transformação tecnológica com o advento dos telefones celulares e da internet. As empresas de Telecom prometiam ser a ponte para esse futuro de conectividade.

Todos sabemos o final desse filme. Inúmeros *players* entraram no mercado, bilhões foram investidos numa corrida incessante por *share* e penetração em mercado com pouco espaço para diferenciação. Nessa luta frenética, o grande ganhador foi o consumidor, enquanto as empresas de Telecom amargaram retornos medíocres e quebradeiras.

O agora maduro setor de Telecom é sinônimo de crescimento baixo e retornos inexpressivos sobre o capital investido, o que tem afugentado investidores e analistas.

Entretanto, o desinteresse do mercado por um determinado setor muitas vezes cria generalizações e preços desorbitados. Ao nosso ver, esse é o caso da TIM Brasil, terceira maior empresa de telefonia do país.

Nos últimos cinco anos, a empresa passou por um intenso choque de eficiência, que a transformou numa das Telcos com maior margem EBITDA no mundo e multiplicou sua geração de caixa por 4.3x¹.

Por outro lado, as ações da TIM têm andado na direção oposta de suas entregas operacionais, amargando uma queda de cerca de 30% desde o final de 2019. Esse descompasso tem tornado o *valuation* da empresa cada vez mais atrativo, na nossa opinião. O EV/EBITDA 21 da TIM está em 3,5x, menor patamar de sua história recente e um dos múltiplos mais baixos da bolsa.

Curiosamente, esse baixo interesse pelas ações da TIM está vindo as vésperas de um momento de grandes transformações no setor que serão, a nosso ver, muito positivas para a TIM. Nos próximos seis meses, o CADE deverá julgar a compra e o fatiamento da Oi Móvel pelas três empresas incumbentes – TIM, Vivo e Claro e deverá ocorrer o leilão do 5G.

Por conta dessa combinação de *valuation* atrativo com boas perspectivas para os próximos anos temos gradativamente aumentado nossa posição na TIM e tornado a empresa uma de nossas maiores participações na carteira.

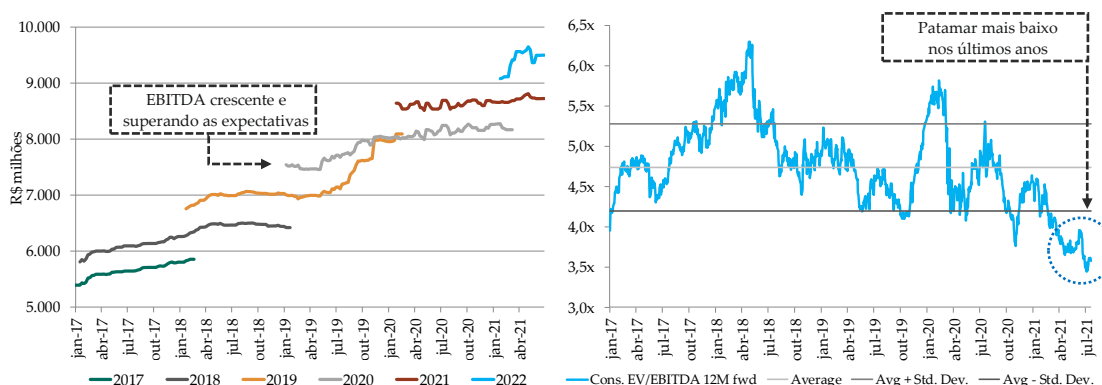
Nas próximas páginas explicaremos as mudanças tectônicas que se avizinham para o setor e discorreremos em mais detalhes sobre o *valuation* da TIM.

¹ Calculamos a geração de caixa através da fórmula: EBITDA – CAPEX. Para efeito de comparabilidade, estamos calculando o EBITDA livre dos impactos do IFRS 16. Usando essa fórmula a geração de caixa de 2015 foi de R\$ 744 milhões vs R\$ 3,2 bi em 2020.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

TIM - Revisões das estimativas de EBITDA e EV/EBITDA *Forward*



Fonte: Bloomberg/Vinci

Compra da Oi Móvel

A Oi, quarta maior empresa de Telecom do Brasil, entrou em recuperação judicial em 2016 depois de sofrer por anos com má gestão e pela concorrência excessiva no setor. No esforço de salvar a empresa da falência, a nova gestão passou a vender alguns dos seus principais ativos.

Nesse contexto, em dezembro de 2020, a operação móvel da Oi foi arrematada num leilão por um consórcio composto pelas três grandes operadoras de telefonia celular do país (TIM, Vivo e Claro) com o intuito de fatiar os ativos da Oi Móvel e incorporá-los em suas operações. A transação está no momento sendo analisada pelo CADE, que deverá concluir o processo até o final deste ano.

Existem dois principais ativos que compõem a empresa que está sendo vendida pela Oi: a base de clientes e os espectros². Como forma de tornar a transação mais palatável perante os órgãos reguladores, a divisão desses ativos pelo trio tem como princípio equiparar as três empresas em termos de espectro e *market share* nas diferentes regiões.

Dado que a TIM é a menor empresa das três, ela herdará a maior quantidade de clientes e de espectro³, eliminando completamente sua maior fragilidade – a falta de frequências. Dada sua restrição de espectro, a TIM precisou lançar mão da criatividade para lidar com a crescente demanda por dados de seus clientes nos últimos anos⁴.

² Espectros de telecomunicação são licenças concedidas pelo regulador (no caso a Anatel) para se usar determinada frequência de rádio para transmitir sons e dados. Essas concessões vêm junto com contrapartidas de investimento na rede que irá propagar essa frequência. Espectros são, ao nosso ver, ativos estratégicos que possibilitam que a empresa tenha capacidade de lidar com novas tecnologias, como o 4G, e comportar a crescente demanda por dados.

³ A Anatel monitora a quantidade de espectro que cada operadora possui por região e nacionalmente. Como a Claro atingiu o limite de concentração de espectro nacional após a aquisição da Nextel, o consórcio propôs que a divisão do espectro se restrinja a TIM e a Vivo.

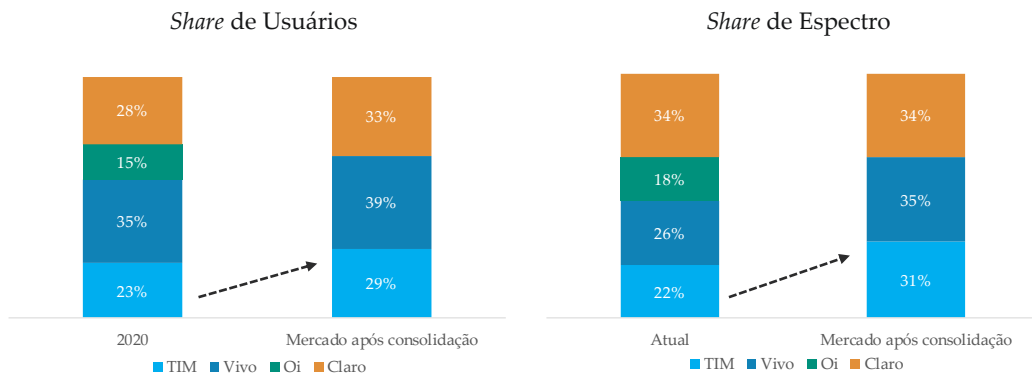
⁴ Entre as estratégias utilizadas pela TIM, estão os acordos de compartilhamento de rede, *refarming* de espectro e *massive MIMO*. O *massive MIMO* usa tecnologia de emissão de sinal por múltiplas antenas para acelerar a troca de dados entre o terminal e a rede da operadora.

Vinci Mosaico FIA

Carta Trimestral

2T 2021

Consequentemente, a TIM deverá ficar com 40% dos ~39 milhões de clientes da Oi Móvel e 54% do total de rádio frequências da cia. Para tanto a TIM será responsável por 44% do pagamento de R\$ 16,5 bi que será feito à Oi.

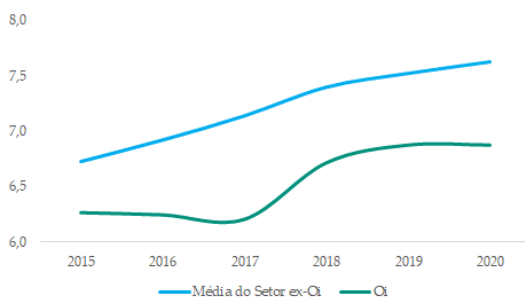


Fonte: Anatel/Vinci

Esse salto de tamanho deverá trazer uma forte expansão na rentabilidade da companhia visto que a TIM não comprará uma empresa, **apenas ativos de infraestrutura e base de clientes**. Ou seja, a TIM não incorporará os funcionários e as lojas da Oi. Dessa forma, os custos para atender essa nova clientela serão marginais, produzindo uma margem EBITDA de cerca de 70% sobre as receitas herdadas da Oi. Isso deve levar a margem consolidada da TIM para um patamar superior a 50%.

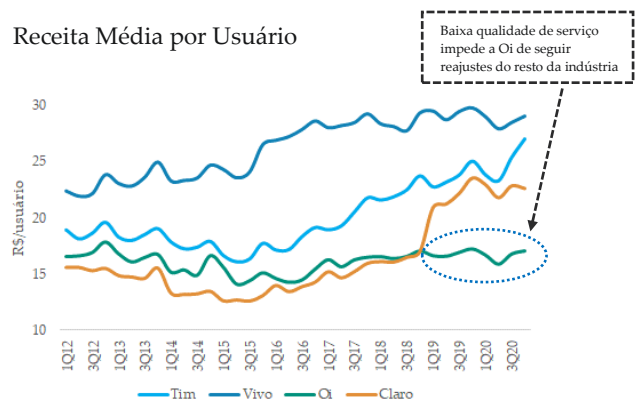
Um outro grande benefício que a aquisição da Oi Móvel deverá trazer é uma maior disciplina no setor. Os problemas financeiros da Oi impediram a empresa de investir na qualidade da sua rede e de seu atendimento, forçando a cia a fazer constantes promoções para ganhar e reter clientes.

Pesquisa de Satisfação Pós-Pago



Fonte: Anatel/Vinci

Receita Média por Usuário



Fonte: Empresas/Vinci

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

Consequentemente, assim que os clientes da Oi forem incorporados por suas atuais concorrentes é de se esperar que haja uma diminuição no *churn* dos clientes, aumentando assim o *Life Time Value* (LTV) dos consumidores do setor.

O próprio processo da venda da Oi Móvel, no qual a Claro se uniu ao consórcio inicialmente formado pela TIM e a Vivo, cristaliza uma racionalidade entre os principais players remanescentes do setor, que já vinha sendo demonstrada pela TIM na sua estratégia de precificação disciplinada⁵ e na sua iniciativa de acordos de compartilhamento de rede, os quais reduzem a necessidade de investimento.

A experiência internacional de consolidações no setor vai na direção de corroborar tanto as evidências de sinergias de custos como de maior fidelização dos clientes. Um exemplo recente foi a aquisição da Sprint pela T-Mobile no início de 2020, levando o mercado americano de 4 para 3 grandes *players*.

Em março desse ano, a T-Mobile revisou para cima as expectativas de corte de custo advindos de sua fusão com a Sprint. Quando a transação foi anunciada, esperava-se que a economia anual seria de US\$ 6 Bi/ano (~20% do EBITDA combinado em 2019) a partir do quarto ano da combinação de negócios. Atualmente, espera-se que já no terceiro ano a sinergia seja de US\$ 7,5 Bi (25% maior)⁶. Vale mencionar que ~70% das sinergias anunciadas pela T-Mobile virão de otimizações das redes/infraestruturas (desativações de sites, integrações de redes e economia de CAPEX). Esta é uma situação análoga aos benefícios que vemos na compra da Oi móvel e os possíveis remédios advindos do CADE não deverão prejudicar as economias vindas da racionalização do uso da estrutura.

Um outro ponto positivo que se pode observar na fusão da T-Mobile com a Sprint é uma nítida redução do *churn* de clientes da nova empresa em relação aos números pré-fusão, conforme o gráfico abaixo. E todos estes benefícios se traduziram numa forte expansão de múltiplo da T-Mobile (de ~6,5x EBITDA pré-fusão para 9,5x atualmente).

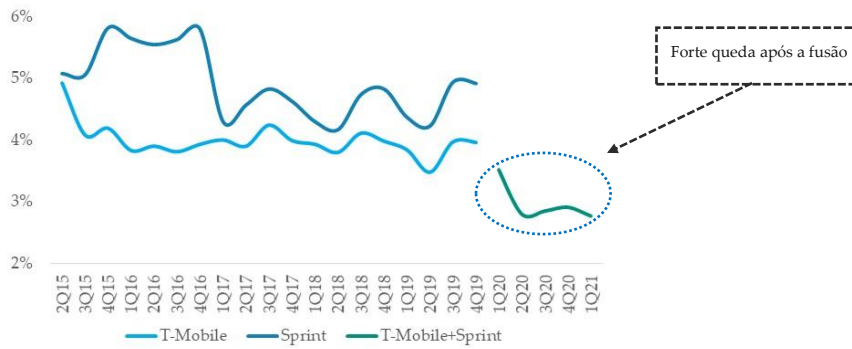
⁵ A TIM vem praticando uma estratégia de valor sobre volume, na qual ela prioriza dar um serviço de maior qualidade aos seus clientes (ex: aumentando a disponibilidade de dados de seus pacotes) e, ao mesmo tempo, evitando descontos excessivos. Nos últimos três anos o ARPU (*Average Revenue Per User*) médio da TIM cresceu 11% a.a.

⁶ Fonte: [T-Mobile Sees Faster Growth and Potentially \\$60 Billion in Buybacks | Barron's \(barrons.com\)](https://www.barrons.com/news/technology/t-mobile-sees-faster-growth-and-potentially-$60-billion-in-buybacks)

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

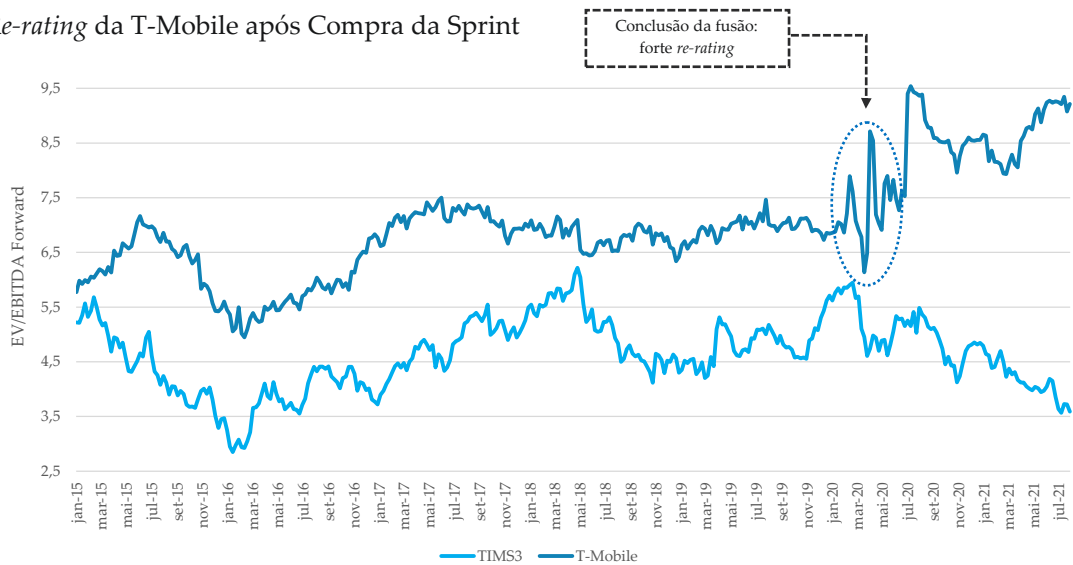
2T 2021

T-Mobile e Sprint, Churn Pré-Pago



Fonte: T-Mobile/Vinci

Re-rating da T-Mobile após Compra da Sprint



Fonte: Bloomberg/Vinci

Mesmo se fizermos uma conta simplista que desconsidera os benefícios do aumento da quantidade de radiofrequências, a maior disciplina do mercado de telefonia móvel e os possíveis ganhos fiscais com a operação, podemos perceber que a compra da Oi móvel gera um valor significativo para a TIM.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral 2T 2021

Valor Justo da Oi Móvel⁷

Valor Justo	Oi Móvel
Receita 23 (Stake TIM - 40%) (R\$ mm)	3.000
EBITDA 23 (stake TIM) (R\$ mm)	2.100
Margem EBITDA	70%
EV/EBITDA Justo 23	5,0
Valor Justo (R\$ mm)	10.500
Valor Pago (Stake TIM 44%) (R\$ mm)	7.260
Valor Criado na Transação (R\$ mm)	3.240
Valor de Mercado Tim (R\$ mm)	27.718
Upside vindo da Oi	12%

Fonte: Vinci

No entanto, resta a pergunta crucial: será que os reguladores (Anatel e CADE) aprovarão essa consolidação?

A análise da Anatel deve focar na checagem dos limites de concentração de espectro e, da forma como a operação foi desenhada, não vemos um risco relevante de oposição por parte da Agência. Acreditamos que a Anatel deverá aprovar a operação entre agosto e setembro/21.

O processo no CADE é onde existe a discussão mais intensa sobre a transação. O CADE admitiu cinco terceiros interessados⁸, a maior parte sendo concorrentes regionais (entre eles MVNOs e ISPs⁹), reclamando diretamente ou via associações. As queixas vão na direção de dizer que a concentração de mercado se tornará excessiva, aumentando o risco de coordenação e as barreiras de entrada.

Em sua defesa, o consórcio argumenta como principais pontos:

- 1) A compra da Oi Móvel pelo trio garante que operadoras com *expertise* comprovada mantenham o serviço para os ~39 milhões de clientes da Oi. Ao mesmo tempo, a transação possibilita que a Oi se reestruture e invista em uma rede aberta de infraestrutura de fibra, algo que ajudará a diminuir as barreiras de entrada para

⁷ Chegamos em um EV/EBITDA 23 justo para a Oi Móvel de 5x aplicando um prêmio de 10% sobre nosso múltiplo justo para a TIM ex-Oi de 2023, que é de 4,5x. Esse múltiplo justo de 4,5x para 2023 é derivado do nosso target price obtido através de DFC para dezembro 2021. O prêmio de 10% se justifica uma vez que a margem EBITDA vinda das operações da Oi será cerca de 50% maior que a atual.

⁸ Os terceiros interessados aprovados pelo CADE foram: Algar, Sercomtel, TelComp, Associação Neo e Idec. Fonte: Telesintese

⁹ MVNO significa *Mobilie Virtual Network Operator* e, na prática, são empresas de telefonia móvel que não possuem infraestrutura de rede própria. Essas empresas usam a rede de operadoras tradicionais pagando preços de atacado e ficam responsáveis pela comercialização dos planos e relação com os clientes finais. A principal MVNO brasileira é a Surf Telecom, com cerca de 650 mil clientes. Fonte: Neofeed

ISP significa *Internet Service Provider* e atualmente focam na oferta de ultra banda larga e serviços acessórios à internet fixa, como serviço de *streaming*. Além dos *players* incumbentes de telecom, existem importantes *players* regionais entre as ISPs, os quais tem crescido rapidamente de forma orgânica e através de aquisições. A maior ISP regional é a Brisnet, com cerca de 837 mil assinantes no 1T21. Fonte: prospecto do IPO da Brisnet

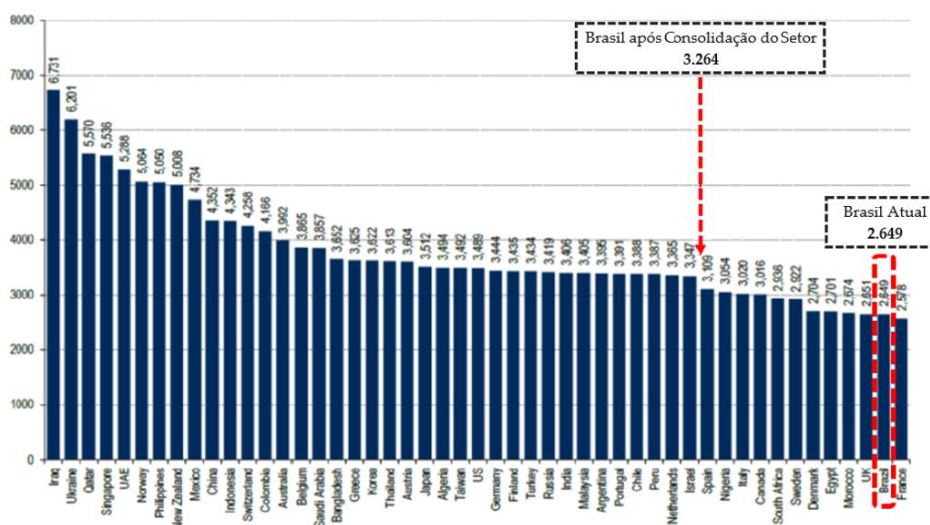
Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

concorrentes menores. Elas mencionam também que a Oi Móvel foi vendida num leilão aberto, mas nenhum outro interessado apareceu¹⁰.

- 2) O índice de concentração do mercado brasileiro (medido através do HHI) é um dos mais baixos do mundo e será pouco alterado dado que a divisão dos clientes da Oi Móvel priorizará aquela operadora menos relevante em cada região. Além disso, existe uma tendência mundial de concentração do mercado em 3 operadoras, sem que isso tenha causado danos aos consumidores.
- 3) A operação gerará importantes ganhos de eficiência que deverão ser divididos com os consumidores e que ajudarão as empresas a investir de forma mais efetiva no 5G.
- 4) A regulação da Anatel impõe metas rígidas de qualidade e impede abusos de dominância por parte das empresas.

Índice de Concentração (HHI) no Mercado de Telefonia Móvel por País, em 2019

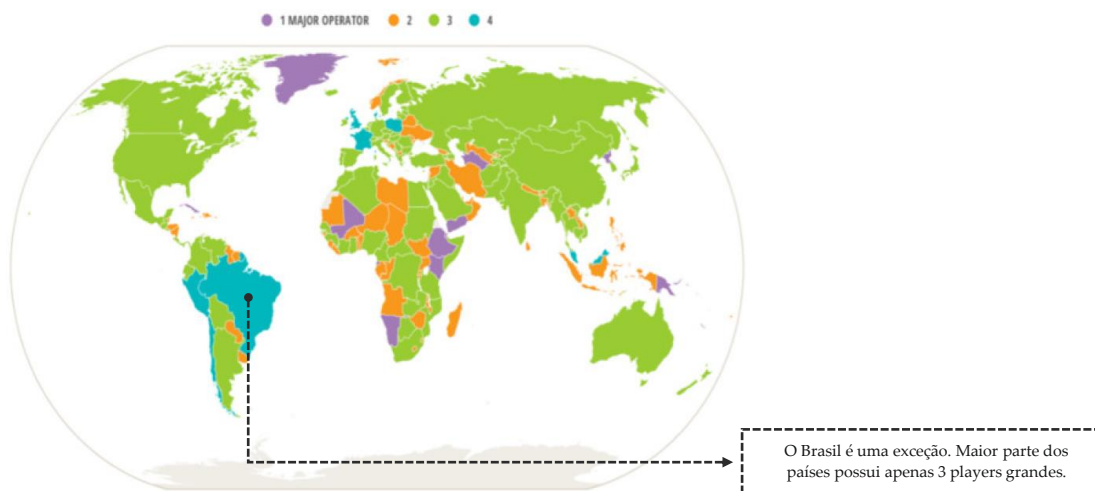


Fonte: Bofa Global Research Estimates, Global Wireless Matrix (14 Jul/2020)

¹⁰ O consórcio adquiriu previamente o direito de equiparar a melhor oferta do leilão através do processo de *stalking horse*. Algumas das críticas dos terceiros interessados vão na linha de dizer que esse direito inibiu outras ofertas; no então, o consórcio rebate alegando que esse mecanismo é comum nos processos de RJ e não interfere no processo competitivo.

Vinci Mosaico FIA
Carta Trimestral
2T 2021

Número de *Players* de Telefonia Móvel por País



Fonte: GSMA Inteligente (4Q18)

Após termos conversado com reguladores, advogados concorrenciais, concorrentes das incumbentes e com a alta gestão das grandes Telcos, chegamos à conclusão de que a aprovação do negócio é altamente provável.

Em declaração recente, o novo presidente do CADE, Alexandre Cordeiro corroborou nossa visão ao dizer: *“Em todo o mundo, o mercado de Telecom e de aviação tende a ser um mercado de três players, ou até um duopólio, e o dever do regulador é estimular que haja competição entre esses players. Esse tipo de infraestrutura em geral tem essa característica”*.¹¹

Muitos dos pleitos dos concorrentes podem e devem ser remediados através de ajustes na regulação que estimulem as MVNOs (como impedir que as incumbentes imponham acordos de exclusividade para todo o território nacional) e permitam que os *players* regionais tenham maior acesso à infraestrutura das incumbentes (ie. abrir o compartilhamento de rede para essas empresas e melhores acordos de *roaming*).

Nenhum desses remédios deverá alterar de forma representativa os ganhos de eficiência da transação e o já aguerrido ambiente competitivo do setor.

¹¹ <https://braziljournal.com/no-cade-um-novo-xerife-cauteloso-com-os-remedios-que-aplica>

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

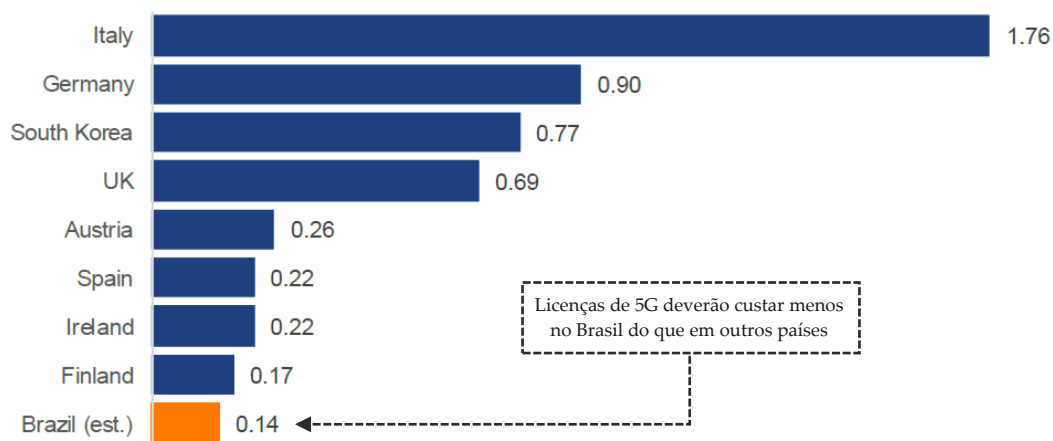
O Leilão do 5G

Um outro ponto de dúvida importante no setor é em relação ao leilão do 5G. Alguns investidores olham para a experiência internacional e temem que o alto custo das licenças pagas em outros países associado ao elevado CAPEX que será necessário para a implementação dessa nova tecnologia devem adicionar mais um capítulo ao histórico de baixos retornos sobre o capital investido do setor.

Nós, no entanto, temos uma visão mais construtiva para a situação brasileira. Isso porque o leilão do 5G brasileiro deverá ser o primeiro no mundo a não ter um viés arrecadatório¹². Em outras palavras, as licenças de radiofrequência só representarão 5% do que a Anatel estimou de investimento para cada lote. Todo o restante do investimento será direcionado a atender, ao longo dos próximos 8 anos, as obrigações de cobertura impostas pela agência.

Além do aporte inicial ser baixo, um outro ponto positivo do projeto do 5G desenhado pela Anatel é a permissão para o compartilhamento de rede entre os participantes. Estimamos que as incumbentes poderão ter uma economia de cerca de 20% em relação ao CAPEX orçado pela Anatel para o desenvolvimento do 5G em função de seu poder de barganha com fornecedores, uso de infraestrutura pré-existentes (como torres) e de prováveis acordos de compartilhamento de rede.

Leilões 5G no mundo (Reais/MHZ/habitante) – Espectros 3,4 GHz – 3,8 GHz



Fonte: Spectrummattersindeed e Itaú BBA

¹² Declaração de Pietro Labriola, CEO da TIM, no TIM Day de 01/03/2021

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

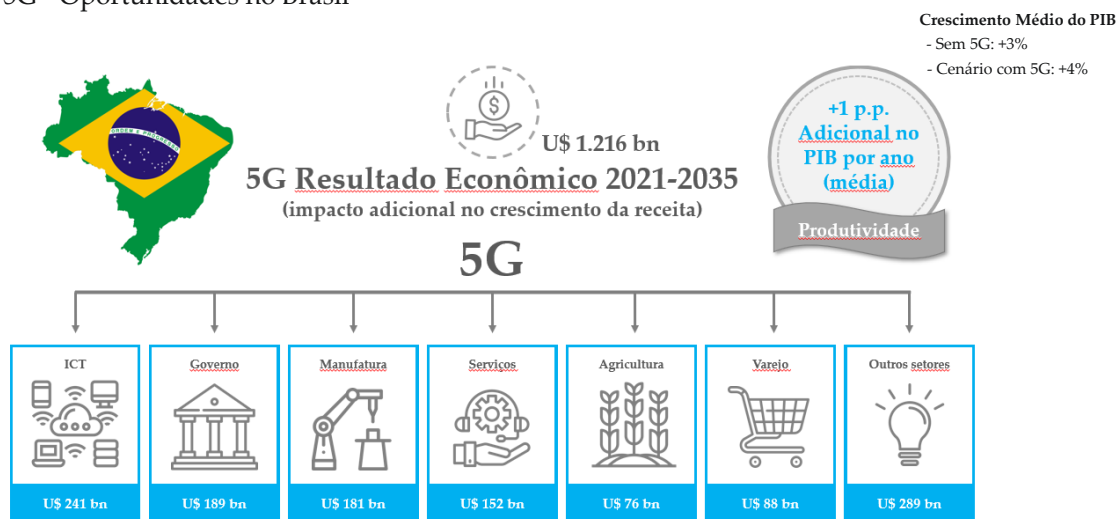
O edital do leilão foi emitido pela Anatel em fevereiro/21 e deverá ser apreciado pelo tribunal do TCU em agosto/21. Espera-se que o leilão ocorra entre setembro e outubro/21. Joga a favor desse cronograma o interesse do governo de tirar o leilão do papel a tempo de mostrar o 5G como uma de suas realizações aos eleitores em 2022¹³.

Mas, afinal, o que muda com o 5G?

O 5G permitirá uma transmissão muito maior de dados com uma latência bem menor. Para se ter uma ideia dessa evolução, o *download* de um filme que leva 2 minutos no 4G poderá ser baixado em 3,7 segundos no 5G (30 vezes mais rápido!). Essa conexão muito mais ágil permitirá uma série de novas aplicações que dependem de uma grande sincronia e de respostas rápidas. Exemplos disso são carros autônomos, cirurgias feitas à distância e fábricas em diferentes países conectadas. Em outras palavras, o 5G será a base de sustentação da *Internet of Things* (IoT), ao mesmo tempo em que dará conta de levar adiante o crescimento exponencial do consumo de dados. Outra aplicação útil do 5G será a disponibilidade de banda larga sem fio (*Fixed Wireless Access* ou FWA), que será uma alternativa mais viável do que a fibra ótica para cidades pequenas.

Todas essas aplicações deverão trazer um impacto relevante para a economia. Um estudo feito pela Nokia com a OMDIA estima que os ganhos de eficiência trazidos pelo 5G deverão impactar o PIB brasileiro em cerca de 1% a.a. até 2035, criando um mercado endereçável de mais de US\$ 1 tri.

5G - Oportunidades no Brasil



Fonte: Nokia/OMDIA/Vinci

¹³ Fábio Faria promete 5G em todas as capitais até 2022 | Poder360

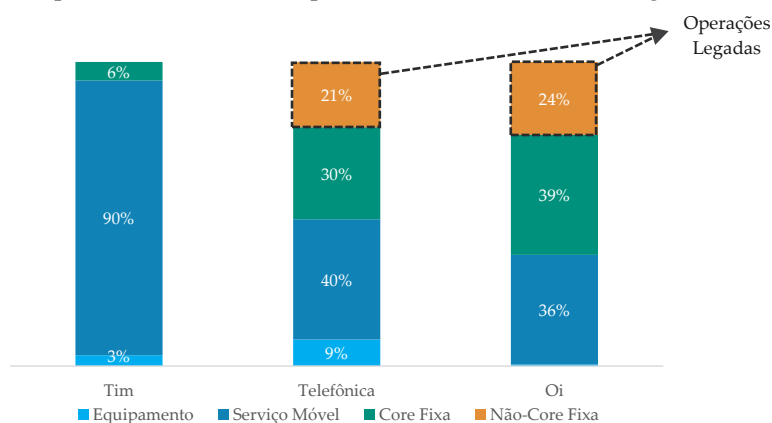
Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

E, nesse contexto, nos parece bastante provável que o investimento no 5G vai se mostrar rentável para as Telcos. Elas serão donas de uma infraestrutura única, fazendo um investimento racional (pouco concentrado em licenças), que terá um importante papel no crescimento e na capacidade de inovação da economia, ao mesmo tempo em que a indústria dá sinais claros de maior disciplina.

No caso da TIM, nossa convicção sobre a evolução dos retornos é ainda maior por dois motivos: 1) a empresa não possui exposição a atividades legadas, como receita de voz fixa e a banda larga (cobre), cuja queda de receita será um vento contra para outras operadoras e 2) a TIM é pioneira e líder no Brasil na oferta de serviços para IoT, mesmo antes da implementação do 5G. Exemplos disso são os acordos com a Fiat (carros conectados) e algumas das maiores empresas de agro do país (campo conectado).

Composição da Receita Líquida (2020) – TIM não tem legado



Fonte: Empresas/Vinci

Por fim, vale debater as chances de ISPs, players regionais e candidatos a redes neutras participarem do leilão do 5G e o eventual impacto para as incumbentes. Existe uma quantidade grande de espectro sendo ofertado nesse leilão, por este motivo, acreditamos que as incumbentes têm boas chances de levar todo o espectro que desejam. Por outro lado, a viabilidade econômica das frequências para os novos entrantes é menos óbvia dado que esses *players* não possuem uma estrutura de rede já montada (torres, fibra, radiofrequência e extensa base de clientes), o que torna o seu investimento mais custoso.

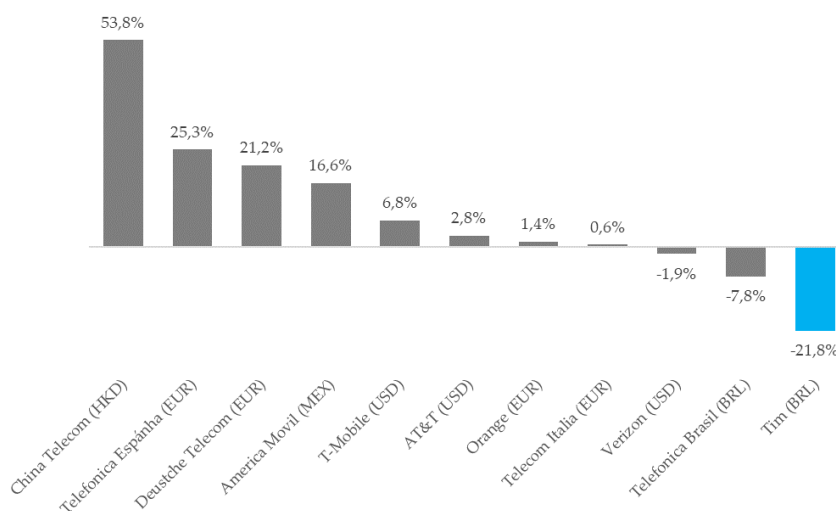
Acreditamos que, além das incumbentes, haverá poucos participantes no leilão, e que os demais *players* se interessarão por blocos regionais, com o intuito de utilizá-los prioritariamente para oferta de banda larga (FWA), não alterando o ambiente competitivo do negócio móvel.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral 2T 2021

Valuation Atrativo

Curiosamente, a ação da TIM andou neste ano na contramão de seus resultados consistentes e da performance do setor mundialmente. Enquanto o EBITDA da TIM nesse primeiro semestre cresceu 5,5% versus 2020, a ação está caindo 20% no ano. Esse é o pior desempenho entre as principais empresas do setor no mundo. É possível que essa má performance esteja associada a incertezas relacionadas a operação da Oi Móvel e do leilão 5G, questões que acreditamos que terão desfechos positivos nos próximos seis meses¹⁴.

Performance das Ações do Setor em 2021



Fonte: Bloomberg/Vinci

Essa *underperformance* recente tornou a TIM Brasil uma das empresas com o menor múltiplo EV/EBITDA entre as principais Telcos do mundo (3,2x em 2023). Ao mesmo tempo, a perspectiva de integração da Oi Móvel torna o CAGR de EBITDA da TIM o mais alto entre seus pares globais. Usando projeções derivadas do *guidance* da empresa esperamos um crescimento médio anual de 15% entre 2021 e 2023. E, por fim, a TIM possui uma das maiores margens EBITDA entre as grandes Telcos globais.

Essa combinação atrativa de preço, qualidade e crescimento poderia ser questionável caso o *guidance* da empresa fosse excessivamente otimista. No entanto, estamos falando de uma empresa com um histórico muito sólido de entrega operacional num setor onde a previsibilidade dos resultados é relativamente alta.

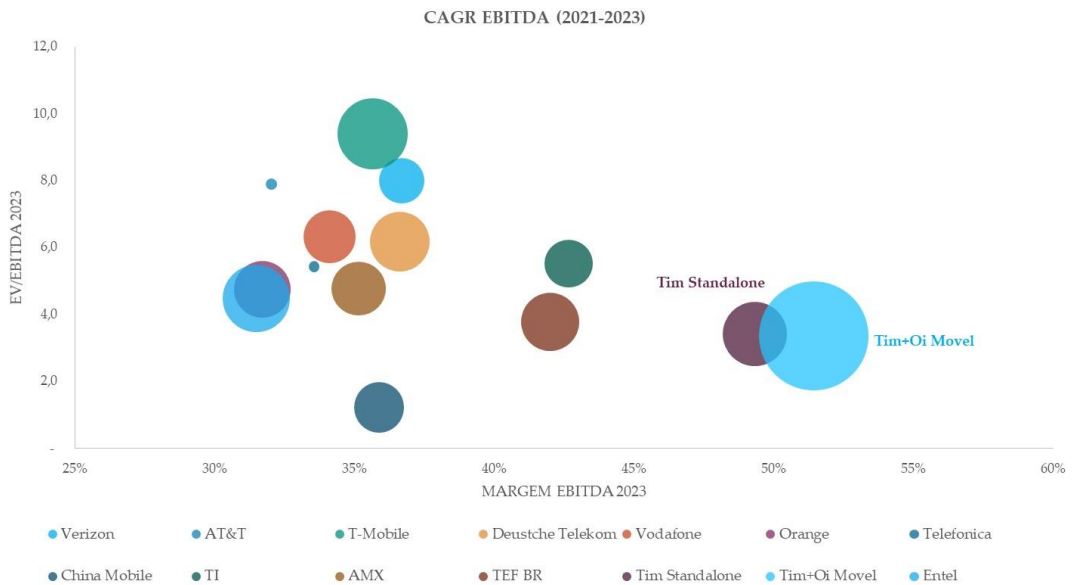
¹⁴ O prazo limite para o CADE deliberar sobre a transação (já contando a extensão de 90 dias) vence em meados de fevereiro.

Vinci Mosaico FIA

Carta Trimestral

2T 2021

EV/EBITDA, Margem EBITDA e CAGR de EBITDA 21/23 (Tamanho da Bola)



Fonte: Bloomberg/Vinci

Não é à toa que os preços alvo dos analistas que cobrem a empresa apontam para um potencial de alta de cerca de 75%, algo que está em linha com as nossas projeções. E mesmo no cenário muito improvável da aquisição da Oi Móvel não ser consumada, vemos uma margem de segurança confortável¹⁵. Nesta situação hipotética, a deficiência atual de espectro também poderia ser sanada através do leilão do 5G¹⁶.

TIM – Preço-Alvo *Sell-Side*

	Preço Alvo R\$/Ação
Credit Suisse	20
BTG Pactual	20
BofA	21
Goldman Sachs	20
Bradesco BBI	19
Média (R\$/Ação)	20
Preço Atual TMS3	11,50
Upside	74%

Fonte: Corretoras/Vinci

¹⁵ Nosso *upside* para o cenário *stand-alone* é de cerca de 50%

¹⁶ É provável que o leilão do 5G ocorra antes da conclusão da análise do tribunal do CADE sobre a compra da Oi Móvel. No entanto, no caso improvável de haver grande oposição pelo CADE, isso já se tornará claro nas interações com Secretária Geral que precederão o leilão.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

Outra forma de pensar na atratividade do *valuation* da TIM é usando uma premissa de múltiplo de saída em 2023 e ver qual seria o retorno anual médio. Utilizando-se um EV/EBITDA de 4,5x para aquele ano (condizente com o múltiplo histórico da TIM), chega-se a um retorno anual médio de 32% a.a. A análise de sensibilidade abaixo mostra que o retorno anual médio deve ser interessante (15% a.a.) mesmo no cenário improvável da ação permanecer nos múltiplos atuais, os quais são os menores da história recente da TIM.

Retorno por múltiplo de saída – TIMS3 @ R\$11,5/ação

EV/EBITDA 2023	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x
EBITDA 2023 (R\$ mm)	11.130	11.130	11.130	11.130
EV em Dez/2023 (R\$ mm)	38.955	44.520	50.086	55.651
(-) Dívida Líquida em 2023 (TIM)	7.729	7.729	7.729	7.729
(+) Dividendos Acumulados (2021 à 2023) (R\$ mm)	5.185	5.185	5.185	5.185
Fair Value (R\$mm)	36.412	41.977	47.542	53.107
Target price Jun/23 (R\$/Ação)	15,0	17,3	19,6	21,9
Retorno Absoluto	31%	51%	71%	91%
Período (Anos)	1,90	1,90	1,90	1,90
Retorno Anualizado	15,2%	24,1%	32,6%	40,5%

Fonte: Vinci

Por fim, outra derivada da cotação atual da TIM é o seu atrativo FCFE¹⁷ *yield* para 2023, que está em torno de 16%.

Ativos Ocultos/*Free Options*

Além do grande desconto que a TIM tem atualmente para o valor de sua operação core, a empresa tem feito uma série de esforços para destravar valor de outros ativos, os quais vemos como *free options* com potencial relevante.

FiberCo: O mais tangível desses ativos é a FiberCo criada pela TIM para ser uma prestadora de serviços de infraestrutura de ultra banda larga. Essa empresa tem como ativos uma rede de fibra que cobre atualmente 6,4 milhões de domicílios FTTH e 3,5 milhões de domicílios FTTC¹⁸. Em maio desse ano, a IHS (que é uma provedora internacional de infraestrutura para Telecom) entrou de sócia com 51% da FiberCo e avaliou o ativo em R\$ 2,6 bilhões (quase 10% do valor de mercado atual da TIM)¹⁹. A vinda desse sócio, que injetará R\$ 600 milhões, foco e *expertise* no negócio, deverá turbinar o crescimento da JV, tomando proveito da ainda baixa penetração de fibra na casa dos brasileiros.

¹⁷ FCFE significa *Free Cash Flow to Equity*. Na página 16 mostramos como nós calculamos esse número para a TIM.

¹⁸ FTTH significa *Fiber To The Home* e FTTC significa *Fiber To The City*. Essas são métricas de mercado endereçável sobre a cobertura de fibra de uma determinada empresa.

¹⁹ [Download.aspx \(tim.com.br\)](https://www.tim.com.br/download.aspx)

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

Além disso, a TIM está desenvolvendo uma série de iniciativas para monetizar sua grande base de clientes. São atualmente 50 milhões de usuários que saltarão para 70 milhões pós-Oi (~30% da população brasileira!). Doze milhões dos seus clientes já consentiram receber publicidade em seus celulares, estimulados pelo bônus de internet.

Mas provavelmente a melhor forma de monetizar a base de clientes é através de parcerias com *startups*, nas quais a TIM estimula seus consumidores a se tornarem clientes dessas empresas. Além de receber uma receita pelo referenciamento (que mais que cobre seus custos marginais com essa iniciativa), a TIM passa a receber participação no capital dessas empresas. Essas participações variarão dependendo de quantos clientes a TIM de fato trazer para essas *startups*.

C6: A iniciativa mais tangível nessa área é a parceria com o C6, iniciada em março de 2020. Nesse meio tempo, a TIM foi responsável pela abertura de 3 milhões de contas no neobank, o que lhe rendeu uma participação de 2,9% na empresa até aqui. Recentemente, o JP Morgan se tornou sócio do C6 avaliando o banco em R\$ 25 bi, segundo a imprensa²⁰. Nesse *valuation*, a participação atual da TIM representaria R\$ 725 milhões, ou 2,5% do seu *Market Cap*²¹.

Cogna/Ampli: Nessa mesma linha, outra avenida de monetização da base da TIM virá através da associação com a Cognia para prover ensino digital em cursos livres e graduação através da plataforma Ampli. Dependendo da quantidade de clientes que a TIM gerar para a Ampli, a TIM poderá a chegar a uma participação de 30% dessa plataforma.

Adicionalmente, a TIM está em negociações para fazer uma parceria semelhante a da Cognia, dessa vez com uma empresa de saúde. E, num futuro próximo, a empresa deverá se associar com alguma *fintech* para prover o serviço de carteira digital para os seus clientes, muitos dos quais são desbancarizada. Aliás, a TIM já vende informações sobre a sua base de dados para empresas de cyber-segurança e crédito.

Impactos da Reforma Tributária

Muito tem sido falado sobre o impacto nas empresas da proposta de reforma tributária que está tramitando no Congresso. Apesar de vários aspectos ainda estarem sendo negociados, existem três pontos relevantes que já estão relativamente claros: (1) os dividendos passarão a ser taxados para pessoas físicas, (2) haverá uma queda na alíquota de imposto de renda das empresas (IRPJ) e (3) serão eliminados os juros sobre capital próprio (JCP), os quais trazem benefícios fiscais para as empresas.

²⁰ [Em novo capítulo na guerra dos bancos digitais, JP Morgan compra 40% do C6 Bank por R\\$ 10 bi - Economia - Estadão \(estadao.com.br\)](#)

²¹ O C6 enviou à TIM, há algumas semanas, uma notificação pedindo a rescisão dessa parceria. Em resposta, a TIM recorreu a arbitragem para assegurar a manutenção do contrato. O C6 alega que a TIM não está mobilizando todos os investimentos necessários para fazer a propaganda da parceria e impulsionar a conversão de clientes. No entanto, 1/3 dos 9 milhões de clientes do C6 vieram através dessa parceria. Segundo o acordo, a TIM poderia atingir uma participação de até 14,5% do banco, dependendo da quantidade de clientes que ela trouxer ao C6. A TIM já é detentora de uma fatia de 2,9% do banco. Para mais detalhes ver: [C6 quer 'divórcio' com a TIM, sua sócia, mas operadora não concede separação - Economia - Estadão \(estadao.com.br\)](#)

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

2T 2021

A última versão da reforma, enviada pelo relator Celso Sabino, aponta para uma alíquota de 20% sobre os dividendos e uma queda na alíquota de IRPJ de 10% (passando de 25% para 15%) em 2022 e mais 2,5% (chegando a 12,5%) em 2023.

Como as empresas de Telecom são negócios intensivos em capital, o JCP costuma ser uma relevante fonte de benefício fiscal para essas empresas, e sua retirada trará impactos negativos nos lucros do setor. No entanto, no caso da TIM, a perda do JCP será, em grande parte, compensada pela diminuição da alíquota de IRPJ. Além disso, o impacto do fim do JCP sobre a geração de caixa para o acionista da TIM (que é o que realmente importa) é menor. Isso porque a TIM gera mais caixa do que lucro, dado que a sua depreciação é significativamente maior do que seu CAPEX.

Olhando para o ano de 2023, quando o *earnings power* da TIM estará mais normalizado, pois já incorporará plenamente a compra da Oi Móvel e a queda plena da alíquota de IR, vemos que o impacto da atual proposta da reforma tributária é de apenas 6% do fluxo de caixa para o acionista.

Impacto no Fluxo de Caixa para o Acionista em 2023 (Antes e Depois da Reforma Tributária)²²

FCFE (R\$ milhões)	TIM	
	Antes	Depois
LAIR	3.435	3.435
(-) IR	-444	-738
(=) LL	2.992	2.697
(+) Depreciação	6.358	6.358
(-) Investimentos	-4.220	-4.220
(+/-) Variação Capital de Giro	-108	-108
FCFE	5.021	4.727
Impacto FCFE		-5,9%
FCFE Yield	17%	16%

Fonte: Vinci

Por outro lado, muitos dos participantes do mercado se preocupam com o efeito negativo que a reforma trará sobre o seu fluxo de dividendos. Essas considerações são particularmente relevantes para os investidores pessoa física, os quais vinham sendo isentos de tributação sobre esse provento. Nesse sentido, a TIM vem estudando canalizar parte da sua geração de caixa para um programa mais agressivo de recompra. Isso possibilitará diferir essa tributação e é algo que acreditamos fazer muito sentido nas cotações atuais.

²² Nossa estimativa de CAPEX já contempla a aquisição da Oi Móvel, 5G e *carve-out* da InfraCo

Vinci Mosaico FIA
Carta Trimestral

2T 2021

Conclusão

Acreditamos que o setor de Telecom no Brasil está na véspera de entrar numa nova fase, que será marcada por ganhos de eficiência vindos da consolidação, disciplina de capital, alternativas de novas linhas de negócios com o 5G e oportunidades de monetização da base de clientes.

Nesse sentido, acreditamos que a TIM está extremamente bem posicionada para tirar proveito desse novo ciclo e que seu *valuation* descontado cria, a nosso ver, uma interessante combinação de risco/retorno.

Atenciosamente,

Vinci Partners

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

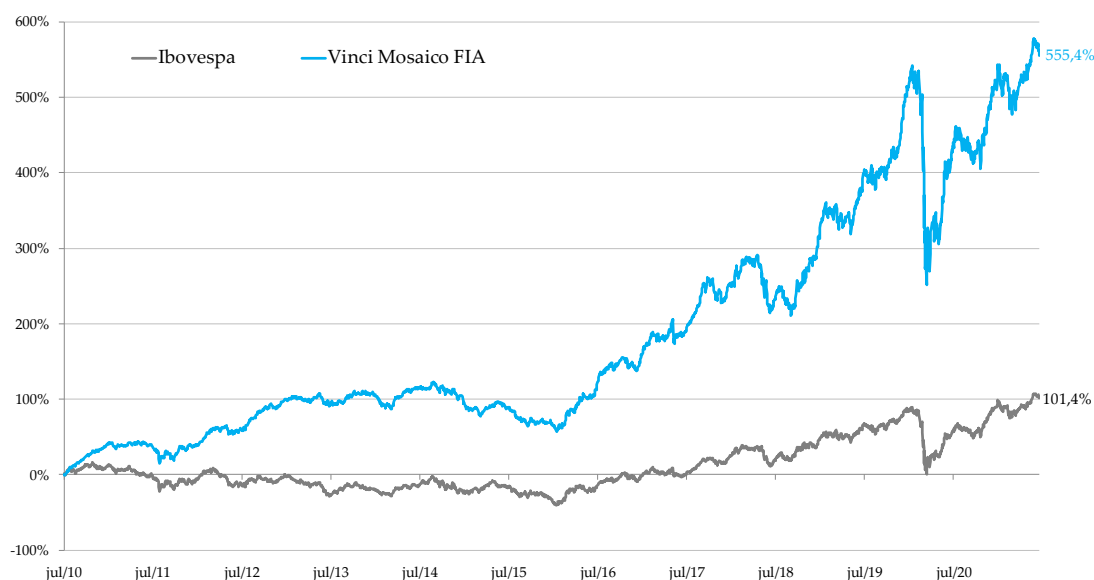
2T 2021

em R\$	jan/21	fev/21	mar/21	abr/21	mai/21	jun/21	2021*	Acumulado*
Vinci Mosaico FIA	-3,0%	-3,2%	4,0%	3,1%	4,9%	-0,4%	5,2%	555,4%
Ibovespa	-3,3%	-4,4%	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	6,5%	101,4%

* Até 30/06/2021

em R\$	2010**	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vinci Mosaico FIA	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	44,9%	40,6%	14,8%	49,5%	3,5%
Ibovespa	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,6%	2,9%

** Mosaico FIA criado em 12/07/2010



 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**2T 2021**

AVISOS LEGAIS

O presente material tem caráter meramente informativo, não foi auditado e é para uso exclusivo de seu destinatário. As informações contidas neste documento não devem ser divulgadas a terceiros ou reproduzidas sem o prévio e expresso consentimento da Vinci. As informações contidas neste documento são materialmente precisas até a data a que ele se refere. Este material não pretende ser completo, nem a Vinci assume nenhum compromisso de atualizar as informações aqui contidas. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Esta carta constitui uma opinião dos analistas e gestores da Vinci, mas não deve ser interpretada como uma recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Vinci, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. Quaisquer projeções, avaliações de conjuntura ou estimativas de mercado indicadas neste material são baseadas em certas premissas, refletem as visões dos analistas e gestores da Vinci e não foram verificadas de forma independente e, portanto, não devem ser interpretadas como um indicativo dos eventos reais que ocorrerão. Outros eventos que não foram levados em consideração podem ocorrer e exercer impacto significativo no mercado e, conseqüentemente, nos investimentos. Os analistas e gestores da Vinci usam informações de fontes conhecidas por sua confiabilidade e boa-fé, mas isto não representa nem endossa a precisão ou confiabilidade de nenhuma dessas informações e a Vinci não se responsabiliza pelo teor dessas informações. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Vinci recomenda ao interessado que consulte seu próprio assessor legal.

Rio de Janeiro
55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon - 22431-002

São Paulo
55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar - Jd. Paulistano - 01452-000

Recife
55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301
Torre A - Pina - 51110-160

Nova York
1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017