

## Fechando 2025 em alta; de olho em 2026

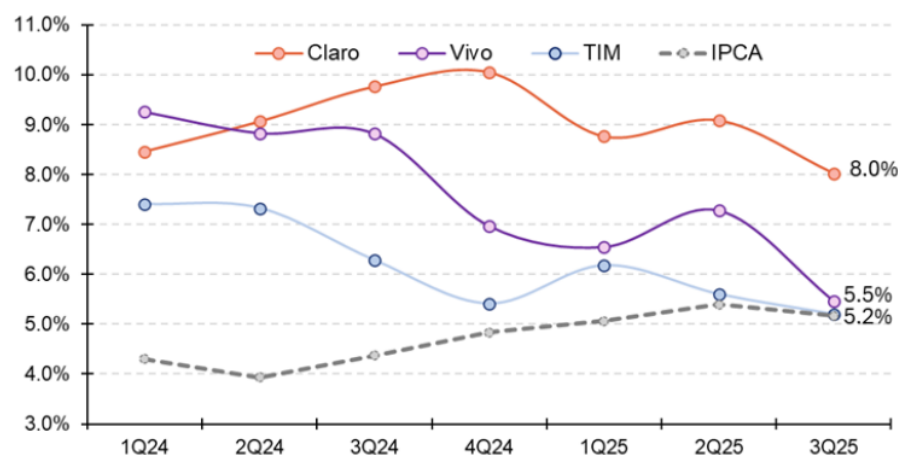
As companhias brasileiras de telecomunicações apresentaram um desempenho excepcional em 2025, tanto do ponto de vista operacional quanto em termos de retorno aos acionistas. Operacionalmente, o setor conseguiu crescer a receita líquida acima da inflação, expandir o EBITDA em ritmo superior ao da receita líquida por meio de iniciativas de eficiência e entregar crescimento de dois dígitos na geração de fluxo de caixa operacional, apoiado por capex estável em termos nominais. Sob a ótica de retorno aos acionistas, TIM e Vivo se destacaram de forma relevante, com as ações avançando 67% e 50% no ano, respectivamente, em comparação a uma alta de 34% do Ibovespa.

Esperamos um quarto trimestre sólido para TIM e para a Vivo, com expansão de margem EBITDA como principal destaque para a TIM e aceleração do MSR (Receita de Serviços Móveis) para a Vivo. O ano de 2026 também deve ser favorável do ponto de vista operacional, embora o desempenho excepcional em 2025 reduza naturalmente a assimetria positiva em relação a um ano atrás, quando a TIM, então Top Pick em nosso portfólio 10SIM, oferecia um yield de dividendos próximo a 20% ao longo dos 15 meses.

### Vivo: aceleração do MSR como principal destaque

No último trimestre, o crescimento do MSR da Vivo ficou em decepcionantes 5,5% a/a, 60 bps abaixo das nossas estimativas, tornando a Vivo a operadora com a desaceleração mais acentuada. O resultado abaixo do esperado pressionou a ação, que recuou 6% no pregão seguinte.

**Gráfico 1: Crescimento a/a do MSR vs. Inflação**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

#### Analistas

**Carlos Sequeira**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Osni Carfi**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

**Bruno Lima**

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Esperamos uma reaceleração no 4T25, com o crescimento do MSR atingindo 6,5% a/a. Vale notar que 2024 foi um ano atípico, uma vez que o MSR no 4T24 ficou ligeiramente abaixo do 3T24, algo que não observamos em nenhum outro ano ao menos desde 2008, o primeiro ano da nossa base de dados. Como resultado, a base de comparação é excepcionalmente fácil, e o aumento de +0,9% t/t no MSR que projetamos, abaixo da média histórica, já se traduziria em um crescimento de aproximadamente 6,5% a/a. Embora essa dinâmica deva ser amplamente antecipada, dado que a queda atípica t/t no 4T24 e a base de comparação mais fácil são conhecidas há bastante tempo, entendemos que muitos investidores ainda podem ser positivamente surpreendidos, especialmente considerando a base acionária predominantemente estrangeira da Vivo, que frequentemente adota uma visão mais macro sobre a empresa.

Também esperamos um desempenho sólido no segmento de linha fixa, com a receita atingindo R\$ 4,5 bilhões (+7,2% a/a). A receita total deve crescer 6,7% a/a. Projetamos um EBITDA ajustado de R\$ 6,68 bilhões, com margem de 42,9%, apoiado por aproximadamente R\$ 179 milhões na linha "Outros", principalmente relacionados à venda de ativos viabilizada pela migração do regime de concessão para autorização. Por fim, esperamos queda de capex e arrendamentos a/a, levando a uma geração de fluxo de caixa operacional de R\$ 3 bilhões.

**Tabela 1: Prévia Vivo 4T25**

<b>Telefonica Brasil S.A.</b>					
<b>R\$ milhões</b>	<b>4T25</b>	<b>4T24</b>	<b>a/a</b>	<b>3T25</b>	<b>t/t</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>15.563</b>	<b>14.581</b>	<b>6,7%</b>	<b>14.949</b>	<b>4,1%</b>
<b>Receita de Serviços</b>	<b>14.310</b>	<b>13.405</b>	<b>6,8%</b>	<b>14.070</b>	<b>1,7%</b>
Serviço Móvel	9.802	9.201	6,5%	9.715	0,9%
Serviço Fixo	4.508	4.204	7,2%	4.355	3,5%
Equipamento	1.254	1.177	6,5%	879	42,6%
Opex	8.879	8.383	5,9%	8.463	4,9%
<b>EBITDA</b>	<b>6.684</b>	<b>6.199</b>	<b>7,8%</b>	<b>6.486</b>	<b>3,1%</b>
Margem EBITDA (%)	42,9%	42,5%	+0,4 p,p	43,4%	-0,4 p,p
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.885</b>	<b>1.762</b>	<b>7,0%</b>	<b>1.888</b>	<b>-0,2%</b>
Capex	2.319	2.456	-5,6%	2.603	-10,9%
Capex / Vendas	14,9%	16,8%	-1,9 p,p	17,4%	-2,5 p,p
Arrendamentos	1.345	1.376	-2,3%	1.329	1,2%
<b>Fluxo de Caixa Oper.</b>	<b>3.020</b>	<b>2.366</b>	<b>27,7%</b>	<b>2.554</b>	<b>18,3%</b>

Fonte: Empresa e BTGPactual

### TIM: disciplina de opex como principal destaque

Esperamos que o MSR cresça 4,9% a/a, marcando uma leve desaceleração em relação aos 5,2% do 3T. Ao mesmo tempo, projetamos que a receita de linha fixa volte a crescer a/a (+3,1%), após ter recuado em todos os trimestres de 2025. O principal destaque do trimestre deve ser a expansão da margem EBITDA para 52,2%, implicando um aumento de 180 bps a/a, impulsionado por opex praticamente estável a/a. Isso representa um marco importante, reforçando a efetividade das iniciativas contínuas de eficiência da companhia. Modelamos um EBITDA de R\$ 3,6 bilhões, alta de 8% a/a. Com o EBITDA crescendo nesse ritmo e tanto o capex quanto as despesas de arrendamento bem controlados, a geração de fluxo de caixa operacional deve atingir R\$ 1,5 bilhão, representando crescimento de 23% a/a.

Tabela 2: Prévia Tim 4T25

TIM					
R\$ milhões	4T25	4T24	a/a	3T25	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>6.918</b>	<b>6.631</b>	<b>4,3%</b>	<b>6.711</b>	<b>3,1%</b>
<b>Receita de Serviços</b>	<b>6.648</b>	<b>6.343</b>	<b>4,8%</b>	<b>6.534</b>	<b>1,7%</b>
Serviço Móvel	6.309	6.015	4,9%	6.203	1,7%
Serviço Fixo	338	328	3,1%	331	2,3%
Equipamento	270	288	-6,3%	177	52,4%
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>3.614</b>	<b>3.346</b>	<b>8,0%</b>	<b>3.469</b>	<b>4,2%</b>
Margem EBITDA Ajustado	52,2%	50,5%	+1,8 p.p.	51,7%	+0,6 p.p.
Lucro Líquido Ajustado	1.164	1.048	11,1%	1.208	-3,6%
Capex	1.327	1.375	-3,5%	974	36,2%
Capex / Vendas	19,2%	20,7%	-1,6 p.p.	14,5%	+4,7 p.p.
Arrendamentos	794	762	4,2%	786	1,0%
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>1.493</b>	<b>1.210</b>	<b>23,4%</b>	<b>1.709</b>	<b>-12,6%</b>

Fonte: Empresa e BTG Pactual

### Esperamos que o momento operacional positivo continue em 2026

A tabela abaixo ilustra bem o que destacamos na introdução. As empresas de telecomunicações têm conseguido crescer a receita de serviços de forma amplamente em linha com a inflação, no caso da TIM, ou levemente acima dela, enquanto as iniciativas contínuas de eficiência, e no caso da Vivo também as vendas de ativos relacionadas à migração da concessão, têm sustentado um crescimento do EBITDA superior ao da receita. Ao mesmo tempo, o capex permaneceu amplamente estável em termos nominais, e as despesas de arrendamento, especialmente nos trimestres mais recentes, ficaram bem contidas, resultando em crescimento de dois dígitos da geração de fluxo de caixa operacional, com a venda de ativos elevando o crescimento esperado da Vivo em 2026 para cerca de 20%.

Tabela 3: Esperamos que os resultados consistentes continuem em 2026

TIM	2024	2025	2026	Vivo	2024	2025	2026
Receita de Serviços	24.587,5	25.838,7	27.108,2	Receita de Serviços	52.114,9	55.685,9	59.141,6
a/a (%)	6,6%	5,1%	4,9%	a/a (%)	7,1%	6,9%	6,2%
EBITDA	12.615,2	13.498,3	14.417,4	EBITDA	22.880,1	24.806,9	27.282,1
a/a (%)	8,2%	7,0%	6,8%	a/a (%)	8,6%	8,4%	10,0%
Capex	(4.550,4)	(4.521,7)	(4.572,1)	Capex	(9.166,5)	(9.230,0)	(9.267,1)
Capex/Receita	17,9%	17,0%	16,4%	Capex/Receita	16,4%	15,5%	14,7%
Arrendamentos	(2.861,2)	(3.017,7)	(3.201,5)	Arrendamentos	(4.682,7)	(5.169,8)	(5.433,5)
a/a (%)	-2,6%	5,5%	6,1%	a/a (%)	10,5%	10,4%	5,1%
Fluxo de Caixa Operacional	5.203,7	5.959,0	6.643,8	Fluxo de Caixa Operacional	9.030,9	10.407,1	12.581,5
a/a (%)		14,5%	11,5%	a/a (%)		15,2%	20,9%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

### Crescimento da geração de fluxo de caixa operacional e dividendos crescentes devem continuar dando suporte às ações

Projetamos que a TIM distribua R\$ 4,8 bilhões por meio de dividendos, recompras de ações e juros sobre o capital próprio, e a Vivo R\$ 8,7 bilhões, o que implica yields de dividendos de aproximadamente 9% para a TIM e 8% para a Vivo. Embora atualmente não tenhamos exposição a telecomunicações em nosso portfólio 10SIM, dado que enxergamos yields mais atrativos em outros setores e entendemos ser prudente fazer uma pausa após a forte valorização de 2025, continuamos a ver suporte dos fundamentos para as empresas. Assumindo um ambiente competitivo saudável, o setor deve seguir capaz de crescer receitas de forma amplamente em linha com, ou ligeiramente acima, da inflação, expandir margens EBITDA e sustentar capex estável, uma vez que o próximo ciclo relevante de investimentos ainda está distante. Nesse contexto, o

crescimento de dois dígitos da geração de fluxo de caixa operacional combinado com um fluxo crescente de dividendos deve continuar atuando como um pilar estrutural de suporte para os preços das ações.

## Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

## Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

## Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhum a representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)