

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIOGRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)

DANIEL GONÇALVES GRAEFF

ABERTURA DE CAPITAL COMO ALTERNATIVA PARA CRESCIMENTO
DE ORGANIZAÇÃO EMERGENTE NO SETOR DE TELEFONIA FIXA

PORTO ALEGRE

2007

Daniel Gonçalves Graeff

ABERTURA DE CAPITAL COMO ALTERNATIVA PARA CRESCIMENTO DE ORGANIZAÇÃO EMERGENTE NO SETOR DE TELEFONIA FIXA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção de grau em Bacharel em administração.

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

PORTO ALEGRE

2007

AGRADECIMENTOS

Algumas virtudes como paciência e persistência na busca dos objetivos foram fundamentais para esta importante conquista na vida do autor; princípios como a honestidade e a justiça foram e continuarão sendo os pilares para a boa convivência em sociedade. Agradeço aos meus pais, Tomas e Carolina, pelo esforço e empenho ao me proporcionarem sempre as melhores condições que se pode ter em termos de educação; aos meus avós por serem exemplos de vida, em especial a Rita e Daisy, pois são avós e mulheres excepcionais, fortes e guerreiras, a elas agradeço o carinho e os cuidados que sempre me foram, com muito amor, dedicados.

Aos meus irmãos, Francisco, Martha e Roberta, mais do que um agradecimento, deixo aqui marcada a minha sincera admiração, já que sempre superaram as dificuldades com muita dignidade.

Para a conclusão deste trabalho, agradeço ao professor e orientador Oscar Claudino Galli, um profissional que não tem medo de passar todo seu conhecimento e uma pessoa que, durante o pouco tempo em que tive a oportunidade de conviver, demonstrou ser ético e correto em sua vida. Ao professor Galli agradeço também a forma como tentou me mostrar mais uma face da realidade em que vivemos no país, onde a desonestidade e a corrupção exigem um combate firme, a fim de melhorar a qualidade de vida na construção de um futuro melhor.

Agradeço também aos meus grandes amigos, em especial ao Felipe e ao Guilherme, pois são importantes fontes de motivação, servindo como parâmetro para a busca do sucesso pessoal e profissional.

A alguns professores da Universidade Federal do Rio Grande do Sul agradeço os ensinamentos e a dedicação; carrego comigo a certeza de que o conhecimento proporciona uma melhor compreensão da vida e, somente através da educação fundamental e do bom convívio familiar, pode-se mudar a cultura de malandragem que fere nossa sociedade.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar a melhor forma de financiamento para o crescimento dos resultados operacionais de uma empresa, através do estudo específico da empresa de telefonia fixa Global Village Telecom Ltda e do cenário em que está inserida, pretende-se realizar uma comparação entre o custo de capital próprio, ou emissão de ações ordinárias em um processo chamado de abertura de capital, e o custo de capital de terceiros, chamado de financiamento por dívida. A aplicação de um estudo denominado Valuation, visando avaliar a GVT através do método de fluxo de caixa descontado, permite estimar o valor da empresa e, conseqüentemente, o valor que pode ser captado com a venda de ações.

Palavras-chave: financiamento, custo de capital, valuation e fluxo de caixa descontado.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	7
LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	8
1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	9
2 JUSTIFICATIVA.....	11
3 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
3.1 DISTINÇÃO ENTRE DÍVIDA E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	12
3.2 FINANCIAMENTO DE PATRIMÔNIO LÍQUIDO.....	14
3.3 FINANCIAMENTO DE DÍVIDA	14
3.3.1 Custo do financiamento de dívida.....	15
3.4 ABERTURA DE CAPITAL	16
3.4.1 Adequação às exigências da CVM.....	18
3.4.2 Maximização do valor por ação na abertura de capital.....	18
3.4.3 Níveis de Governança	20
3.4.4 Despesas decorrentes da abertura de capital	22
3.4.5 Avaliação da empresa através do fluxo de caixa descontado	23
4 OBJETIVOS	27
4.1 OBJETIVO GERAL.....	27
4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	27
5 METODOLOGIA.....	28
6 ANÁLISE DE MERCADO	30
7 A GVT.....	35
8 CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS	36
9 VALUATION.....	42

9.1 PREVISÃO RECEITA DE SERVIÇOS	42
9.1.1 Histórico LIS.....	43
9.1.2 Investimentos.....	45
9.1.3 Previsão de LIS	46
9.1.4 Previsão para a dedução da receita bruta	48
9.1.5 ARPU.....	49
9.1.6 Previsão Receita Operacional Líquida.....	52
9.2 CUSTO DOS SERVIÇOS.....	58
9.3 DESPESAS	61
9.4 VALOR DA EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO..	63
9.4.1 Custo de Capital	65
9.4.2 Risco.....	67
9.4.3 Valor da Empresa	67
9.5 ABERTURA DE CAPITAL	70
10 CONSIDERAÇÕES FINAIS	73
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	79
ANEXO A – BALANÇOS PATRIMONIAIS GVT - ATIVO.....	81
ANEXO B – BALANÇOS PATRIMONIAIS GVT - PASSIVO.....	82
ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO GVT.....	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Despesas dos principais financiamentos de terceiros	37
Tabela 2 – Previsões	48
Tabela 3 – Previsão de receitas	56
Tabela 4 – Crescimento estimado da receita	57
Tabela 5 – Previsão das despesas com vendas	62
Tabela 6 – Previsão das despesas gerais e administrativas	63
Tabela 7 – Estimativa do fluxo de caixa livre	64
Tabela 8 – Custo de capital	66
Tabela 9 – Informações da GVT antes e após o IPO	71
Tabela 10 – Acionistas antes e após o IPO	72
Tabela 11 – Possíveis variações no beta	74

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Modelo de DRE	15
Figura 2 – Modelo de DRE sem despesas financeiras	16
Figura 3 – Cálculo do valor de um ativo	24
Figura 4 – Cálculo do custo de capital	26
Figura 5 – Metodologia	29
Figura 6 – Plano Geral de Outorgas	31
Figura 7 – Mapa Plano Geral de Outorgas	31
Figura 8 – Estatísticas IBGE	33
Gráfico 1 – Representatividade das despesas financeiras em 2006	38
Figura 9 – Cálculo do fluxo de caixa livre em 2006	40
Gráfico 2 – LIS, Lines in service (linhas em serviço)	44
Gráfico 3 – Previsão de LIS	46
Figura 10 – Alíquotas de ICMS, PIS e COFINS	49
Gráfico 4 – Previsão de receita convencional	52
Gráfico 5 – Previsão de receita de dados	53
Gráficos 6 e 7 – Representatividade das receitas em 2004 e 2006	55
Gráfico 8 – Previsão de receita total	56
Gráfico 9 – Previsão de receita total com variações percentuais	57
Figura 11 – Distribuição de custos	58
Figura 12 – Gráfico e tabela variações no beta	68
Figura 13 - Gráfico e tabela variações no prêmio pelo risco	69
Figura 14 - Gráfico e tabela variações no crescimento perpétuo	69
Figura 15 – Diluição percentual de novos investidores	76

1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A empresa em função do qual este estudo será desenvolvido é a Global Village Telecom Ltda (GVT), uma organização fundada recentemente que está presente no mercado desde novembro do ano 2000. Atualmente, a GVT é uma empresa de telefonia fixa que oferece soluções em comunicação de voz, dados e redes. O mercado de telecomunicações no Brasil é altamente competitivo, sendo que empresas de telefonia fixa também concorrem diretamente com organizações voltadas para a telefonia móvel; esta forte concorrência, muitas vezes predatória, exige das organizações pesados e constantes investimentos em inovações tecnológicas, infraestrutura e em qualidade dos serviços prestados.

Nos dias de hoje, existem diversas formas de uma organização captar recursos para financiar o desenvolvimento de suas atividades, uma das formas mais tradicionais é recorrer ao capital de terceiros, por meio de dívida; este tipo de financiamento pode ser praticado através da captação de empréstimos em instituições financeiras, onde o custo de captação dependerá da taxa de juros exigida por estas instituições e o prazo em que o montante será pago. A emissão de debêntures também é uma alternativa de financiamento de médio e longo prazo em que a empresa emissora tem a vantagem de definir antecipadamente a forma como irá remunerar este tipo de título de dívida.

Recentemente, a diretoria do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) aprovou um financiamento no valor de 2,1 bilhões de reais para a empresa de telecomunicações Brasil Telecom S.A., um dos cinco maiores financiamentos já concedidos na história do BNDES; em outubro de 2005, foram liberados R\$119,8 milhões para a GVT. A concessão dos montantes mencionados acima pode ser atribuída ao fato de que o setor de telecomunicações é essencial para o desenvolvimento de um país, cabendo ao estado o fomento e a popularização desta atividade.

Inúmeras empresas no Brasil e no mundo utilizam-se da abertura de capital para garantir o aporte de recursos necessários ao crescimento de suas atividades, já que os recursos gerados através de seus lucros acumulados ou até mesmo pelo incremento do capital social, com recursos dos sócios da empresa, tendem a limitar seu potencial de crescimento, podendo levar ao desperdício de oportunidades e perda de mercado frente aos concorrentes. Para que uma empresa abra capital e se mantenha com êxito no mercado de bolsa, ela deve adequar-se às recomendações de governança corporativa definidas por instituições como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), estas adequações são comprovadamente dispendiosas e requerem muitos esforços provindos de todas as partes interessadas no processo.

Dentro do cenário em que está inserida a organização supracitada, qual a melhor forma de financiar os investimentos necessários para o crescimento dos resultados operacionais da empresa, mantendo sua competitividade e maximizando o retorno do capital investido pelos sócios? A captação de novos empréstimos junto a instituições como o BNDES é a melhor forma disponível para que a GVT atinja seus objetivos? A GVT tem condições e estrutura para abrir capital? Esta é a melhor fonte de financiamento?

2 JUSTIFICATIVA

Disponibilizar aos gestores da empresa de telefonia fixa Global Village Telecom Ltda uma análise sobre as maneiras de financiar o crescimento sustentável dos resultados operacionais da empresa é o propósito deste trabalho. Com a elaboração e estudo das conseqüências financeiras de possíveis decisões de financiamento, não só os gestores da empresa, mas também estudantes, administradores, empresários e gestores dos mais variados tipos de organização poderão aprofundar conhecimentos a respeito do assunto.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

As escolhas de financiamento para uma empresa podem variar de acordo com o estágio de crescimento em que elas se encontram; empresas em estágio inicial, logo após terem sido formadas, geralmente são de capital fechado e suprem sua necessidade de capital através do capital dos sócios, de dívida bancária ou reinvestindo os seus lucros.

Segundo Damodaran (2004, p.421), empresas em estágio de expansão, uma vez que a empresa é bem-sucedida em atrair clientes e estabelecer uma presença no mercado, como a empresa na qual este estudo está fundamentado, tem sua necessidade de financiamento aumentada no mesmo ritmo em que procura expandir seus negócios. Provavelmente, os fluxos de caixa gerados como o capital dos sócios não são suficientes para acompanhar a necessidade de investimentos, fazendo com que os dirigentes da organização procurem capital privado ou capital de risco para preencher estas lacunas. Algumas empresas que encontram-se na situação supracitada recorrerão a abertura de capital e conseqüente emissão de ações para levantar os recursos necessários.

3.1 DISTINÇÃO ENTRE DÍVIDA E PATRIMÔNIO LÍQUIDO

(Damodaran, 2004, p.399) A distinção entre dívida e patrimônio líquido está na natureza dos direitos sobre os fluxos de caixa da empresa. Um direito de dívida, confere ao credor o recebimento de juros e do valor principal, já um direito de ações, em empresas de capital aberto, confere ao portador direito sobre quaisquer fluxos de caixa residuais, apenas após todos os compromissos terem sido atendidos. A diferença supracitada é a principal quando trata-se de financiamento através de dívida

comparado com financiamento através de patrimônio líquido, porém outras surgiram como resultado de legislação tributária e do desenvolvimento de normas legais.

Quando tomam dinheiro emprestado, as empresas prometem fazer pagamentos regulares de juros e restituir o principal, esta responsabilidade é limitada; isto significa que os proprietários da empresa têm o direito de deixar pagar a dívida se eles estiverem dispostos a entregar os ativos da corporação aos credores. Os pagamentos de juros das empresas são considerados um custo e são deduzidos da renda tributável. Assim, juros são pagos a partir do resultado antes dos impostos, enquanto dividendos sobre ações ordinárias e preferenciais são pagos a partir do resultado depois dos impostos. Portanto, segundo Brealey e Myres (2005, p.34), o governo proporciona um subsídio fiscal sobre o uso de dívida que não proporciona sobre o patrimônio.

A dívida normalmente tem uma data de vencimento fixa, quando o principal deve ser pago, enquanto que as ações geralmente possuem uma vida infinita. Como os acionistas de empresas de capital aberto têm apenas direitos residuais sobre os fluxos de caixa da empresa, lhes é concedido o poder decisório na administração da empresa, já os credores têm um papel muito mais passivo na administração, exercendo no máximo o poder de veto sobre decisões financeiras importantes.

Segundo Damodaran (2004, p.400), dívida é definida como qualquer instrumento de financiamento que possui um direito contratual sobre os fluxos de caixa e ativos da empresa, cria pagamentos dedutíveis dos impostos, tem um prazo fixo e direitos prioritários sobre os fluxos de caixa, tanto em períodos operacionais quanto na falência. Por sua vez, a ação é definida como qualquer instrumento de financiamento que possui um direito residual sobre a empresa, não cria vantagens tributárias a partir de seus pagamentos, tem uma vida infinita, não tem prioridade no caso de falência e concede o controle administrativo ao proprietário.

3.2 FINANCIAMENTO DE PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Em uma empresa de capital fechado, que não é negociada em bolsa de valores, o aporte de recursos para compor o patrimônio líquido que irá financiar os investimentos e as operações da empresa depende do proprietário ou de uma entidade privada, normalmente um capitalista, que forneça o capital desejado. Muitas vezes, comumente em pequenas empresas, os lucros são reinvestidos no negócio ou os sócios disponibilizam capital próprio para a empresa; neste último caso, o direito do sócio, ou dos sócios, aumenta em relação aos fluxos de caixa residuais da empresa, ou seja, uma maior parte do lucro da empresa será disponibilizada a ele, no caso do lucro ser distribuído aos sócios.

Segundo Damodaran (2004, p.4001), à medida que pequenas empresas são bem-sucedidas e crescem, elas percebem que seus recursos são insuficientes para cobrir os investimentos e necessidades de crescimento, podendo então dispor da abertura de capital para suprir esta necessidade. Em empresas de capital aberto ou que estão abrindo capital, o financiamento de patrimônio líquido é caracterizado quando há emissão de ações na bolsa de valores.

3.3 FINANCIAMENTO DE DÍVIDA

A dívida cria uma obrigação fixa de pagamentos de fluxo de caixa e proporciona ao financiador direitos prioritários, caso a empresa tiver algum tipo de problema financeiro que comprometa o pagamento de seus credores. O empréstimo bancário é uma das maneiras mais conhecidas e utilizadas de obter-se dinheiro; sua flexibilidade atrai as empresas, já que pode-se negociar tanto altos como baixos

valores, prazos e condições diversas de pagamento. Normalmente, a taxa de juros e demais custos envolvidos na transação estão diretamente relacionados com o prazo no negócio.

3.3.1 Custo do financiamento de dívida

O financiamento de dívida tem uma vantagem importante sobre o sistema de impostos de renda corporativo, uma vez que os juros que a empresa paga representam uma despesa financeira em seu demonstrativo de resultados; esta despesa afeta em sua totalidade o lucro líquido da organização. O exemplo exposto conforme a figura 1, mostra o montante que uma empresa, que paga anualmente 30% de imposto de renda, economizará sobre um empréstimo no valor de R\$100.000 a uma taxa de juros de 25% a.a.no final de um período.

Lucro antes de juros e impostos	R\$200.000
Despesas financeiras (juros)	R\$ 25.000
Lucro antes dos impostos	R\$ 175.000
Imposto de renda (30%)	R\$ 52.500

Figura 1: modelo de DRE

Fonte: elaborado pelo autor deste trabalho

Lucro antes de juros e impostos	R\$200.000
Despesas financeiras (juros)	R\$ 0
Lucro antes dos impostos	R\$ 200.000
Imposto de renda (30%)	R\$ 60.000

Figura 2: modelo de DRE sem despesas financeiras

Fonte: elaborado pelo autor deste trabalho

Na figura 1, com as despesas de financiamento sendo deduzidas do lucro antes do imposto de renda, pagou-se ao governo um montante de R\$52.500; já na tabela 2, sem as despesas financeiras e presumindo-se que houve financiamento através de patrimônio líquido, o valor pago de imposto de renda ficou em R\$60.000. Com uma diferença de R\$7.500 de imposto de renda pago, verifica-se que o custo de captação do empréstimo, sem levar em consideração outras taxas e impostos como o IOF, em vez de 25%a.a. ficou em 17,5%a.a, sendo que a taxa de juros real pode ser ainda menor caso considere-se a inflação.

3.4 ABERTURA DE CAPITAL

A legislação brasileira define companhia de capital aberto aquela que pode ter seus valores mobiliários, tais como ações, debêntures e notas promissórias, negociadas de forma pública. Somente empresas de capital aberto podem ser negociadas publicamente. O primeiro procedimento formal a ser adotado para a abertura de capital

é entrar com um pedido de registro de companhia na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é o órgão fiscalizador e regulamentador do mercado de capitais brasileiro.

A venda de ações para o público na abertura de capital pode ser feita de distribuição primária, secundária ou através de uma combinação entre as duas formas. Na distribuição primária quem vende as ações é a empresa, e os recursos provindos da venda são canalizados para ela; na distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor ou alguns de seus sócios, os valores da venda são direcionados para quem fez a venda.

A abertura de capital significa uma redução de risco para a empresa, os recursos dos sócios investidores, da mesma forma que os valores que os empresários empreendedores colocaram no negócio; não têm prazo de amortização ou resgate, não exigindo assim rendimento definido, já que o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa. O valor que a empresa arrecadará no momento da abertura de capital será proporcional a confiança que os investidores depositam na empresa, sendo que a maioria dos investidores fundamentam suas negociações em métodos de avaliação do valor das companhias, como o método do fluxo de caixa descontado que é atualmente um dos métodos mais aceitos e utilizados no mercado; este tipo de análise é de grande importância para dar segurança ao investidor de que a empresa tem condições de gerar o retorno desejado.

Assim como a abertura de capital, também conhecida como IPO (Initial Public Offering), pode gerar recursos inimagináveis para os proprietários da empresa e para a própria empresa, injetando recursos para investimentos importantes para seu crescimento, ela também possui algumas desvantagens como a potencial perda de controle decorrente da diminuição da participação dos proprietários, já que estes são tentados a vender suas ações. Em toda abertura de capital é necessário avaliar se a venda de parte das ações para investidores proporcionará maior riqueza patrimonial para os sócios atuais, se o retorno dos investimentos a serem realizados com recursos obtidos será o desejado, se haverá redução do custo de captação da companhia e se haverá crescimento de sua participação no mercado.

3.4.1 Adequação às exigências da CVM

Há vários procedimentos que uma empresa brasileira precisa observar ao solicitar os registros de companhia aberta, de distribuição pública de ações e de inclusão na listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Entre esses procedimentos, destaca-se que a empresa precisa entregar demonstrações financeiras nos padrões definidos pela CVM, submeter essas demonstrações a uma auditoria externa independente, confeccionar um prospecto de venda das ações e fornecer diversas outras informações.

A reforma dos estatutos da companhia também é um passo importante. Todas as empresas de capital fechado, sejam elas limitadas ou sociedades anônimas, terão que alterar o seu estatuto social para incluir, por exemplo, caracterização e direitos das ações e competências das assembleias de acionistas e do Conselho de Administração. Previamente à reforma, é necessária a realização de uma assembleia para deliberar a transformação da empresa em sociedade anônima de capital aberto e votar as alterações para adequar o estatuto às exigências da lei e das boas práticas de governança corporativa.

3.4.2 Maximização do valor por ação na abertura de capital

A maneira que o mercado financeiro mundial encontrou para alinhar diversos tipos de empresa conforme suas políticas, transparência e cultura, foi qualificar-las conforme suas práticas de Governança Corporativa. A Governança Corporativa é um mecanismo de aprimoramento de gestão que tem como princípio fundamental aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos terem o valor das suas ações maximizadas, garantindo assim, o retorno sobre seu investimento. Este mecanismo

está diretamente atrelado à ação dos administradores da empresa no sentido de coagir quaisquer interesses internos e externos sobre a organização, protegendo assim todas as partes interessadas.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa é o órgão brasileiro responsável pela organização e definição de parâmetros no mercado de capitais quanto à prática de governança corporativa que podem ser adotadas pelas empresas para maximizar seu valor frente ao mercado; segundo esta instituição (IBGC, 2006), o IBGC é o único órgão criado com a meta principal de contribuir para otimizar o conceito de governança corporativa no país, visando cooperar com o aprimoramento do padrão de governo das empresas nacionais, para seu sucesso e perpetuação. As boas práticas de governança asseguram aos sócios equidade, transparência, prestação de contas e responsabilidade pelos resultados. O conceito de governança corporativa abaixo foi retirado do site www.ibgc.org.br (IBGC, 2006).

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

Governança corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança temos também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

3.4.3 Níveis de Governança

Em dezembro do ano 2000, a BOVESPA implantou a divisão de governança corporativa em Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. O Novo Mercado foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias determinam a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecendo aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, com uma alternativa mais ágil e especializada. O Novo Mercado segue regras específicas, foi criado para empresas que estão em fase de abertura de capital e que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança. São regras do Novo Mercado:

- Só devem estar em circulação e serem emitidas ações ordinárias.
- Realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão no mercado.
- Manutenção de, no mínimo, 25% de ações do capital em circulação.
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.
- Conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo 20% dos membros devem ser conselheiros independentes.

- Divulgação das demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais US GAAP ou IFRS.
- Consolidações das informações trimestrais.
- Em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro, será realizada uma oferta de compra das ações em circulação pelo valor econômico.
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

A BOVESPA, a fim de valorizar as companhias de capital aberto que vem investindo em aumentar as práticas de governança e de transparência, criou os níveis 1 e 2, dependendo principalmente do grau de compromisso assumido pela empresa. Características das companhias de Nível 1:

- 25% das ações em circulação.
- Consolidações trimestrais das informações.
- Cumprimento das regras de disclosure por parte dos acionistas, controladores e administradores.
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options.
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Além das obrigações contidas no nível 1, companhias de nível 2 devem ter:

- Conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo 20% dos membros devem ser conselheiros independentes.

- Divulgação das demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais US GAAP ou IFRS.
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo 80% deste valor para detentores de ações preferenciais (tag along).
- Direito de voto para as ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão ou fusão.
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação de nível.
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

3.4.4 Despesas decorrentes da abertura de capital

Os gastos com o processo de abertura de capital variam muito de empresa para empresa. Normalmente, envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação. É possível, também, que se queira contratar uma empresa de consultoria, que auxiliará na definição do plano de abertura de capital, na organização interna da empresa e na avaliação preliminar da companhia. Adicionalmente, pode ser o caso de contar com uma consultoria jurídica especializada, que orientará a empresa a respeito dos procedimentos legais. Conseqüentemente, o montante de despesas vai depender da complexidade da empresa do seu grau atual de

organização e da necessidade de adequação às recomendações de governança corporativa.

3.4.5 Avaliação da empresa através do fluxo de caixa descontado

Para estimar-se o montante a ser captado por uma empresa através da abertura de capital, é necessário estimar o valor que o mercado está disposto a pagar por esta empresa; a maior parte dos analistas de investimentos utiliza o método do fluxo de caixa descontado para determinar um valor justo.

O fluxo de caixa descontado relaciona o valor de um ativo com o valor presente do fluxo de caixa futuro que se espera dele. Para Copeland et al. (2002, p.159), existem alguns passos a serem seguidos para a avaliação de empresas conforme este método:

- Analisar o desempenho histórico;
- Projetar o desempenho futuro e o correspondente fluxo de caixa;
- Estimar o custo de capital;
- Estimar o valor da perpetuidade;
- Calcular e interpretar os resultados.

Este método é utilizado, uma vez que o lucro contábil não deixa claro qual o potencial de geração de valor para uma empresa, já que não leva em conta o valor do dinheiro no tempo. O valor presente líquido é considerado a forma mais correta de análise de investimentos.

Segundo Copeland et al. (2002. P. 91), os administradores que utilizam a abordagem do fluxo de caixa descontado na avaliação de empresas, buscando aumentar o fluxo de caixa livre, terão conseguido elevar o valor da ação. Por outro lado, se uma empresa não gera caixa suficiente para pagar as operações e os financiamentos, suas ações cairão e será mais difícil acessar o mercado de crédito.

Conforme Castilhos (2002, p. 56), o fluxo de caixa livre é gerado pela empresa depois da dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. Não deve ser confundido com o caixa tradicional, mas sim com um caixa que pode ser distribuído sem afetar a operação da empresa.

Segundo Damodaran (2004, p.611), em uma avaliação de fluxo de caixa descontado, estima-se o valor de qualquer ativo redescutando os fluxos de caixa esperados sobre ele a uma taxa que reflete seu grau de risco. Simplificando-se a maneira de calcular o valor do ativo temos a seguinte equação:

$$\text{Valor do ativo} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{\text{PL (Fluxo De Caixa } t)}{\text{PL } (1 + r)^t}$$

Figura 3 – Cálculo do valor de um ativo

Fonte: DAMODARAM, Aswath. Finanças Corporativas. São Paulo: Bookmann, 2004.

Conforme figura acima, o ativo tem uma vida de “N” anos, onde “r” é a taxa de desconto que reflete tanto o grau de risco dos fluxos de caixa quanto a cominação de financiamentos utilizados para adquirir o ativo. É importante destacar que não apenas é necessário estimar os fluxos de caixa gerados por ativos já instalados, onde a taxa de crescimento pode ser estimada com alguma segurança, mas também estimar os fluxos

de caixa gerados por investimentos que serão realizados ao longo do período em estudo.

Para a estimativa das taxas de crescimento, pode-se usar três maneiras de avaliação: taxas de crescimento passadas, estimativas de analistas e dados básicos da empresa. Uma medida controversa é o uso da taxa de crescimento passado como taxa de crescimento futuro, uma vez que esta pode ser uma informação simplista. Podem ser utilizadas médias aritméticas e geométricas, além de modelos de regressão linear ou logarítmico-linear. Já o uso de estimativas de outros analistas pode ser muito útil, porém depende do número de analistas que acompanham a empresa e da qualidade destes.

Segundo Damodaran (1997, p. 162) estas são melhores que os modelos mecânicos, pois os analistas podem valer-se de dados específicos sobre a empresa, informações macroeconômicas, entre outras. Por último, pode-se usar dados da empresa como a rentabilidade patrimonial, retorno sobre ativos, análise da linha de produtos, entre outros. A ênfase no valor contábil dos dados pode ser problemática caso existam distorções em relação ao efetivo valor de mercado.

O fluxo de caixa gerado por uma empresa é o valor gerado após todos os impostos terem sido pagos e todas as necessidades de investimento terem sido atendidas.

Tanto acionistas quanto credores e investidores em potencial esperam de uma organização a remuneração de acordo com o custo de oportunidade de seus investimentos; ou seja, esperam ter o retorno ou serem remunerados de forma semelhante a um investimento de mesmo risco. Para determinar o valor justo a ser pago pela ação de uma empresa, através do método do fluxo de caixa descontado, é necessário realizar o cálculo do custo médio ponderado do capital, chamado de WACC, ou Weighted Average Cost of Capital; o WACC neste trabalho considera o custo ponderado do capital de terceiros e do capital próprio da empresa, ou custo de oportunidade dos acionistas.

Segundo Copeland et al. (2002. P. 206), o WACC é calculado da seguinte forma:

$$WACC = K_b (1-T_c) (B / V) + K_p (P / V) + K_s (S / V)$$

K_b – Rendimento antes de imposto esperado pelo mercado até o vencimento do endividamento irretratável e não conversível.

T_c – Alíquota tributária marginal da entidade objeto da avaliação.

B – Valor de mercado do endividamento a juros.

K_p – Custo após impostos do capital no que toca ao capital preferencial não-resgatável e não conversível.

P – Valor de mercado do capital preferencial.

K_s – O custo de oportunidade do capital social tal como determinado pelo mercado.

S – Valor de mercado do capital social.

Figura 4 – Cálculo do custo de capital

Fonte: COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

4 OBJETIVOS

4.1 OBJETIVO GERAL

Identificar a melhor forma de financiamento disponível com a qual a empresa Global Village Telecom Ltda possa obter recursos necessários para alavancar o crescimento de seus resultados operacionais, mantendo sua competitividade e maximizando o retorno do capital investido pelos sócios.

4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Identificar as melhores formas de financiamento disponíveis para a GVT.
- Analisar a viabilidade da abertura de capital da empresa em estudo.
- Estimar o valor atual da GVT e o valor a ser captado com a abertura de capital.
- Comparar os custos decorrentes das formas de financiamento estudadas.
- Verificar qual das alternativas de financiamento maximiza o retorno do capital investido pelos atuais sócios da GVT.

5 METODOLOGIA

OBJETIVOS ESPECÍFICOS	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS
Identificar as melhores formas de financiamento disponíveis para a GVT.	Serão coletados dados históricos e mercadológicos que elucidem as fontes de financiamento existentes, os direitos e obrigações a elas relacionados. Tanto financiamentos de dívida como financiamentos de patrimônio líquido serão considerados nesta pesquisa que será realizada em sites de instituições como a Comissão de Valores Mobiliários, BNDES e BOVESPA; realizada também em notícias e artigos acadêmicos.
Analisar a viabilidade da abertura de capital da empresa em estudo.	A atual estrutura da empresa, considerando-se diversos aspectos, como aspectos legais, econômicos e financeiros, será confrontada com as exigências da CVM e com as recomendações de governança corporativa definidas por instituições como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).
Estimar o valor atual da GVT e o valor a ser captado com a abertura de capital.	A avaliação da empresa será realizada com base no método de fluxo de caixa descontado, método consagrado entre o meio acadêmico e profissional. Relacionando-se o valor do ativo com o valor presente do fluxo de caixa futuro que se espera dele, será estimado o valor captado através da abertura de capital. Para que seja possível determinar os fluxos de caixa futuros da organização, serão disponibilizados os demonstrativos de resultado da empresa que, por sua vez, serão confrontados com a análise dos investimentos previstos, de seu retorno e dos riscos associados aos fluxos de caixa previstos.

<p>Comparar os custos decorrentes das formas de financiamento estudadas.</p>	<p>Baseado na comparação entre o custo de capital gerado pelo financiamento de dívida (juros menos dedução de despesas financeiras no imposto de renda) e pelo custo gerado pelo financiamento de patrimônio líquido que engloba o custo de adequação organizacional, remuneração dos sócios entre outros.</p>
<p>Verificar qual das alternativas de financiamento maximiza o retorno do capital investido pelos atuais sócios da GVT.</p>	<p>Através dos resultados estimados para os fluxos de caixa da GVT será feita comparação entre a remuneração dos atuais sócios enquanto empresa limitada e enquanto empresa de capital aberto.</p>

Figura 5 – Metodologia

Fonte: Elaborado pelo autor do trabalho

6 ANÁLISE DE MERCADO

Até 29 de julho de 1998 o mercado de telecomunicações no Brasil era dominado pela estatal Telebrás; esta data foi o marco inicial de uma nova realidade na área de telecomunicações brasileira, já que o sistema Telebrás, que monopolizou o mercado de telefonia fixa e celular por 26 anos, foi segmentado em doze holdings, sendo que quatro delas destinavam-se ao controle das operadoras de telefonia fixa.

Dando continuidade ao programa nacional de desestatização, o governo, após a divisão de setor de telefonia fixa da Telebrás nas concessionárias Tele Centro Sul, Tele Norte Leste, Telesp e Embratel; realizou o leilão para a privatização do setor. A privatização do setor estava fundamentada no crescimento e universalização dos serviços de telefonia, além de promover um ambiente competitivo que até então não era conhecido no setor de telecomunicações brasileiro. Anteriormente a divisão do sistema Telebrás em quatro concessionárias de telefonia fixa, esta era composta por 27 companhias telefônicas distribuídas por todo Brasil; dentre elas estavam a TELESP, CTMR, CRT, TELEBRASÍLIA, TELEPAR, TELESC e TELEMIG.

Através do Plano Geral de Outorgas aprovado pelo decreto número 2.534 de 02 de abril de 1998 o território brasileiro foi dividido em 04 regiões, conforme as figuras 6 e 7 apresentadas abaixo.

REGIÃO	ÁREA GEOGRÁFICA CORRESPONDENTE AO(S) TERRITÓRIO(S)
I	Estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais, Espírito Santo, Bahia, Sergipe, Alagoas, Pernambuco, Paraíba, Rio Grande do Norte, Ceará, Piauí, Maranhão, Pará, Amapá, Amazonas e Roraima.
II	Distrito Federal e estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, Mato Grosso do Sul, Mato Grosso, Goiás, Tocantins, Rondônia e Acre.
III	Estado de São Paulo
IV	Território nacional

Figura 6 – Plano Geral de Outorgas
 Fonte: www.anatel.com.br/biblioteca/plano



Figura 7 –Mapa Plano Geral de Outorgas
 Fonte: www.teleco.com.br

A concessionária Tele Norte Leste ficou responsável pela prestação de serviços na Região I; a Região II foi incorporada pela Tele Centro Sul, já à Telesp

coube o estado de São Paulo. Para a concessionária Embratel, foram autorizados os serviços de longa distância nacional e internacional para todo território nacional, ou seja, região IV. A privatização limitou temporariamente as concessionárias quanto à atuação geográfica e à capacidade de oferecer produtos e serviços. O intuito do governo era proteger o modelo de negócio das concessionárias até que obtivessem retorno com o monopólio em suas regiões, porém com a responsabilidade de universalizar os serviços e expandir sua cobertura.

Para melhor organizar o mercado e dar fim ao monopólio das concessionárias, abrindo portas para a competitividade, o governo federal promoveu o leilão das chamadas “licenças-espelho”; houve então, o leilão de uma licença espelho para cada uma das três regiões. Através do leilão, cada concessionária passou a ter uma empresa espelho atuando em sua região, competindo na prestação de serviços de telefonia fixa local e de longa distância nacional. Outra licença foi leiloada para a prestação de serviços telefônicos de longa distância nacional e internacional, criando então uma nova empresa capaz de competir com a Embratel. Somente a partir de 31 de dezembro de 2001 deixou de existir qualquer limite ao número de prestadoras de serviço, e a ANATEL, Agência Nacional de Telecomunicações que substituiu o Ministério das Comunicações na fiscalização e outorga dos serviços, passou a outorgar novas autorizações.

Segundo informações encontradas no site da Anatel, em 1999 a GVT recebeu a licença para operar na Região II como empresa espelho da Brasil Telecom. A licença foi adquirida em leilão pela quantia de R\$100.000, valor pago na data de assinatura do termo de autorização número 007/99. De acordo com o termo de autorização, a GVT comprometeu-se a instalar mais de 597 mil acessos de telefonia fixa na região II até o ano de 2002; estimou-se a média de 4,75 acessos para cada 100 habitantes da região onde a população era de 12.548.933 habitantes.

A empresa espelho que passou a operar nas regiões I e III foi adquirida pela Embratel, hoje controlada pela Telmex. Nos primeiros três anos após a privatização, tanto as empresas espelho como as concessionárias realizaram pesados investimentos, sendo que as concessionárias tinham a obrigação de cumprir as exigências feitas pela

ANATEL em relação a sua área de cobertura, enquanto que as empresas espelho investiam de acordo com as expectativas de retorno do capital investido.

Após aproximadamente oito anos da privatização do sistema de telefonia brasileiro, as concessionárias de telefonia continuam com uma participação muito elevada em relação às empresas espelhos e outras autorizadas. Somente na região II, onde a GVT desenvolveu inicialmente suas atividades, o market share das concessionárias, em dezembro de 2006, era de 93,10% do mercado de telefonia fixa, já a participação das demais autorizadas girava em torno de 6,90%. Na região I, 93,54% do mercado era atendido pelas concessionárias e, no Estado de São Paulo, região III, as concessionárias representavam 94,64%.

Em um mercado que vem perdendo potencial de crescimento devido principalmente à popularização da telefonia celular e que, conforme pode ser visto na figura abaixo, apresentou redução de 2,7% ou um milhão e cem mil telefones fixos em operação em 2006, as empresas espelho e outras autorizadas possuem um grande potencial de crescimento, já que sua participação ainda é muito pequena em relação às concessionárias.

Brasil	2003	2004	2005	2006
População (IBGE)	178.985.306	181.586.030	184.007.699	186.770.562
PIB R\$ milhões	1.699.948	1.941.498	2.147.944	2.322.818
Telefones fixos em operação	39.200.000	39.600.000	39.600.000	38.500.000
Celulares	46.400.000	65.600.000	86.200.000	99.900.000
Usuários de internet residenciais	20.500.000	17.900.000	18.900.000	22.100.000
Conexões de banda larga	1.200.000	2.300.000	3.800.000	5.600.000
Telefones fixos / 100 habitantes	21,9	21,8	21,5	20,6
Usuários de internet / 100 habit.	11,5	9,9	10,3	11,8
Conexões banda larga / 100 Habit.	0,7	1,3	2,1	3,0

Figura 8 – Estatísticas IBGE

Fonte: www.teleco.com.br

Outro ponto importante que pode ser visto na figura acima é que, apesar da redução no número de telefones fixos em 2006, as conexões de banda larga vem

apresentam um crescimento muito forte a partir de 2004. No ano de 2004 houve crescimento de 91,7% de conexões banda larga em relação ao ano de 2003 e de quase 50% de 2005 para 2006. Em 2003 existiam 0,7 usuários de conexão banda larga a cada 100 habitantes; este número saltou para 03 usuários para cada 100 habitantes em 2006, representando um aumento de quatro milhões e quatrocentos mil usuários em todo o Brasil.

Atualmente o mercado de voz em telefonia fixa, ou seja, telefones fixos convencionais, continua sendo a principal fonte de receita das operadoras de telecomunicação; porém as empresas conhecem as tendências do mercado de migração para serviços de transmissão de dados. Segundo estudo da empresa Pyramid Research, há a previsão de crescimento de apenas 4,3% para a receita total proveniente da telefonia fixa em todo Brasil, passando de 42,4 bilhões de reais em 2006 para 50,2 bilhões de reais em 2010. Para os serviços de transmissão de dados e internet são esperados os crescimentos de 6,7% e 20,7% respectivamente; comparado com os dados históricos obtidos em pesquisa realizada pelo IBGE e publicada pelo site da Teleco, a empresa Pyramid Research prevê um crescimento muito abaixo do crescimento histórico do período de 2003 a 2006, onde os serviços de banda larga passaram a ser utilizados em grande escala.

7 A GVT

A GVT é uma empresa prestadora de serviços de telecomunicação, banda larga de alta velocidade e internet com uma das maiores taxas de crescimento no mercado de telecomunicações brasileiro. Em 1999 a empresa recebeu do Governo Federal a licença para atuar na região II como empresa espelho da Brasil Telecom. A GVT é considerada a única das três empresas espelho, das quais obtiveram a concessão para realizar a concorrência inicial com as concessionárias, que obteve sucesso em suas atividades. Atualmente, a empresa possui licença para operar em todas as regiões do Brasil, delimitadas pelo plano geral de outorgas, inclusive a região de São Paulo.

A GVT se diferencia das outras empresas de telecomunicações brasileiras por focar seus esforços em clientes de alto valor, ou seja, clientes que geram um maior retorno pelo investimento realizado; diferentemente das concessionárias, a GVT não é obrigada a instalar linhas em regiões onde acredita-se não haver possibilidade de retorno do capital investido, sendo que todas as novas áreas cobertas pela companhia são previamente estudadas. Motivada pela necessidade de manter os elevados índices de crescimento apurados desde o início de suas operações, a GVT carece de pesados investimentos para a expansão de sua infra-estrutura.

Nos demonstrativos de resultados do ano de 2006, é possível verificar a delicada situação em que encontrava-se a empresa, pois a contabilização de R\$185,5 milhões em despesas financeiras, ou 24,1% da receita operacional líquida, evidencia o comprometimento dos resultados da GVT; esta situação é agravada pelo fato de que, até 2006, os prejuízos acumulados chegavam ao montante de R\$630,6 milhões. Apesar disso, a GVT apresenta um grande potencial de crescimento frente ao seu mercado, incentivando a captação de recursos para investir no crescimento de seus resultados operacionais.

8 CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS

A dívida de longo prazo da GVT, com empréstimos e financiamentos, no final de 2006 correspondia a mais de R\$ 1.106.000.000 (um bilhão cento e seis milhões de reais), dívida esta consequente principalmente de contratos com fornecedores externos como Hewlett-Packard Financial Services Company, Nortel Network Limited, ECI Telecom Ltd, Harris Corporation e ADC Telecommunications Inc. O endividamento deste porte foi necessário para que a GVT realizasse a construção da infra-estrutura de sua rede.

Em 2005, os fornecedores cederam por inteiro os créditos relativos aos financiamentos para determinadas instituições financeiras; já em meados de 2006, a GVT renegociou e assinou um novo contrato com a inclusão de novas condições para pagamento de sua dívida com estas instituições. O valor total da dívida renegociada, com vencimentos em 2011, atingiu o montante de R\$1.079.591.000 (um bilhão setenta e nove milhões quinhentos e noventa e um mil reais). Como resultado da transação supra citada, a empresa contabilizou, em 30 de junho de 2006, R\$57.703 (cinquenta e sete milhões setecentos e três mil reais) de despesas financeiras, referentes à diferença entre as taxas de juros estipuladas nos contratos originais e as novas taxas contratadas.

Além da dívida contratada com instituições financeira internacionais, houve a contratação em 2006 de cento e dezenove milhões e oitocentos mil reais junto ao BNDES (Banco de Desenvolvimento Econômico e Social), com uma taxa de juros vinculada a TJLP mais 4,5%a.a. com prazo de pagamento de cinco anos e capitalizados mensalmente após dois anos de carência do pagamento do valor principal. Dos R\$119,8 milhões, apenas R\$20 milhões foram desembolsados pelo BNDES em 2006.

Conforme informações da empresa, o custo médio dos financiamentos captados com instituições locais é de 17,57%a.a., sendo que o passivo circulante relacionado a estes financiamentos é de R\$92.766 milhões e de R\$26.288 no passivo exigível a longo prazo.

A tabela 1 resume os principais empréstimos e financiamentos já captados pela GVT; o financiamento negociado com o BNDES considera 4,5% de juros ao ano somado aos 6,5% da taxa TJLP com fechamento em fevereiro de 2007. Como a capitalização dos juros estipulados pelo BNDES é mensal, a taxa de juros nominal de 11% ao ano corresponde a uma taxa efetiva de 11,57%a.a..

Tabela 1 – Despesas dos Principais Financiamentos de Terceiros

Empréstimo/financiamento	Instituição	Valor (R\$ milhões)	Tx efetiva juros a.a.	Vcto	Ponderação	Custo Capital de Terceiros Antes dos Impostos
Financiamentos externos	Diversos	1.079	12,00%	2011	83,6%	10,04%
Financiamento local	BNDES	119	11,57%	2011	9,2%	1,07%
Financiamento local	Diversos	92	17,57%	2007	7,1%	1,25%
Total		1.290				12,36%

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Conforme pode ser visto na tabela acima, a dívida que tem o maior impacto sobre os resultados da GVT e sobre seu fluxo de caixa são os financiamentos externos; conseqüência, como visto anteriormente, principalmente da instalação da infra-estrutura da rede. O resultado de uma dívida deste porte em 2006 foram despesas financeiras de R\$185,5 milhões, o que representou 24,1% da receita operacional líquida, como pode ser visto no gráfico a seguir.

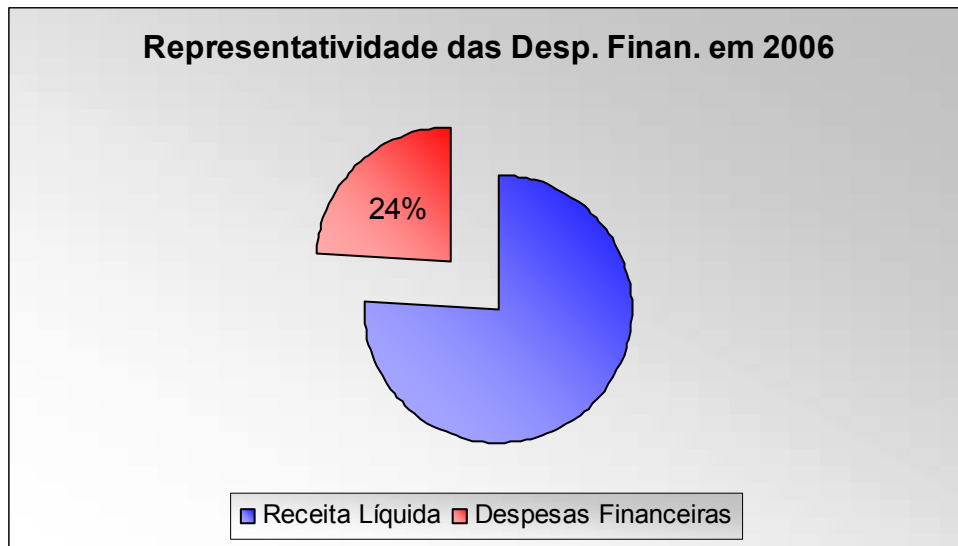


Gráfico 1 – Representatividade das Despesas Financeiras em 2006
Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

O imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido são calculados a uma taxa de 15% sobre o lucro tributável até R\$ 240.000 acrescidos de uma taxa de 10% sobre o valor excedente para o imposto de renda e mais 9% para a contribuição social; ou seja, até R\$240.000 a empresa paga 15% de IR e CSLL e acima deste valor a taxa incidente é 34%. A partir do momento em que uma empresa arca com despesas financeiras geradas pela captação de empréstimos e financiamentos, a base de cálculo para o IR e para CSLL é reduzida, assim como o valor dos impostos a serem pagos. Com isso, acredita-se que exista uma relação favorável entre o pagamento do imposto de renda e contribuição social com o custo do capital de terceiros.

Com o intuito de calcular o resultado do fluxo de caixa e do valor disponível para os acionistas, reservas de valor ou novos investimentos; levando em consideração a relação entre o custo de capital e o valor dos impostos pagos, desconsiderou-se a influência do diferimento do IR e da CSLL, já que este diferimento reflete os efeitos fiscais futuros atribuídos às diferenças temporárias entre a base fiscal de ativos, passivos e seus respectivos valores contábeis. O reconhecimento de créditos tributários sobre prejuízos fiscais futuros é normatizado pela instrução 371 da CVM de 27 de junho de 2007, porém não será utilizado neste trabalho, pois trata-se de uma ferramenta

disponibilizada às empresas para que possam evitar o desembolso na mesma competência do lucro reconhecido de, no máximo, 30% dos lucros anuais tributáveis.

A contabilização de despesas financeiras de aproximadamente R\$ 159 milhões gerou uma economia de 34% deste valor no pagamento de IR e CSLL, ou seja, R\$ 54.060.000. Conclui-se então que o custo efetivo do capital de terceiros, em vez de 159 milhões de reais, é estimado em R\$104.940.000. A taxa real de juros, considerando a economia gerada no pagamento de impostos sobre o lucro líquido da empresa é de 8,16% a.a.. O custo do capital de terceiros pode ser encontrado através da soma do custo ponderado do capital de terceiros multiplicado por um menos a alíquota de imposto de renda e CSLL; conforme pode ser visto abaixo.

$$\begin{array}{l} \text{Custo} \\ \text{Cap.} \\ \text{Terceiros} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Custo Capital de} \\ \text{Terceiros Antes dos} \\ \text{Impostos} \end{array} \times (1 - \text{Taxa IR e CSLL})$$

$$\begin{array}{l} \text{Custo} \\ \text{Cap.} \\ \text{Terceiros} \end{array} = 12,36\% \times (1-34\%) = 8,16\%$$

Uma vez que determinada empresa capta recursos através de dívida, ela não apenas compromete-se a arcar com o pagamento de juros em períodos constantes, como também assume a responsabilidade de quitar o valor principal da dívida em seu vencimento. A capacidade de uma organização gerar recursos através da venda de seus produtos ou serviços deve ser compatível com os riscos assumidos, já que, além dos pagamentos que geram amortizações nos valores devidos aos credores, deve haver a preocupação constante com a necessidade de capital de giro e com a

disponibilidade de recursos para que investimentos sejam realizados em momentos estratégicos. Outro fator que está diretamente ligado com a saúde financeira de uma empresa é a disponibilidade de recursos para premiar ou restituir parte do capital investido pelos sócios, estes objetivam obter o retorno sobre o capital investido.

No último demonstrativo de resultados da GVT, caso a empresa não tivesse contabilizado mais de cinquenta e sete milhões de reais em despesas financeiras provenientes de renegociações da dívida com credores estrangeiros, o fluxo de caixa líquido, desconsiderando novas necessidades de capital de giro, fecharia o período em um valor positivo de aproximadamente R\$185.720.000. Apesar do prejuízo contábil demonstrado pela empresa, o valor mencionado anteriormente estaria disponível para a remuneração dos sócios, para a amortização de dívidas e para a realização de novos investimentos.

$$\begin{aligned} &\text{Fluxo de caixa livre 2006} \\ &= \\ &\text{Prejuízo em 2006} \\ &+ \\ &\text{Despesas renegociação de dívida} \\ &+ \\ &\text{Depreciação} \end{aligned}$$

Figura 9 – Cálculo do Fluxo de Caixa Livre em 2006

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

No cálculo do fluxo de caixa livre acima, não considera-se os investimentos necessários, pois presume-se que serão realizados com a captação de novos financiamentos.

Suponhamos que a GVT decidisse quitar as dívidas com credores estrangeiros sem que houvesse a necessidade de renegociação; até 2011, seria necessário desembolsar o montante anual de aproximadamente duzentos milhões de reais. Com

esta situação, novos investimentos dependeriam da captação de novos empréstimos e, somente à medida que os investimentos da empresa resultassem em crescimento da receita de vendas, seria possível realizar a distribuição de dividendos entre os sócios. O comprometimento de grande parte do resultado da empresa com despesas financeiras e com a necessidade de pagamento do valor principal da dívida em seu vencimento compromete substancialmente os resultados futuros da empresa, assim como o retorno do capital investido pelos sócios.

9 VALUATION

Para que seja possível realizar a previsão do fluxo de caixa futuro da GVT deve-se imaginar a empresa após uma possível abertura de capital, já que o aporte de recursos e toda a mudança estrutural que a empresa está sujeita serão fundamentais para definir a atuação da empresa, seu market share e a capacidade de geração de receita.

9.1 PREVISÃO RECEITA DE SERVIÇOS

A variação na receita bruta da empresa em relação a períodos anteriores será reflexo, entre outros fatores, do montante a ser investido em infra-estrutura de rede, possibilitando o acesso da prestação dos serviços de telefonia em áreas até então fora do alcance da empresa. A capacidade de instalação de linhas, qualidade e agilidade no atendimento são pontos chave para a conquista de novos clientes, portanto alguns ajustes e investimentos nestas áreas serão fundamentais.

É fundamental considerar que até o ano de 2006 a GVT operava fortemente em 62 cidades da região II do plano geral de outorgas e, após cumprir as metas de cobertura estipuladas pela ANATEL, iniciou suas operações nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte. Somente em novembro de 2006 é que a GVT recebeu a complementação das licenças para que fosse possível operar em todo o território nacional, o que elevou significativamente o mercado em potencial da empresa. Acredita-se assim que a capacidade da GVT de gerar receita está diretamente relacionada com os investimentos em infra-estrutura e também em marketing, possibilitando a conquista de clientes que, muitas vezes, não tinham alternativas além da utilização dos serviços das concessionárias, devido a falta de cobertura das empresas espelho e outras autorizadas.

Em 2005 a receita bruta da GVT cresceu 22,6% em relação a 2004; de 2005 para 2006 houve um incremento de 19,5%, o que nos possibilita estimar um crescimento médio para os próximos 5 anos. O maior impacto no crescimento está previsto para o ano de 2007 e 2008, reflexo dos investimentos em infra-estrutura para capacitar o atendimento em novas regiões e em novas áreas de regiões já exploradas; acredita-se que há um grande potencial inexplorado no estado de São Paulo, possível foco de fortes investimentos.

9.1.1 Histórico LIS

Nos últimos dois anos de operação, 2005 e 2006, a GVT destinou boa parte de seus esforços para oferecer ao mercado os serviços de internet banda larga ADSL e voz sobre IP, o chamado VOIP. Somente no último ano estudado, houve acréscimo de 71.359 assinantes de ADSL e 29.740 assinantes dos serviços VOIP. Certamente os elevados índices de crescimento de serviços de telefonia ditos não convencionais não foram seguidos de baixos índices de crescimento no número de linhas convencionais instaladas, já que de 2004 para 2005 houve um crescimento de aproximadamente 15% no número de linhas em serviço, e em 2006 o resultado foi ainda melhor, com o incremento de 19 % em LIS convencionais, conforme pode ser visto no gráfico seguinte.

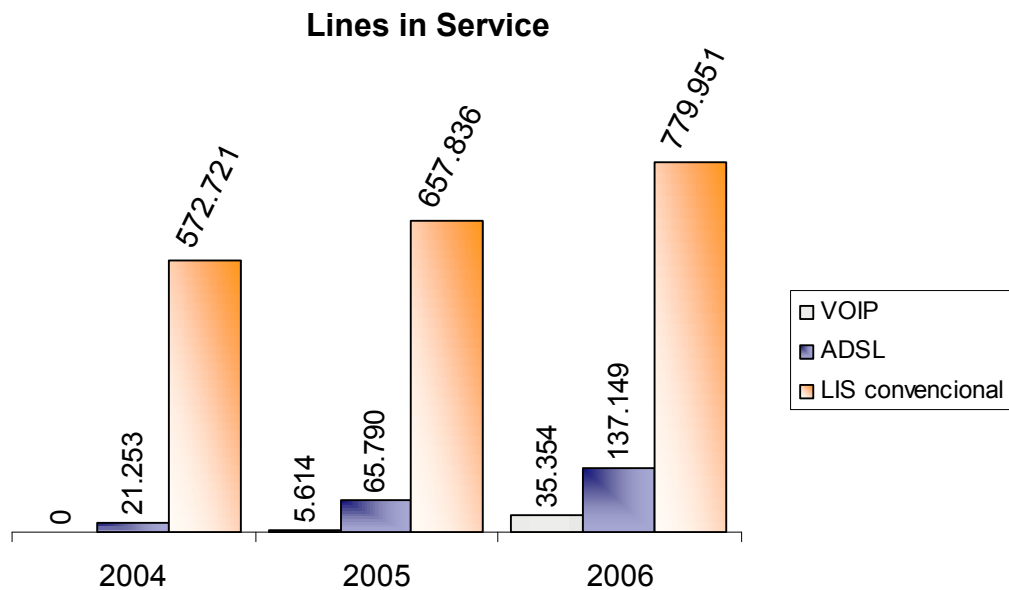


Gráfico 2 – LIS, Lines In Service (Linhas em Serviço)

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Como visto anteriormente, houve uma queda do número de telefones fixos em operação no ano de 2006 no Brasil; esta redução foi sentida principalmente pelas concessionárias. A concessionária que opera na região II do plano geral de outorgas apresentou em suas demonstrações de resultado do quarto trimestre de 2006 uma queda de 5,5% no número de linhas convencionais instaladas de 2005 para 2006; em contrapartida, assim como a GVT, realizou a instalação de um número expressivo de acessos de internet banda larga tipo ADSL. A empresa Brasil Telecom obteve crescimento de aproximadamente 30% no mercado de ADSL, onde foram instalados 304 mil novos acessos, enquanto que a GVT apresentou crescimento de 108%, instalando mais de 71 mil acessos.

9.1.2 Investimentos

Após o investimento inicial de 1,4 bilhões de reais na fase inicial de implantação da rede GVT, a sustentação do crescimento apresentado na receita da empresa e em outros indicadores, como o número de linhas instaladas, só foi possível através da imobilização de recursos, ou seja, investimentos em CAPEX. A palavra CAPEX ou Capital Expenditure significa o custo de aquisição de bens destinados às atividades da empresa, que não sejam diretamente destinados à comercialização e que possuam a vida útil maior do que um ano. Em 2004 foram investidos 137,5 milhões de reais em CAPEX, em 2005 141,6 milhões e em 2006 foi investido o montante de 192,5 milhões de reais. Nos últimos anos, conforme informações da empresa, os investimentos estão relacionados principalmente com equipamentos de acesso, anéis metropolitanos de fibra ótica, redes secundárias de cobre e materiais para instalação de linhas em clientes. Investimentos na estrutura administrativa também se fazem necessários, porém em escala inferior.

Levando em consideração o ano de 2006, para cada linha instalada estima-se o investimento em CAPEX de R\$862, não considerando a capacidade ociosa que pode ter sofrido alguma variação durante o período. No prospecto de abertura de capital, a GVT previu a alocação de mais de 410 milhões de reais em recursos para expansão da rede. Cabe ressaltar que existe uma variação que pode ser muito grande no investimento necessário para a instalação de linhas, esta variação depende de diversos fatores como a facilidade de acesso ao cliente, a proximidade da rede, a infra-estrutura necessária e o tipo de serviço contratado.

Para suprir a necessidade de investimentos para a expansão da rede e a instalação de linhas, a empresa GVT pode recorrer ainda ao capital de terceiros ou outras formas de captação de recursos, atendendo assim a demanda da empresa.

9.1.3 Previsão de LIS

Através da estimativa de destinação de R\$410 milhões provenientes da abertura de capital para a expansão de rede, juntamente com os dados históricos de crescimento do número de linhas em serviço, foi realizada a previsão de LIS para os próximos períodos. Como as empresas em geral são organizações dinâmicas, onde a complexidade de cenários e a diversidade de fatores atuantes é consideravelmente grande, previu-se a aplicação dos recursos disponíveis em grande parte nos dois primeiros anos após a abertura de capital, já que a continuidade nos investimentos depende das decisões tomadas pelo conselho de administração e em assembléia de acionistas; decisões como a emissão de novas ações, debêntures, reinvestimento dos resultados, captação de capital de terceiros entre outras.

Outro fator que influenciou a previsão de LIS foi a necessidade de manter os altos índices de crescimento da empresa em um cenário favorável, tanto em relação ao mercado como em termos de receita. A previsão realizada pelo autor deste trabalho pode ser vista conforme gráfico abaixo.

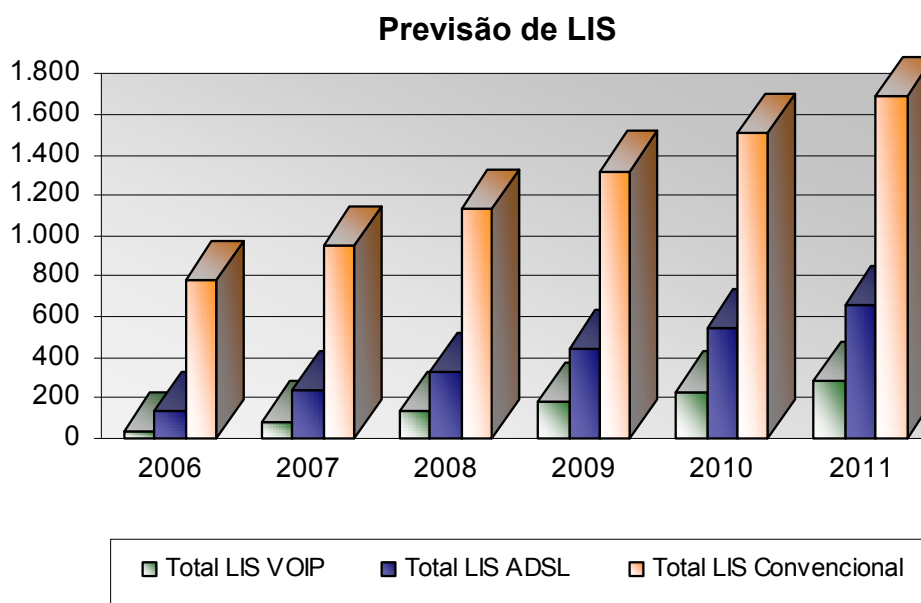


Gráfico 3 – Previsão de LIS
Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Conforme mencionado anteriormente, a GVT consolidará sua atuação na região II, aumentando sua participação no mercado, e abrangerá a área geográfica de atuação através das novas licenças para operação em todo território brasileiro. Em 2006 as linhas de dados instaladas representavam 18% do total de LIS; para 2011, através da previsão de LIS, as linhas de dados passam a representar 35% do total de LIS; este crescimento é esperado principalmente pela expectativa de facilitação ao acesso da população às novas tecnologias de comunicação de voz sobre IP e não é maior, pois grande parte da população ainda não terá este tipo de acesso.

No final de 2006 a GVT possuía mais de novecentas e cinquenta mil linhas em serviço, um crescimento de mais de 60 % em dois anos. A previsão realizada com base no histórico da empresa, nas previsões de crescimento e investimento estima um crescimento até 2011 de 176%; o quadro abaixo mostra quais as taxas de crescimento previsto, as instalações necessárias anualmente para que as metas sejam atingidas e o investimento total necessário. Pode-se notar ainda, através do quadro abaixo, que as taxas anuais de crescimento de LIS estão em constante queda, visto que quanto maior a base de LIS, maior o número de linhas a serem instaladas anualmente para atingir taxas de crescimento iguais aos períodos anteriores. O crescimento sustentável da empresa foi um aspecto importante a ser considerado; a partir de 2007 o número de instalações não apresenta grandes variações, fato devido à capacidade de instalações da empresa para que a qualidade seja mantida.

A tabela 2, a seguir, demonstra a previsão de crescimento para as linhas convencionais, ADSL e VOIP, assim como o total de linhas em serviço e o investimento necessário para que a empresa atinja tais indicadores de crescimento.

Tabela 2 – Previsões

Previsões de Crescimento e Investimentos						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cresc. Estimado LIS Conv.	18,6%	22,0%	19,0%	16,5%	14,0%	12,5%
Cresc. Estimado LIS ADSL	108,5%	70,0%	41,0%	33,0%	25,0%	20,0%
Cresc. Estimado LIS VOIP	529,7%	135,0%	59,0%	37,0%	28,0%	22,0%
Instalações convencional	122.115	171.589	180.793	186.835	184.683	187.981
Instalações ADSL	71.359	96.004	95.593	108.486	109.308	109.308
Instalações VOIP	29.740	47.728	49.018	48.877	50.674	50.963
Total LIS Convencional	779.951	951.540	1.132.333	1.319.168	1.503.851	1.691.833
Total LIS ADSL	137.149	233.153	328.746	437.232	546.540	655.849
Total LIS VOIP	35.354	83.082	132.100	180.977	231.651	282.614
Crescimento LIS	31%	33%	26%	22%	18%	15%
Invest. Necessário R\$ mil	192.500	271.934	280.629	296.837	297.240	300.334

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

9.1.4 Previsão para a dedução da receita bruta

A principal dedução da receita na prestação de serviços de telefonia fixa é o imposto estadual incidente sobre o serviço; trata-se do Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços, o ICMS. A alíquota de ICMS diverge de um estado para outro da federação, no Rio Grande do Sul, responsável por aproximadamente 25% da receita da empresa, a alíquota de ICMS que era de 29% em 2006 foi reduzida para 25% em 2007.

Conforme pesquisa no site “www.comparatel.com.br”, constatou-se que na maioria dos estados em que a GVT possui forte atuação, com exceção o estado de Goiás, a alíquota de ICMS é de 25%; em Goiás a alíquota é de 29% conforme figura a seguir.

Estado	Alíquota ICMS	Alíquota PIS + COFINS
AC, AP, AM, DF, ES, MA, MG, PI, RR, SC, SP, TO, RS.	25,00%	3,65%
AL, BA, CE, MS, PR, RN, SE.	27,00%	3,65%
PE	28,00%	3,65%
GO	29,00%	3,65%
MT, PA, RJ, PB.	30,00%	3,65%
RO	35,00%	3,65%

Figura 10 – Alíquotas de ICMS, PIS e COFINS

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Outros impostos que incidem diretamente sobre o valor dos serviços de telecomunicações são o PIS e o Cofins; porém, são impostos de menor proporção. Sobre a receita bruta da empresa ainda são deduzidos os descontos concedidos aos clientes, como também contestações relativas aos serviços não reconhecidos pelos eles. Considerando a alíquota de ICMS de 25% na maior parte das regiões, as alíquotas de PIS/COFINS que juntas somam 3,65% tarifadas sobre as receitas de serviços de telecomunicações e banda larga, assim como outras deduções sobre a receita, levantadas através do histórico de deduções da GVT, prevê-se a dedução de 35% da receita anual da empresa para os próximos cinco anos.

9.1.5 ARPU

No início de suas operações, a GVT focava seus esforços em clientes corporativos ou pessoa física que proporcionassem à empresa o maior retorno possível; este fato é tão relevante que seus traços podem ser vistos ao analisar-se a missão e a visão da empresa. A missão e a visão estabelecidas pela GVT que predominam até hoje são as seguintes:

“Proporcionar, aos segmentos de mercado de alto valor, serviços de telecomunicações de qualidade superior, fortalecendo continuamente o relacionamento com nossos clientes, garantindo assim a criação de valor para nossos acionistas e satisfação para nossos colaboradores.”

“Líder no mercado de Serviços de Próxima Geração com o mais alto nível de serviços, possibilitando crescimento elevado das receitas, margens atrativas e satisfação dos clientes.”

Diferentemente das concessionárias, as empresas espelho não são obrigadas a instalar linhas ou cobrir áreas que certamente não trarão retorno aos investimentos; fato que é determinante para que a média do valor da receita por linha, ou ARPU, da GVT seja maior do que a média das concessionárias. Todo e qualquer novo investimento passa por um estudo de viabilidade onde o payback e outros indicadores são considerados, assim como há preferência pelas áreas onde o poder aquisitivo da população é maior ou onde haja grande concentração de empresas.

Para que seja possível estimar a receita líquida da GVT por linha instalada, é necessário conhecer o comportamento da receita em relação ao tipo de serviço que está sendo prestado; neste trabalho, a receita foi dividida nos seguintes itens:

- Serviços Convencionais – são os serviços de telefonia local e longa distância utilizados por clientes GVT, as receitas destes serviços decorrem da cobrança de assinatura básica mensal, convertida em minutos de ligação local, da cobrança de minutos excedentes ao plano de assinatura básica, de outros serviços convencionais e de ligações longa distância.
- Serviços de Dados – as receitas deste tipo de serviço são provenientes principalmente das tarifas mensais cobradas pelo acesso de internet banda larga e pela utilização da tecnologia VOIP que permite a cobrança de assinatura mensal e pelos minutos utilizados.
- Serviços de Uso de Rede GVT – segundo informações contidas no prospecto definitivo de abertura de capital, as receitas deste serviço decorrem dos serviços de interconexão, onde as chamadas originadas

através de outras operadoras são terminadas na GVT; e do transporte de tráfego, onde as chamadas originadas por operadoras que não possuem presença em determinada região contratam a GVT para realizar a terminação destas chamadas.

- Serviços de Internet – a receita destes serviços é proveniente do balanço de tráfego positivo entre chamadas entrantes e saíntes da rede GVT, o que gera receita de interconexão; é o caso principalmente do provedor POP.
- Serviços de Longa Distância para Clientes de Outras Operadoras – chamadas efetuadas por clientes de outras operadoras que utilizam o código 25 para efetuar suas ligações.

Em levantamento realizado com informações dos anos de 2004, 2005 e 2006, estimou-se o ARPU das linhas convencionais em R\$56,1 por linha nos anos de 2007 com queda de 0,5% anualmente devido ao fator concorrência que força uma baixa no valor das tarifas; da mesma forma, o ARPU de dados foi estimado em R\$53,1 em 2007. É importante ressaltar que é grande a chance de variação nos valores de ARPU supra mencionados, já que existe grande dependência da forma com que a empresa vende seus serviços, seja através de pacotes promocionais ou até mesmo planos que agregam valor ao serviço e que possibilitam um aumento da receita. É elevada também a possibilidade da redução da receita por linha decorrente do surgimento e popularização de novas tecnologias de voz sobre IP; porém, considera-se a proteção natural das empresas em não difundirem este tipo de serviço sem a devida contrapartida financeira.

9.1.6 Previsão Receita Operacional Líquida

A previsão da receita operacional líquida da GVT foi possível através da segregação da receita dos diferentes serviços prestados que são, como mencionados anteriormente, os serviços convencionais, de dados, de utilização de rede GVT, serviços de internet e serviços de longa distância para clientes de outras operadoras. O número de linhas convencionais em serviço, multiplicado pela receita mensal estimada por linha convencional, irá gerar a receita e o crescimento demonstrado no gráfico abaixo; o ano de 2006 é demonstrado para fins de comparação.

Receita Líquida Convencional

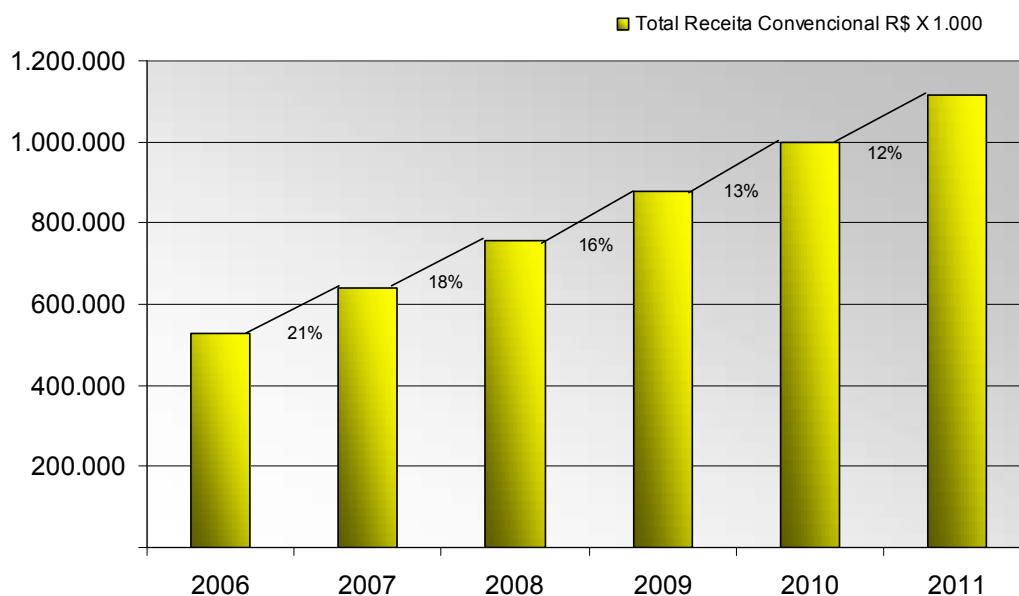


Gráfico 4 – Previsão de Receita Convencional

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Da mesma forma que foi realizada a previsão de receita originada dos serviços convencionais, para chegar-se à receita de dados, o número de linhas de dados

prevista para cada ano foi multiplicada pela receita estimada para cada linha; os valores são demonstrados no gráfico a seguir.

Receita Líquida de Dados

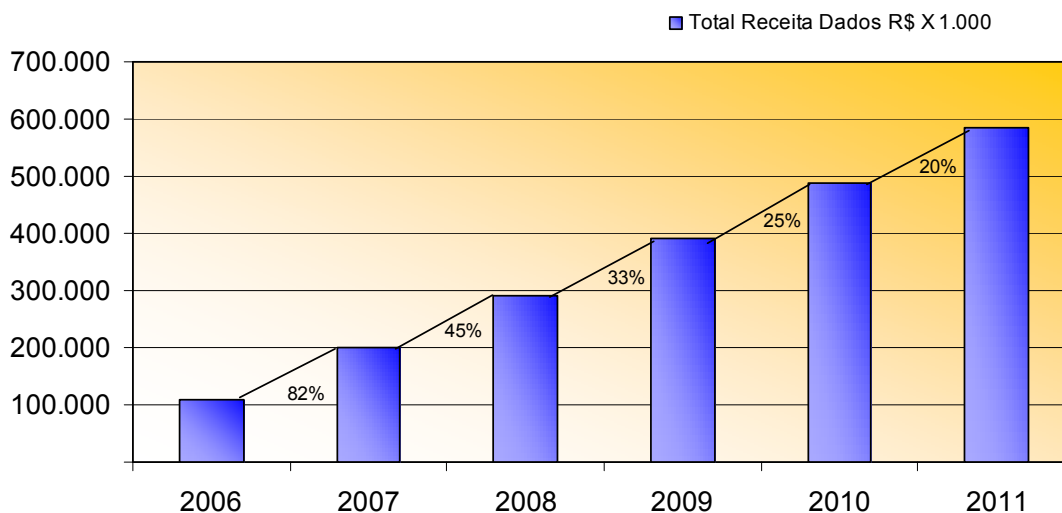


Gráfico 5 – Previsão de Receita de Dados

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Outro componente importante para estimar-se a receita líquida total da empresa para os próximos anos, é a receita provinda do uso de rede GVT, esta receita é originada da prestação de serviços entre empresas de telecomunicações, chamada de interconexão. A interconexão ocorre quando as chamadas originadas por outras operadoras tem como destino clientes GVT, no caso de transporte da ligação do momento em que esta atinge a rede local da GVT até o cliente, é cobrado um valor definido como TU-RL, ou tarifa de uso de rede local. Todos os demais tipos de tarifas de uso de rede, como a tarifa de uso de rede inter-urbano, valor de uso de rede móvel e tarifa de uso para transporte, assim como a TURL, são negociadas entre as prestadoras de serviço de acordo com as normas e supervisão da ANATEL.

Até dezembro de 2006, a GVT já havia firmado acordo de interconexão com 18 prestadoras de telefonia fixa e 13 de telefonia celular, o que regulou a atuação da

empresa em toda sua área de cobertura. As parcerias entre operadoras, possibilitando que haja o contrato de locação de rede para o transporte de tráfego, que possibilita que uma outra operadora utilize a rede da GVT para terminar chamadas onde não estejam presentes, é também fonte de receita.

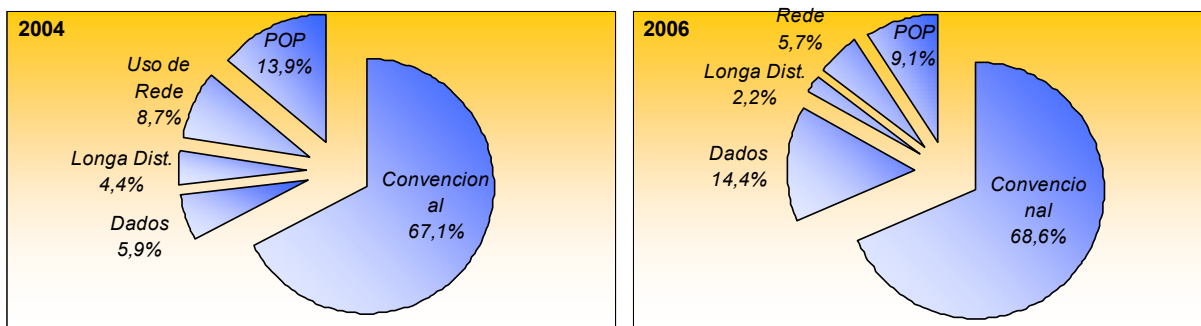
No ano de 2006 houve uma queda de 11% nas receitas de uso de rede, em comparação com um acréscimo de 6% em 2005, valores que mostram a volatilidade deste tipo de receita, altamente dependente das decisões e julgamentos da ANATEL. A previsão deste grupo de receita até 2011 foi realizada com base na receita de 2006, correspondente ao montante de 44 milhões de reais, somada a inflação prevista para os períodos em questão.

A receita dos serviços de internet, atribuída à utilização do provedor de internet POP, do qual a GVT possui 99,9% das ações, é gerada pelo tráfego de interconexão, onde o cliente de outra operadora de telefonia acessa a internet discada utilizando o provedor POP. Como a conexão com a internet através do provedor supra citado é realizada pela GVT, a cada minuto que o usuário está conectado é cobrado uma tarifa de interconexão local; independentemente do cliente da operadora estar sendo cobrado por pulsos, ou se ele recebe algum incentivo nos finais de semana e feriados.

Segundo informações da GVT, no final de 2006 o POP possuía mais de um milhão de usuários ativos, o que possibilitou a grande representatividade desta receita no total da receita líquida da GVT até o momento atual. A receita de interconexão gerada pela utilização do POP é uma receita que apresenta custos muito baixos, visto que não é necessária infra-estrutura física da GVT para haver a conexão do cliente; esta receita está livre de elevados custos diretos associados a ela.

Em seu quinto ano de operação, 2006, o POP gerou uma receita líquida de mais de 70 milhões de reais, representando 9,1% da receita líquida total. Desde o início de suas operações, o tráfego do POP aumentou significativamente, porém o crescimento da receita ligada a ele não foi proporcional; o crescimento da receita foi afetado pela redução da tarifa de interconexão local estabelecida pela ANATEL, de R\$0,052 por minuto no fim do ano de 2004 passou para R\$0,03789 por minuto no final de 2006. A tarifa de interconexão local ainda está sujeita a modificações, o que limita o potencial de

crescimento das receitas geradas pelo POP. Nos gráficos a seguir, é possível visualizar a representatividade do POP na geração de receita para a GVT.



Gráficos 6 e 7 – Representatividade das Receitas em 2004 e 2006

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

A receita prevista para os serviços de internet foi realizada com base na expectativa de redução das tarifas de interconexão, somado à expectativa de crescimento na utilização do provedor; para fins de cálculo desta receita, foi considerada redução anual de 3% a partir de 2006.

Por fim, a receita de serviços de longa distância utilizados por consumidores que possuem linha de outras operadoras completa a relação dos serviços que geram receita para a GVT. O grande fator que influencia a utilização do código 25 para a realização de chamadas de longa distância intermunicipal, interestadual e até mesmo internacional é a publicidade que a empresa faz em função deste serviço; como tem ocorrido frequentemente, as empresas que prestam este tipo de serviço tentam passar ao consumidor a idéia de menor preço. É importante ressaltar que a empresa considera a receita proveniente da utilização do código 25 por clientes GVT como receita de linha convencional. Em 2004 a receita de longa distância gerada por clientes que não possuem linha GVT foi de R\$23.700.000, caindo para R\$19.800.000 em 2005 e para R\$16.600.000 em 2006, devido principalmente ao elevado número de concorrentes que atuam neste mercado em diversas regiões do Brasil. A partir de 2006 foi previsto neste trabalho o crescimento anual de 5% na receita de longa distância.

A tabela 3 e o gráfico 8, a seguir, resumem a previsão da receita total da empresa, dividindo as mesmas em receita convencional, receita de dados, receita de longa distância, serviços de uso de rede e serviços de internet; para fins de comparação, os resultados ocorridos no ano de 2006 também são demonstrados.

Tabela 3 – Previsão de Receitas

Total de Receitas Previstas R\$ X 1.000						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Receita Convencional	527.500	640.332	758.185	878.870	996.902	1.115.907
Receita Dados	110.400	201.375	291.995	389.742	488.148	585.740
Receita Longa D.Out OP	16.600	16.766	16.934	17.103	17.274	17.447
Serv. Uso de Rede	44.000	44.000	44.000	44.000	44.000	44.000
Serv. Internet	70.000	67.900	65.863	63.887	61.970	60.111
Receita Total	768.500	970.373	1.176.977	1.393.602	1.608.294	1.823.205

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

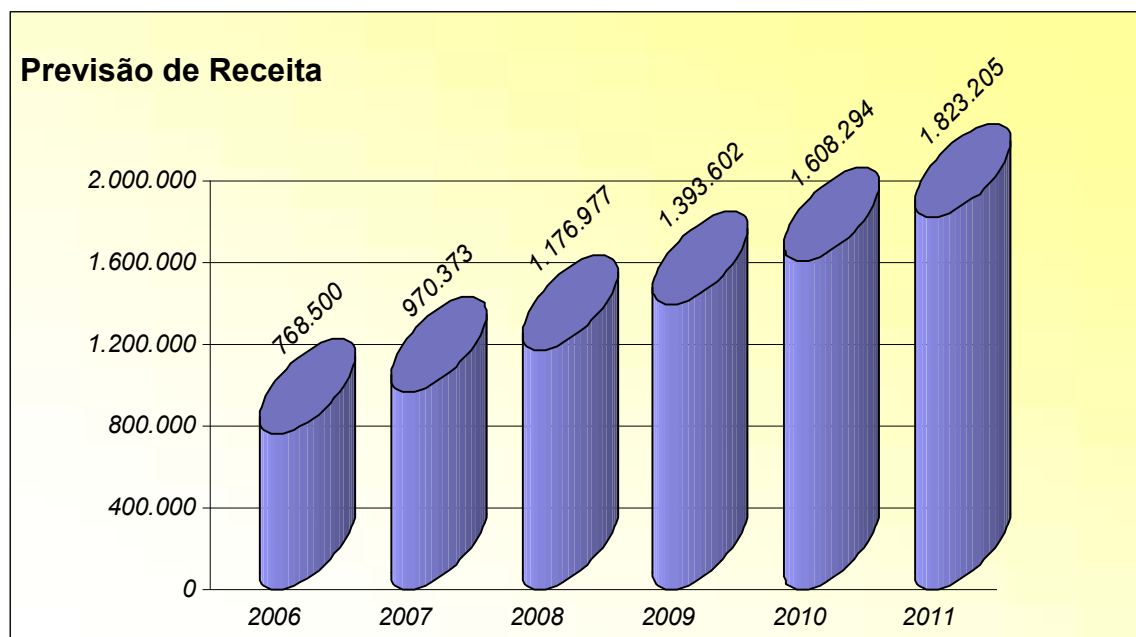


Gráfico 8 – Previsão de Receita Total

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Após a representação da estimativa dos valores de receita até o ano de 2011, a tabela e o gráfico abaixo demonstram o crescimento projetado em termos percentuais.

Tabela 4 – Crescimento Estimado da Receita

Crescimento Estimado da Receita						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Receita Convencional	18,3%	24,9%	21,4%	18,4%	15,8%	14,3%
Receita Dados	79,5%	87,7%	48,6%	36,3%	27,9%	22,5%
Receita Longa D.Out OP	-16,2%	3,9%	3,5%	3,1%	3,1%	3,1%
Serv. Uso de Rede	-11,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Serv. Internet	-9,6%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
Receita Total	17,5%	29,5%	24,1%	20,8%	17,8%	15,7%

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Conforme a base de clientes e de receita aumenta ano a ano, a manutenção do crescimento percentual igual ou superior a períodos anteriores depende de esforços e investimentos cada vez maiores. O gráfico 9 representa o crescimento estimado na receita em termos percentuais.

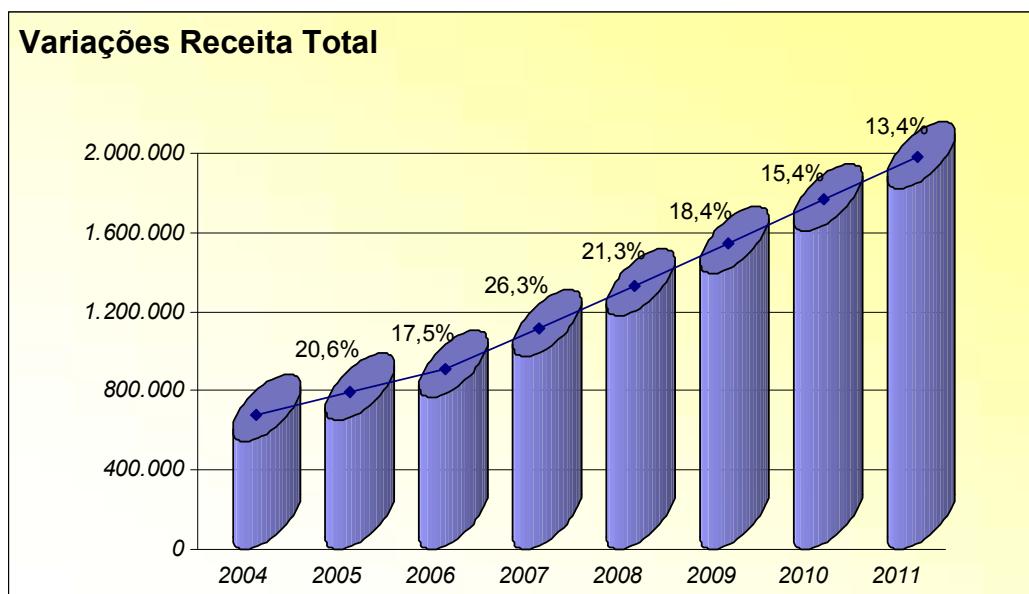


Gráfico 9 – Previsão de Receita Total com Variações Percentuais

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

9.2 CUSTO DOS SERVIÇOS

A estrutura dos principais custos da receita está dividida da seguinte forma:

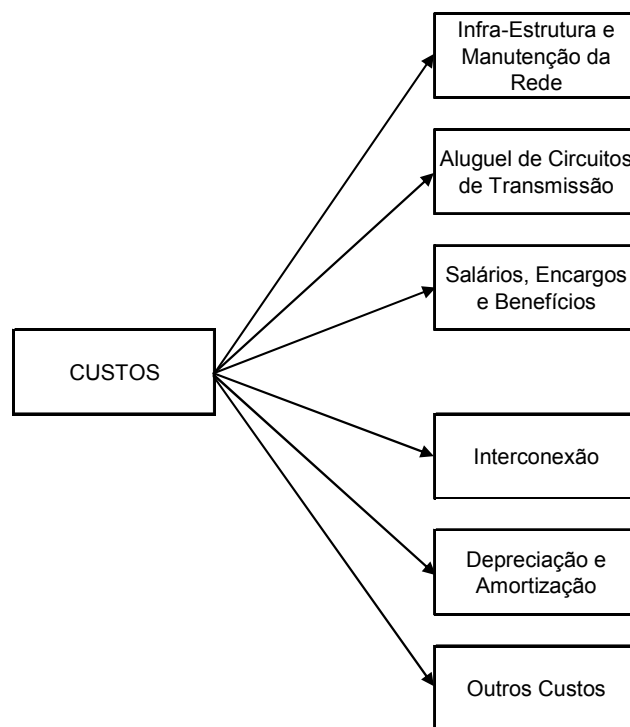


Figura 11 – Distribuição de Custos

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

- Infra-estrutura e Manutenção de Rede – este tipo de custo está relacionado com a manutenção dos equipamentos que compõem a infraestrutura e da rede GVT, assim como o aluguel de postes torres e locação de áreas onde estão instalados as centrais telefônicas e elementos de acesso à rede;
- Aluguel de Circuitos de Transmissão – são custos com aluguel de rede fora da Região II para conectar a rede GVT ao cliente, custos com aluguel de rede para transporte de tráfego de longa distância e IP entre as cidades onde a empresa atua;

- Salários, Encargos e Benefícios – são custos com salários encargos e benefícios concedidos aos colaboradores diretamente relacionados com a Área de Engenharia e Operações, responsável pela instalação de novos clientes corporativos e desenvolvimento de projetos para expansão da rede;
- Custos de Interconexão – refere-se ao custo de interconexão de ligações terminadas em locais onde não há rede GVT;
- Depreciação e Amortização – custo de depreciação com equipamentos de telecomunicação, incluindo software e hardware, e serviços utilizados para expansão da rede;
- Outros Custos – custos relacionados com as Áreas de Engenharia e Operações como combustível, viagens, treinamento, energia elétrica e outros.

Mesmo com o aumento de 30,6 % do número de linhas em serviço de 2005 para 2006, o custo de infra-estrutura e manutenção de rede foi reduzido em R\$1,5 milhões neste período, variação negativa de 2,8% em decorrência da renegociação de contratos para a manutenção de rede e equipamentos e do custo de aluguel de postes utilizados para a implantação da rede aérea de cabos na região sul. O custo de infra-estrutura e manutenção não cresce na mesma proporção do crescimento do número de linhas instaladas, já que decorre principalmente da negociação de contratos de manutenção com empresas terceirizadas e da quantidade de postes locados para a instalação da rede. Para previsão deste tipo de custo até 2011, utilizou-se o custo médio por linha do ano de 2006 acrescido de metade do custo unitário a cada nova linha instalada.

Representando 6,7% do total de custos em 2006, os custos de aluguel de circuitos de transmissão tiveram um crescimento expressivo de 2005 para 2006, passando de R\$28,7 milhões para R\$40,6 milhões, um incremento de 41,4% devido ao aumento da estrutura necessária para suportar a expansão da base de serviços de transmissão de dados e a contratação de acesso local necessário à expansão da

prestação de serviços nas áreas metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte.

À medida que são realizados investimentos na expansão da rede própria da GVT, diminui-se a necessidade de contratação de acesso local junto a outras operadoras, fato que reduz os custos com o aluguel de circuitos de transmissão. De acordo com os comentários realizados acima e com o objetivo da empresa de constante expansão em território nacional, estima-se uma elevação anual de apenas 4% no custo de aluguel de circuitos de transmissão.

Para que o crescimento da GVT seja sustentável, é necessário a contratação de novos colaboradores nas áreas de engenharia e operações, para que o número de projetos de expansão da rede torne-se possível e para a melhoria na qualidade e agilidade das instalações realizadas por profissionais não terceirizados; para tanto, os valores gastos com salários, encargos e benefícios, caracterizados como custo, deverão crescer em torno de 10% nos dois primeiros anos após a abertura de capital, devido ao grande aporte de investimentos, e 5% a cada ano seguintes. Este tipo de custo representará 3,4% do total de custos em 2011, 0,8% menos do que representava em 2006.

Os custos com interconexão e depreciação são os mais significativos para a GVT, juntos em 2006 representaram mais de 70% dos custos totais da empresa. Assim como a receita de interconexão que sofreu uma queda de 2005 para 2006, devido a redução das tarifas impostas pela Anatel, os custos de interconexão também caíram. Acredita-se que a redução das tarifas foi compensada em parte pelo aumento no tráfego de ligações que demandassem a utilização de rede de outras operadoras, fatores que combinados proporcionaram uma economia de R\$1.600.000 para a GVT, ou queda de apenas 1%. A tendência de redução nas tarifas de interconexão, combinada com o crescimento da base de clientes GVT e do número de ligações realizadas que demandam o pagamento de interconexão, define a projeção de crescimento no custo de interconexão da GVT até 2011.

Conforme os investimentos em ativo fixo se intensificam para promover a expansão da rede, assim como investimentos em equipamentos de tecnologia de ponta, os custos com depreciação tendem a elevar-se; de 2005 para 2006 houve um

incremento de 8,6% neste tipo de custo, o que representou 35,5% dos custos totais da empresa em 2006. Outro fator que determina o elevado custo com depreciação da empresa é a idade média dos ativos de sua propriedade; com apenas sete anos aproximadamente de operação, a GVT possui, em sua grande maioria, ativos que não foram depreciados completamente. Os equipamentos das centrais de telefonia, ou switches, que possibilitam o fluxo de ligações são depreciados a uma taxa de 7,7%a.a., os equipamentos de transmissão possuem taxa de depreciação de 10% a.a., a infraestrutura 10%a.a. e os investimentos em instalação de linhas possuem taxa de depreciação de 50%a.a..

9.3 DESPESAS

As principais despesas da GVT estão divididas em:

- Despesas com vendas;
- Despesas administrativas;
- Despesas financeiras;
- Receitas Financeiras.

As despesas com vendas contemplam as comissões pagas aos agentes autorizados, colaboradores e alguns parceiros corporativos; despesas de faturamento que incluem a impressão e remessa de faturas, despesas de marketing direto e cartas de cobrança aos clientes. São consideradas também como despesas com vendas os salários, encargos e benefícios relacionados aos colaboradores da Área de Vendas; despesas com publicidade, divulgação, pesquisa de mercado e eventos.

Todos os valores previstos até 2011 como despesas de vendas foram estipulados com base no número de linhas em serviço e das vendas realizadas por período, de acordo com o mercado em potencial da empresa e os investimentos previstos. Para fins de estudo deste trabalho, a depreciação de bens utilizados por

colaboradores da Área de Vendas que em 2006 foi de vinte e nove mil reais passou a ser considerada como custo; quase a totalidade dos bens em questão já estava completamente depreciada em 2006. Segue abaixo tabela com os valores anuais das despesas que compõe as despesas com vendas.

Tabela 5 – Previsão das Despesas com Vendas

Previsão das Despesas com Vendas R\$ X 1.000						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Comissões	15.900	22.461	23.179	24.518	24.551	24.807
Despesas de faturamento	8.700	11.580	14.553	17.697	20.845	24.026
Salários, Encargos e Benefícios	29.600	41.814	43.151	45.643	45.705	46.181
Marketing	20.800	27.686	34.792	42.309	49.836	57.441
Provisão para devedores duvidosos	31.900	42.461	53.359	64.887	76.431	88.095
Depreciação e Amortização	29	0	0	0	0	0
Outras Despesas	12.900	18.223	18.806	19.892	19.919	20.126
Total Despesas com Vendas	R\$ 119.829	R\$ 164.225	R\$ 187.841	R\$ 214.947	R\$ 237.288	R\$ 260.676

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

As despesas administrativas são compostas por salários, encargos e benefícios dos colaboradores alocados nas Áreas Administrativas; depreciação e amortização de computadores, programas de software, mobília, edifício e ativos não alocados nos custos operacionais e despesas com vendas. Da mesma forma que as despesas com vendas, a depreciação inclusa pela empresa como despesas administrativa foi considerada como custo, facilitando assim a mensuração dos valores totais de depreciação.

Ale das despesas mencionadas acima, despesas de energia elétrica, água e esgoto, serviços terceirizados de TI, limpeza predial, segurança, consultoria, viagens e treinamento são consideradas como despesas gerais e administrativas. A tabela 6 representa os valores anuais de despesas gerais e administrativas.

Tabela 6 – Previsão das Despesas Gerais e Administrativas

Despesas Gerais e Administrativas R\$ X 1.000						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Salários, Encargos e Benefícios	54.500	56.680	58.947	61.305	63.757	66.308
Depreciação e Amortização	40.200	0	0	0	0	0
Outras Despesas	46.400	48.256	50.186	52.194	54.281	56.453
Total Despesas Gerais e Adm.	141.100	104.936	109.133	113.499	118.039	122.760

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

9.4 VALOR DA EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Após todas as previsões para os resultados futuros de uma empresa, uma das formas mais aceitas e utilizadas atualmente para a valoração do preço justo a ser pago por uma ação é o método do fluxo de caixa descontado. Utilizando-se das projeções de receita, deduções da receita, custos, despesas, imposto de renda e outros indicadores, chega-se ao fluxo de caixa livre previsto que deve ser descontado a uma determinada taxa para representar um valor atual.

Considera-se fluxo de caixa livre, o resultado da empresa após a tributação do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, somado às despesas não desembolsáveis como a depreciação, já que não envolvem uma efetiva saída de caixa durante o período; descontada a necessidade de capital de giro e os investimentos necessários para o período seguinte.

O fluxo de caixa livre é aconselhado, pois demonstra o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e o valor que está disponível para todos os aqueles que injetaram capital, seja em forma de endividamento como também participação acionária.

O cálculo do fluxo de caixa livre desconsiderou os valores de receita e despesas financeiras, itens do demonstrativo de resultados que não estão diretamente relacionados com o resultado operacional da empresa e que não são válidos para o

modelo de análise em questão, onde o objetivo é determinar o potencial de geração de caixa através do negócio da empresa. Todos os valores previstos para chegar-se ao fluxo de caixa livre encontram-se na tabela abaixo.

Tabela 7 – Estimativa do Fluxo de Caixa Livre

		DRE Estimado				
Código Cta	Descrição da Conta	2007	2008	2009	2010	2011
3.01	Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	1.492.882	1.810.733	2.144.003	2.474.298	2.804.931
3.02	Deduções da Receita Bruta	(522.509)	(633.757)	(750.401)	(866.004)	(981.726)
3.03	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	970.373	1.176.977	1.393.602	1.608.294	1.823.205
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(556.683)	(621.607)	(685.760)	(746.812)	(806.297)
3.05	Resultado Bruto	413.690	555.370	707.842	861.482	1.016.908
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	(269.161)	(296.974)	(328.445)	(355.326)	(383.437)
3.06.01	Com Vendas	(164.225)	(187.841)	(214.947)	(237.288)	(260.676)
3.06.02	Gerais e Administrativas	(104.936)	(109.133)	(113.499)	(118.039)	(122.760)
3.07	Resultado Operacional	144.529	258.396	379.396	506.156	633.472
3.09	Resultado Antes Tributação/Participação	144.529	258.396	379.396	506.156	633.472
	IR e CSLL(34%)	(49.140)	(87.855)	(128.995)	(172.093)	(215.380)
	NOPLAT	95.389	170.541	250.402	334.063	418.091
	Depreciacao	226.993	255.056	284.740	314.464	344.497
	NCG	(17.058)	(17.058)	(17.058)	(17.058)	(17.058)
	Investimentos	(271.934)	(280.629)	(296.837)	(297.240)	(300.334)
	Fluxo de Caixa Livre	33.391	127.911	221.246	334.229	445.197

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Após chegar-se ao resultado operacional previsto para a GVT, desconta-se o montante a ser pago com imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, ou seja, 34% do lucro líquido. Ao resultado depois da tributação são somadas as despesas que não constituem saídas efetivas de caixa, sendo a depreciação a mais significativa delas, diminui-se a necessidade de capital de giro da empresa e os investimentos necessários para sustentar o crescimento esperado; o resultado dos cálculos acima referidos é o fluxo de caixa livre para os investidores.

Até o final do ano de 2006, a GVT havia registrado em seus demonstrativos de resultado e no balanço patrimonial um prejuízo acumulado de R\$630,3 milhões; conforme a previsão realizada dos resultados da empresa até 2011, no ano de 2010 a GVT conseguirá reverter o quadro de resultado acumulado negativo, ou seja, pelo

primeiro ano desde sua fundação, será apurado um lucro acumulado ao invés de prejuízo.

A necessidade de capital de giro prevista foi feita com base no seguinte cálculo:

$$\text{NCG} = \text{ACO} - \text{PCO}$$

Os valores encontrados no balanço patrimonial apresentado pela empresa, referente ao exercício de 2006, serviram como base para o cálculo do ativo circulante operacional e do passivo circulante operacional. Em uma empresa onde o passivo operacional se sobressai ao ativo operacional há sobra de recursos decorrentes das atividades operacionais, os quais poderão ser utilizados para fins diversos; já empresas em que o passivo operacional é menor que o ativo operacional, há a necessidade de capital de giro.

9.4.1 Custo de Capital

Tanto acionistas quanto credores e investidores em potencial esperam de uma organização a remuneração de acordo com o custo de oportunidade de seus investimentos; ou seja, esperam ter o retorno ou serem remunerados de forma semelhante a um investimento de mesmo risco. Para determinar o valor justo a ser pago pela ação de uma empresa, através do método do fluxo de caixa descontado, é necessário realizar o cálculo do custo médio ponderado do capital, chamado de WACC, ou Weighted Average Cost of Capital; o WACC neste trabalho considera o custo ponderado do capital de terceiros e do capital próprio da empresa, ou custo de oportunidade dos acionistas.

O custo de capital de terceiros representava 18,92% no primeiro trimestre de 2007, após a abertura de capital, com uma taxa aproximada de 12%a.a., já que sua

maior parte é composta por financiamento externo; considerando o efeito dos impostos sobre lucro, o custo efetivo do capital de terceiros é de 7,92%. O custo do capital próprio para a composição do WACC possui uma ponderação de 81,08% do capital total, este custo é medido pelo método CAPM, ou Capital Asset Pricing Model; a premissa deste método é que a taxa de rendimento requerida por um investidor em ações ordinárias é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prêmio pelo risco. A equação do CAPM contempla ainda o risco sistêmico da empresa, representado pelo coeficiente Beta; o Beta mede a relação existente entre as variações dos retornos de um título e o retorno do mercado. O custo de capital estimado para a GVT pode é demonstrado na tabela abaixo.

Tabela 8 – Custo de Capital

Fonte de Financiamento	Ponderação Meta	Custo Após Imposto	Contribuição para o WACC
Endividamento de Curto Prazo	1,53%	7,92%	0,12%
Endividamento de Longo Prazo	17,39%	7,92%	1,38%
Valor de Mercado do Cap. Ordinário	81,08%	9,50%	7,70%
WACC			9,20%

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

O método CAPM soma a taxa de retorno de um investimento livre de risco com o resultado da multiplicação entre prêmio pelo risco de investir em determinada ação e o Coeficiente Beta; através deste método, é determinado o custo do capital das ações ordinárias.

O Coeficiente Beta mede a sensibilidade dos retornos da ação frente aos retornos do mercado; quando o Beta é maior do que um, a ação é chamada de agressiva, quando o Beta é menor do que um, ação é chamada de defensiva. O Coeficiente Beta pode ser calculado através da divisão da covariância entre os retornos do título e do mercado pela variância dos retornos do mercado. O Beta específico da GVT foi calculado utilizando-se o período em que suas ações foram negociadas em bolsa; porém, como este período ainda é muito pequeno, ao invés de utilizar o Beta de

0,64, este estudo trabalha com o Beta do mercado de telecomunicações, calculado com valores dos últimos 60 meses, que é de 0,75.

9.4.2 Risco

A determinação da taxa de retorno livre de risco para a composição do WACC levou em consideração os títulos de 10 anos do tesouro americano, chamados de T-Bonds; a utilização da taxa de retorno de 5% dos T-Bonds deve-se a solidez da economia americana e ao risco praticamente nulo de inadimplência do governo americano. O prêmio pelo risco, também utilizado na composição do WACC, foi estipulado em 6%, conforme consenso do mercado que utiliza esta taxa na precificação de ativos.

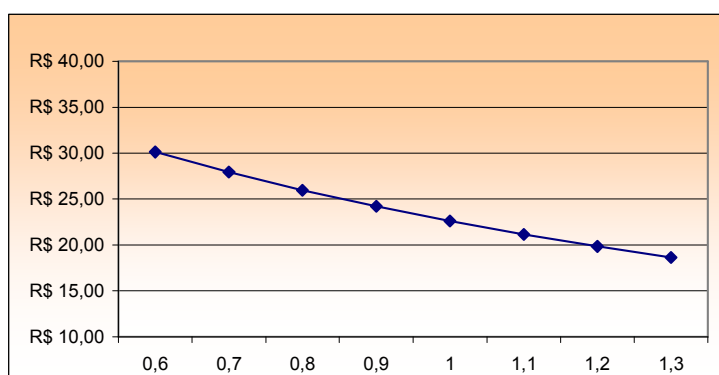
9.4.3 Valor da Empresa

Utilizando-se o beta de 0,75, uma taxa de retorno livre de risco de 5%, um prêmio de 6% pelo risco e uma taxa de crescimento perpétuo igual a zero, devido a incertezas na continuidade do crescimento da receita da GVT, já que a concorrência e as inovações tecnológicas dificultam a elevação de tarifas, chegou-se ao valor de R\$ 26,92 por cada ação negociada em bolsa de valores. O cálculo deste valor foi possível através do desconto dos fluxos de caixa previstos para a GVT ao custo médio ponderado de capital, somado ao valor encontrado da perpetuidade de empresa.

Além do período de previsão explícita do fluxo de caixa livre da empresa, cinco anos demonstrados neste estudo, a representação do valor contínuo da empresa faz-se necessária; fundamentado na premissa de que, após o período de previsão, a empresa não deixará de gerar fluxos de caixa, o valor contínuo ou perpetuidade é essencial para qualquer previsão, eliminando a necessidade de realizar o detalhamento do fluxo de

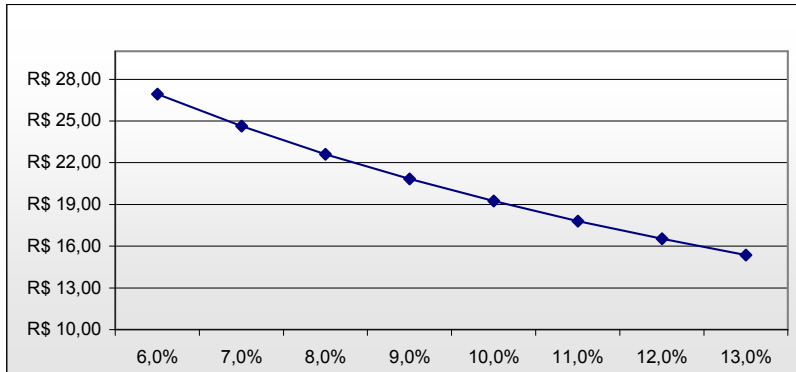
caixa por um período muito extenso. Para determinar o valor contínuo ou perpetuidade, admiti-se uma taxa de crescimento constante.

Ao valor encontrado para a GVT de R\$3.945.317.000 foi diminuída a dívida líquida da empresa após a abertura de capital, estimada em R\$532.368.000, para encontrar-se o valor presente líquido que, dividido pelas 126.776.599 ações, resultou em R\$26,92 por ação. É possível ainda realizar uma estimativa de valor por ação caso ocorram quaisquer variações em algum dos indicadores como o beta ou o retorno exigido pelo mercado, possibilidade esta que permite a criação de cenários e a flexibilidade para a análise de investidores; abaixo são apresentados gráficos e tabelas com algumas das possíveis variações. O primeiro gráfico mostra as alterações no valor justo da ação em função das variações no Beta; o segundo gráfico representa alterações no valor da ação em decorrência de variações no prêmio pago pelo mercado para investimentos de risco; já o terceiro gráfico demonstra as conseqüências no preço justo da ação em relação a variações na taxa de crescimento contínuo.



Beta	Valor Ação
0,6	R\$ 30,12
0,7	R\$ 27,93
0,8	R\$ 25,97
0,9	R\$ 24,21
1	R\$ 22,61
1,1	R\$ 21,17
1,2	R\$ 19,85
1,3	R\$ 18,64

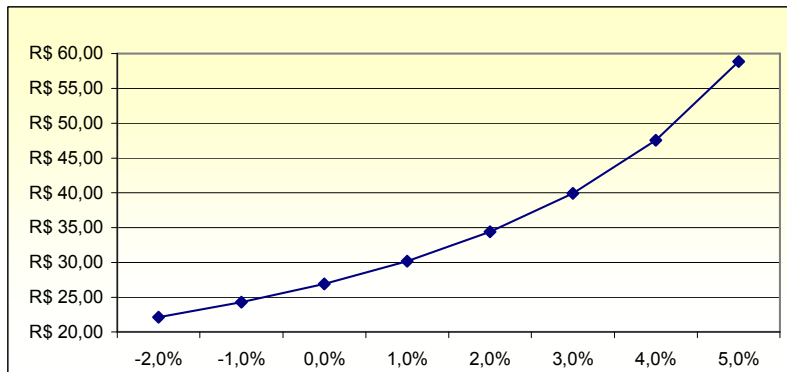
Figura 12 – Gráfico e Tabela Variações no Beta
Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho



Prêmio Risco	Valor Ação
6,0%	R\$ 26,92
7,0%	R\$ 24,63
8,0%	R\$ 22,61
9,0%	R\$ 20,83
10,0%	R\$ 19,23
11,0%	R\$ 17,81
12,0%	R\$ 16,52
13,0%	R\$ 15,35

Figura 13 – Gráfico e Tabela Variações no Prêmio pelo Risco

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho



Cresc. Perpet.	Valor Ação
-2,0%	R\$ 22,13
-1,0%	R\$ 24,29
0,0%	R\$ 26,92
1,0%	R\$ 30,19
2,0%	R\$ 34,38
3,0%	R\$ 39,91
4,0%	R\$ 47,56
5,0%	R\$ 58,85

Figura 14 – Gráfico e Tabela Variações no Crescimento Perpétuo

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

Através das representações acima, é possível mensurar o impacto de possíveis alterações no mercado, fazendo com haja a exigência maior ou menor de retorno por parte do investidor, de acordo com a remuneração esperada por um investimento de risco, assim como pode-se visualizar a relação entre a perspectiva de crescimento perpétuo da empresa e o valor justo a ser pago pela ação.

9.5 ABERTURA DE CAPITAL

Segundo registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no momento da abertura de capital da GVT, foram emitidas 59.800.000 de ações ao preço de R\$18,00 por ação, o que gerou a captação de R\$1.076.400.000 (um bilhão setenta e seis milhões e quatrocentos mil reais). O valor supra mencionado não considera a conversão de 508,2 milhões de reais da dívida externa da empresa em ações, segundo informação do prospecto definitivo da GVT, esta conversão ocorreu no dia 14 de fevereiro de 2007.

No final de 2006 o capital da empresa estava dividido em 33.829.269 ações, representando um capital integralizado de R\$712.543.000 e R\$630.277.000 de prejuízos acumulados; antes da abertura de capital foi realizada a conversão da dívida em ações, o que elevou o número de ações ordinárias para 66.976.599. O passivo não circulante da empresa era de R\$1.336.193.000 sendo que o valor de empréstimos e financiamentos de longo prazo era de R\$1.106.032.000. A dívida de curto prazo da GVT com empréstimos e financiamentos era de R\$94.785.000.

No primeiro trimestre de 2007, após a abertura de capital, a GVT passou a ter R\$43.072.000 de dívida de curto prazo e R\$489.296.000 de dívida de longo prazo com empréstimos e financiamentos, já que converteu R\$508,2 milhões de dívida em ações, sendo que o valor das disponibilidades aumentou quase 818 milhões de reais. A GVT teria condições de saldar suas dívidas e ainda manter um montante considerável em caixa para realizar os investimentos necessários para seu crescimento. A tabela 9, conforme demonstrado a seguir, compara a situação da empresa antes e depois da abertura de capital.

Tabela 9 – Informações da GVT Antes e Após o IPO

GVT	Antes IPO	Após IPO	Diferença
Empréstimos e financiamentos Curto P.	R\$ 94.785.000	R\$ 43.072.000	-R\$ 51.713.000
Empréstimos e financiamentos Longo P.	R\$ 1.106.032.000	R\$ 489.296.000	-R\$ 616.736.000
Prejuízo acumulado	-R\$ 630.277.000	-R\$ 690.512.000	
Número de ações	33.829.269	126.776.599	92.947.330
Ações Emitidas IPO		59.800.000	
Valor Captado		R\$ 1.076.400.000	
Ações Resultantes da Conversão		33.147.330	
Dívida Convertida em Ações		R\$ 508.200.000	
Despesas com IPO	R\$ 37.113.000	R\$ 75.000.000	
Juros Conversão Dívida		R\$ 30.000.000	
Honorários Adv. Reestrut. Dívida	R\$ 34.298.000		
Despesas IPO	R\$ 2.815.000	R\$ 45.000.000	
Disponibilidades	R\$ 42.177.000	R\$ 860.165.000	R\$ 817.988.000

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

É importante ressaltar que foram geradas despesas de mais de R\$112 milhões resultantes de todo o processo de abertura, este valor inclui mais de R\$34 milhões de honorários advocatícios para que fosse possível a conversão de parte da dívida, R\$30 milhões de juros sobre empréstimos convertidos em capital e R\$45 milhões de outras despesas diretamente relacionadas com o IPO.

Até o dia 14 de fevereiro de 2007, quase a totalidade das ações da GVT Ltda eram propriedade da empresa GVT Holland B.V., que por sua vez era subsidiária integral da empresa GVT Antilles; após a conversão e repactuação da dívida e após também ao IPO, 26% do capital passa para o domínio de credores, 47% para investidores diversos e apenas 27% continua propriedade da empresa GVT Holland B.V.; porém, o controle acionário da empresa continua nas mãos da GVT Holland B.V., conforme pode ser visto na tabela 9, já que os 47% das ações de posse de outros acionistas estão diluídos entre eles.

Tabela 10 – Acionistas Antes e Após o IPO

Composição do Capital	Antes IPO		Após IPO	
Acionistas	Ações		Ações	
GVT Holland B.V.	33.829.262	100,0%	33.829.262	27%
ABN AMRO Bank			11.952.860	9%
Ashmore GVT I LLC			9.431.736	7%
Outros Credores			11.762.734	9%
Membros do Conselho de Adm	7	0%	7	0%
Outros Acionistas			59.800.000	47%
Total	33.829.269		126.776.599	

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

10 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho foi de suma importância para que o autor pudesse desenvolver e aprofundar os conhecimentos agregados durante o curso de Administração de Empresas na Universidade Federal do Rio Grande do Sul; a aplicação dos conhecimentos foi fundamental para que a teoria recebida em disciplinas como Introdução à Contabilidade, Planejamento Financeiro, Administração da Carteira de Investimentos, Economia Brasileira, Gestão de Tesouraria, Orçamento Operacional e Estrutura e Interpretação de Balanços, entre outras, pudesse dar credibilidade e conteúdo ao estudo da realidade e perspectivas para a GVT.

As conclusões e a abordagem deste trabalho podem auxiliar os gestores de diversas empresas no momento em que confrontarem-se com a decisão do tipo de financiamento que poderá ser utilizado para alavancar o crescimento de suas empresas, assim como a melhor maneira de maximizar o retorno do capital investido por eles. A experiência de abertura de capital da GVT quantificada pelo autor neste trabalho é, sem sombra de dúvidas, um fato importantíssimo para estimular outras empresas a realizarem um estudo prévio, com muita riqueza em detalhes e coerência nas previsões, das conseqüências de uma possível entrada no mercado de capitais.

Para os gestores da GVT demonstrou-se um possível cenário para a empresa daqui a alguns anos, o que possibilita a estimativa de retorno do capital investido pelos acionistas após o IPO, assim como o potencial de crescimento ou redução no valor das ações da empresa. Este trabalho facilita também a criação de novos cenários, para que seja possível a realização de previsões estratégicas e indispensáveis para a tomada de decisão.

Todas as informações utilizadas neste trabalho são de domínio público, a utilização de informações internas e não divulgadas pela GVT não faz parte deste estudo, sendo que todas as previsões, análises e argumentações foram feitas de forma independente, sem a influência ou a participação de outro colaborador ligado à empresa.

Ao confrontar o custo do capital de terceiros com o custo do capital próprio, representado pelas ações ordinárias lançadas no mercado, concluí-se que a forma mais

barata de financiamento é através do capital de terceiros, ou seja, da captação de empréstimos que possuam juros de aproximadamente 12,36% ao ano, o que representa um custo real de 8,16% ao ano, já que as despesas geradas com este tipo de financiamento são dedutíveis dos impostos sobre a renda da empresa. Esta conclusão não deve ser vista como uma regra para a decisão de financiamento; este trabalho vai mais além ao demonstrar que o custo estimado do capital próprio que foi de 9,50%a.a. é altamente dependente do Beta da organização, conforme demonstrado na tabela abaixo, a cada variação de 0,1 no Beta, o custo do capital ordinário é elevado em 0,6%a.a., de acordo com uma taxa livre de risco de 5%a.a. e um prêmio de 6%a.a. pelo risco. A tabela abaixo mostra a variação do custo de capital próprio em função das variações do beta.

Tabela 11 – Possíveis Variações no Beta

Custo do Capital Ordinário	Taxa Livre de Risco	Taxa Retorno Prevista	Taxa Livre de Risco	Beta
8,6%	5%	11%	5%	0,60
8,9%	5%	11%	5%	0,65
9,2%	5%	11%	5%	0,70
9,5%	5%	11%	5%	0,75
9,8%	5%	11%	5%	0,80
10,1%	5%	11%	5%	0,85
10,4%	5%	11%	5%	0,90
10,7%	5%	11%	5%	0,95
11,0%	5%	11%	5%	1,00
11,3%	5%	11%	5%	1,05
11,6%	5%	11%	5%	1,10
11,9%	5%	11%	5%	1,15
12,2%	5%	11%	5%	1,20
12,5%	5%	11%	5%	1,25
12,8%	5%	11%	5%	1,30
13,1%	5%	11%	5%	1,35
13,4%	5%	11%	5%	1,40
13,7%	5%	11%	5%	1,45
14,0%	5%	11%	5%	1,50
14,3%	5%	11%	5%	1,55
14,6%	5%	11%	5%	1,60

Fonte: Elaborado pelo Autor do Trabalho

O Beta mostra quanto um ativo absorve o risco do mercado; ele mede a variabilidade dos retornos de um ativo em relações aos retornos do mercado em que as

ações estão sendo negociadas. Uma determinada ação em que o beta é igual a um, será afetada integralmente pelos movimentos do mercado, já uma ação com beta igual a 1,5 será atingida 50% mais em relação aos movimentos do mercado.

A variação dos Betas de empresas de telefonia fixa dos últimos 6 meses foi de 0,6 até 1, valores que aplicados para encontrar o custo de capital da GVT elevam de 8,6% até 11% a.a. o custo do capital próprio.

Uma vantagem considerável para a empresa do financiamento através de capital próprio, com grande importância e que vale a pena ser comentada, é que não há vencimento para o pagamento do valor principal do financiamento, ou seja, a empresa não assume o compromisso de saldar em determinada data o valor que foi captado na venda de suas ações, fato este que possibilita a maior distribuição do resultado entre os acionistas. Com a emissão de ações, a empresa obtém também uma economia expressiva com despesas financeiras, o que possibilita a elevação dos lucros e, conseqüentemente, a maior remuneração dos investidores, assim como a maior disponibilidade de recursos para investimentos que se façam necessários.

No caso específico da GVT, a captação de mais de 1,07 bilhões de reais supre completamente a necessidade de investimentos por mais de 02 anos e garante a possibilidade de pagamento quase total da dívida da empresa, pois grande parte desta dívida foi convertida em ações. Caso a empresa optasse por continuar se financiando através de dívida, as despesas financeiras comprometeriam cada vez mais o seu resultado. O resultado do IPO para a GVT tornou possível a alavancagem do crescimento dos resultados operacionais da empresa, através da captação de recursos com a emissão de ações, tornou-se possível o investimento necessário em infraestrutura para o atendimento de regiões até então inexploradas.

É válido salientar que todo o processo de abertura de capital pode ser muito custoso; a empresa que optar por esta alternativa deve estar preparada para cumprir as exigências de Governança Corporativa impostas pelo mercado, o que pressupõe a adequação de diversos processos internos, otimização na utilização dos recursos e transparência para satisfazer as pressões dos investidores. Até o primeiro trimestre de 2007, a GVT contabilizou mais de 112 milhões de reais em despesas financeiras decorrentes do processo do IPO e da conversão e repactuação de sua dívida; deste

montante, mais de 34 milhões de reais destinaram-se ao pagamento de honorários advocatícios para a conversão da dívida; porém, considera-se questionável a necessidade destas despesas em outros possíveis casos de abertura de capital.

Do montante captado pela GVT, 4,75% destinaram-se ao pagamento de comissões de coordenação, de colocação, de garantia firme de liquidação e comissão de incentivo, além disto, existem custos relacionados com advogados, consultores, auditores, gráfica, publicidade da oferta e outras obrigações com terceiros que podem ultrapassar os R\$12 milhões, segundo informações da empresa.

Para os acionistas da GVT Holland B.V. que possuíam quase a totalidade das ações da GVT Ltda e que haviam investido mais de R\$712 milhões desde o início das operações da GVT, a abertura de capital representou a melhor maneira de transformar uma ação com pouco valor patrimonial, já que em 31 de dezembro de 2006 a dívida da empresa ultrapassava a cifra de 1,2 bilhões de reais e os prejuízos acumulados somavam R\$630,3 milhões, em uma ação com valor unitário na emissão de R\$18,00, com grande potencial de aumento, de acordo com a aceitação das ações no mercado. Na figura abaixo, é possível verificar o cálculo do valor por ação demonstrado pela GVT, de acordo com informações constantes em seu prospecto definitivo de abertura de capital.

	R\$
Preço por Ação	R\$ 18,00
Valor patrimonial líquido por Ação em 31 de dezembro de 2006	R\$2,43
Valor patrimonial líquido por Ação após a Conversão e Repactuação da Dívida e imediatamente antes da Oferta	R\$8,83
Aumento no valor patrimonial líquido por Ação atribuído aos atuais acionistas após a Conversão e Repactuação da Dívida imediatamente antes da Oferta	R\$6,40
Valor patrimonial líquido por Ação após a Oferta	R\$12,36
Diluição por Ação para novos investidores	R\$5,64
Percentual de diluição dos novos investidores ⁽¹⁾	31,3%

(1) O cálculo da diluição percentual de novos investidores é obtido através da divisão da diluição no valor patrimonial por ação dos novos investidores pelo Preço por Ação

Figura 15 – Diluição Percentual de Novos Investidores

Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de Emissão da GVT (Holding) S.A.

Se multiplicarmos as 33.829.262 ações por R\$18,00, preço de venda das ações no IPO, os sócios da GVT Holland B.V. passam a ter mais de 608 milhões de reais, sem contar o potencial de valorização no mercado. Caso consideremos os dividendos a serem pagos nos próximos cinco anos de operação da empresa, o retorno do capital investido pelos sócios da GVT Holland passa a ser ainda maior, transformando a perspectiva de resultados futuros negativos, devido ao montante cada vez maior de despesas financeiras que eram esperadas, em perspectivas positivas em relação à distribuição de dividendos.

No dia 14 de fevereiro de 2007, sem considerar o lançamento de lote suplementar de ações, a GVT estimava a captação de R\$936 milhões, sendo que R\$126,3 milhões seriam destinados à conta de capital social e R\$809,6 à reserva de capital, em conta de ágio na subscrição.

Conforme o resultado da avaliação da GVT pelo método do fluxo de caixa descontado, desenvolvido neste trabalho, e através da utilização do método CAPM (Capital Asset Pricing Model) que possibilitou a estimativa do retorno exigido pelos investidores em ações da GVT, é possível afirmar que as ações da GVT possuem um potencial de valorização a partir do preço que foi pago pelo investidor no IPO. O resultado da avaliação da empresa estimou o preço justo, de acordo com as premissas do método de avaliação supra mencionado, em R\$26,92; este valor representa um acréscimo de 49,6% entre o valor ofertado no IPO e o preço justo da ação.

Três aspectos são fundamentais neste trabalho, o primeiro e já comentado aspecto foi a vantagem que a GVT, enquanto empresa por si só, obteve com a abertura de capital, onde a carência cada vez maior de recursos para investimentos, devido ao montante pago em despesas financeiras, foi substituída por um grande aporte de recursos, sem a necessidade de pagamento do valor principal e com um custo de capital de apenas 1,34%a.a. maior do que o custo de capital de terceiros. O segundo aspecto diz respeito aos sócios da controladora da GVT Ltda, que identificaram na abertura de capital a melhor maneira de reverter os prejuízos que tiveram ao longo dos anos. Conforme informações contidas no prospecto definitivo de abertura de capital, os prejuízos acumulados até dezembro de 2006 chegaram ao montante de 630,3 milhões de reais, o que impossibilitou a distribuição de dividendos até então. O terceiro aspecto

está relacionado com a diferença entre o preço de lançamento das ações e o preço justo, o que representa ágio para o comprador das ações vendidas na oferta primária realizada.

De acordo com a avaliação da GVT realizada pelo autor deste trabalho, a diferença entre o valor do lançamento das ações no mercado e o preço justo a ser pago por ação, conforme o método de avaliação do fluxo de caixa descontado, ficou estimado em 49,6%; a ação que foi vendida a R\$18,00 possui potencial de crescimento até chegar ao seu preço justo que é de R\$26,92. O investidor que comprou ações da GVT por R\$18,00 realizou a compra com um deságio de 33,1%, o que supera inicialmente o retorno exigido pelos investidores, também chamado de custo de capital, que foi estimado neste trabalho em 9,5%a.a.. Além do ágio no momento da compra das ações, o investidor pode esperar, a longo prazo, a distribuição de dividendos de, no mínimo 25% do lucro líquido da empresa, já que, de acordo com a Lei das Sociedades por Ações e com o Estatuto Social da GVT, a empresa deve destinar no mínimo 25% do lucro líquido ajustado ao pagamento dos acionistas. No curto prazo, a distribuição não está prevista em função dos prejuízos acumulados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DAMODARAM, Aswath. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Makron Books, 2002.
- BREALEY, Richard A.; MYRES, Stewart C. **Financiamento e gestão de risco**. Bookmann, 2005.
- DAMODARAM, Aswath. **Finanças corporativas**. São Paulo: Bookmann, 2004.
- MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**. São Paulo: Editora Atlas, 2003.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W; JORDAN, Bradford D.. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 2002.
- FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.
- INDÍCIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Editora Harbra, 2002
- FILHO, Armando M.; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Editora Atlas, 2000.
- GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. São Paulo: Editora Bookman, 2005.

GEWEHR, Daniel H. **Avaliação do setor de telefonia fixa na bovespa durante e após a privatização.** 151f. Trabalho de conclusão do curso de graduação em administração – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

GVT. **Prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de emissão da GVT (Holding) S.A.** 2007. <http://www.gvt.com.br>

MATTOS, Ana Maria (Org.); SOARES, Mônica Fonseca (Org.); FRAGA, Tânia (Org.). **Normas para apresentação de trabalhos acadêmicos da Escola de Administração.** Porto Alegre: UFRGS, 2007.

SECRETARIA DA FAZENDA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL – <http://www.sefaz.rs.gov.br>

AGÊNCIA NACIONAL DE TELECOMUNICAÇÕES – <http://www.anatel.gov.br>

GLOBAL VILLAGE TELECOM – <http://www.gvt.com.br>

COMPARATEL – <http://www.comparatel.com.br>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – <http://www.cvm.gov.br>

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – <http://www.bovespa.com.br>

TELECO – <http://www.teleco.com.br>

SOLIDUS S.A. – <http://www.solidus.com.br>

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – <http://www.ibgc.org.br>

ANEXO A – BALANÇOS PATRIMONIAIS GVT - ATIVO

Balanços Patrimoniais

	Em 31 de Dezembro de							
	2004	% Sobre Total	2005	% Sobre Total	2006	% Sobre Total	2005 vs 2004	2006 vs 2005
(em milhões de reais, exceto percentual)								
Ativo								
Ativo Circulante								
Disponibilidades	16,5	1,0	65,6	3,9	42,2	2,5	298,3%	(35,7%)
Contas a Receber	142,9	8,9	164,0	9,7	195,8	11,6	14,8%	19,4%
Impostos a Recuperar.....	16,9	1,0	11,8	0,7	11,5	0,7	(30,3%)	(2,5%)
Despesas de Juros Antecipadas	13,8	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	(100,0%)	0,0%
Outros Ativos	9,5	0,6	8,9	0,5	14,3	0,8	(6,2%)	60,7%
Total dos Ativos Circulantes	199,6	12,4	250,3	14,9	263,8	15,7	25,4%	5,4%
Ativo Realizável a Longo Prazo								
Imposto de Renda e Contrib. Social Dif	235,7	14,6	292,7	17,4	287,7	17,1	24,2%	(1,7%)
Impostos a Recuperar	18,9	1,2	25,6	1,5	34,0	2,0	35,6%	32,8%
Outros Ativos	2,4	0,1	12,6	0,7	6,4	0,4	429,9%	(49,2%)
Total do Ativo Realizável a Longo Prazo	256,9	15,9	330,8	19,7	328,1	19,5	28,8%	(0,8%)
Ativo Permanente								
Imobilizado	1.140,0	70,7	1.102,3	65,5	1.093,2	64,9	(3,3%)	(0,8%)
Diferido	15,4	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(100%)	0,0%
Total do Ativo Permanente	1.155,4	71,7	1.102,3	65,5	1.093,2	64,9	(4,6%)	(0,8%)
Total do Ativo	1.611,9	100,0	1.683,4	100,0	1.685,1	100,0	4,4%	0,1%

ANEXO B – BALANÇOS PATRIMONIAIS GVT - PASSIVO

Balanços Patrimoniais

	Em 31 de Dezembro de							
	2004	% Sobre Total	2005	% Sobre Total	2006	% Sobre Total	2005 vs 2004	2006 vs 2005
(em milhões de reais, exceto percentual)								
Passivo								
Passivo Circulante								
Fornecedores	52,6	3,3	50,6	3,0	68,8	4,1	(3,7%)	36,0%
Empréstimos e Financiamentos	75,1	4,7	171,0	10,2	94,8	5,6	127,6%	(44,6%)
Obrigações Sociais e Fiscais	32,4	2,0	40,6	2,4	48,5	2,9	25,3%	19,5%
Detraf a Pagar	32,1	2,0	24,1	1,4	24,6	1,5	(24,9%)	2,1%
Impostos Diferidos (ICMS)	2,5	0,2	10,9	0,6	25,4	1,5	340,0%	133,0%
Provisão para Conrtingências	1,4	0,1	1,8	0,1	2,3	0,1	31,3%	27,8%
Outras Obrigações	0,6	0,0	1,7	0,1	2,3	0,1	199,1%	35,3%
Total do Passivo Circulante	196,7	12,2	300,8	17,9	266,7	15,8	52,9%	(11,3%)
Passivo Exigível a Longo Prazo								
Empréstimos e Financiamentos	1.239,2	76,9	1.050,4	62,4	682,5	40,5	(15,2%)	(35,0%)
Dívidas Conversíveis	0,0	0,0	0,0	0,0	423,5	25,1	-	-
Partes Relacionadas	0,0	0,0	0,0	0,0	45,4	2,7	-	-
Impostos Diferidos (ICMS)	75,9	4,7	109,6	6,5	128,9	7,6	44,4%	17,6%
Provisão para Conrtingências	6,8	0,4	7,9	0,5	9,1	0,5	14,9%	15,2%
Outras Obrigações	41,2	2,6	40,3	2,4	27,7	1,6	(2,3%)	(31,3%)
Total do Passivo Exigível a Longo P.	1.363,2	84,6	1.208,2	71,8	1.317,1	78,2	(11,4%)	9,0%
Receitas Antecipadas	22,4	1,4	20,5	1,2	19,0	1,1	(8,6%)	(7,3%)
Patrimônio Líquido								
Capital	712,5	44,2	712,5	42,4	712,5	42,3	0,0%	0,0%
Prejuízos Acumulados	(682,9)	(42,4)	(558,5)	(33,2)	(630,3)	(37,4)	(18,2%)	12,9%
Total do Patrimônio Líquido	29,7	1,8	154,0	9,1	82,2	4,9	419,0%	(46,6%)
Total do Passivo	1.611,9	100,0	1.683,4	100,0	1.685,1	100,0	4,4%	0,1%

ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO GVT

Demonstrações de Resultado

	Em 31 de Dezembro de							
	2004	% Receita Líquida	2005	% Receita Líquida	2006	% Receita Líquida	2005 vs 2004	2006 vs 2005
	(em milhões de reais, exceto percentual)							
Receita Operacional Bruta	819,1	151,0	1.003,9	153,4	1.199,9	156,1	22,6%	19,5%
Deduções da Receita Op. Bruta	(276,7)	(51,0)	(349,6)	(53,4)	(431,4)	(56,1)	26,3%	23,4%
Receita Operacional Líquida	542,4	100,0	654,2	100,0	768,5	100,0	20,6%	17,5%
Custo dos Serviços Prestados	(366,9)	(67,6)	(428,3)	(65,5)	(451,6)	(58,8)	16,7%	5,4%
Lucro Bruto	175,5	32,4	225,9	34,5	316,9	41,2	28,7%	40,3%
(Despesas) Receitas Operacionais	(272,7)	(50,3)	(155,5)	(23,8)	(339,7)	(44,2)	(43,0%)	118,4%
Despesas de Vendas	(105,9)	(19,5)	(109,5)	(16,7)	(119,8)	(15,6)	3,4%	9,4%
Despesas Gerais e Administrativas	(108,0)	(19,9)	(116,6)	(17,8)	(134,1)	(17,4)	7,9%	15,0%
Receitas (Desp.) Financeiras Líquidas	(55,4)	(10,2)	70,7	10,8	(85,6)	(11,1)	-	-
Outras Receitas (Desp.) Operacionais	(3,4)	(0,6)	(0,1)	0,0	(0,2)	0,0	(96,7%)	100,0%
Lucro (Prejuízo) Oper. Antes de Itens Extra.	(97,2)	(17,9)	70,4	10,8	(22,7)	(2,9)	-	-
Itens Extraordinários	0,0	0,0	0,0	0,0	(37,1)	(4,8)	0	-
Lucro (Prejuízo) Oper. Após Itens Extra.....	(97,2)	(17,9)	70,4	10,8	(59,8)	(7,8)	-	-
Resultado não Operacional	1,7	0,3	1,8	0,3	0,0	0,0	3,3%	(100,0%)
Participação de Empregados no Result.	(5,4)	(1,0)	(4,8)	(0,7)	(7,0)	(0,9)	(10,6%)	45,8%
Lucro (Prejuízo) Antes de IR e CSLL	(100,9)	(18,6)	67,3	10,3	(66,8)	(8,7)	-	-
IRPJ e CSLL Diferidos	26,5	4,9	57,0	8,7	(4,9)	(0,6)	115,4%	(108,6%)
Lucro Líquido (Prejuízo) do Exercício.....	(74,4)	(13,7)	124,3	19,0	(71,8)	(9,3)	-	-