

MBA EXECUTIVO EM FINANÇAS

**TRABALHO FINAL DE CONCLUSÃO DO
CURSO DE MBA EM FINANÇAS**

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

OI S/A

Anderson Alves do Nascimento dos Santos

Orientador: Prof. Luiz Ozorio

Rio de Janeiro, 14 de setembro de 2014.

Anderson Alves do Nascimento dos Santos

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS – OI S/A

Trabalho Final apresentado ao Curso de MBA em Finanças do Ibmec Business School como parte dos requisitos para atendimento da resolução nº 1 do Conselho Nacional de Educação, de 03 de abril de 2001.

Orientador: Prof. Luiz Ozorio

Aprovado em ___/___/_____

Parecer do Prof. _____

Rio de Janeiro (RJ)
Setembro / 2014

RESUMO

O presente trabalho visa calcular o valor justo da OI S/A, empresa nacional provedora de serviços de telecomunicação, por meio do modelo de avaliação de empresas conhecido com fluxo de caixa descontado. A metodologia para atingir o objetivo da pesquisa passa pelas etapas de conhecimento do negócio, análise das demonstrações financeiras, análise do ambiente de negócios, elaboração de premissas e, por fim, o cálculo do valor justo.

Palavras-chave: Avaliação de empresas. Fluxo de caixa descontado. Telecomunicações. OI S/A.

ABSTRACT

The present paper aims to calculate the fair value from OI S/A, a national company provider of telecommunication services, through the valuation model known as discounted cash flow. The methodology to achieve the research objective passes through the stages of business knowledge, financial statement analysis, analysis of the business environment, developing assumptions and, finally, the estimated fair value.

Keywords: Valuation of firms. Discounted Cash Flow. Telecommunications. OI S/A.

SUMÁRIO

RESUMO.....	III
ABSTRACT	IV
LISTA DE FIGURAS.....	VI
LISTA DE TABELAS.....	VII
INTRODUÇÃO	1
1. A EMPRESA.....	3
2. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	12
3. AMBIENTE DE NEGÓCIO	17
4. PREMISSAS	29
5. AVALIAÇÃO DA EMPRESA	33
6. CONCLUSÃO.....	35
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Análise da Cadeia de Valor da OI S/A	7
Figura 2: Composição Acionária da OI S/A	10
Figura 3: Estrutura de Governança Corporativa da OI S/A	11
Figura 4: Variação percentual do PIB entre 2004 e 2013.....	19
Figura 5: Evolução anual da inflação de 1994 a 2013	21
Figura 6: Matriz SWOT da OI S/A	27
Figura 7: Matriz BCG (análise de <i>portfolio</i>)	28

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Número de acessos por segmento de mercado por ano.....	5
Tabela 2: Receita Líquida por segmento de mercado por ano.....	6
Tabela 3: Indicadores de Liquidez entre 2011 e 2013	13
Tabela 4: Indicadores de Ciclo Operacional entre 2011 e 2013	13
Tabela 5: Indicadores de endividamento e de risco de inadimplência entre 2011 e 2013	14
Tabela 6: Análise Econômica entre 2011 e 2013	6
Tabela 7: Conglomerados por segmento de atuação no setor de telecomunicações....	22
Tabela 8: Acesso por produto em milhões	23
Tabela 9: Market Share do setor de telecom no primeiro trimestre de 2014	24
Tabela 10: Receita e número de acessos por conglomerado em 2013.....	24
Tabela 11: Previsão de receitas (2014 – 2019).....	29
Tabela 12: Previsão do EBIT (2014 – 2019).....	30
Tabela 13: Previsão de Impostos (2014 – 2016)	30
Tabela 14: Previsão do CAPEX (2014 – 2016).....	30
Tabela 15: Previsão de depreciação (2014 – 2016)	31
Tabela 16: Previsão de inflação EUA X Brasil (2014 – 2019).....	32
Tabela 17: Cálculo do WACC nominal em reais (2014 – 2019)	33
Tabela 18: Cálculo do valor justo da OI S/A	34

INTRODUÇÃO

O setor de telecomunicações no Brasil é composto por grandes grupos empresariais que atuam nos segmentos de negócios de telefonia fixa, telefonia móvel, banda larga e TV por assinatura. Este cenário atual teve como marco a Lei Geral de Telecomunicações, de 1997, que abria caminho para o fim do monopólio estatal com as privatizações e que previa a criação de uma agência reguladora independente, a futura ANATEL.

As mudanças ocorridas naquela época surtiram o efeito esperado no que concerne à universalização dos serviços de telefonia fixa e móvel, bem como à redução dos preços aos clientes desses serviços, tendo em vista que a concorrência entre as prestadoras promoveu o crescimento do mercado e ajudou a reduzir os custos das operações. Dessa forma, o setor de telecomunicações no Brasil se caracteriza por forte competição entre grandes grupos econômicos que lutam por fatias do mercado, principalmente ligadas aos segmentos mais novos de banda larga e de TV por assinatura que possuem maior potencial de crescimento.

O presente trabalho visa avaliar um dos grandes atores deste setor, a empresa OI S/A, por meio do modelo de fluxo de caixa descontado. A partir do conhecimento do negócio da companhia, da análise de suas demonstrações financeiras e do ambiente de negócios no país, premissas serão elaboradas e aplicadas ao modelo a fim de que seja encontrado um valor justo para a empresa. Assim será possível compará-lo ao seu valor de mercado atual e verificar se este está relativamente superavaliado ou subavaliado.

No primeiro capítulo, a empresa objeto deste estudo será apresentada por meio de sua história, negócios e estratégia. No segundo, as demonstrações financeiras dos anos de 2011, 2012 e 2013 serão analisadas. No terceiro, o setor de telecomunicações será descrito assim como o ambiente de negócios no Brasil. No quarto, serão apresentadas as premissas que serão utilizadas no modelo. No quinto, será aplicado o modelo de fluxo de caixa descontado para encontrar um valor justo para a companhia. Por fim, serão apresentadas as conclusões do trabalho e a bibliografia utilizada, nesta ordem.

1. A EMPRESA

1.1 Histórico

A OI S/A é uma provedora de serviços de telecomunicações com abrangência nacional. A empresa, segundo seu sítio de relação com investidores (<http://ri.oi.com.br>), “tem como objeto social a exploração de serviços de telecomunicações e atividades necessárias, ou úteis à execução desses serviços...”

A partir do ano de 1997, com a promulgação da Lei Geral de Telecomunicações, o Estado brasileiro iniciou o processo de privatização de empresas estatais de telefonia. Já no ano seguinte, 1998, foram criadas as empresas Telemar e Brasil Telecom, embriões da futura OI S/A.

Em 2001, a Telemar integra as 16 empresas do Norte, Nordeste e Sudeste para formar uma única. Assim, em 2002, foi criada a OI, mas somente em 2007 esta marca se tornou a única da companhia e de todos seus serviços. Em 2008, a OI assumiu o controle acionário da Amazônia Celular e formalizou a proposta de compra do controle acionário da Brasil Telecom Participações. Em 2009, a OI assumiu o controle da Brasil Telecom e iniciou o processo de reestruturação societária para incorporá-la à Telemar Norte Leste S/A (TNL). Finalmente, com essa aquisição, a OI S/A garante presença em todo território nacional.

Em 2010, a companhia foi forçada a interromper o processo de simplificação societária na Brasil Telecom, pois os acionistas minoritários não aceitaram a relação de troca proposta para

incorporá-la à Telemar Norte Leste S/A. Por outro lado, a integração operacional das empresas foi concluída, o que permitiu atuar de forma convergente e integrada em todo o país. Também, neste ano, foi anunciada a aliança industrial com a Portugal Telecom.

Em 2011, o grupo empresarial concluiu o aumento de capital das empresas TNL e da TMAR. Também foi iniciado o processo de reorganização societária que visava transformar as três empresas do grupo, cujas ações eram negociadas em bolsa, em apenas uma denominada OI S/A. Por fim, foi formalizada a aliança industrial entre a OI e a Portugal Telecom cujo contrato previa a aquisição de participação uma da outra.

No ano de 2012, a reorganização societária foi concluída e as ações da OI S/A passaram a ser negociadas nas bolsas de São Paulo e de Nova Iorque. Em decorrência da aliança com a Portugal Telecom, a OI adquiriu 10% do capital daquela empresa. Por fim, em 2013, foi anunciada a união das atividades da OI e da Portugal Telecom.

1.2 Produtos e mercados

A OI S/A atua nos segmentos de telefonia fixa (incluindo telefones públicos), telefonia móvel, transmissão de dados, TV por assinatura e serviços de rede de transporte e *Backbone* internacional.

O segmento tradicional da companhia é o de telefonia fixa que presta serviços de chamadas locais e de longa distância, de uso de redes (interconexão) e de telefones públicos. No final de 2013, a empresa possuía 16,9 milhões de linhas fixas em operação em todo o país.

O segmento de telefonia móvel da OI fornece as opções de linhas pré-pagas e de linhas pós-pagas. No primeiro tipo, o cliente adquire os créditos por meio de vários pontos de venda, o que inclui a internet, e vai utilizando até se esgotarem. No segundo tipo, o cliente paga mensalmente uma franquia e é cobrado pelos serviços fornecidos no mês anterior. São 47,7 milhões de clientes de telefonia móvel, sendo 41 milhões de usuários pré-pagos e 6,7 milhões de pós-pagos, de acordo com a Companhia até dezembro de 2013.

Os serviços de transmissão de dados estão sob a marca OI VELOX e são fornecidos a clientes residenciais e corporativos. A principal tecnologia utilizada é a ADSL (*Asymmetric Digital Subscriber Line*) que é utilizada por 5,3 milhões de clientes segundo dados do final de 2013.

Desde 2008 a OI oferece serviços de TV por assinatura, inicialmente no Estado do Rio de Janeiro. Hoje, atende todo o país à exceção de São Paulo por meio da tecnologia via satélite DTH.

Por fim, a partir de 2011, OI S/A passou a gerenciar seus negócios por segmentos de mercado e não mais por produto. As tabelas abaixo mostram a evolução em número de acessos e da receita líquida por cada segmento entre 2010 e 2013.

Tabela 1 – Número de acessos por segmento de mercado por ano

Milhares	2010	2011	2012	2013	Δ Ano
Residencial	18.277	17.810	18.337	17.837	(2,7%)
Móvel	37.757	43.264	46.305	47.727	3,1%
Empresarial/Corporativo	7.094	7.848	8.971	8.246	(8,1%)
Outros (TUP)	827	771	727	655	-
Total de Acessos	63.955	69.693	74.340	74.465	(0,7%)

Fonte: www.teleco.com.br

Tabela 2 – Receita Líquida por segmento de mercado por ano

R\$ Milhões	2010	2011	2012	2013	Δ Ano
Residencial	11.949	10.501	9.974	10.303	3,3%
Móvel	8.021	8.190	9.102	9.290	2,1%
Empresarial/Corporativo	8.620	8.470	8.510	8.456	(0,6%)
Outros (TUP)	890	746	555	374	(32,6%)
Receita Líquida Total	29.479	27.907	28.141	28.422	1,0%

Fonte: www.teleco.com.br

O desempenho do segmento residencial em número de acessos caiu levemente em 2013 em relação a 2012, apesar do crescimento de receita no período. O segmento móvel apresentou um suave aumento de acessos, acompanhado por aumento na receita. Por outro lado, o segmento corporativo sofreu queda relevante no número de acessos, entretanto o decréscimo na receita foi proporcionalmente menor.

1.3 Cadeia de Valor

De acordo com KLUYVER e PEARCE II (2010, p. 102), “cadeia de valor é o modelo de um processo de negócios. Ela define o processo de criação de valor como uma séries de atividades, começando com o processamento de matérias-primas e terminando com vendas e serviços para clientes finais.”

A cadeia de valor se divide em “atividades primárias, que contribuem para a criação física do produto, e atividades de suporte, que auxiliam as atividades primárias e umas às outras” (KLUYVER e PEARCE II, 2010, p. 102).

Abaixo segue quadro que representa a cadeia de valor da empresa OI S/A desenvolvido por GRANJEIRO *et al* (2013, p. 16):

<p>CADEIA DE VALOR</p>
<p>LOGÍSTICA INTERNA</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sistema integrado do portfólio de produtos; - Fornecimento de cabo de fibra ótica e equipamentos de rede; - Implantação e manutenção de rede de dados e torres de transmissão.
<p>OPERAÇÕES</p> <ul style="list-style-type: none"> - Buscar excelência em operações através da parceria estratégica com a Portugal Telecom; - Distribuição e testes de chips pré e pós-pagos; - Disponibilidade de equipamentos como: modem e decodificador de TV; - Instalação e controle de qualidade da rede (<i>backbone, backhaul e last mile</i>); - Controle do fluxo de transferência de dados baseadas na tecnologia TDM e, futuramente na tecnologia IP; - Testes integrados para assegurar qualidade na evolução de suas aplicações e lançamento de novos produtos e serviços.
<p>LOGÍSTICA EXTERNA</p> <ul style="list-style-type: none"> - Canais de distribuição variados (lojas físicas, internet, telefone); - Distribuição de material de apoio para os canais; - Alianças com lojas autorizadas; - Distribuição por todo território brasileiro.
<p>MARKETING & VENDAS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Visão segmentada por cliente (Residencial, Empresarial/Corporativo e Mobilidade Pessoal) e não mais por produto; - Desenvolvimento de ofertas convergentes de forma inovadora, trazendo benefícios aos clientes; - Integração dos serviços através de combos: telefonia fixa + móvel + banda larga + TV paga; - Melhor custo x benefício do mercado; - Foco no aumento de lojas próprias para fortalecer e diferenciar o canal de distribuição; - Alto investimento em publicidade e propaganda; - Desenvolvimento de campanhas publicitárias, para disseminar a ideia de que o consumidor não deve possuir um celular, mas sim um Oi, permitindo que a organização possa fazer com que seu principal produto seja chamado pelo nome da própria marca.

SERVIÇOS PÓS-VENDA

- Integração em um único atendimento os diversos produtos para facilitar e agilizar o suporte ao cliente e fortalecer a percepção de convergência dos serviços;
- Suporte técnico especializado, com atendimento em domicílio e via *call center*;
- Disponibilidade de lojas físicas para atender às necessidades dos consumidores;
- Eficiência na capacidade de entrega através de uma única instalação dos diversos produtos solicitados (móvel, fixo, TV e banda larga);
- Criação da página “Minha Oi” no seu website, para o cliente ter acesso a serviços de autoatendimento;
- Mantém a ISO 9001:2000 no processo de certificação profissional para operadores de serviços a clientes, atestando os conhecimentos e habilidades para execução de serviços de telecomunicações desde 2001.

INFRAESTRUTURA DA EMPRESA

- Compartilhamento da estratégia da empresa, com todos os funcionários para caminharem focados nos objetivos e metas da Oi;
- Monitoramento e notas de qualidade para mensuração da maturidade das operações;
- Acompanhamento de produção e gestão operacional, baseados em indicadores de performance;
- Gestão eficiente do caixa com o objetivo de captar recursos mais baratos para financiar seu crescimento.

GERÊNCIA DE RECURSOS HUMANOS

- Recrutamento e seleção realizados inicialmente por consultoria de RH e posteriormente por Psicólogos da Oi, juntamente com um responsável da área que está contratando;
- Programas de treinamento presenciais e online (Academia de Liderança e Escola JOIA “Jeito Oi de Aprender”) para desenvolvimento de equipes, gestores e talentos;
- Remuneração compatível com o mercado;
- Participação nos lucros alinhada com os objetivos estratégicos e metas desdobradas (corporativas, por unidade de negócio e funcionais);
- Discussões e negociações ativas com o sindicato de telecomunicações.

DESENVOLVIMENTO DE TECNOLOGIA

- Investimentos constantes no setor de P&D, para buscar inovações tecnológicas;
- Utilização do *know-how* da Portugal Telecom em inovação tecnológica;
- Infraestrutura tecnológica moderna;
- Desenvolvimento na junção de tecnologia e serviços;
- Incentivos no desenvolvimento de novos projetos para uso em grandes eventos (Rio+20, Copa 2014 e Jogos Olímpicos 2016);
- Simplificação dos seus sistemas operacionais;
- Participação em eventos e fóruns de tecnologia para discutir sobre as tendências futuras e recentes em telecomunicações;
- Criação de sistemas de informação em “real time”, integrados a todos os canais de dados, unificando a estratégia e permitindo maior eficiência, no apoio a tomada de decisão em todas as plataformas disponíveis, para acesso dos gestores a qualquer hora e em todo lugar.

AQUISIÇÃO

- Processo de compra otimizado através de alianças estratégicas com fornecedores e parceiros;
- Desenvolvimento de uma cadeia de fornecedores de valor e sustentável no longo prazo;
- Atenção às oportunidades em fusões e aquisições que fortaleçam seu core business e seu foco na diferenciação;
- Contratação de fornecedores para a construção da rede 4G.

Fonte: Granjeiro *et al* (2013, p. 16)

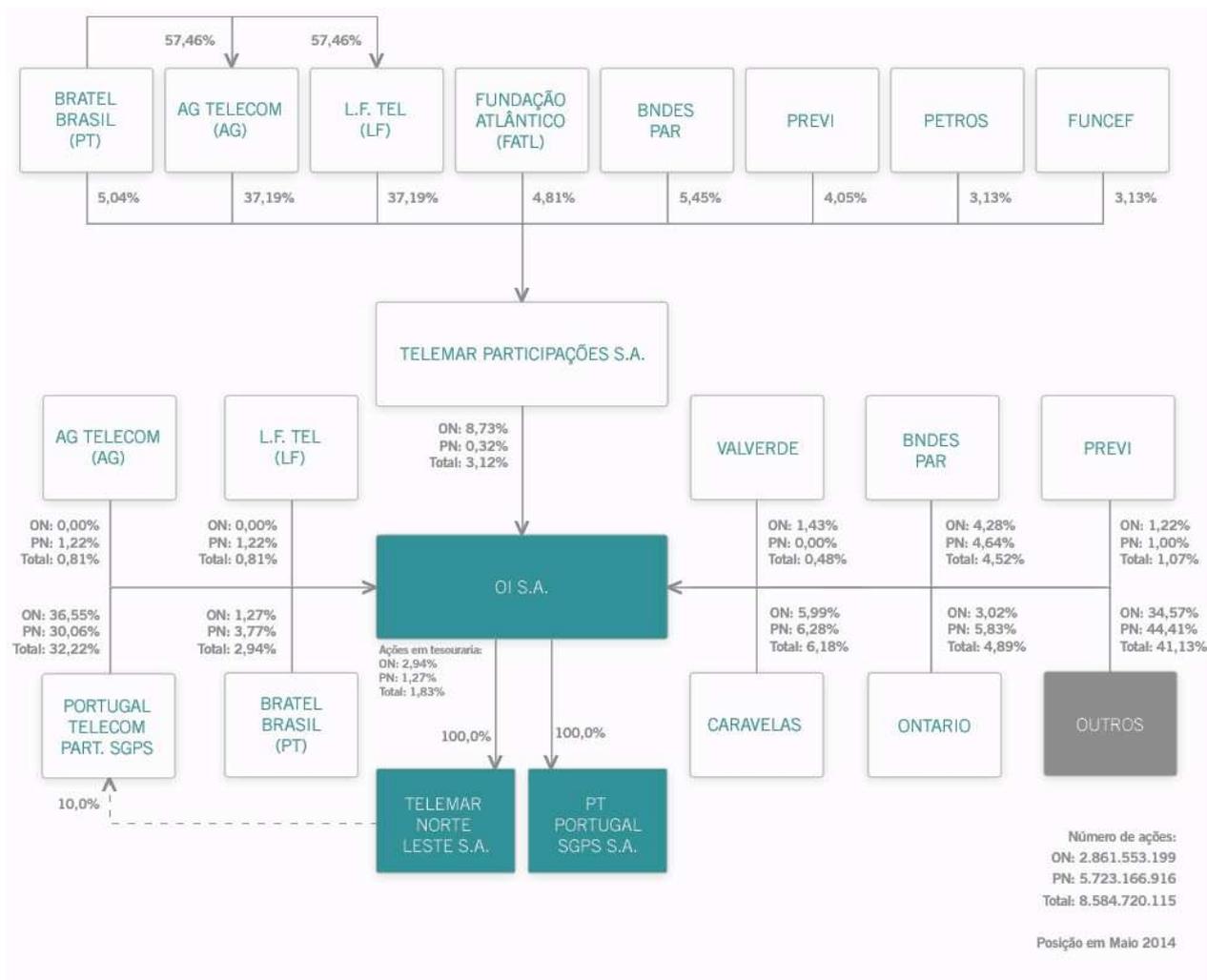
Figura 1 – Análise da Cadeia de Valor da OI S/A

1.4 Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161/governanca-corporativa>), a definição de governança corporativa consiste em:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

A partir de 2012, a OI S/A aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa que é o nível mais básico de adequação para ter ações negociadas na BM&F Bovespa. Portanto, a empresa ainda tem espaço para melhorar sua governança e um dia almejar o nível Novo Mercado. A empresa possui 2.861.553.199 ações ordinárias e 5.723.166.916 ações preferenciais. Segue abaixo organograma extraído do sítio da OI S/A com sua composição acionária.



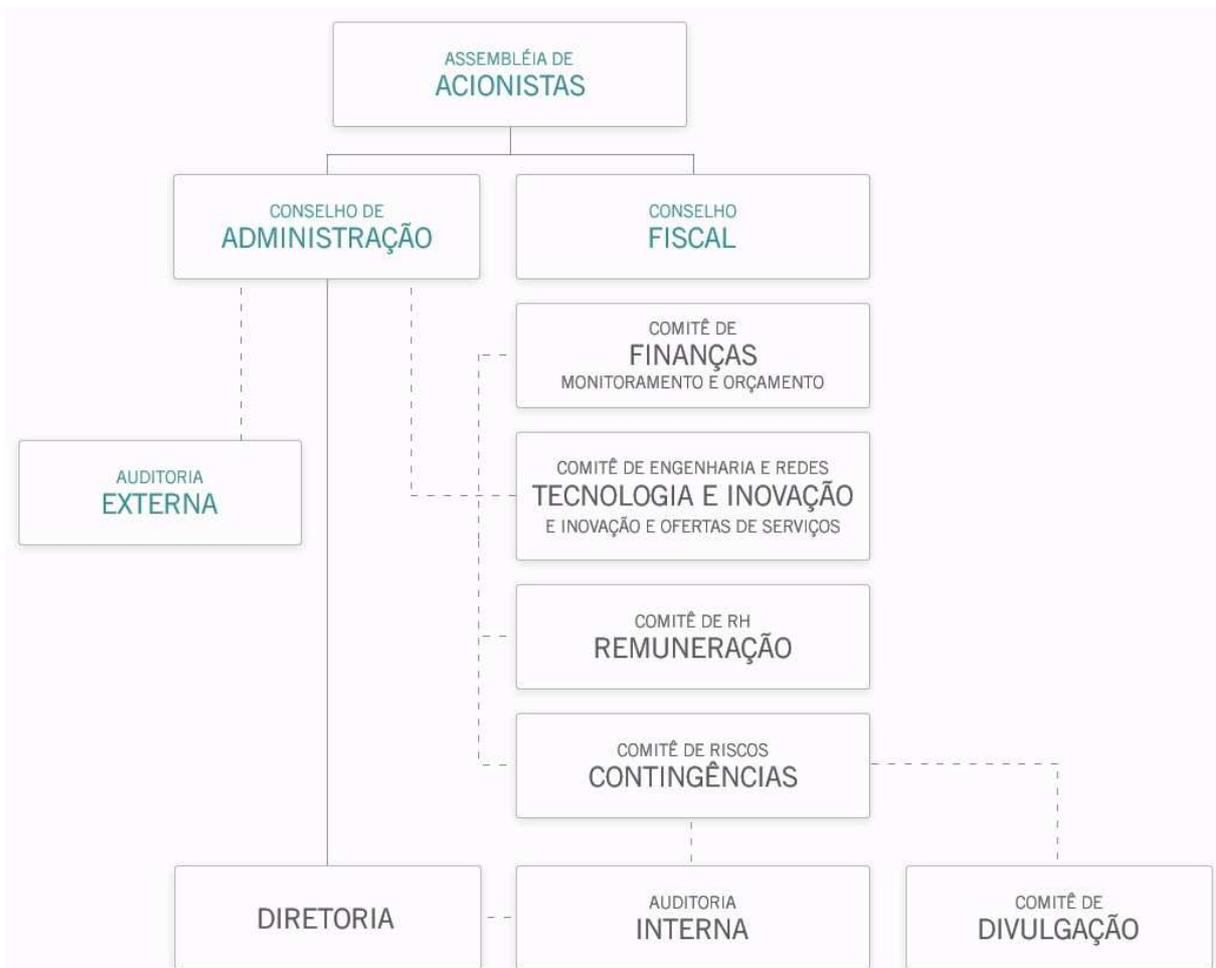
Fonte: http://ri.oi.com.br/oi2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43310

Figura 2 – Composição acionária da OI S/A

A estrutura de governança é formada pela Assembleia de Acionistas que, nos termos da Lei 6.404/76, é o órgão máximo da companhia. Abaixo, existe um Conselho de Administração cujo papel é defender o interesse dos acionistas, fazendo cumprir o que foi decidido em assembleia. A companhia também possui um Conselho Fiscal que fiscaliza as ações dos administradores e analisa os demonstrativos financeiros. Além disso, a OI S/A possui uma Auditoria Externa que responde diretamente ao Conselho de Administração. Também faz parte deste sistema quatro comitês: de monitoramento e orçamento (Finanças), de engenharia e redes e inovação e oferta de serviços (Tecnologia e Inovação), de RH (Remuneração), de

riscos (Contingências) e de divulgação. Por fim, existe uma Diretoria que administra a empresa e um departamento de Auditoria Interna que responde a ela e ao comitê de riscos.

Abaixo segue o organograma de governança corporativa da OI S/A extraído de sua página na internet.



Fonte: http://ri.oi.com.br/oi2012/web/conteudo_pt.asp?tipo=43311&id=159488&idioma=0&conta=28

Figura 3 – Estrutura de Governança Corporativa da OI S/A

2. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

O segundo passo da avaliação da empresa consiste na análise de suas demonstrações financeiras, mais especificamente o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultado do Exercício e as Notas Explicativas. Dessa forma, é possível extrair elementos para estimar os fluxos de caixa futuros.

Para efeito deste trabalho, serão analisadas as demonstrações financeiras de 2011 a 2013. Um período maior não foi cogitado devido a reestruturação societária ocorrida entre 2011 e 2012, o que impossibilitou encontrar bases de comparação úteis em exercícios anteriores.

A partir das demonstrações financeiras, serão calculados indicadores cuja evolução (análise horizontal) será apresentada por ano nos tópicos abaixo, os quais serão divididos por análise financeira, análise de endividamento e risco de inadimplência e análise econômica.

2.1 Análise Financeira

A análise financeira será composta, basicamente, por indicadores de liquidez e de ciclo operacional. Segundo ASSAF NETO (2002, p. 171), “os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros.” Sobre os indicadores de ciclo operacional, ASSAF NETO (2002, p. 180) conclui que “são mais

dinâmicos e permitem que seja analisado o desempenho operacional da empresa e suas necessidades de investimento em giro.”

Tabela 3 – Indicadores de Liquidez entre 2011 e 2013

Indicadores	2011	2012	2013	Média (últimos dois anos)
Liquidez Corrente	1,62259677	1,236637072	1,138134787	1,187385929
Liquidez Seca	1,546590618	1,16091466	1,025693257	1,093303958
Liquidez Imediata	0,83747757	0,399814354	0,187725472	0,293769913
Disponibilidade/AC	0,516134129	0,323307754	0,164941336	0,244124545
Necessidade de Capital de Giro/ Receita Líquida	0,029347476	0,065307013	0,063277839	0,064292426

A tabela acima apresenta alguns indicadores de liquidez da companhia entre 2011 e 2013, além da média dos últimos dois anos. Pelo apresentado, pode-se inferir que houve um sensível piora nestes indicadores, o que é coerente em uma empresa que se endividou demais e não conseguiu um aumento expressivo de receita e de lucro.

Tabela 4 – Indicadores de Ciclo Operacional entre 2011 e 2013

Indicadores	2011	2012	2013	Média (últimos dois anos)
PMR	75,64553696	89,7708034	89,88780824	89,82930582
PME	5,390743306	13,85432384	13,66693691	13,76063038
PMP	149,1754229	167,545582	149,4900693	158,5178257
Ciclo Operacional	81,03628027	103,6251272	103,5547451	103,5899362
Ciclo Financeiro	-68,13914267	-63,92045475	-45,93532419	-54,92788947

Os prazos médios de recebimento e de estoques aumentaram de 2011 para 2012 e mantiveram-se estáveis em 2013. Por outro lado, o prazo médio de pagamento a fornecedores aumentou de 2011 para 2012, entretanto voltou a cair em 2013. Mesmo assim, a empresa conseguiu manter seu ciclo financeiro negativo, pois seus prazos de pagamento são bem maiores que seu ciclo operacional, embora essa vantagem venha sendo reduzida com o passar dos anos.

2.2 Análise de endividamento e de risco de inadimplência

Segundo ASSAF NETO (2002, p. 221), “quanto maior a capacidade de geração de caixa de uma empresa em relação a suas despesas financeiras, mais segura se apresenta sua capacidade de pagamentos.” Então, a função destes indicadores é verificar se o negócio da empresa está gerando caixa o suficiente para fazer frente às suas dívidas, por isso são utilizados o EBIT (*earnings before interest and taxes*) e o EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) que são medidas aproximadas da potencial geração de caixa de uma companhia.

Tabela 5 – Indicadores de endividamento e de risco de inadimplência entre 2011 e 2013

Indicadores	2011	2012	2013	Média (últimos dois anos)
Relação D/E	1,109823183	2,958904585	2,980448256	2,96967642
Relação D/(D+E)	0,526026632	0,747404875	0,748772014	0,748088444
EBIT/Juros	0,923348357	2,02006131	1,619882793	1,819972051
EBITDA/Juros	2,603232527	4,004773643	2,92650842	3,465641031
EBITDA/Dívida	0,310355916	0,269921995	0,278995868	0,274458932

A tabela acima demonstra que a dívida da empresa em relação ao seu capital próprio alcançou patamares elevadíssimos e, em 2013, é praticamente o triplo deste. No último exercício da análise, a empresa gerou caixa suficiente para pagar os juros da dívida, apesar da piora dos indicadores de cobertura de juros em relação a 2012.

A empresa endividou durante o período com o intuito de concluir sua reorganização societária, recorrendo, porém, a dívidas de prazo mais longo, o que teve efeito positivo em sua capacidade de pagamento.

2.3 Análise Econômica

Esta última parte da análise dos demonstrativos financeiros da empresa tem como objetivo verificar a atratividade dos investimentos, por meio de indicadores de retorno.

Tabela 6 – Análise Econômica entre 2011 e 2013

Indicadores	2011	2012	2013	Média (últimos dois anos)
Crescimento das receitas	-	0,8%	1,0%	0,9%
Margem Bruta	59,1%	64,4%	59,9%	62,2%
Margem Líquida	0,1%	5,3%	5,3%	5,3%
Margem EBIT	11,1%	15,9%	18,7%	17,3%
Margem EBIT (excluindo venda de ativos)	11,1%	15,2%	12,8%	14,0%
Margem EBITDA	31,4%	31,5%	33,7%	32,6%
Capex/Receita	17,8%	23,3%	22,0%	22,7%
Giro do Ativo Permanente	0,713	1,024	0,984	1,004
Giro do Capital Investido	0,520	0,640	0,620	0,630
Giro do Ativo Total	0,350	0,407	0,405	0,406
ROCI	-0,5%	6,8%	8,5%	7,6%
ROE	0,1%	13,5%	13,0%	13,2%
ROA	-0,6%	10,8%	13,5%	12,2%
Depreciação/ Ativo Permanente	14,5%	16,0%	14,8%	15,4%
Alíquota de Imposto	-	33,6%	26,4%	30,0%

As receitas da OI estão crescendo lentamente durante os últimos anos, isso pode ser explicado pela empresa estar inserida em um mercado maduro e muito competitivo que dificulta aumentar o preço dos serviços prestados aos clientes. As margens do negócio oscilaram pouco, com ligeira melhora em relação a 2011.

A relação CAPEX/Receita, que serve para indicar se a empresa investe em prol de sua continuidade, melhorou em relação a 2011, mantendo-se estável nos dois últimos anos. Também em relação a 2011, o giro sobre o permanente, sobre o capital investido e sobre o ativo total melhoraram, melhorando as taxas de retorno. Isso pode ser confirmado pelos indicadores ROCI, ROE e ROA que foram negativos em 2011 e apresentaram resultado

médio nos últimos dois anos de 7,6%, 13,2% e 12,2% respectivamente. Por fim, a depreciação média dos ativos ficou em 15,4% e a alíquota de impostos média foi de 30%.

3. AMBIENTE DE NEGÓCIO

As empresas estão inseridas em um determinado ambiente de negócios que influencia de modo determinante seu desempenho. Assim, antes de elaborar as premissas que serão utilizadas para estimar os fluxos de caixa futuros da companhia, é necessário analisar o ambiente de negócios.

Para atingir esse objetivo, a primeira parte deste capítulo se dedica a analisar o ambiente macroeconômico cuja situação afeta todas as empresas. A segunda parte visa analisar o setor de telecomunicações. Por fim, a terceira parte é uma análise da estratégia da empresa, de forma a conhecer seu posicionamento diante do ambiente de negócios.

3.1 Análise Macroeconômica

O Brasil passou por décadas de instabilidade política e econômica, porém com a volta da democracia por meio de eleições diretas e a implantação do Plano Real, o país inicia um período de recuperação e de reformas que aumentaram o bem-estar da população e melhoraram o cenário macroeconômico.

A era FHC (1995-2002) deixou como legado positivo um tripé de políticas: metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal. Estas novas regras do jogo, segundo FABIO GIAMBIAGI *et al* (2011, p. 193) “poderiam criar as condições para o desenvolvimento econômico futuro, inflação baixa e equilíbrios externo e fiscal”. Além disso, neste período foi

decretado o fim do monopólio estatal do setor de telecomunicações quando várias empresas foram privatizadas.

A era Lula (2003-2010) se caracterizou pela consolidação das reformas positivas do período anterior e avanços sociais importantes na redução da pobreza. Pode-se destacar que, neste período, foi concedido ao Brasil o sonhado grau de investimento pelas agências de *rating*, resultado direto da estabilidade política e econômica, as reservas internacionais cresceram, as taxas de juros e de desemprego caíram. Vale ainda ressaltar que, entre 2008 e 2009, o mundo financeiro vivia uma crise aguda, afetando principalmente os EUA e a Europa. Apesar disso, o país conseguiu passar por este momento de forte instabilidade sem maiores danos por meio de políticas de afrouxamento monetário que estimularam o consumo e investimentos.

Entretanto, na era Dilma Rousseff (a partir de 2011), o cenário macroeconômico brasileiro vem se deteriorando. Há hoje uma confluência de indicadores negativos: PIB crescendo muito pouco em relação a outros países emergentes, inflação que está muito próxima do chamado teto da meta do BACEN de 6,5% em 12 meses e taxa SELIC crescente, após breve intervalo de redução. Somando-se a este cenário pouco animador, as empresas brasileiras parecem estar em compasso de espera em razão da possibilidade de mudança no cenário político nas eleições de outubro de 2014.

Apesar da taxa de desemprego se manter relativamente baixa, subiu de 6,2% no primeiro trimestre de 2014 para 7,1% no segundo trimestre segundo informações do IBGE. Assim, parece que o modelo econômico voltado ao consumo iniciado na era Lula e aprofundado pelo atual governo perdeu o fôlego.

Dessa forma, com o atual panorama econômico, seguem abaixo algumas considerações sobre os dois indicadores econômicos mais relevantes para a pesquisa: PIB e inflação.

3.1.1 Produto Interno Bruto (PIB)

De acordo com PASSOS e NOGAMI (2012, p. 385), o PIB consiste no “valor agregado de todos os bens e serviços finais produzidos dentro do território econômico do país [...] ele é medido a valores de mercado”. Este indicador é considerado um termômetro da economia, no sentido de avaliar se vai bem ou mal.

Por isso, para avaliar as perspectivas de crescimento das empresas, é importante considerar como o PIB deve se comportar no futuro. Abaixo segue a série histórica do PIB segundo o IBGE.

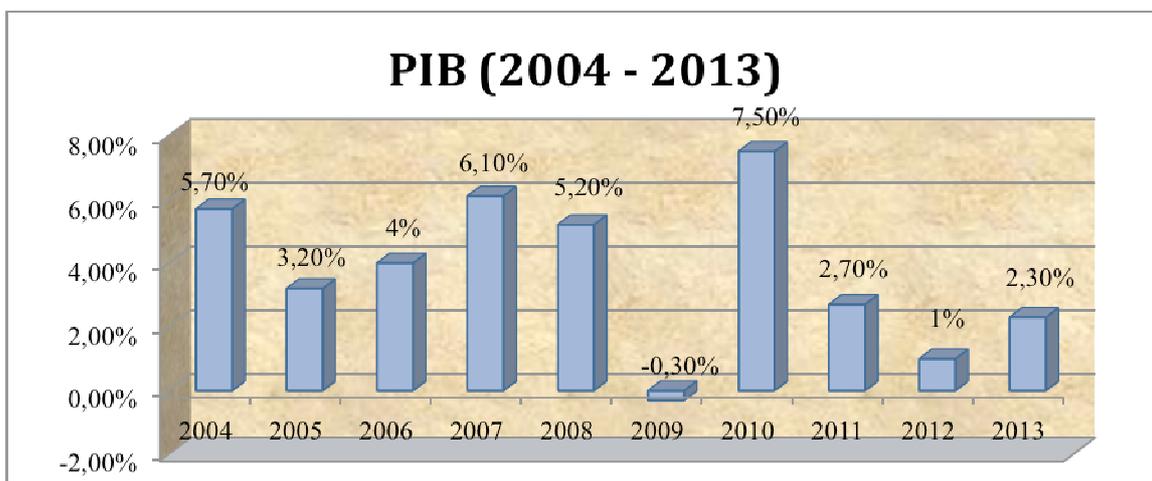


Figura 4 – Variação percentual do PIB entre 2004 e 2013

Atualmente, as expectativas dos agentes é que o PIB seja próximo de zero ao final de 2014. O último relatório Focus, divulgado pelo BACEN em 29/08/2014

(<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20140829.pdf>), apresenta uma expectativa de crescimento do PIB em torno de 0,52%. Para 2015, o mercado espera um crescimento de cerca de 1,15%. Portanto, um crescimento fraco da economia em relação a média dos últimos dez anos e mesmo em comparação a anos recentes.

3.1.2 Inflação

A inflação é um componente importante para definição das premissas utilizadas na avaliação de uma empresa. O conceito de inflação, segundo PASSOS e NOGAMI (2012, p. 385), corresponde ao “processo persistente de aumento no nível geral de preços, o que resulta em perda do poder aquisitivo da moeda”.

A inflação provoca perda de poder de compra, principalmente dos trabalhadores assalariados que ficam com o orçamento cada vez mais apertado. Outro efeito da inflação consiste em influenciar a alocação de recursos das empresas que preferem investir em projetos de curta maturação e até mesmo especulativos. Por fim, é um fenômeno também danoso o para uma distribuição de renda mais justa.

O índice de inflação considerado oficial é o IPCA, calculado e divulgado pelo IBGE. Segue abaixo a evolução anual da inflação segundo gráfico do sítio da EXAME. Como foi dito anteriormente, o Brasil possui uma política de metas de inflação que em raras vezes alcançou ou ficou abaixo do centro da meta de 4,5% em um ano. Entretanto, por meio deste gráfico, é possível observar que o país evoluiu muito, pois saiu de um patamar de dois dígitos para uma inflação cuja amplitude variou entre 3,14% em 2006 e 6,50% em 2011.



Fonte: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/veja-a-trajetoria-da-inflacao-nos-ultimos-meses-e-anos>

Figura 5 – Evolução anual da inflação de 1994 a 2013

As expectativas de mercado, segundo ao relatório Focus do final de agosto de 2014, apresentam um IPCA para o fim de 2014 em torno de 6,27% e no final de 2015, 6,29%.

3.2 Análise Setorial

A estrutura do mercado de telecomunicações no Brasil migrou do monopólio estatal para um oligopólio, ou seja, poucas empresas oferecem serviços idênticos ou similares. Os principais participantes do mercado de telecomunicações são apresentados na tabela abaixo extraído do página da TELECO na internet.

Tabela 7 – Conglomerados por segmento de atuação no setor de telecomunicações

Conglomerados	Fixo	Celular	B Larga	TV por Assinatura
Telefônica/Vivo	Telesp	Vivo	Telesp	TVA
Oi	Oi	Oi	Oi	Oi
Claro/Embratel/Net	Embratel	Claro	Net e Embratel	Net e Embratel
Tim	*	Tim	Tim Fiber	-
Vivendi	GVT	-	GVT	GVT
Nextel	-	**	-	-
Sky	-	-	SKY	SKY

* A TIM atua em longa distância na telefonia fixa e possui uma participação pequena na telefonia local.

** Nextel é uma operadora de SME (Trunking) e adquiriu uma licença de 3G em 2010.

Fonte: <http://www.teleco.com.br/operadoras/grupos.asp>

A OI S/A está inserida nos quatro grandes segmentos de mercado de telecomunicações: telefonia fixa, celular, banda larga e TV por assinatura. Seus concorrentes mais tradicionais são os grupos Telefônica/Vivo e Claro/Embratel/Net que atuam em também em todos os segmentos. Também vale destacar que o competitivo mercado de celulares possuem mais dois grandes agentes: a TIM e a Nextel. No segmento de banda larga, é possível destacar a GVT, uma empresa relativamente recente que conquistou muitos clientes de outras operadoras em razão de sua qualidade de conexão e atendimento. Por fim, o segmento de TV por assinatura, além dos grupos mencionados acima, possui a tradicional SKY e a nova entrante GVT.

Em relação ao ciclo de vida dos produtos, já é reconhecido que a telefonia fixa chegou a sua fase de maturidade e pode estar em declínio em razão de sua substituição gradual por linhas de celular. Por outro lado, as linhas de telefonia móvel também estão atingindo sua fase de maturidade e sua expansão começa a ficar mais lenta. Por outro lado, os serviços de transmissão de dados estão em fase de crescimento devido ao aumento do uso de *smartphones* e *tablets*, além do recente fenômeno conhecido como internet das coisas cuja tendência é conectar todos os aparelhos eletrônicos. Por fim, o serviço de TV por assinatura também está

em ciclo de crescimento, pois apresenta espaço para expansão devido aumento de renda da população mais pobre.

Abaixo segue uma tabela que apresenta a evolução dos produtos em número de acessos totais no país que ajuda a entender seu ciclo de vida. É possível verificar a quase estagnação da telefonia fixa e a redução do crescimento da móvel. Também é possível notar a diferença de acessos de banda larga e de TV por assinatura em relação a telefonia fixa, o que leva a crer que existe grande potencial de crescimento.

Tabela 8 – Acesso por produto em milhões

Produto	2009	2010	2011	2012	2013
Celulares	174,0	202,9	242,2	261,8	271,1
Telefones Fixos	41,5	42,0	43,0	44,3	44,8
Banda larga	11,4	13,8	16,3	19,0	21,3
TV por Assinatura	7,5	9,8	12,7	16,2	18,0

Fonte: <http://www.teleco.com.br/estatis.asp>

A próxima tabela se refere ao *market share* das empresas de telecomunicações no primeiro trimestre de 2014. A OI S/A possui a liderança no segmento de telefonia fixa e está em segundo lugar no serviço de banda larga. No segmento de celulares, a empresa amarga um quarto lugar e em TV por assinatura possui apenas 4,6% do mercado que é ainda dominado pelas marcas NET e SKY.

Tabela 9 – Market Share do setor de telecom no primeiro trimestre de 2014

1T14	Receita (%)		Market Share (Acessos)			
	Bruta	Líquida	Tel. Fixos	Celulares	B Larga	TV por assinatura
Telefônica/Vivo	23,3%	25,4%	22,9%	28,5%	18,9%	3,3%
Claro/Embratel/Net	31,1%	25,3%	24,3%	25,3%	29,5%	53,6%
Oi	20,0%	20,3%	39,1%	18,5%	28,3%	4,6%
Tim	12,6%	13,9%	1,5%	27,1%	-	-
Sky	4,7%	6,3%	-	-	-	29,8%
GVT	3,7%	3,9%	9,2%	-	12,6%	3,8%
Nextel	2,8%	3,2%	-	0,12%	-	-
Outros	1,6%	1,8%	3,1%	0,4%	10,6%	4,9%
Total Brasil	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: <http://www.teleco.com.br/operadoras/grupos.asp>

Finalmente, a tabela abaixo apresenta os valores de receitas do setor de telecomunicações e número de acessos no ano de 2013 por grupo de empresas.

Tabela 10 – Receita e número de acessos por conglomerado em 2013

2013	Receita (R\$ Milhões)		Acessos (Milhares)			
	Bruta	Líquida	Tel. Fixos	Celulares	B Larga	TV por assinatura
Telefônica/Vivo	51.966	34.722	10.253	77.245	3.922	594
Claro/Embratel/Net	46.385	33.197	10.862	68.704	6.140	9.658
Oi	45.253	28.422	17.500	50.216	5.888	829
Tim	29.662	19.921	665	73.431	-	-
Sky	10.287	8.253	-	-	-	5.371
GVT	7.731	4.862	4.125	-	2.621	678
Nextel	6.848	4.769	-	318	-	-
Outros	3.084	2.579	1.380	1.186	2.209	890
Total Brasil	201.215	35.504	44.785	271.100	20.780	18.020

Fonte: <http://www.teleco.com.br/operadoras/grupos.asp>

3.2.1 Forças competitivas de Porter

a) Rivalidade interna

A competitividade no setor é intenso e, como foi mencionado, a OI S/A se destaca no segmento de telefonia fixa e banda larga, entretanto está em desvantagem nos segmentos de telefonia móvel e de TV por assinatura.

b) Poder de barganha dos compradores

No setor de telecomunicações, as receitas são provenientes de milhões de clientes e nenhum específico possui muito poder de barganha. Em geral, os clientes assinam contratos de serviço por adesão onde não há possibilidade de alterar quaisquer cláusulas.

c) Poder de barganha dos fornecedores

Os fornecedores que possuem maior poder de barganha estão na área de tecnologia de telecomunicações. Porém, a maioria dos outros fornecedores têm pouco poder para negociar perante as grandes empresas do setor.

d) Barreira a novos entrantes

São muitas as barreiras de entrada neste setor. As mais importantes são as restrições governamentais impostas pela ANATEL, licenças ambientais necessárias para instalação de infraestrutura em cada município em for atuar, necessidade de elevados investimentos para competir em um setor altamente tecnológico cuja economia de escala é muito relevante.

e) Ameaça de serviços substitutos

Atualmente existe uma tendência de migração do uso da telefonia fixa pela móvel, o que pode prejudicar muito as receitas da OI S/A no segmento onde possui a liderança em *market share*.

Também é uma ameaça a crescente utilização de aplicativos de celular que substituem as ligações tradicionais como o Skype e o WhatsApp. É possível adicionar como ameaça a substituição de TV por assinatura por canais na internet. Como é possível concluir, há grande potencial para a banda larga que ainda não possui substitutos, mas que pode, em conjunto com outras tecnologias, reduzir os ganhos de outros segmentos.

3.3 Análise da estratégia da empresa

Considerando a definição de estratégia de PORTER (1999, P. 63), esta significa “criar uma posição exclusiva e valiosa, envolvendo um diferente conjunto de atividades.” Em sua página na internet, a OI S/A apresenta sua estratégia da seguinte forma:

- Foco na convergência: diferenciador da Oi em relação aos competidores, permitindo oferecer pacotes integrados de telefonia fixa, móvel, banda larga e TV por assinatura, fidelizando clientes, aumentando a receita média por cliente e obtendo sinergias que reduzem os custos operacionais da companhia.
- Ampliação da base de clientes e evolução dos serviços de banda larga: sendo uma importante alavanca de crescimento e fundamental no futuro das telecomunicações, a Oi investe continuamente na expansão e ampliação das suas redes de banda larga (fixa e móvel) e na evolução para novas tecnologias, ampliando as ofertas de acesso à internet em altas velocidades.
- Atuação em novos negócios e mercados: a busca pela inovação e o crescimento contínuo de novos negócios é parte essencial da estratégia da Oi, que analisa continuamente oportunidades no setor de telecomunicações e em segmentos adjacentes que apresentem sinergia com os negócios da companhia.
- Ampliação da eficiência operacional, melhorando a qualidade dos serviços: a melhoria dos processos internos, a otimização da alocação de recursos e a melhoria da qualidade dos serviços prestados aos clientes continuará a ser prioridade estratégica para a companhia.
(http://ri.oi.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43306)

3.3.1 Matriz SWOT

O quadro abaixo apresenta a Matriz SWOT da empresa onde serão sumarizadas as oportunidades de negócio e as ameaças, além de pontuar o foi avaliado como seus pontos fortes e fracos.

OPORTUNIDADES	AMEAÇAS
<p>Aumento do poder aquisitivo da população brasileira.</p> <p>Crescimento forte do mercado de TV por assinatura e banda larga de maiores velocidades, em especial pelo crescimento da classe C.</p> <p>Implementação do Programa Nacional de Banda Larga (universalização).</p> <p>Serviços de telecomunicações utilizados em grandes eventos esportivos que o Brasil irá receber.</p> <p>Serviços de telecom essenciais para sustentar o crescimento do país.</p> <p>Redução das cargas tributárias.</p> <p>Maior percepção da necessidade do cliente através das redes sociais e internet, com amplificação do canal de venda.</p> <p>Tendência pela convergência e mobilidade de serviços.</p>	<p>Fim da concessão de telefonia fixa em 2020.</p> <p>Presença mais intervencionista da ANATEL como regulador.</p> <p>Alta competição no mercado de telefonia móvel.</p> <p>Convergência de tecnologia, serviços e conteúdo.</p> <p>Rápida obsolescência da tecnologia. Setor de capital intensivo.</p> <p>Avanço de concorrentes, como GVT e NET, em telefonia e banda larga em mercados de alta rentabilidade.</p> <p>Início das ofertas convergentes de seus principais concorrentes, como a Vivo.</p> <p>Entrada da Vivo em oferta de banda larga em alta velocidade na área em que a Oi é líder de mercado, utilizando a capacidade em tecnologia 4G.</p>
PONTOS FORTES	PONTOS FRACOS
<p>Parceria estratégica com a Portugal Telecom (PT), referência de telecomunicações na Europa.</p> <p>Abrangência da infra-estrutura da rede já instalada.</p> <p>Presença em mais de 17 milhões de domicílios no Brasil.</p> <p>Experiência em ofertas convergentes.</p> <p>Diferencial inovador em comunicação e marketing.</p> <p>Processo de integração das ofertas em fase madura.</p> <p>Forte geração de caixa.</p> <p>Equipe de gestão (<i>management</i>) muito experiente e bem preparada.</p> <p>Alta capacidade de inovação.</p> <p>Capilaridade de canais de vendas. Número crescente de lojas próprias.</p>	<p>Defasagem tecnológica da rede em um setor em rápida evolução.</p> <p>Baixa relação de assinantes pós-pago/pré-pago.</p> <p>Fraco desempenho da empresa nos indicadores de qualidade de atendimento do setor.</p> <p>Alto endividamento e baixa disponibilidade atual de capital.</p>

Fonte: Granjeiro *et al* (2013, p. 11)

Figura 6 – Matriz SWOT da OI S/A

3.3.2 Matriz BCG

O quadro abaixo classifica os serviços oferecidos pela empresa segundo a lógica da Matriz BCG que leva em conta a participação relativa e o crescimento do mercado.

		Participação Relativa de Mercado	
		Alta	Baixa
Crescimento do mercado	Alto	Banda Larga	TV por assinatura
	Baixo	Telefonia Fixa	Telefonia Móvel

Figura 7 – Matriz BCG (análise de *portfolio*)

A estrela da empresa é a banda larga que é um mercado de alto potencial de crescimento e onde a empresa é bem posicionada. A vaca leiteira é a telefonia fixa, pois é um mercado maduro no qual a empresa lidera. A grande interrogação é a TV por assinatura que tem alto potencial de crescimento mas onde a companhia ainda engatinha. Enfim, o abacaxi fica por conta da telefonia móvel que tem pouca possibilidade de expansão e onde a OI perde em *market share* para as principais concorrentes, além de ser um produto com a margens baixa em razão da concorrência acirrada.

4. PREMISSAS

Nesta capítulo serão apresentadas as premissas que serão utilizadas no modelo de fluxo de caixa descontado.

4.1 Receitas

A partir da atual situação da empresa e de acordo com as perspectivas do crescimento da economia e da inflação, as receitas estimadas para o período entre 2014 e 2019 seguem na tabela abaixo.

Tabela 11 – Previsão de receitas (2014 – 2019)

Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
R\$ (milhões)	28.706	29.137	29.720	30.611	31.836	33.428
Δ%	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%

4.2 Margem EBIT

Por meio de análise retrospectiva, a média da margem EBIT da empresa nos últimos três anos foi de 12,79%, descontados os efeitos da venda de ativos. Portanto, este será percentual utilizado no modelo em 2014. A partir de 2015 e até 2018, será considerado um acréscimo de 0,5% devido a ganhos de eficiência. Em 2019, admite-se que haverá novo ganho de eficiência de 0,5%. Segue tabela com a evolução prevista do EBIT.

Tabela 12 – Previsão do EBIT (2014 – 2019)

Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
R\$ (milhões)	3.671	3.871	3.949	4.067	4.230	4.609
% Receitas	12,79%	13,29%	13,29%	13,29%	13,29%	13,79%

4.3 Alíquota de impostos

Nos últimos dois anos, a alíquota média de impostos da OI S/A representa 30% de seu LAIR, cabe ressaltar que em 2011 esta foi zero porque a empresa apresentou LAIR negativo. Assim, esta será a taxa utilizada como premissa.

Tabela 13 – Previsão de Impostos (2014 – 2016)

Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
R\$ (milhões)	1.102	1.163	1.186	1.221	1.270	1.384

4.4 CAPEX

Como premissa neste trabalho, o CAPEX será a taxa média de 18,5% sobre as receitas encontrada entre 2011 e 2013. Segue a tabela abaixo com as estimativas em milhões de reais.

Tabela 14 – Previsão do CAPEX (2014 – 2016)

Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
R\$ (milhões)	5.300	5.380	5.487	5.652	5.878	6.172

4.5 Depreciação

Para fins de aplicação ao modelo, a taxa de depreciação que será utilizada como premissa será a média dos últimos três anos analisados (2011 - 2013), a qual ficou em 14,8% do ativo permanente.

Tabela 15 – Previsão de depreciação (2014 – 2016)

Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
R\$ (milhões)	5.038	5.089	5.148	5.222	5.319	5.446

4.6 Parâmetros do WACC

a) Taxa livre de risco

A taxa considerada livre de risco será o T-Bond de 30 anos do Tesouro dos Estados Unidos que é de 3,38% aa segundo consulta em 20/05/2014 na página do governo americano (<http://www.treasury.gov>).

b) Beta da ação

O beta da OI S/A foi calculado com base no histórico do retorno das ações no período entre 2012 e 2014. Este indicador ficou em 0,95.

c) Risco país

Este indicador será representado pelo EMBI+Brasil que estava em 2,39% em consulta de 20/05/2014.

d) Prêmio de risco de mercado

O prêmio de risco para renda variável segundo consulta ao site do Damodaran (www.damodaran.com) em 20/05/2014 estava em 6,29% no mercado estadunidense.

e) *Company Spread Default* (CDS)

O CDS da empresa é BBB- segundo metodologia de *rating* da Standard & Poor's, o que equivale uma taxa de *spread* de 2,2%.

f) Inflação EUA X Brasil

A tabela abaixo apresenta uma previsão da inflação nos EUA e no Brasil para o período entre 2014 e 2019 que será útil para encontrar WACC nominal em reais (R\$).

Tabela 16 – Previsão de inflação EUA X Brasil (2014 – 2019)

Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inflação EUA	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflação Brasil	6,5%	5,8%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%

5. AVALIAÇÃO DA EMPRESA

Este capítulo apresentará o valor justo encontrado para a OI S/A com base nas premissas formadas após a análise das demonstrações financeiras entre 2011 e 2013 e da estratégia da empresa, bem como do entendimento do setor de telecomunicações. O modelo para calcular o valor da empresa é o de fluxo de caixa descontado no qual são estimados o fluxos de caixa futuros da companhia, os quais serão descontados pelo custo médio ponderado de capital (WACC).

5.1 Cálculo do WACC

Tabela 17 – Cálculo do WACC nominal em reais (2014 – 2019)

E/(D+E)	25,12%					
D/(D+E)	74,88%					
Taxa Livre de Risco	3,38%					
Prêmio de Renda Variável	6,29%					
Risco Brasil	2,39%					
Ke Nominal US\$	11,75%					
Taxa Livre de Risco	3,38%					
Risco Brasil	2,39%					
Company Default Spread	2,20%					
Kd Nominal US\$	7,97%					
Ano	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WACC Nominal US\$	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%	7,13%
Inflação EUA	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Inflação Brasil	6,50%	5,80%	5,50%	5,50%	5,00%	5,00%
WACC Nominal R\$	11,85%	11,12%	10,80%	10,80%	10,28%	10,28%

5.2 Cálculo do valor justo da OI S/A

A tabela abaixo apresenta os valores utilizados no cálculo do valor justo da empresa com a previsão de fluxo de caixa a partir de 2014.

Tabela 18 – Cálculo do valor justo da OI S/A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Taxa de crescimento nas vendas	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Em R\$ milhões						
Receita Operacional Líquida	28.706	29.137	29.720	30.611	31.836	33.428
x Margem EBIT (ex. venda de ativos)	12,8%	12,8%	13,3%	13,3%	13,3%	13,8%
= EBIT	3.671	3.871	3.949	4.067	4.230	4.609
(% Alíquota de Impostos (T))	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
= LUCRO OPERACIONAL (EBIT x (1-T))	2.568	2.709	2.763	2.846	2.960	3.225
ATIVO PERMANENTE - INVEST. (inicial)	28.706	28.968	29.259	29.598	30.028	30.586
CAPEX	18,5%	5.300	5.380	5.487	5.652	6.172
ATIVO PERMANENTE - INVEST. (final)	34.006	34.347	34.746	35.250	35.905	36.758
Taxa de Depreciação	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
DEPRECIACÃO	5.038	5.089	5.148	5.222	5.319	5.446
CDG/Receita Líquida	6,3%	18	27	37	56	77
= Fluxo de Caixa da Empresa	2.288	2.391	2.387	2.360	2.324	2.398
FATOR DE DESCONTO	1,119	1,243	1,377	1,526	1,683	
VP dos FCFFs	2.046	1.923	1.733	1.547	1.381	27.003
EV	35.633					
+ Caixa	3.931					
+ Invest.	174					
- Dívidas	34.347					
Equity	5.390					
n.ações	1.640					
Valor Justo	3,29					
Cotação 27/05/14	1,95	Preço ponderado ON/PN				
Upside	68,2%					

Após a aplicação deste modelo, o valor justo obtido da empresa é de R\$ 35.633 milhões. Entretanto, o valor do *Equity* é de apenas R\$ 5.390 milhões, pois o valor atual da dívida líquida é de R\$ 30.243 milhões. Assim, o valor justo por ação encontrado foi de R\$ 3,29 e seu potencial de valorização é de 68,2% em relação ao preço de negociação de R\$ 1,95 em 27/05/2014.

6. Conclusão

A companhia de capital aberto OI S/A que presta serviços de telecomunicações com abrangência nacional vive um momento delicado de história devido ao seu alto grau de endividamento que em termos de valor justo chega a quase seis vezes o valor de seu patrimônio líquido. Além dos problemas financeiros, a companhia convive com problemas societários após a aliança com a empresa estrangeira Portugal Telecom com a qual, posteriormente, viria a costurar um acordo de fusão que injetaria recursos para reduzir seu endividamento. Entretanto, devido a problemas financeiros e indícios de fraudes no grupo Espírito Santo, que controla a Portugal Telecom, o aporte ainda não foi realizado e a fusão ainda segue sem conclusão.

Além dos problemas internos que precisam ser superados, o país pode estar no início de uma recessão segundo dados do IBGE que apontam redução do PIB nos dois primeiros trimestres de 2014, o que pode prejudicar o consumo de bens e de serviços no curto prazo. Vale acrescentar que o setor de telecomunicações está cada vez mais competitivo e mostra indícios de declínio no segmento de telefonia fixa, onde a OI S/A é líder. Por isso, o caminho a ser trilhado passa pela convergência dos serviços que já são vendidos em pacotes aos consumidores. O problema é que os principais rivais da companhia também já fazem o mesmo e, portanto, isso não é um diferencial competitivo. A empresa, para ganhar *market share*, precisa investir na melhoria dos serviços prestados e no atendimento ao cliente, pois estes são, historicamente, as maiores deficiências das empresas do setor segundo reclamação dos consumidores.

Finalmente, ao analisar a companhia como um investimento, apesar do preço de negociação em bolsa de valores estar baixo em relação ao valor justo por ação calculado, há que se admitir que envolve um alto risco, principalmente, devido a seu endividamento excessivo. Entretanto, caso a empresa consiga solucionar seus problemas societários e desalavancar, os investidores que compraram ações nesse patamar de preço poderá obter ganhos significativos. Portanto, o estado atual da companhia inspira cuidado e atenção.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus: relatório de mercado**. Brasília, 08/2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20140829.pdf>>. Acesso em: 06/09/2014.

BAUTZER, Tatiana. Uma senhora lambança. **Exame**, São Paulo: Abril, ed. 1070, ano 48, n. 14, p. 118-120, ago. 2014.

BETHLEM, Agrícola de Souza. **Estratégia Empresarial: conceitos, processos e administração estratégica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN ONLINE. **Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current**. New York, 01/2014. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>>. Acesso em: 20/05/2014.

EXAME.COM. **Veja a trajetória da inflação nos últimos meses e anos**. São Paulo, 01/2014. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/veja-a-trajetoria-da-inflacao-nos-ultimos-meses-e-anos>>. Acesso em: 06/09/2014.

GRANJEIRO *et al.* **Estratégia de Empresas: desenvolvimento da estratégia da organização OI S/A**. 2013. Trabalho apresentado nas aulas de Estratégia Empresarial, Rio de Janeiro, 2013.

GIAMBIAGI *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea: 1945 – 2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Governança Corporativa**. São Paulo. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 05/09/2014.

KLUYVER, Cornelis A. de; PEARCE II, John A. **Estratégia: uma visão executiva**. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

NOGAMI, Otto; PASSOS, Carlos Roberto Martins. **Princípios de Economia**. 6. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

OI S/A. **Investidores**. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://ri.oi.com.br/oi2012/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acesso em: 05/09/2014.

PORTER, Michael E. **Competição (*on competition*): estratégias competitivas essenciais**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

INTELIGÊNCIA EM TELECOMUNICAÇÕES – TELECO. **Estatísticas do Brasil – Geral**. São José dos Campos, 08/2014. Disponível em: <<http://www.teleco.com.br/estatis.asp>>. Acesso em: 05/09/2014.

_____. **Grupos de Telecom no Brasil**. São José dos Campos, 08/2014. Disponível em: <<http://www.teleco.com.br/operadoras/grupos.asp>>. Acesso em: 05/09/2014.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Daily Treasury Yield Curve Rates**. Washington (DC), 05/2014. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>>. Acesso em: 20/05/2014.