

**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**

MESTRADO EM CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL:
O CASO BRASILCEL, N.V.**

NUNO MANUEL DE JESUS PEREIRA

Orientação: Prof. Dr. Telmo Francisco Vieira

Junho de 2011

Resumo

A concepção do presente estudo pretendeu dar resposta à questão “como avaliar empresas numa óptica de aquisição hostil?”, recorrendo para tal ao estudo do caso único da aquisição da Brasilcel.

A metodologia adoptada foi o estudo de um caso único (Yin, 1994), que procura responder a questões do tipo “como?” e “porquê?”. A avaliação realizada recorreu aos métodos dos fluxos de caixa livre e dos múltiplos, acrescida de um prémio de aquisição.

Observou-se que o valor da participação na Brasilcel é de aproximadamente 4,078 mil milhões de euros, segundo o método dos fluxos de caixa livre, e que o mercado de capitais subavalia a empresa. Foi também apurado um prémio de aquisição de 83,93% de acordo com este método de avaliação.

A conclusão a que foi possível chegar é que, no caso de aquisições hostis, a avaliação deve ser feita recorrendo ao método dos fluxos de caixa livre acrescido de um prémio de aquisição.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, fusões e aquisições, prémio de aquisição.

Abstract

The purpose of this study was to answer “how to value firms in an hostile acquisition perspective?”. To do so it was examined the unique case of the acquisition of Brasilcel.

The methodology used was the unique case study (Yin, 1994) which tries to answer for “how” and “why” type of questions. The valuation performer resorted to the free cash flow and multiples methods plus an acquisition premium.

The results of the study were that the value of the share of Brasilcel is approximately 4,078 million euros and the stock market undervalues the company according to the free cash flow valuation method. It was also determined an acquisition premium of 83,93%.

The main conclusion is that in the case of hostile acquisitions the valuation should be made using the free cash flow method plus an acquisition premium.

Keywords: Firm valuation, merger and acquisition, acquisition premium.

Agradecimentos

O presente trabalho é o resultado final de um ciclo académico, marcando consequentemente o início de um ciclo profissional. O fim de um ciclo é o momento ideal para fazer um balanço dos acontecimentos, no caso particular reconhecer o contributo daqueles sem os quais não teria sido possível aqui chegar.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer aos meus pais pelo seu apoio e tempo despendido na revisão deste trabalho. E também à minha namorada, Marta, pelo carinho e apoio durante cada uma das fases de elaboração desta tese.

Gostaria ainda de agradecer à Professora Cristiane Pedron, pelos seus ensinamentos no decurso da disciplina de *Customer Relationship Management*, que me foram muito úteis na estruturação e desenvolvimento do presente trabalho.

Não poderia deixar de agradecer também ao Professor Telmo Vieira por ter sido meu orientador.

Índice

Resumo	2
Abstract.....	3
Agradecimentos.....	4
Índice	5
Índice de figuras	6
Índice de tabelas	7
Índice de equações.....	8
1. Introdução	9
2. Enquadramento teórico	10
2.1. Caso de estudo	10
2.1.1. Caracterização do sector das telecomunicações	10
2.1.2. Brasilcel	11
2.1.3. Operação de aquisição	12
2.2. Fusões e aquisições.....	13
2.2.1. Operações transfronteiriças.....	13
2.2.2. Operações no Brasil	14
2.3. Avaliação de empresas.....	15
2.3.1. Método dos fluxos de caixa	17
2.3.1.1. Fluxos de caixa livre	19
2.3.2. Método dos múltiplos	21
2.3.3. Prémio de aquisição	22
3. Metodologia	23
3.1. Método dos fluxos de caixa	24
3.2. Método dos múltiplos	24
3.3. Prémio de aquisição	25
4. Análise de resultados.....	26
4.1. Método dos fluxos de caixa	26
4.1.1. Demonstrações financeiras integradas.....	26
4.1.2. Projecções	27
4.1.3. Reorganização das rubricas.....	30
4.1.4. Fluxos de caixa livre	31
4.2. Método dos múltiplos	34
4.3. Prémio de aquisição	35
5. Conclusões	36
5.1. Limitações do estudo	36
5.2. Sugestões para trabalhos futuros.....	37
Referências	38
Anexos	42

Índice de figuras

Figura 2.1 – Estrutura accionista da Brasilcel.	12
Figura 2.2 – Histórico de operações de f&a no Brasil, entre 1994 e 2009.....	14
Figura 4.1 – Número de acessos do serviço móvel.	28

Índice de tabelas

Tabela 3.1 – Fórmulas de cálculo dos múltiplos.	25
Tabela 4.1 – Projecção de vendas e serviços prestados.....	28
Tabela 4.2 – Custo médio ponderado do capital.	31
Tabela 4.3 – Fluxos de caixa livre actualizados.	32
Tabela 4.4 – Valor do capital próprio da Vivo Participações.....	33
Tabela 4.5 – Valor da participação da Portugal Telecom na Brasilcel.....	33
Tabela 4.6 – Indicadores de cálculo dos múltiplos das empresas comparáveis.	34
Tabela 4.7 – Múltiplos das empresas comparáveis.	34
Tabela 4.8 – Prémio de aquisição da Brasilcel.....	35

Índice de equações

Equação 2.1 – Valor da empresa com referência aos fluxos de caixa actualizados.	18
Equação 2.2 – Valor residual da empresa.....	18
Equação 2.3 – Fluxos de caixa livre.	19
Equação 2.4 – Custo médio ponderado do capital (WACC).	20
Equação 2.5 – Custo do capital próprio (CAPM).....	20
Equação 4.1 – Valor residual da empresa.....	32

1. Introdução

As operações de fusão e aquisição (f&a) têm um papel fundamental na regeneração do tecido empresarial, no seu crescimento e competitividade. Impulsionadas pelo fenómeno da globalização, estas operações tornaram-se na principal estratégia adoptada pelas empresas com o objectivo de conquistar novos mercados.

A concepção do presente estudo pretende dar resposta à questão “como avaliar empresas numa óptica de aquisição hostil?”, recorrendo para tal ao estudo do caso único da aquisição da Brasilcel, N.V. [Brasilcel]. A participação de 50% detida pela Portugal Telecom na Brasilcel, avaliada a preços de mercado em 2,6 mil milhões de euros, foi adquirida pela Telefónica por 7,5 mil milhões de euros, o que representa um acréscimo de 5,1 mil milhões de euros (cerca de 190%).

O objectivo deste trabalho consiste em perceber como são avaliadas as empresas numa óptica de aquisição e como se relaciona o seu valor com o preço de aquisição, tendo particular enfoque em operações de tomada de controlo hostis.

O estudo encontra-se estruturado em seis capítulos. O primeiro capítulo constitui a introdução. O segundo capítulo apresenta o enquadramento teórico ao tema, nomeadamente sobre o caso de estudo, os conceitos de fusões e aquisições bem como de avaliação de empresas. O terceiro capítulo reflecte a metodologia de estudo adoptada. O quarto capítulo traduz a análise de resultados. Por último, o quinto capítulo apresenta as conclusões do estudo.

A principal limitação deste trabalho resulta da multiplicidade de métodos de avaliação de empresas existente, o que reduz comparabilidade de resultados entre os mesmos. A falta de informação disponível sobre a empresa avaliada e o facto de esta operar num mercado em desenvolvimento dificultou também a sua avaliação. Foi ainda relevante o facto de não ter sido possível apurar as sinergias potenciais que a Telefónica estima obter com a aquisição da Brasilcel.

Observou-se que o valor da participação de 50% na Brasilcel, segundo o método dos fluxos de caixa livre, é de aproximadamente 4,078 mil milhões de euros e que o mercado de capitais subavalia a empresa. Foi também possível apurar um prémio de aquisição de 83,93% de acordo com este método de avaliação.

A conclusão a que foi possível chegar é que, no caso de aquisições hostis, a avaliação de empresas deve ser feita recorrendo ao método dos fluxos de caixa livre acrescido de um prémio de aquisição.

2. Enquadramento teórico

O enquadramento teórico tem como finalidade suportar o desenvolvimento deste trabalho, pela abordagem de conceitos e ferramentas que permitam analisar e compreender o objecto de estudo. Este é constituído pela análise do caso de estudo, dos conceitos de fusões e aquisições bem como de avaliação de empresas.

2.1. Caso de estudo

O presente estudo tem como objecto de análise o caso único da aquisição da Brasilcel, N.V., uma das maiores e mais mediáticas operações envolvendo uma empresa portuguesa. A Brasilcel é detida em partes iguais pela Portugal Telecom e pela Telefónica e actua, através das suas subsidiárias, no sector das telecomunicações no Brasil. Para abordar este caso de estudo, importa caracterizar o sector das telecomunicações, analisar a Brasilcel e os contornos da operação de aquisição.

2.1.1. Caracterização do sector das telecomunicações

O sector das telecomunicações engloba as empresas prestadoras de serviços de telecomunicação fixa, telecomunicação móvel, ligação à internet e televisão por assinatura.

De acordo com Pires e Dores (2000), o sector ganhou dinamismo após 1990 fruto da inovação tecnológica dos sistemas de informação e comunicação bem como da liberalização dos mercados. A inovação tecnológica permitiu a convergência dos segmentos de telecomunicação, informática e entretenimento (acrescentando valor aos serviços prestados) e a redução de custos (ganhando rentabilidade). Como consequência, desenvolveu-se um ambiente competitivo e uma tendência de concentração do sector através de operações de f&a.

Verifica-se ainda uma tendência clara do sector para desenvolver os serviços de telecomunicação móvel e de internet em detrimento da telecomunicação fixa, anteriormente a base do sector (Pires & Dores, 2000).

No que diz respeito ao sector das telecomunicações brasileiro, este é regulado pela Anatel e reparte-se pelos serviços de telefone fixo, telefone móvel, internet, televisão por assinatura e radiodifusão.

O relatório anual do sector (Anatel, 2009), dá conta de uma normalização do serviço de telefone fixo na última década, registando em 2009 um total de 41,5 milhões de acessos. As principais operadoras do segmento fixo são a Oi (via Brasil Telecom e Telemar), a Embratel, a Telefónica e a Tim.

Em contraposição, o serviço de telefone móvel tem registado um desenvolvimento exponencial na sua base de assinantes e cresceu cerca de 15,5% ao longo de 2009, para um total de 173,9 milhões de assinaturas. Este dinamismo é consequência da expansão da área abrangida, de uma maior capacidade da rede e da oferta de novos e melhores

serviços por parte das operadoras. As operadoras mais importantes neste segmento são a Vivo, a Claro, a Tim e a Oi.

Também o serviço de internet tem progredido favoravelmente. O ano de 2009 fechou com 21,7 milhões de acessos à internet rápida, dos quais 13 milhões são acessos fixos e os restantes 8,7 milhões são acessos móveis.

O segmento de televisão por assinatura alcançou em 2009 7,5 milhões de subscritores, valor que traduz um aumento de cerca de 19% face a 2008. O seu crescimento deveu-se sobretudo a uma oferta mais alargada de serviços múltiplos (pacotes combinados) e à distribuição de televisão por satélite. As operadoras dominantes nesta área são a Net e a Sky com uma representação conjunta de 74,76% do segmento.

Em suma, o forte investimento feito no alargamento das áreas servidas, na oferta de serviços inovadores e de pacotes de serviços combinados tem permitido o desenvolvimento do sector das telecomunicações e perspectiva-se que continue a crescer nos próximos anos.

2.1.2. Brasilcel

A Brasilcel é uma *holding*¹ de direito holandês que foi constituída, na sequência de um contrato de *joint venture* celebrado em Janeiro de 2001, entre a Portugal Telecom e a Telefónica (operadoras de telecomunicações líderes em Portugal e Espanha, respectivamente). Esta parceria estratégica, detida em partes iguais de 50% pelas duas entidades, destinava-se a consolidar as participações que cada uma detinha no mercado de telecomunicações no Brasil com o objectivo de criar uma operadora líder (Portugal Telecom, 2010a).

Nos anos que se seguiram, a Brasilcel passou a operar sob a marca Vivo, aumentou gradualmente as participações que detinha e reestruturou-as numa *sub-holding* a que chamou de Vivo Participações, S.A.. A estratégia definida permitiu à Vivo posicionar-se como «principal prestadora de serviços de telecomunicações móveis do Brasil» (Portugal Telecom, 2010a – pág. 3).

Com referência ao Relatório e Contas de 31 de Dezembro de 2009 (Vivo Participações, 2010), a Brasilcel detém o controlo da Vivo Participações, S.A. com uma participação de 59,42% que, por sua vez, controla a 100% as operadoras de telecomunicações móveis Teleming Celular, S.A. e Vivo, S.A. que actuam no mercado brasileiro (vide Figura 2.1).

¹ Uma *holding* é uma «empresa que detém participações noutras empresas. A holding não exerce quaisquer actividades operacionais, mas apenas gere as várias unidades operacionais que detém» (Carvalho das Neves & Associados Consultores em Gestão, Lda. [Neves & Associados], 1999 – pág. 126).

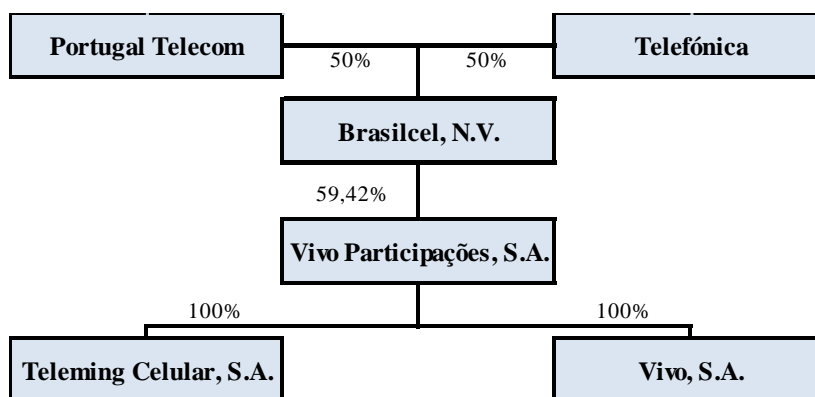


Figura 2.1 – Estrutura accionista da Brasilcel.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Vivo Participações (2010).

O mesmo documento perspectiva para 2010 que o sector consiga registar um crescimento superior à média da economia brasileira e que a Vivo continue na liderança do mercado.

2.1.3. Operação de aquisição

O ano de 2010 teve para a Brasilcel grande importância na medida em que foi alvo de uma oferta de aquisição, assistindo-se à conseqüente disputa do seu controlo por parte dos seus dois accionistas. Durante três meses teve lugar um processo negocial complexo, mas do qual ambos os intervenientes saíram satisfeitos.

A 6 de Maio de 2010, a Telefónica apresentou uma oferta de aquisição não solicitada sobre a participação que a Portugal Telecom detinha no capital da Brasilcel. A proposta no valor de 5,7 mil milhões de euros foi prontamente rejeitada pelo Conselho de Administração da Portugal Telecom (Portugal Telecom, 2010a).

Após ver rejeitada a oferta inicial, a Telefónica apresentou a 1 de Junho do mesmo ano uma proposta revista no valor de 6,5 mil milhões de euros que o Conselho de Administração da Portugal Telecom entendeu submeter à apreciação dos seus accionistas em Assembleia Geral, marcada para 30 de Junho de 2010. Não obstante, a Portugal Telecom entendeu que a oferta apresentada não reflectia o valor estratégico da Brasilcel devido ao grande potencial de crescimento do mercado brasileiro de telecomunicações e de valorização da própria Vivo como operadora móvel líder de mercado (Portugal Telecom, 2010a).

Antes da Assembleia Geral da Portugal Telecom, a Telefónica teve ainda oportunidade para rever em alta o valor da sua proposta de aquisição para 7,15 mil milhões de euros mas ainda assim foi insuficiente para convencer os accionistas (Portugal Telecom, 2010b).

No dia 28 de Julho de 2010 a Portugal Telecom anunciou ter celebrado um acordo para alienação da sua participação de 50% na Brasilcel à Telefónica pelo valor de 7,5 mil milhões de euros, pondo fim a meses de impasse negocial. O pagamento acontece de

forma faseada, sendo 4,5 mil milhões de euros pagos após a conclusão da aquisição, mil milhões de euros pagos em 30 de Dezembro de 2010 e os restantes 2 mil milhões pagos até 31 de Outubro de 2011 (Portugal Telecom, 2010b).

2.2. Fusões e aquisições

As fusões e aquisições são nos dias de hoje uma realidade inegável tal a importância que assumem no ciclo de vida das empresas, tanto a nível nacional como além fronteiras. O estudo desta realidade é, por isso, fundamental para compreender que operações são estas e qual o seu papel.

Normalmente citados de forma indiferenciada, os conceitos de fusão e aquisição traduzem operações distintas em termos jurídicos e de gestão. A aquisição é a operação na qual se obtém a totalidade ou parte do capital de uma empresa, segundo Neves & Associados (1999). Já a fusão é, de acordo com o Art. 97.º do Código das Sociedades Comerciais (Santos & Afonso, 2006 – pág. 38), a operação na qual empresas se agregam «mediante a sua reunião numa só». A fusão pode efectuar-se pela transferência da globalidade do património de uma ou mais empresas para uma outra, que se denomina de fusão por incorporação, ou pela constituição de uma nova empresa, que se denomina fusão por concentração.

Segundo Neves & Associados (1999), a aquisição de empresas deve adoptar a seguinte sucessão de etapas: definição da estratégia da empresa adquirente; selecção de potenciais empresas alvo; abordagem e negociação inicial; avaliação da empresa alvo e negociação do preço; integração da empresa adquirida; auditoria de pós-aquisição.

Para o autor, é necessário determinar se uma estratégia de crescimento por via de aquisição de outras empresas é a mais adequada e, posteriormente, que tipo de empresas adquirir. Assim, a estratégia pode passar por uma aquisição horizontal, na qual as empresas alvo são suas concorrentes, por uma aquisição vertical, na qual as empresas alvo são suas clientes ou fornecedoras, ou por uma aquisição diversificada, na qual as empresas alvo actuam em negócios diferentes do seu.

2.2.1. Operações transfronteiriças

O mercado geográfico no qual as empresas operam não pode actualmente limitar-se ao país de origem. Exige-se que as empresas internacionalizem o seu negócio de forma a ganhar dimensão, economias de escala e, assim, se tornem mais competitivas.

De acordo com Neves (1997), o processo de internacionalização de uma empresa pode passar pelas seguintes estratégias: exportação; licenciamento de produção a empresas além-fronteiras; aliança estratégica, também designada de *joint venture*, com empresas do país de destino; aquisição ou fusão de empresas além-fronteiras; ou investimento internacional de raiz. As fusões e aquisições são de entre as estratégias possíveis aquela que permite às empresas um desenvolvimento internacional mais célere e eficiente.

A nível internacional, as operações de f&a ganharam expressão após os anos 90 tornando-se a principal estratégia de investimento directo estrangeiro. Segundo Pires e Dores (2000), o valor transaccionado passou de 0,5 para 3,4 biliões de US\$, representando um aumento de aproximadamente 700% durante essa década. As principais causas foram o desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação e a liberalização dos mercados. Isto permitiu aos mercados financeiros conectarem-se em tempo real e às empresas descentralizar, diversificar e expandir as suas actividades produtivas, alcançando assim vantagens competitivas.

Segundo Neves (1997), a globalização tem potenciado um fluxo crescente de operações de fusão e aquisição de empresas além-fronteiras. São também responsáveis pelo aumento destas operações os processos de integração económica dos países pertencentes à União Europeia, o investimento em novas tecnologias, os novos produtos financeiros destinados a suportar estas operações e a crescente privatização de empresas.

2.2.2. Operações no Brasil

O mercado brasileiro verificou, no período de 1994 a 2009, uma tendência crescente no número de f&a realizadas e uma repartição equilibrada entre operações de natureza doméstica e operações envolvendo empresas de outros países (KPMG 2008, 2009, 2010). O ano de 2007 foi o mais activo ao registar um total de 699 operações que se repartem entre 351 transacções domésticas e 348 transacções transfronteiriças (Figura 2.2).

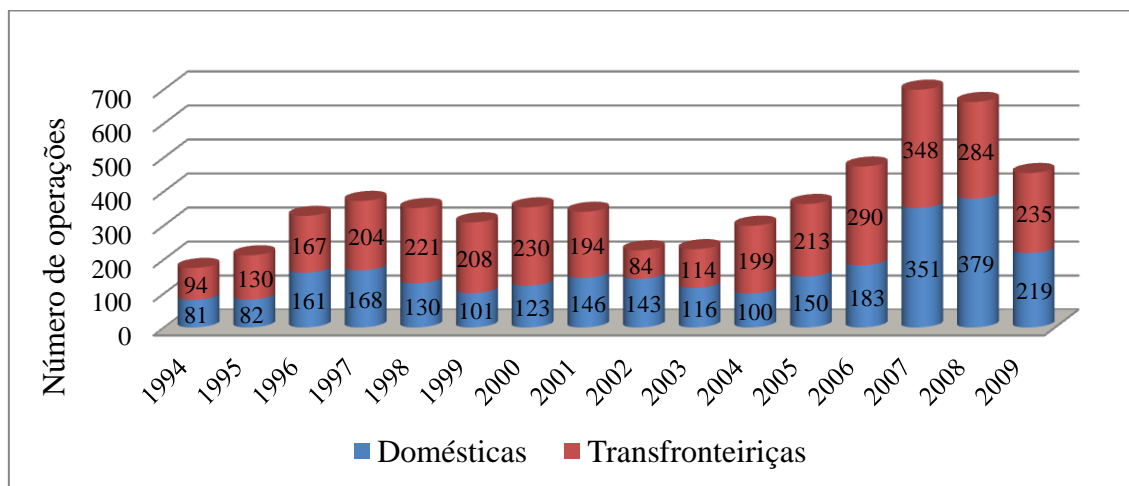


Figura 2.2 – Histórico de operações de f&a no Brasil, entre 1994 e 2009.
 Fonte: Elaborado pelo autor com base em KPMG (2010).

Mais especificamente, o sector das telecomunicações e *media* posiciona-se entre aqueles que mais operações registaram de 1994 a 2009, representando 6,1% do número total de f&a (KPMG 2008, 2009, 2010). Maior número de operações foi apenas registado nos sectores alimentar, das bebidas e tabaco, com 10%, e das tecnologias de informação, com 8,7%. O acumular dos referidos sectores representou 24,8% do total de operações realizadas.

O sector das telecomunicações, nomeadamente no Brasil, tem assistido a diversas operações de consolidação como consequência da liberalização dos mercados, da componente tecnológica e da sua alta rentabilidade (Pires & Dores, 2000). Nesse sentido, as f&a horizontais possibilitam:

- a) Expandir a área geográfica de actuação;
- b) Aceder a redes complementares;
- c) Adquirir redes já implantadas em locais estratégicos;
- d) Obter poder dominante;
- e) Aceder a novos serviços ou mercados em crescimento;
- f) Viabilizar novos mercados para os equipamentos do grupo.

Já as f&a verticais permitem:

- a) Estar presente em áreas fora das suas licenças;
- b) Obter nichos de mercado de alto crescimento;
- c) Aceder em banda larga aos utilizadores residenciais;
- d) Agrupar redes;
- e) Aceder a tecnologia que permita o desenvolvimento de novos serviços.

Os factores de sucesso para as operações de f&a no sector das telecomunicações são o apoio dos mercados financeiros ao reconhecer a adequabilidade dos valores envolvidos, a compatibilidade entre os sistemas de informação de ambas as empresas, a harmonização das diferenças culturais, a aceitação por parte dos consumidores e a rápida aprovação das autoridades reguladoras (Pires & Dores, 2000).

2.3. Avaliação de empresas

Importa salvaguardar, desde logo, a diferença entre os conceitos de valor e preço. Valor é o resultado de um processo de avaliação, sendo possível estimar diferentes valores para uma mesma empresa em função do método e pressupostos utilizados. Preço é a quantia acordada após o processo de negociação, entre comprador e vendedor para a realização da transacção (Fernández, 2007a).

A necessidade de avaliar um activo surge primordialmente no momento em que se estabelece uma intenção de transacção. Para que a operação se realize é necessário determinar o valor que equivale à contrapartida de posse do mesmo.

Os princípios teóricos de avaliação de activos estão assentes em duas abordagens fundamentais: custo e retorno (Paton & Broad, 1936). A primeira abordagem reparte-se por custo histórico do activo (o valor pelo qual foi adquirido anteriormente ou o custo de produção) e custo de substituição (o valor de activos idênticos), podendo ambos estar associados a uma estimativa de desgaste. A segunda abordagem defende que o valor actual de um activo resulta da sua capacidade prevista para gerar lucro ao longo do tempo.

Uma empresa pode ser entendida como uma combinação de activos (Damodaran, 2005) e, deste modo, existe uma transposição dos princípios teóricos referidos para a avaliação de empresas.

Segundo Fernández (2007a), os métodos de avaliação de empresas mais reconhecidos e utilizados podem organizar-se em quatro grupos: baseados no balanço (*balance sheet*), baseados na demonstração de resultados (*income statement*), mistos (*mixed*) e baseados nos fluxos de caixa actualizados (*cash flow discounting*).

Os métodos baseados no balanço são os mais tradicionais na avaliação de empresas e assentam no valor estimado dos seus activos, usando para o efeito o respectivo balanço contabilístico. São exemplo o valor contabilístico (*book value*), o valor contabilístico ajustado (*adjusted book value*), o valor de liquidação (*liquidation value*) e o valor substancial (*substantial value*).

Os métodos baseados na demonstração de resultados estimam o valor de uma empresa segundo indicadores como a dimensão dos seus resultados e vendas. A avaliação é realizada através da construção de uma proporcionalidade, designada de múltiplo ou rácio, entre os indicadores e o valor de empresas comparáveis. Ao aplicar a mesma razão de proporcionalidade à empresa avaliada é possível obter uma estimativa do seu valor. São exemplo o rácio preço-resultado (PER ou *price-earnings ratio*), o múltiplo de vendas e o múltiplo de EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* ou resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações).

Nos métodos mistos, ou métodos baseados no *goodwill*², acrescem ao valor dos activos contabilizados pela empresa os activos intangíveis não reflectidos nas suas contas mas que lhe permitem criar vantagem competitiva. Estes métodos realizam uma valorização dos activos contabilizados à qual é somado uma componente de resultados futuros em consequência de factores como a carteira de clientes, alianças estratégicas e marcas. Existem vários exemplos dentro deste grupo mas muito semelhantes entre si e definidos de forma relativamente arbitrária.

Os métodos baseados nos fluxos de caixa actualizados (ou descontados) avaliam uma empresa com base no valor presente dos fluxos de caixa que se estima gerar no futuro. Como os fluxos de caixa futuros acontecem em diferentes períodos de tempo é necessário que sejam posteriormente actualizados a uma taxa apropriada para se obter o valor presente da empresa. São exemplos o fluxo de caixa livre (*free cash flow*³), o fluxo de caixa do capital próprio (*equity cash flow*) e o fluxo de caixa da dívida (*debt cash flow*), devendo ser actualizados a taxas apropriadas a cada um dos casos.

² O *goodwill* «representa o valor monetário pago pelo negócio que excede o justo valor dos capitais próprios. Isto significa que o negócio em funcionamento vale mais do que a simples soma do valor dos activos deduzidos dos passivos» (Neves & Associados, 1999 – pág. 126).

³ Equivale à terminologia *free cash flow to the firm*, adoptada por Damodaran (2005).

De entre os vários métodos de avaliação apresentados, Fernández (2007a) considera que o método dos fluxos de caixa actualizados é o único conceptualmente correcto e, portanto, aquele ao qual se deve recorrer. Segundo o autor, o método dos múltiplos é o mais utilizado devido à sua simplicidade e rapidez de aplicação mas é conceptualmente incorrecto.

A avaliação pelos múltiplos produz resultados com grande dispersão entre si e não permite obter uma estimativa de valor consensual. Apesar disso, Fernández (2001) reconhece que este pode ter um papel secundário na avaliação, pois permite uma comparação com valores associados a empresas semelhantes e serve assim de suporte a uma primeira avaliação. Também Kaplan e Ruback (1995) defendem que o método dos múltiplos é importante quando combinado com uma avaliação através de fluxos de caixa actualizados.

Pelos motivos descritos acima é possível destacar os métodos dos fluxos de caixa actualizados e dos múltiplos dos demais, pelo que serão analisados seguidamente de forma mais detalhada. Será também analisada a componente prémio de aquisição, comum neste tipo de operações.

2.3.1. Método dos fluxos de caixa

Os fluxos de caixa representam o balanço entre os movimentos de entrada e saída de dinheiro da empresa, estes diferem do resultado contabilístico que considera o valor das vendas e despesas e não o seu efectivo recebimento ou pagamento. Por essa razão se afirma, como refere Fernández (2008b), que o resultado líquido é apenas uma opinião mas o fluxo de caixa é um facto.

O método dos fluxos de caixa actualizados assenta no princípio fundamental de que o valor de um activo é o resultado da soma dos fluxos de caixa que se estima que este venha a gerar no futuro, durante o seu período de vida útil, actualizados a uma taxa apropriada (Damodaran, 2005).

O motivo pelo qual é necessário actualizar os fluxos de caixa futuros deve-se ao princípio financeiro de que um euro hoje vale mais que um euro amanhã. Uma vez que a previsão de acontecimentos futuros possui um determinado grau de incerteza (ou risco), é exigida uma compensação adequada que é realizada pelo custo do capital. Assim cada fluxo de caixa deve ser actualizado ao custo do capital de forma a fazer referência ao momento presente da avaliação.

Fernández (2007a) considera que existem fluxos de caixa de três naturezas fundamentais e que devem ser actualizados em conformidade: os fluxos de caixa livre (FCF – *free cash flow*), que devem ser actualizados ao custo médio ponderado do capital (WACC – *weighted average cost of capital*), os fluxos de caixa do capital próprio (ECF – *equity cash flow*) que devem ser actualizados ao custo do capital próprio (k_e) e os fluxos de caixa da dívida (CFd – *debt cash flow*) que devem ser actualizados ao custo da dívida (k_d).

Segundo o mesmo autor, através dos fluxos de caixa livre actualizados obtém-se o valor total da empresa (*company's total value* ou *company's value*) que é igual ao valor do capital próprio da empresa somado da sua dívida remunerada⁴, ou seja, os fluxos de caixa livre são iguais à soma dos fluxos de caixa do capital próprio e dos fluxos de caixa da dívida. Do mesmo modo, os fluxos de caixa do capital próprio actualizados permitem estimar o valor do capital próprio da empresa e os fluxos de caixa da dívida actualizados permitem estimar o valor de mercado da dívida da empresa.

No caso particular da dívida da empresa, o seu valor de mercado é muitas vezes equivalente ao seu valor contabilístico. Assim, o segundo é frequentemente usado como referência. Isto apenas é válido caso o factor de actualização (kd) seja igual ao custo real de endividamento da empresa (Fernández, 2007a).

Independentemente da natureza do fluxo de caixa utilizado, a expressão genérica dos métodos baseados nos fluxos de caixa actualizados é a seguinte (Fernández, 2007a):

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Equação 2.1 – Valor da empresa com referência aos fluxos de caixa actualizados.

O valor da empresa (V) é, portanto, igual à soma dos fluxos de caixa de cada período (CF_i equivale ao fluxo de caixa gerado no período i) actualizados a uma taxa adequada (k).

Dado que uma empresa não tem necessariamente vida finita, podem calcular-se os fluxos de caixa em perpetuidade de forma simplificada assumindo para tal uma taxa de crescimento constante (g) a ter efeito após o período n. Assim, acresce aos fluxos de caixa estimados o valor residual da empresa (VR) que engloba os fluxos de caixa a gerar após o período n de acordo com a seguinte fórmula:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)}$$

Equação 2.2 - Valor residual da empresa.

Segundo Fernández (2007a), esta simplificação é aceitável pois, apesar de terem duração incerta, o valor presente dos fluxos de caixa decresce progressivamente para horizontes temporais distantes. Mais, as vantagens competitivas de uma empresa tendem a ser diluídas pelas concorrentes justificando assim o recurso a uma taxa de crescimento constante.

⁴ A dívida remunerada, ou dívida financeira, é a parcela do passivo pela qual a empresa paga juros, não incluindo assim fornecedores ou outros credores semelhantes (Fernández, 2007a). Para efeitos de cálculo enquadrados na teoria dos fluxos de caixa, qualquer referência à dívida deve entender-se por dívida remunerada.

Também Damodaran (2005) defende o recurso ao valor residual (valor terminal), particularmente no caso de empresas cotadas em bolsa pois estas teoricamente não têm vida útil finita. Considera ainda que a taxa de crescimento constante a utilizar não pode ser superior à taxa de crescimento global da economia pois nenhuma empresa consegue obter, de forma continuada, um registo acima da economia na qual opera.

Embora tenham sido desenvolvidas várias formas de avaliação com base no método dos fluxos de caixa actualizados, Fernández (2008a) comprovou que independentemente do fluxo de caixa utilizado, ao analisar uma mesma realidade e de acordo com os mesmos pressupostos, o valor a que se chega é necessariamente o mesmo. O autor afirma, no entanto, que o mais utilizado é o método dos fluxos de caixa livre (*free cash flow*).

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2010), o capital próprio deve ser avaliado de forma indirecta através dos fluxos de caixa livre actualizados. Isto porque o método dos fluxos de caixa do capital próprio é difícil de aplicar correctamente, nomeadamente no que respeita às projecções dos fluxos de caixa e adequabilidade do custo do capital próprio face a alterações na estrutura de endividamento. Acresce ainda o facto de que ambos os métodos permitem chegar ao mesmo valor.

2.3.1.1. Fluxos de caixa livre

Os fluxos de caixa livre apresentam o saldo operacional da empresa, ou seja, resumem todos os movimentos de entrada e saída de dinheiro (gastos e rendimentos) referentes à actividade da empresa. Segundo Damodaran (2005) e Fernández, (2007a), o cálculo dos fluxos de caixa livre (FCL) tem por base o resultado operacional (EBIT⁵ – *earnings before interest and taxes*). Seguidamente é deduzido o imposto sobre o rendimento (t), somadas as amortizações e depreciações do exercício (A)⁶ e subtraído o investimento em activos fixos (I) e as necessidades de fundo de maneo (NFM). O cálculo representa-se pela seguinte expressão:

$$\text{FCL} = \text{RO}(1 - t) + A - I - \text{NFM}$$

Equação 2.3 – Fluxos de caixa livre.

O cálculo dos fluxos de caixa livre não inclui os custos de financiamento, ou seja, assume-se para o seu apuramento que a empresa não tem dívida. Os custos resultantes do endividamento da empresa encontram-se reflectidos, posteriormente, na taxa de actualização que lhe está associada (Damodaran, 2005; Fernández, 2007a; Fernández, 2008b; Koller *et al.*, 2010).

⁵ Neves (1996) sugere que em substituição do termo anglo-saxónico EBIT se recorra ao termo RAJI para denominar o resultado antes de juros e impostos sobre lucros.

⁶ Esta parcela deve incluir os custos contabilizados no apuramento do resultado operacional mas que não resultam verdadeiramente num fluxo de caixa. As amortizações, depreciações, provisões ou outros movimentos semelhantes representam o reconhecimento contabilístico de desgaste dos activos, de custos ou perdas potenciais e futuras mas não traduzem uma saída de dinheiro da empresa pelo que não devem incorporar o apuramento do FCL.

Uma vez calculados os fluxos de caixa livre, importa determinar o factor de actualização a aplicar. Estes fluxos são gerados pela actividade da empresa e são referentes a todos os investidores, tanto de capital próprio como de dívida, sendo necessário reflectir no factor de actualização o risco assumido por cada um deles na estrutura de financiamento da empresa. Assim, os fluxos de caixa livre actualizam-se ao custo médio ponderado do capital de acordo com a seguinte expressão (Neves & Associados, 1999; Damodaran, 2005; Fernández, 2007a, 2007b e 2008a; Koller *et al.*, 2010):

$$WACC = \frac{E}{D+E} ke + \frac{D}{D+E} kd(1 - t)$$

Equação 2.4 – Custo médio ponderado do capital (WACC).

Verifica-se que o custo médio ponderado do capital (WACC) resulta do peso do capital próprio (E/D+E) actualizado ao custo do capital próprio (ke), ao qual é somado o peso da dívida (D/D+E) actualizado ao custo da dívida (kd) ajustado ao benefício fiscal (t).

A estrutura de financiamento, ou estrutura do capital, usada deve representar uma proporção alvo constante e não a proporção real variável que pode reflectir uma alteração de curto prazo. Além disso, o recurso a estruturas de financiamento variáveis ao longo dos períodos implica uma alteração do risco e consequentemente dos custos da dívida e do capital próprio, que é mais difícil de apurar. Isto segundo Damodaran (2005), Fernández (2007c) e Koller *et al.* (2010).

A estrutura óptima pode ser estimada pela análise da estrutura de empresas comparáveis e pela estratégia de financiamento da própria empresa, de acordo com Koller *et al.* (2010). Os autores divergem apenas quanto à natureza dos valores, Koller *et al.* (2010) e Damodaran (2005) consideram que devem ser usados valores de mercado da dívida e capital próprio para apurar a proporção alvo, já Fernández (2007c) considera que devem ser usados os valores contabilísticos.

O custo do capital próprio pode ser estimado com recurso ao CAPM (*capital asset pricing model*) pela seguinte expressão:

$$ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Equação 2.5 – Custo do capital próprio (CAPM).

A rendibilidade do activo sem risco (Rf) é normalmente associada às obrigações de tesouro do país, a vencer no longo prazo. Conjugada com a sensibilidade da empresa ao mercado (β) e o prémio de risco de mercado, resultante da diferença entre a rendibilidade do mercado (Rm) e a rendibilidade do activo sem risco. Juntas permitem obter o custo do capital próprio (Neves & Associados, 1999; Damodaran, 2005; Koller *et al.*, 2010).

O custo da dívida pode ser estimado pela rendibilidade do activo sem risco acrescida do *spread* associado ao risco da empresa (Neves & Associados, 1999; Damodaran, 2005; Koller *et al.*, 2010).

Como referido, o método dos fluxos de caixa livre permite realizar uma avaliação de forma indirecta pois apenas considera a componente operacional. Para se obter o valor da empresa é necessário acrescentar aos fluxos de caixa livre os activos não operacionais (Koller *et al.*, 2010).

2.3.2. Método dos múltiplos

O método dos múltiplos é inspirado na lei do preço único (*law of one price*) segundo a qual dois investimentos de características equivalentes têm associado um mesmo preço (Berk & DeMarzo, 2009 – pág. 261). Na realidade dificilmente existirão duas empresas iguais, no entanto o objectivo é fazer uma aproximação tão boa quanto possível do valor da empresa através da comparação com as suas semelhantes.

A aplicação deste método recorre a uma relação de proporcionalidade entre indicadores chave do negócio e o valor da empresa. Essa proporcionalidade, designada de múltiplo ou rácio, é transposta do conjunto de empresas comparáveis para a empresa a ser avaliada de modo a estimar o seu valor.

Segundo Fernández (2001), os múltiplos mais usados pelos analistas são o PER (*price-earnings ratio*) e o EV/EBITDA (*enterprise value to EBITDA*). No que respeita à indústria das telecomunicações, os mais significativos são o EV/EG (*enterprise value to EBITDA growth*) e o EV/Sales (*enterprise value to sales*).

O autor considera que estes múltiplos podem ser divididos em três grupos de acordo com a sua natureza: capitalização bolsista, valor da empresa⁷ e crescimento. O PER pertence ao primeiro grupo, o EV/EBITDA e EV/Sales pertencem ao segundo e o EV/EG pertence ao último.

O PER é um rácio que estabelece a relação entre a capitalização bolsista e o resultado líquido, seja em termos totais ou na forma de preço e lucro por acção. O EV/EBITDA é a proporção entre o valor da empresa e o seu EBITDA. O EV/Sales relaciona o valor da empresa e o volume de vendas. Finalmente, o EV/EG replica o valor da empresa ponderado pela capacidade de crescimento do seu EBITDA no futuro.

Definidos os múltiplos, segue-se a determinação do grupo de empresas comparáveis a utilizar. Segundo Cooper e Cordeiro (2008), os analistas geralmente optam por uma abordagem prática na qual é usado um número reduzido de empresas muito

⁷ O valor da empresa, ou *enterprise value*, calcula-se a preços de mercado da seguinte forma: n° de acções emitidas x preço de cotação + valor de mercado das acções preferenciais + valor de mercado dos interesses minoritários + valor de mercado da dívida financeira – disponibilidades (Neves, 1997).

semelhantes, por outro lado a abordagem académica usa recorrentemente todas as empresas da indústria em questão.

De acordo com os autores, um grupo de entre cinco a dez empresas comparáveis é, em média, tão ou mais preciso que a utilização de todas as empresas da indústria. Acresce ainda que quanto maior o número de comparáveis utilizado mais relevante se torna a aplicação de uma ponderação adequada⁸ de forma a não desvirtuar a construção do múltiplo.

A utilização de toda a indústria como referência tem como vantagens não implicar um processo de selecção e conter toda a informação disponível, embora mais informação possa significar ruído e perda de precisão. Por outro lado, usar grupos restritos de comparáveis tem a vantagem de conter apenas a informação mais relevante, mas implica o estabelecimento de critérios de selecção que indiquem quais as empresas que mais se assemelham à avaliada. Uma selecção pode ainda levar à exclusão da amostra de empresas que contenham informação relevante (Cooper & Cordeiro, 2008).

Para Cooper e Cordeiro (2008), são dois os critérios de selecção de comparáveis a aplicar: pertencer à mesma indústria da avaliada e possuir uma taxa de crescimento futura tão próxima quanto possível desta (preferencialmente não diferindo em mais de 1%). Empresas de outras indústrias contêm informação pouco relevante e portanto atribuir-lhes algum peso resultaria na distorção dos múltiplos obtidos.

2.3.3. Prémio de aquisição

Segundo DeAngelo (1990), o princípio da eficiência de mercado não garante que o valor de mercado de uma empresa traduza o preço a pagar pelo controlo da mesma, particularmente no caso de operações hostis⁹. O autor afirma que é comum, neste tipo de operações, existir um prémio que acresce ao valor de mercado da empresa alvo.

Vários autores (Treynor, 1993; Schwert, 1996; Laamanen, 2007) definem o prémio de aquisição como o preço que a empresa adquirente paga acima do valor de mercado da empresa alvo. O seu cálculo resulta do preço da aquisição subtraído do valor de mercado normalizado, ou seja, referente ao período imediatamente anterior ao registo de quaisquer efeitos consequentes da operação.

Damodaran (2005) decompõe o prémio de aquisição em três componentes: valor de controlo, sinergias e sobrevalorização. O valor de controlo representa a capacidade de a adquirente gerir a empresa alvo de forma diferente e melhor, otimizando o seu valor. As sinergias espelham a vantagem resultante da combinação de ambas as empresas, seja em termos de redução de custos ou de crescimento. Por último, a sobrevalorização é um

⁸ A dificuldade está em identificar qual a ponderação adequada de forma a otimizar o múltiplo. Essa ponderação depende de parâmetros não observáveis pelo que não é possível apurar com objectividade (Cooper & Cordeiro, 2008).

⁹ A aquisição hostil é uma operação que tem «a oposição frontal dos administradores da empresa-alvo» (Neves & Associados, 1999 – pág. 124)

incremento resultante do processo de negociação e de uma avaliação optimista por parte da adquirente.

Em oposição, Treynor (1993) considera que a realização de sinergias não pode servir de motivo para a realização de aquisições, pois estas raramente são demonstradas. Como tal, a transferência de controlo da gestão da empresa alvo para a adquirente é a verdadeira justificação para o pagamento de um prémio de aquisição.

Não obstante a discórdia em torno do prémio de aquisição e de controlo, vários autores (Treynor, 1993; Schwert, 1996; Damodaran, 2005; Laamanen, 2007) concordam que o prémio da operação diz respeito à diferença entre o preço de transacção e o valor de mercado pré-oferta da empresa alvo.

É um facto geralmente aceite que os prémios de aquisição pagos se situam na ordem dos 25%, ou seja, a operação faz-se pelo valor de mercado da empresa alvo acrescido de 25% deste (Damodaran, 2005). De acordo com Schwert (2000), as operações hostis registam um prémio superior a operações amigáveis de entre 9,0% e 15,1%. O autor considera que a hostilidade se deve predominantemente a uma estratégia de negociação agressiva e não tanto a uma estratégia defensiva por parte da empresa alvo.

3. Metodologia

A metodologia adoptada foi o estudo de um caso único (Yin, 1994). Esta metodologia é aplicável no estudo de casos extremos ou particulares e procura responder a questões do tipo “como?” e “porquê?”, sendo o investigador um observador externo ao objecto de estudo. O estudo de um caso único possibilita uma análise mais profunda do objecto mas, por outro lado, limita-se pela impossibilidade de generalizar o seu resultado.

O presente estudo tem como objecto de análise o caso único da aquisição da Brasilcel, com o propósito de responder à questão “como avaliar empresas numa óptica aquisição hostil?”. Para tal, foi realizado um enquadramento do caso de estudo pela caracterização do sector das telecomunicações, da Brasilcel e da operação de aquisição. Foram também abordados os conceitos de fusões e aquisições, particularmente no Brasil, e de avaliação de empresas, nomeadamente os métodos de avaliação existentes.

Para analisar a aquisição da Brasilcel, com referência ao capítulo de enquadramento teórico, foram aplicados os métodos de avaliação dos fluxos de caixa livre e dos múltiplos e ainda a componente de prémio de aquisição.

Importa referir que o título de propriedade de uma empresa é constituído pelo seu capital próprio. Como tal, o que efectivamente se transacciona numa operação de aquisição é o capital próprio da empresa. Para obter o valor do seu capital próprio é necessário subtrair ao valor da empresa a sua dívida remunerada (Koller *et al.*, 2010). Uma vez que a adquirente passa a assumir a responsabilidade sobre as dívidas contraídas pela adquirida esse factor deve estar reflectido na avaliação.

3.1. Método dos fluxos de caixa

O método dos fluxos de caixa livre realiza-se pela projecção dos fluxos de caixa por um período que caracterize um ciclo económico completo, após o qual estes se estimam em perpetuidade recorrendo ao cálculo do valor residual (Damodaran, 2005; Fernández, 2007a; Fernández, 2008b; Koller *et al.*, 2010). Por norma, numa avaliação o ciclo económico de uma empresa é representado por um período de cinco anos de projecções, segundo Koller *et al.* (2010). Os fluxos de caixa livre projectados e o valor residual são posteriormente actualizados ao custo médio ponderado do capital (Neves & Associados, 1999; Damodaran, 2005; Fernández, 2007a, 2007b e 2008a; Koller *et al.*, 2010).

Para aplicar o método dos fluxos de caixa livre actualizados, foi desenvolvido um modelo de avaliação para avaliar a Brasilcel com recurso a um software de folha de cálculo.

Segundo Koller *et al.* (2010) e Fernández (2007a), a construção de um modelo de avaliação deve ter a seguinte estrutura:

- a) Análise dos relatórios e contas da empresa e consequente construção de demonstrações financeiras integradas;
- a) Projecção das rubricas das demonstrações financeiras integradas;
- b) Reorganização das rubricas das demonstrações financeiras integradas, em função da sua natureza e origem dos fundos investidos;
- c) Determinação dos fluxos de caixa livre actualizados e do valor do capital próprio.

Fernández (2007a) considera que uma projecção dos fluxos de caixa detalhada e rigorosa e uma taxa de actualização que reflecta o risco e a volatilidade histórica são os factores mais importantes a considerar neste método.

3.2. Método dos múltiplos

O método dos múltiplos baseia-se na comparação da empresa avaliada com as suas semelhantes, estabelecendo uma relação de proporcionalidade entre indicadores chave do negócio e o valor das empresas.

Para avaliar a Brasilcel por este método foram considerados os seguintes múltiplos: o PER, o EV/EBITDA, o EV/EG e o EV/Sales. Na prática, os múltiplos são calculados com base em valores de empresas comparáveis de acordo com as fórmulas presentes na Tabela 3.1.

Múltiplo	Indicador	Rácio
PER	Resultado líquido	$\frac{\text{capitalização bolsista}}{\text{resultado líquido}}$ ou $\frac{\text{preço por acção}}{\text{resultado líquido por acção}}$
EV/EBITDA	EBITDA	$\frac{\text{valor da empresa}}{\text{EBITDA}}$
EV/Sales	Vendas	$\frac{\text{valor da empresa}}{\text{vendas}}$
EV/EG	EBITDA (presente e futuros)	$\frac{\text{valor da empresa}}{\text{EBITDA histórico/crescimento futuro do EBITDA}}$

Tabela 3.1 – Fórmulas de cálculo dos múltiplos.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Fernández (2001).

Os múltiplos foram aplicados ao grupo de empresas comparáveis, definido pelas empresas cotadas na bolsa de valores do Brasil (BM&FBOVESPA, 2010) pertencentes ao sector das telecomunicações, do segmento fixo e móvel. Foram excluídas do grupo de comparáveis as empresas que:

- a) Não possuíam demonstrações financeiras padronizadas referentes ao exercício de 2009;
- b) Apresentaram resultado negativo em 2009;
- c) Não possuíam histórico de cotação das suas acções;
- d) Cujas maioria dos múltiplos apresentava grande dispersão das restantes.

As especificações foram consultadas em BM&FBOVESPA (2010) de modo a garantir a adequabilidade e comparabilidade das empresas constituintes do grupo de comparáveis. Feita a selecção, o grupo de comparáveis é composto por: Tim Participações, Tele Norte Celular Participações, Jereissati Participações, Tele Norte Leste Participações, Telec de São Paulo – Telesp, Telefónica e Telemar Norte Leste.

Os múltiplos obtidos do grupo de comparáveis são posteriormente multiplicados pelos indicadores da empresa a avaliar, permitindo assim gerar estimativas para o valor da sua capitalização bolsista ou valor da empresa.

3.3. Prémio de aquisição

O prémio de aquisição representa um acréscimo que a adquirente está disposta a pagar acima do valor da empresa. O seu cálculo faz-se pela diferença entre o valor da Brasilcel, seja o valor de mercado ou o resultado da avaliação, e o preço da sua aquisição.

4. Análise de resultados

A avaliação da Brasilcel foi realizada com recurso aos métodos dos fluxos de caixa livre e dos múltiplos e considerou ainda uma parcela de prémio de aquisição, como referido. Esta procurou reproduzir os conceitos teóricos e as melhores práticas dos analistas no que se refere à avaliação de empresas.

4.1. Método dos fluxos de caixa

O modelo de avaliação da Brasilcel pelo método dos fluxos de caixa livre abarcou: a análise dos relatórios e contas da empresa e construção de demonstrações financeiras integradas; a projecção das rubricas financeiras; a reorganização das demonstrações financeiras integradas; a determinação dos fluxos de caixa livre actualizados e do valor do capital próprio. Este processo será detalhado em seguida.

4.1.1. Demonstrações financeiras integradas

Para avaliar a Brasilcel recorreu-se ao Relatório e Contas da Vivo Participações a 31 de Dezembro de 2009 (Vivo Participações, 2010) uma vez que este é o único activo da *holding*. A Vivo Participações, por sua vez, consolida as actividades da Teleming Celular e da Vivo, ambas empresas de telecomunicações móveis.

As demonstrações financeiras consolidadas não integram os saldos de activos, passivos, receitas e despesas decorrentes de transacções entre empresas do grupo. Além disso, importa referir que estas foram elaboradas de acordo as práticas contabilísticas adoptadas no Brasil.

A demonstração de resultado de 31 de Dezembro de 2008 contempla o resultado consolidado de nove meses da Teleming Participações fruto da sua incorporação na Vivo Participações, motivo pelo qual não é comparável com a demonstração de resultado de 31 de Dezembro de 2009. Deste modo, serão usados como dados históricos o balanço (Anexo A e B) e demonstração das alterações no capital próprio dos exercícios de 2008 e 2009 (Anexo L) e a demonstração de resultado do exercício de 2009 (Anexo C). Os Anexos A, B, C e L reflectem a estrutura e rubricas das demonstrações financeiras tal como presentes no Relatório e Contas.

Com base nas demonstrações financeiras da Vivo Participações foram construídas demonstrações integradas. Estas possuem apenas o nível necessário de detalhe, permitindo agrupar as várias rubricas de acordo com os seguintes critérios: distinguir rubricas operacionais de rubricas não operacionais; destacar depreciações, amortizações, impostos e provisões; distinguir rubricas correntes de rubricas não correntes; distinguir despesas financeiras de receitas financeiras (Koller *et al.*, 2010). A classificação de rubricas encontra-se reflectida nos Anexos E, I e J. Estes critérios foram aplicados de acordo com a análise do relatório da Administração e das notas explicativas às demonstrações financeiras anexos ao Relatório e Contas.

A denominação das rubricas e agrupamentos de rubricas das demonstrações financeiras integradas (Anexos D, G e H) foi adaptada à terminologia contabilística portuguesa, por motivo de compreensão e coerência para com a linguagem do estudo. Não se pretende, de modo algum, representar uma reconversão das normas e princípios contabilísticos adoptados no Brasil para Portugal.

As demonstrações financeiras construídas encontram-se integradas da seguinte forma: a demonstração do resultado integra a demonstração das alterações no capital próprio por via as rubricas de juros sobre o capital próprio¹⁰ e resultado líquido do período; a demonstração das alterações no capital próprio está, por sua vez, integrada no balanço por via das rubricas constituintes do capital próprio (Koller *et al.*, 2010).

4.1.2. Projecções

Seguidamente, é necessário projectar as rubricas das demonstrações financeiras para o futuro, no caso para os cinco anos subsequentes aos exercícios analisados. A primeira etapa passa por projectar as vendas. De acordo com Koller *et al.* (2010) a projecção da maioria das rubricas depende directa ou indirectamente das vendas estimadas. A projecção das vendas realizou-se por uma abordagem *top-down*, segundo a qual se estimam as vendas globais para o sector e posteriormente, pela sua quota de mercado, as vendas da empresa (Koller *et al.*, 2010).

Para estimar a evolução das vendas do sector foram analisados os seus dados históricos. Assumiu-se o pressuposto de que a evolução do número de acessos do serviço de telecomunicações móvel seria representativa da evolução das vendas do sector.

Recorrendo aos dados históricos relativos ao número de acessos do serviço móvel para o período de 1998 a 2009 (Anatel, 2009), foi desenhada uma linha de tendência polinomial com o objectivo de projectar estes registos até 2014 (Figura 4.1). Obteve-se um coeficiente de determinação R^2 de 0,998 entre os dados históricos e a linha de tendência polinomial traçada, o que significa que o modelo se ajusta ao comportamento da variável analisada. Dado que um coeficiente de determinação igual a 1 representa um modelo perfeito, considerou-se a linha de tendência traçada como apropriada para a estimação da evolução do número de acessos do serviço móvel para o período entre 2010 e 2014.

¹⁰ As práticas contabilísticas brasileiras permitem o pagamento de juros sobre o capital próprio, estes diferem do pagamento de dividendos pela possibilidade de dedução para apuramento do imposto sobre o rendimento do período (alínea o da nota explicativa número 3 do Relatório e Contas).

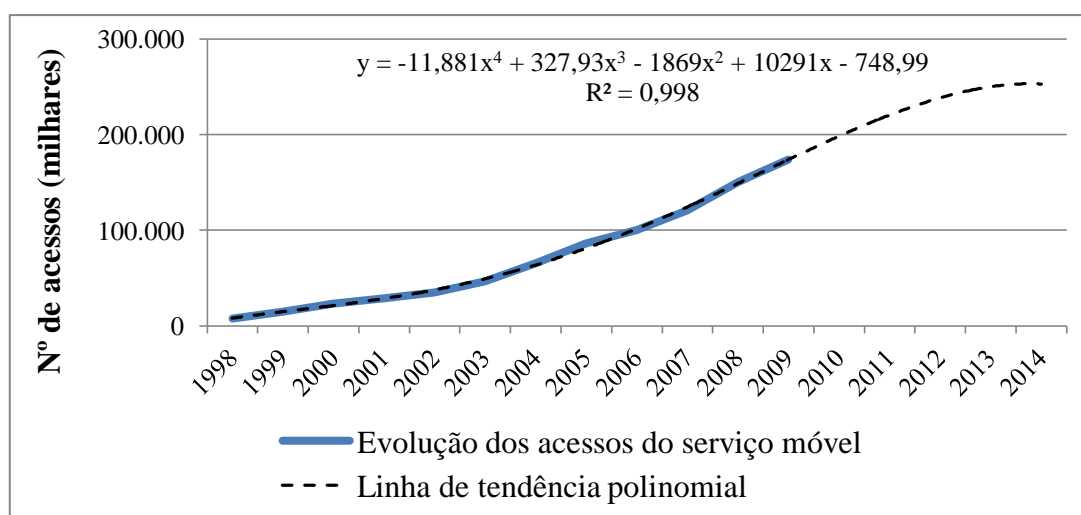


Figura 4.1 – Número de acessos do serviço móvel.
 Fonte: Elaborado pelo autor com base em Anatel (2009).

De acordo com a evolução da linha de tendência polinomial traçada é possível estimar a taxa de crescimento anual que, de acordo com o assumido, deve ser aplicada às vendas do sector. Esta estimativa prevê que o sector atinja uma taxa de penetração de aproximadamente 132% em 2014 (com referência à população brasileira de 2009), registo inferior ao verificado em mercados maduros como Portugal, que possui uma penetração de 150% do serviço móvel (ANACOM, 2010).

Com referência à média da quota de mercado da Vivo Participações de 2008 e 2009, cerca de 29,80% (Vivo Participações, 2010), e à evolução das vendas estimada para o sector, que se assumiu igual à evolução dos acessos do serviço móvel, é possível projectar as vendas para a Vivo para o período entre 2010 e 2014.

As estimativas encontram-se detalhadas na Tabela 4.1 e culminam, em 2014, com um total de 23.829.323 milhares de reais de vendas para a Vivo.

PROJECCÃO DE VENDAS	Vivo Participações S.A.						
	Consolidado		Projeções				
	Unidades: milhares	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Vendas e serviços prestados (R\$)	–	16.363.186	18.687.526	20.771.875	22.464.290	23.560.463	23.829.323
Taxa de crescimento anual	–	15,12%	14,20%	11,15%	8,15%	4,88%	1,14%
PARÂMETROS ANALISADOS:							
Evolução de acessos do serviço móvel	150.600	173.900	198.302	220.420	238.379	250.011	252.864
Crescimento de acessos do serviço móvel	24,57%	15,47%	14,03%	11,15%	8,15%	4,88%	1,14%
Quota de mercado da Vivo (em %)	29,84%	29,75%	29,80%	29,80%	29,80%	29,80%	29,80%
Quota de mercado da Vivo (em milhares)	44.939	51.735	59.084	65.674	71.025	74.491	75.341

Tabela 4.1 – Projectção de vendas e serviços prestados.
 Fonte: Elaborado pelo autor com base em Anatel (2009) e Vivo Participações (2010).

A projecção da demonstração de resultado fez-se no pressuposto de que a maioria das rubricas de gastos e rendimentos operacionais se realiza em proporção das vendas e serviços prestados, de acordo com Koller *et al.* (2010). Assim, estas rubricas estimam-se como percentagem das vendas de acordo com a proporção verificada no exercício de 2009 (Anexo F). Excepção feita às rubricas de depreciações e amortizações que estão associadas ao valor de activos fixos tangíveis e activos intangíveis do ano anterior (constituintes do balanço integrado), respectivamente.

Os rendimentos e gastos financeiros devem ser estimados na proporção dos activos e passivos que os originaram (Koller *et al.*, 2010). Assim, os rendimentos financeiros foram associados às rubricas investimentos financeiros, outros activos financeiros e excesso de caixa do ano anterior (constituintes do balanço integrado). Do mesmo modo, os gastos financeiros foram associados à dívida e equivalentes de dívida do ano anterior (constituintes do balanço integrado). Já os juros sobre o capital próprio estimam-se na proporção do capital social subtraído das acções próprias (constituintes do balanço integrado), ambos referentes ao exercício anterior.

O imposto sobre o rendimento do período resulta da taxa aplicada no exercício anterior, ou seja 43,12% dos resultados antes de imposto. As participações minoritárias estimaram-se na proporção dos resultados deduzidos do imposto sobre o rendimento.

Os rácios de projecção da demonstração de resultado encontram-se discriminados no Anexo F. Sobre estes foram feitas as projecções presentes na demonstração de resultado integrado (Anexo D).

A projecção da demonstração das alterações no capital próprio (Anexo L) foi feita por intermédio dos juros sobre o capital próprio e do resultado líquido do período apurados na demonstração de resultado integrado (Koller *et al.*, 2010). A rubrica reserva legal é acrescida de 5% do resultado apurado no exercício, enquanto a rubrica dividendos resulta da diferença entre o resultado líquido e a distribuição deste para os juros sobre o capital próprio e reserva legal (Vivo Participações, 2010). Todas as restantes rubricas foram assumidas constantes.

Para projectar o balanço integrado foi assumido o pressuposto de que as rubricas classificadas como operacionais evoluem na proporção das vendas, tal como na demonstração de resultado integrado, incluindo activos fixos tangíveis e intangíveis e diversas rubricas a receber e a pagar (Koller *et al.*, 2010). Por outro lado, as rubricas classificadas como não operacionais desenvolvem-se na proporção do seu crescimento histórico (Koller *et al.*, 2010), verificado entre os exercícios de 2008 e 2009.

São excepções as rubricas outros investimentos, capital realizado, acções próprias e reservas de capital que se assumiram constantes. Pressupôs-se, de acordo com Koller *et al.* (2010), que a rubrica caixa operacional representava 2% das vendas e serviços prestados em 2009 e igual valor em 2008, por não existirem dados comparáveis. As reservas de lucro projectam-se na proporção de 5% do resultado líquido do exercício,

incorporando a reserva legal, e os interesses minoritários foram considerados nulos após a sua extinção em 2009 (Vivo Participações, 2010).

A rubrica juros sobre o capital próprio e dividendos estima-se na proporção da distribuição dos factores implícitos, constituintes da demonstração das alterações no capital próprio integrado (Koller *et al.*, 2010). As rubricas financiamentos obtidos não correntes e outros passivos financeiros correntes e não correntes assumiram-se resultantes das vendas e serviços prestados, pela necessidade da empresa financiar a sua actividade.

Por último, a rubrica financiamentos obtidos correntes serviu de garantia ao equilíbrio do balanço, ou seja, de que o activo estava financiado e igualava o capital próprio somado do passivo (Koller *et al.*, 2010). Os rácios de projecção encontram-se detalhados no Anexo K e o balanço integrado no Anexo G e Anexo H.

4.1.3. Reorganização das rubricas

Uma vez concluídas as demonstrações financeiras integradas, é necessário reorganizar as rubricas para permitir o cálculo dos fundos investidos, das suas fontes de financiamento e do resultado operacional ajustado líquido. Este processo simplifica a posterior estimação dos fluxos de caixa livre (Koller *et al.*, 2010).

Os fundos investidos (Anexo M) podem ser apurados segundo duas perspectivas: aplicações dos fundos e fontes dos fundos (Koller *et al.*, 2010). A primeira perspectiva recorre à diferença entre os activos operacionais correntes e as obrigações operacionais correntes para calcular o fundo de maneo operacional. Acrescem os activos fixos tangíveis e outros activos operacionais não correntes líquidos de obrigações para se obter o capital investido. Por último, soma-se o excesso de caixa e outros activos não operacionais líquidos de obrigações para apurar o total de fundos investidos. A segunda perspectiva recorre à dívida e equivalentes de dívida e capital próprio e equivalentes para apurar o total de fundos investidos. Ambas as perspectivas têm de igualar o total dos fundos investidos.

O resultado operacional ajustado líquido (Anexo N) pode ser apurado directamente ou por via da reconciliação com o resultado líquido (Koller *et al.*, 2010). De forma directa, retiram-se as amortizações ao resultado operacional, obtendo-se o EBITA (*earnings before interest, taxes and amortization*), e depois deduz-se o imposto operacional (à taxa de 34%) para calcular o resultado operacional ajustado líquido. Indirectamente é possível iniciar o cálculo pelo lucro antes da reversão dos juros sobre o capital próprio, ao qual se somam as participações minoritárias e impostos não operacionais. Posteriormente, acrescem os juros sobre o capital próprio destinados, gastos de financiamento e amortizações, todos líquidos de imposto operacional, para obter o resultado operacional ajustado líquido.

4.1.4. Fluxos de caixa livre

O resultado operacional ajustado líquido apurado anteriormente permite agora calcular os fluxos de caixa livre. Os fluxos de caixa livre são iguais ao resultado operacional ajustado líquido acrescido dos gastos operacionais não caixa, no caso as depreciações, menos os investimentos em fundo de maneio operacional, activos fixos e outros activos operacionais não correntes (Koller *et al.*, 2010). O valor dos investimentos é apurado pela variação, referente ao próprio exercício e ao exercício anterior, das rubricas que os originam. O cálculo dos fluxos de caixa livre encontra-se discriminado na Tabela 4.3.

Seguidamente, é necessário estimar o custo médio ponderado do capital para actualizar os fluxos de caixa livre. Foi assumido que a estrutura de capital alvo resulta da média verificada entre os exercícios de 2008 e 2009, ou seja, 43,81% de dívida e equivalentes e 56,19% de capital próprio e equivalentes.

A rendibilidade do activo sem risco foi obtida por via das Notas do Tesouro Nacional Brasileiro a dez anos, situando-se nos 6,41% (BM&FBOVESPA, 2010). Pressupôs-se uma sensibilidade das acções da empresa ao mercado de 1,28 (β), valor médio entre um β de 1,5 apropriado para empresas tecnológicas (Koller *et al.*, 2010) e um β de 1,06 referente ao sector global das telecomunicações (Damodaran, 2011). Foi ainda considerado um prémio de risco moderado de 5%, normalmente situa-se entre 4,5% e 5,5% (Koller *et al.*, 2010). Pesando todos os factores, obtém-se um custo do capital próprio de 12,81%.

O custo da dívida foi estimado em 6,99%, resultante da rendibilidade do activo sem risco (6,41%) acrescida do *spread* associado às obrigações emitidas em 2009 que foi de 0,58% (Koller *et al.*, 2010), em função do *rating* brAAA atribuído pela Standard & Poor's (Agente Fiduciário, 2010).

O benefício fiscal da dívida (t) foi apurado pelo imposto marginal sobre o rendimento verificado anteriormente na empresa, que se situou nos 34%. Pesados todos os factores, estimou-se um custo médio ponderado do capital de 9,22%.

CUSTO DO CAPITAL			Vivo Participações S.A.		
Unidades: milhares de reais		Média	Consolidado		Projeções
			31.12.2008	31.12.2009	
Dívida e equivalentes	D	7.486.792	8.752.343	6.221.240	
Dívida e equivalentes (em %)	D/(D+E)	43,81%	49,71%	37,91%	43,81%
Capital próprio	E	9.523.078	8.855.331	10.190.824	
Capital próprio (em %)	E/(D+E)	56,19%	50,29%	62,09%	56,19%
Total (em %)		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo da dívida (em %)	kd				6,99%
Custo do capital próprio (em %)	ke				12,81%
Imposto marginal sobre o resultado	t				34,00%
Custo médio ponderado do capital	WACC	-	-	-	9,22%

Tabela 4.2 – Custo médio ponderado do capital.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

Para concluir o cálculo dos fluxos de caixa livre actualizados falta ainda estimar o valor residual. Uma forma de calcular o valor residual da empresa, segundo Koller *et al.* (2010), é usando a seguinte forma:

$$Valor\ residual_n = \frac{Resultado\ operacional\ ajustado\ líquido_{n+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Equação 4.1 – Valor residual da empresa.

A taxa de crescimento (g) da empresa após os anos projectados considera o crescimento esperado da economia de 3,64%, estimado pelo valor médio do PIB do Brasil entre os anos 2005 e 2009, e situa-se nos 3,20%, menor valor positivo do PIB no intervalo anteriormente analisado (Banco Central do Brasil, 2009). O retorno do capital investido (ROIC – *return on invested capital*) é apurado pela divisão do resultado operacional líquido pelo capital investido (Koller *et al.*, 2010). Assume-se que o resultado operacional ajustado líquido de 2015 cresce à taxa g, em relação a 2014, e a taxa de retorno esperada para novos investimentos (RONIC – *return on new invested capital*) é igual a 12,91%, taxa de retorno do capital investido estimada para 2014. Assim estima-se um resultado operacional ajustado líquido de 3.032.655 milhares de reais para 2015 e um valor residual de 37.893.493 milhares de reais.

Pesados todos os factores, o valor dos fluxos de caixa livre actualizados, incluindo o valor residual, é de 39.541.532 milhares de reais. Os cálculos, final e intermédios, encontram-se reflectidos na Tabela 4.3.

FLUXO DE CAIXA LIVRE	Vivo Participações S.A.					
	Unidades: milhares de reais	Consolidado	Projeções			
			31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Resultado operacional líquido ajustado	1.836.274	2.490.848	2.724.659	2.897.133	2.978.662	2.938.619
Gastos operacionais não caixa	2.436.100	2.185.569	2.496.023	2.774.422	3.000.471	3.146.883
Fluxo de caixa das operações	4.272.374	4.676.417	5.220.682	5.671.555	5.979.133	6.085.502
Investimento em fundo de maneio operacional	-236.655	147.164	131.969	107.154	69.403	17.023
Investimento em activo fixo	-738.799	915.508	820.981	666.606	431.759	105.898
Investimento em outros activos operacionais não correntes, líquidos de obrigações	1.191.616	1.294.343	1.038.122	842.917	545.955	133.907
Investimento em activo operacional	216.162	2.357.014	1.991.072	1.616.677	1.047.118	256.828
Fluxo de caixa livre	4.056.212	2.319.403	3.229.610	4.054.878	4.932.015	5.828.674
Valor residual						37.893.493
Custo médio ponderado do capital (WACC)		9,22%	9,22%	9,22%	9,22%	9,22%
Taxa de crescimento (g)						3,20%
Período	0	1	2	3	4	5
Fluxos de caixa livre actualizados anuais	-	2.123.620	2.707.393	3.112.286	3.465.984	28.132.249
Valor dos fluxos de caixa livre actualizados	39.541.532					
Valor residual – Pressupostos:						
Resultado operacional líquido ajustado de 2015						3.032.655
Retorno do capital investido (ROIC)	11,85%	13,95%	13,73%	13,50%	13,23%	12,91%

Tabela 4.3 – Fluxos de caixa livre actualizados.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

Para obter o valor do capital próprio da Vivo Participações por via dos fluxos de caixa livre actualizados é necessário somar o valor dos activos não operacionais e subtrair o valor da dívida e equivalentes de dívida (Koller *et al.*, 2010). Assim o valor do capital próprio é igual a 34.238.027 milhares de reais (Tabela 4.4).

<u>AVALIAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO</u>	Vivo Participações S.A.
Unidades: milhares de reais	31.12.2009
Valor dos fluxos de caixa actualizados	39.541.532
Valor dos activos não operacionais	917.735
Excesso de caixa	931.310
Outros activos não operacionais, líquidos de obrigações	-13.575
Valor da empresa	40.459.267
Dívida e equivalentes de dívida	-6.221.240
Valor do capital próprio da Vivo Participações S.A.	34.238.027

Tabela 4.4 – Valor do capital próprio da Vivo Participações.
Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

Uma vez obtido o valor dos capitais próprios da Vivo, importa rever alguns factores importantes. O primeiro é que a operação de aquisição diz respeito à participação de 50% que a Portugal Telecom detêm na Brasilcel, que por sua vez detêm 59,42% da Vivo. O segundo é que o valor obtido para os capitais próprios da Vivo se encontra em reais e o preço acordado para a operação se encontra em euros.

É necessário portanto, apurar o valor da porção de capital que foi transaccionada, ou seja, 50% de 59,42%, e a taxa de câmbio real-euro a aplicar, 0,4 verificada a 31 de Dezembro de 2009 (Exchange-Rates.org, 2009).

<u>SUMÁRIO DE AVALIAÇÃO</u>	Vivo Participações S.A.	
Unidades: milhares de reais	31.12.2009	
	<u>Avaliação pelos FCL</u>	<u>Capitalização bolsista</u>
Valor do capital próprio da Vivo Participações S.A.	34.238.027	21.703.780
Participação da Brasilcel N.V.	59,42%	59,42%
Participação da Brasilcel N.V.	20.344.236	12.896.386
Participação da Portugal Telecom na Brasilcel NV	50,00%	50,00%
Participação da Portugal Telecom na Brasilcel NV (R\$)	10.172.118	6.448.193
Taxa de câmbio Real – Euro (a 31 de Dezembro de 2009)	0,40	0,40
Participação da Portugal Telecom na Brasilcel NV (€)	4.077.737	2.584.912

Tabela 4.5 – Valor da participação da Portugal Telecom na Brasilcel.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Feitos os devidos ajustamentos, o valor da participação da Portugal Telecom na Brasilcel, segundo o método dos fluxos de caixa livre, é de aproximadamente 4,078 mil milhões de euros (Tabela 4.5). Este, quando comparado com a sua capitalização

bolsista, cerca de 2,585 mil milhões de euros, permite concluir que o mercado de capitais subavalia a Brasilcel em quase 58%.

4.2. Método dos múltiplos

Os múltiplos analisados, tal como determinado anteriormente, são o PER, o EV/EBITDA, o EV/EG e o EV/Sales (Tabela 3.1). Para obter os mesmos, foram retirados os principais indicadores do grupo de empresas comparáveis, recorrendo para tal às suas demonstrações financeiras padronizadas (Tabela 4.6). Seguidamente, estes indicadores foram convertidos em múltiplos (Tabela 4.7), de acordo com as fórmulas anteriormente mencionadas. A taxa de crescimento futuro de EBITDA foi assumida igual à média verificada nos exercícios de 2007 a 2009.

INDICADORES EMPRESA	Capitalização Bolsista *	Resultado Líquido*	Enterprise Value*	EBITDA*	Vendas*	Crescimento do EBITDA (em %)
VIVO PARTICIPAÇÕES	21.703.829	857.486	21.133.652	5.218.332	22.871.674	0,30
TIM PARTICIPAÇÕES	14.387.624	214.893	13.245.810	3.059.832	18.156.662	0,04
TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES	6.867.953	551.812	5.500.359	1.498.609	8.666.814	5,09
JEREISSATI PARTICIPACOES	1.322.148	76.370	4.419.031	1.717.363	9.526.832	0,52
TELE NORTE LESTE PARTICIPACOES	15.161.181	-435.962	24.865.302	7.223.735	45.708.167	0,07
TELEC DE SAO PAULO - TELESP	21.083.479	2.172.973	19.063.216	5.843.611	23.155.762	-0,03
TELEFONICA	218.813.593	19.505.000	204.035.593	não disponível	144.490.000	não disponível
TELEMAR NORTE LESTE	15.859.678	-594.827	24.040.408	7.370.957	45.610.406	0,07

*Valores em milhares de reais.

Tabela 4.6 – Indicadores de cálculo dos múltiplos das empresas comparáveis.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em BM&FBOVESPA (2010).

Na Tabela 4.7 pode observar-se o valor de referência da Vivo Participações bem como as suas estimativas de valor de acordo com o grupo de empresas comparáveis. Para o cálculo da média não foram contabilizados os múltiplos com dispersão dos demais, que se encontram destacados.

MÚLTIPLOS EMPRESA	PER		EV/EBITDA		EV/Sales		EV/EG	
	%	Capitalização Bolsista*	%	Enterprise Value*	%	Enterprise Value*	%	Enterprise Value*
VIVO PARTICIPAÇÕES	25,31	21.703.829	4,05	21.133.652	0,92	21.133.652	1,23	21.133.652
TIM PARTICIPAÇÕES	66,95	57.410.832	4,33	22.589.813	0,73	16.685.547	0,16	2.832.463
TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES	12,45	10.672.427	3,67	19.152.894	0,63	14.515.417	18,67	320.950.641
JEREISSATI PARTICIPACOES	17,31	14.845.142	2,57	13.427.546	0,46	10.609.050	1,34	22.990.750
TELE NORTE LESTE PARTICIPACOES	-34,78	-29.820.260	3,44	17.962.370	0,54	12.442.220	0,23	3.972.727
TELEC DE SAO PAULO - TELESP	9,70	8.319.840	3,26	17.023.411	0,82	18.829.338	-0,11	-1.928.679
TELEFONICA	11,22	9.619.564	não aplicável		1,41	32.297.291	não aplicável	
TELEMAR NORTE LESTE	-26,66	-22.862.868	3,26	17.019.612	0,53	12.055.239	0,23	3.933.842
MÉDIA	23,53	20.173.561	3,42	17.862.608	0,73	16.776.300	0,49	8.432.446

*Valores em milhares de reais.

Tabela 4.7 – Múltiplos das empresas comparáveis.

Fonte: Elaborado pelo autor.

É visível que os vários múltiplos apresentam forte variabilidade, sendo o PER aquele que exibe maior variabilidade. Verifica-se ainda que as estimativas de valor apuradas tendem a subavaliar a Vivo Participações, comparativamente com o valor que lhe é reconhecido pelo mercado.

O resultado obtido foi uma bateria de valores dispersos entre si, que não apresentam consenso quanto ao valor da Brasilcel e inclusive subavaliam a empresa, em comparação com o seu valor de mercado e com a avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre. A avaliação pelo método dos múltiplos não permitiu obter uma estimativa fiável e ao mesmo tempo não serviu de suporte à avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre, pois não é possível estabelecer qualquer relação entre ambos os resultados.

4.3. Prémio de aquisição

O prémio de aquisição pode ser calculado segundo duas perspectivas: a capitalização bolsista e a avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre.

De acordo com o valor de mercado da Brasilcel, cerca de 2,585 mil milhões de euros, o prémio de aquisição associado à operação de aquisição é de 190,15%. Já segundo a avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre, aproximadamente 4,078 mil milhões de euros, o prémio de aquisição associado é de 83,93%. Os prémios de aquisição associados às várias ofertas por parte da Telefónica e de acordo com as duas perspectivas de valor encontram-se reflectidos na Tabela 4.8.

Ofertas	Prémio de aquisição associado		Valor em milhares de euros
	Capitalização bolsista	Avaliação pelos FCL	
1ª Oferta	120,51%	39,78%	5.700.000
2ª Oferta	151,46%	59,40%	6.500.000
3ª Oferta	176,61%	75,34%	7.150.000
Preço de aquisição	190,15%	83,93%	7.500.000

Tabela 4.8 – Prémio de aquisição da Brasilcel.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que, de entre as duas perspectivas, o prémio de aquisição resultante da avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre é aquele que mais se aproxima do valor de referência para operações de aquisição hostis, cerca de 40% (Damodaran, 2005; Schwert, 2000).

É possível observar ainda que, de acordo com a avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre, a Telefónica pagou pela participação na Brasilcel um prémio de aquisição duas vezes acima do que é característico neste tipo de operações, aproximadamente.

5. Conclusões

A 28 de Julho de 2010 a Telefónica acordou o pagamento de 7,5 mil milhões de euros por 50% da Brasilcel que valia, a preços de mercado, aproximadamente 2,585 mil milhões de euros. O objectivo deste trabalho consistiu em perceber como são avaliadas as empresas numa óptica de aquisição e como se relaciona o seu valor de mercado com o preço de aquisição, tendo particular enfoque em operações de tomada de controlo hostis. A avaliação da Brasilcel realizou-se por meio de dois métodos distintos: o método dos fluxos de caixa livre actualizados e o método dos múltiplos. Isto além do cálculo do prémio de aquisição associado.

Observou-se que o valor da participação da Portugal Telecom na Brasilcel, segundo o método dos fluxos de caixa livre, é de aproximadamente 4,078 mil milhões de euros e que o mercado de capitais subavalia a empresa em quase 58%.

Foi também possível verificar que o método dos múltiplos apresenta um conjunto de resultados divergentes e que tendencialmente subavalia a Brasilcel, comparativamente com o seu valor de mercado e com a avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre. O método dos múltiplos não produziu uma estimativa fiável nem permitiu o suporte à avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre.

Apurou-se ainda um prémio de aquisição de 83,93% de acordo com a avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre, em oposição ao prémio de aquisição referente à capitalização bolsista da Brasilcel de 190,15%. A avaliação pelo método dos fluxos de caixa livre é, das duas perspectivas, aquela que mais se aproxima do valor de prémio de aquisição de referência para operações de aquisição hostis, cerca de 40% (Damodaran, 2005; Schwert, 2000). Segundo esta, a Telefónica pagou pela participação da Brasilcel um prémio de aquisição duas vezes acima do que é característico neste tipo de operações, aproximadamente.

Em suma, este trabalho tinha como objectivo dar resposta à questão “como avaliar empresas numa óptica de aquisição hostil?”, recorrendo para tal ao estudo do caso único da aquisição da Brasilcel. A conclusão a que foi possível chegar é que, no caso de aquisições hostis, a avaliação de empresas deve ser feita recorrendo ao método dos fluxos de caixa livre acrescido de um prémio de aquisição.

5.1. Limitações do estudo

A principal limitação quando se pretende avaliar uma empresa é determinar qual ou quais os métodos a recorrer, devido à multiplicidade de métodos coexistentes e à impossibilidade de usar todos eles. O facto de não existir um método único de avaliação de empresas, aplicável a todos os casos, aumenta a subjectividade e consequentemente reduz a comparabilidade de resultados.

Verificou-se também uma falta de informação disponível sobre a empresa avaliada, particularmente no que concerne a linhas estratégicas traçadas pela administração para exercícios futuros, estimativas internas quanto à evolução do negócio e estimativas de

evolução das vendas. Um maior grau de informação permitiria estabelecer pressupostos de avaliação mais próximos da realidade da empresa.

O facto de o Brasil, e em particular o sector das telecomunicações, se encontrar em franco desenvolvimento representou uma menor previsibilidade e dificultou a criação de projecções. Em mercados maduros o desempenho apresenta uma maior estabilidade e consequentemente uma maior previsibilidade.

É igualmente relevante o facto de não ter sido possível apurar as sinergias potenciais que a Telefónica estima obter com a consolidação entre a sua operadora de rede fixa e a operação móvel da Vivo. Estes são negócios complementares dos quais a Telefónica espera obter sinergias e, como tal, é um factor que esta tem em conta no preço que está disposta a pagar pela Vivo.

5.2. Sugestões para trabalhos futuros

Ficou por aprofundar no presente trabalho o papel da componente prémio de aquisição no processo de avaliação de empresas. Sugere-se como tema de trabalhos futuros analisar, compreender e avaliar em detalhe o prémio de aquisição associado a operações de tomada de controlo de empresas. Seria também interessante analisar que implicações existem no caso particular de operações hostis.

Outro tema que importaria abordar é o processo de negociação, que culminou na determinação do preço da operação. Seria relevante compreender as intenções e motivações dos intervenientes no negócio. A Portugal Telecom estava ciente do valor estratégico da Vivo e das sinergias que a Telefónica poderia obter com a consolidação das actividades de telecomunicação móvel e fixa. Por outro lado, pretendia assegurar uma alternativa à Vivo para manter a sua presença no mercado brasileiro. Já a Telefónica valorizava a consolidação das suas operações no Brasil mas não possuía a mesma capacidade financeira demonstrada em aquisições anteriores. As dificuldades presentes nos mercados financeiros originaram restrições ao crédito por parte da banca e, portanto, o preço que a Telefónica se dispunha a pagar encontrava-se limitado pela sua capacidade de endividamento.

Referências

- Agente Fiduciário (2010). Vivo Participações S.A.: 2ª emissão de debêntures simples. São Paulo. Consultado em 12 de Julho de 2010, em Fiduciário:
http://www.fiduciario.com.br/uploads/docs/Relatorio_Anual_2009/Trustee/VIVO%20PART_2009.pdf.
- ANACOM (2010). *Situação das comunicações 2009*. Consultado em 10 de Janeiro de 2011 em ANACOM: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1030725>.
- Anatel (2009). *Relatório anual 2009*. Brasília. Consultado em 07 de Janeiro de 2011, em Anatel:
<http://www.anatel.gov.br/Portal/exibirPortalRedireciona.do?codigoDocumento=245546>.
- Banco Central do Brasil (2009). *Relatório anual 2009, 45*. Brasília. Consultado em 07 de Janeiro de 2011, em BCB:
<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009p.pdf>.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2009). *Corporate finance: The core*. Boston, MA: Pearson Education, Inc.
- BM&FBOVESPA (2010). Demonstrações financeiras padronizadas das empresas de telecomunicações a 31/12/2009 [Consulta online]. Consultado em 3 de Abril de 2011, em BM&FBOVESPA: www.bmfbovespa.com.br.
- Carvalho das Neves & Associados Consultores em Gestão, Lda. (1999). *Abc das fusões & aquisições*. Lisboa: IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento.
- Cooper, I. & Cordeiro, L. (2008) Optimal valuation using multiples: The number of comparable firms [Working Paper]. *London Business School*, London. Consultado em 12 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1272349>.
- Damodaran, A. (2005). The value of control: Implications for control premia, minority discounts and voting share differentials [Working Paper]. *Stern School of Business*, New York. Consultado em 12 de Novembro de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=837405>.
- Damodaran, A (2011). Discount rate estimation: Betas by industrial sector [Consulta online]. Consultado em 15 de Fevereiro de 2012, em Damodaran On-line: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
- DeAngelo, L. E. (1990) Equity valuation and corporate control. *The Accounting Review*, 65(1), 93-112. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em JSTOR: <http://www.jstor.org/stable/247878>.

- Exchange-Rates.org (2009). Taxa de câmbio euro-real brasileiro a 31 de Dezembro de 2009 [Consulta online]. Consultado em 24 de Junho de 2011, em Exchange-Rates.org: <http://pt.exchange-rates.org/HistoricalRates/A/EUR/31-12-2009>.
- Fernández, P. (2001). Valuation using multiples: How do analysts reach their conclusions? [Working Paper]. *IESE Business School*, Madrid. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=274972>.
- Fernández, P. (2007a). Company valuation methods: The most common errors in valuation [Working Paper N° 449]. *IESE Business School*, Madrid. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=274973>.
- Fernández, P. (2007b). Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853-876. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em Emerald: www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm.
- Fernández, P. (2007c). A more realistic valuation: Apv and wacc with constant book leverage ratio [Working Paper N° 715]. *IESE Business School*, Madrid. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=946090>.
- Fernández, P. (2008a). Equivalence of ten different methods for valuing companies by cash flow discounting [Working Paper]. *IESE Business School*, Madrid. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=367161>.
- Fernández, P. (2008b). Cash flow is a fact. Net income is just na option [Working Paper]. *IESE Business School*, Madrid. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=330540>.
- Kaplan, S. N. & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em JSTOR: <http://www.jstor.org/stable/2329344>.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5.^a ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- KPMG (2008). *Pesquisa de fusões e aquisições 2007 – 4º trimestre: Espelho das transacções realizadas no Brasil*. Consultado em 15 de Janeiro de 2011, em KPMG: http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2007/fusoes_4otrim_2007.pdf.

- KPMG (2009). *Pesquisa de fusões e aquisições 2008 – 4º trimestre: Espelho das transacções realizadas no Brasil*. Consultado em 15 de Janeiro de 2011, em KPMG:
http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2008/fusoes_aquisicoes_4o_trim_2008.pdf.
- KPMG (2010). *Pesquisa de fusões e aquisições 2009 – 4º trimestre: Espelho das transacções realizadas no Brasil*. Consultado em 15 de Janeiro de 2011, em KPMG: http://www.kpmg.de/docs/Fusoes_Aquisicoes_4_trim_2009.pdf.
- Laamanen, T. (2007). On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, 28, 1359–1369. Consultado em 12 de Novembro de 2010, em Wiley InterScience:
<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.639/abstract>.
- Neves, J. C. das (1996). *Análise financeira: Técnicas fundamentais*. Lisboa: Texto Editores.
- Neves, J. C. das (1997). Reestruturação de empresas: Papel das fusões e aquisições na internacionalização da economia. *Documento apresentado no 6º Congresso dos ROC*. Universidade Católica Portuguesa, Lisboa. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em ISEG:
http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/paper_congresso_roc97ROC.PDF.
- Paton, W. A. & Broad, S. J. (1936). Valuation of the business enterprise. *The Accounting Review*, 11(1), 26-35. Consultado em 12 de Agosto de 2010, em JSTOR: <http://www.jstor.org/stable/238785>.
- Pires, J. C. L. & Dores, A. B. das (2000). *Fusões e aquisições no setor de telecomunicações: Características e enfoque regulatório* [Working Paper Nº 83]. Consultado em 10 de Novembro de 2010, em Banco Nacional de Desenvolvimento Económico e Social:
http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Telecomunicacoes/200010_1.html.
- Portugal Telecom (2010a). *Documento informativo relativo à oferta da Telefónica: 9 de Junho de 2010*. Lisboa. Consultado em 22 de Janeiro de 2011, em Telecom: http://www.telecom.pt/NR/rdonlyres/927E210F-9B3E-4DAA-B552-4D234E3640D2/1451026/Information_Statement_p.pdf.
- Portugal Telecom (2010b). *Assembleia geral de accionistas da Portugal Telecom: Comunicado de 30 de Junho de 2010*. Lisboa. Consultado em 22 de Janeiro de 2011, em Telecom: http://www.telecom.pt/NR/rdonlyres/927E210F-9B3E-4DAA-B552-4D234E3640D2/1451345/VIVOR_P.pdf.

- Santos, F. & Afonso, R. (2006). *Código das sociedades comerciais e legislação conexas* (2.^a ed.). Coimbra: Coimbra Editora.
- Schwert, G. W. (1996). Mark-up pricing in mergers and acquisitions [Working Paper N° 4863]. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=226503>.
- Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?. *The Journal of Finance*, 55(6), 2599–2640. Consultado em 12 de Novembro de 2010, em Wiley InterScience: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00301/abstract>.
- Treynor, J. L. (1993). Samizdat: The value of control. *Financial Analysts Journal*, 49(4), pp. 6-9. Consultado em 13 de Agosto de 2010, em JSTOR: <http://www.jstor.org/pss/4479661>.
- Vivo Participações (2010). *Relatório e contas da Vivo Participações S.A. de 2009*. São Paulo. Consultado em 12 de Julho de 2010, em Vivo: http://vivo.mediagroup.com.br/port/download/balancos/VIVOPART_balanco_2009.pdf.
- Yin, R. K. (1994). *Case study research: Design and methods* (2.^a ed.) Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

Anexos

BALANÇOS PATRIMONIAIS - HISTÓRICO		Vivo Participações S.A.	
Unidades: milhares de reais	Nota	Consolidado	
		31.12.2008	31.12.2009
ATIVO			
CIRCULANTE			
Caixa e equivalentes de caixa	4	2.182.913	1.258.574
Caixa e bancos		56.038	46.468
Aplicações financeiras		2.126.875	1.212.106
Aplicações financeiras em garantia		41.487	39.197
Contas a receber, líquidas	5	2.578.498	2.546.806
Valores a receber de serviços facturados		1.125.162	1.105.069
Valores a receber de interconexão		796.147	784.524
Valores a receber de serviços a facturar		539.812	590.617
Valores a receber de mercadorias vendidas		504.685	391.578
Provisão para créditos de liquidação duvidosa (-)		-387.308	-324.982
Estoques	6	778.704	423.634
Aparelhos celulares		747.186	422.337
<i>Simcard (ship)</i>		57.514	28.176
Acessórios e outros		16.584	9.033
Provisões para obsolescência		-42.580	-35.912
Tributos diferidos e a recuperar	7	2.358.647	1.982.691
Operações com derivativos		347.448	14.700
Despesas antecipadas	8	316.622	311.328
Outros ativos	9	322.934	246.028
Total do ativo circulante		8.927.253	6.822.958
NÃO CIRCULANTE			
Aplicações financeiras em garantia		47.335	51.344
Tributos diferidos e a recuperar	7	2.732.022	2.770.909
Operações com derivativos		285.303	137.060
Despesas antecipadas	8	80.206	74.383
Outros ativos	9	46.291	118.523
Investimentos	10	111	112
Outros investimentos		111	112
Imobilizado, líquido	11	7.183.908	6.445.109
Intangível, líquido	12	4.438.982	5.566.867
Diferido, líquido	13	55.393	29.864
Total do ativo não circulante		14.869.551	15.194.171
Total do ativo		23.796.804	22.017.129

Anexo A – Activo histórico da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Vivo Participações (2010).

BALANCOS PATRIMONIAIS - HISTÓRICO		Vivo Participações S.A.	
Unidades: milhares de reais	Nota	Consolidado	
		31.12.2008	31.12.2009
PASSIVO			
CIRCULANTE			
Pessoal, encargos e benefícios sociais		185.471	161.366
Fornecedores e contas a pagar	14	3.726.324	3.053.587
Fornecedores		2.848.620	2.170.586
Valores a pagar (a)		408.807	405.619
Interconexão/interligação		231.015	324.078
Assistência técnica		170.178	100.484
Outros		67.704	52.820
Impostos, taxas e contribuições	15	785.603	892.893
Empréstimos e financiamentos	16	2.006.972	688.397
Debêntures e notas promissórias	16	1.112.876	266.256
Juros sobre o capital próprio e dividendos		545.864	934.358
Provisões para contingências	17	91.136	70.396
Operações com derivativos		105.352	30.970
Outras obrigações	18	820.233	834.824
Total do passivo circulante		9.379.831	6.933.047
NÃO CIRCULANTE			
Impostos, taxas e contribuições	15	275.272	317.063
Empréstimos e financiamentos	16	3.826.385	2.306.632
Debêntures e notas promissórias	16	1.056.923	1.863.209
Provisões para contingências	17	102.947	98.409
Operações com derivativos		97.971	131.418
Outras obrigações	18	202.144	176.527
Total do passivo não circulante		5.561.642	4.893.258
Total do passivo		14.941.473	11.826.305
PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS			
PATRIMÔNIO LÍQUIDO		587.804	0
Capital social	19	6.710.526	8.780.150
Acções em tesouraria	19	-11.070	-11.070
Reservas de capital	19	708.574	518.678
Reservas de lucro	19	859.497	903.066
Total do patrimônio líquido		8.267.527	10.190.824
Total do passivo e patrimônio líquido		23.796.804	22.017.129

Anexo B – Capital próprio e passivo histórico da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Vivo Participações (2010).

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO

<u>DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO - HISTÓRICO</u>	Vivo Participações S.A.		
	Unidades: milhares de reais	Nota	Consolidado 31.12.2009
Receita bruta de serviços de telecomunicações	20		19.939.437
Receita bruta de venda de mercadorias	20		2.932.237
Receita operacional bruta			22.871.674
Deduções da receita bruta			-6.508.488
Receita operacional líquida			16.363.186
Custo dos serviços prestados	21		-6.940.569
Custo das mercadorias vendidas	21		-2.011.001
Custo das mercadorias vendidas e serviços prestados			-8.951.570
Lucro bruto			7.411.616
Despesas com vendas	22		-4.357.422
Despesas gerais e administrativas	23		-1.334.190
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	24		240.812
Receitas (despesas) operacionais			-5.450.800
Lucro antes das despesas financeiras, líquidas			1.960.816
Despesas financeiras, líquidas	25		-487.229
Receitas financeiras			199.815
Despesas financeiras			-701.904
Variações monetárias e cambiais			30.796
Efeitos de <i>Fair Value</i> e Ajustes a valor presente			-15.936
Juros sobre o capital próprio destinados			-104.136
Lucro antes dos tributos, participações e da reversão dos juros sobre o capital próprio			1.369.451
Imposto de renda e contributo social	26		-590.453
Débito tributário pela alíquota oficial combinada (34%)			-465.613
Adições (exclusões) permanentes			-51.283
Prejuízo fiscal e diferenças temporárias não reconhecidas			-73.557
Participações minoritárias			-25.648
Lucro antes da reversão dos juros sobre o capital próprio			753.350
Reversão dos juros sobre o capital próprio			104.136
Lucro líquido do exercício			857.486

Anexo C – Demonstração de resultado histórico da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Vivo Participações (2010).

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO INTEGRADO		Vivo Participações S.A.					
Unidades: milhares de reais	Nota	Consolidado	Projeções				
		31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Vendas e serviços prestados	a	16.363.186	18.687.526	20.771.875	22.464.290	23.560.463	23.829.323
Custo das vendas e dos serviços prestados	a	-8.951.570	-9.812.901	-10.974.543	-11.944.257	-12.618.385	-12.875.325
Impostos, taxas e contribuições		-860.116	-982.293	-1.091.855	-1.180.815	-1.238.434	-1.252.567
Depreciações		-1.856.285	-1.665.383	-1.901.946	-2.114.083	-2.286.330	-2.397.895
Amortizações		-429.825	-535.250	-611.281	-679.461	-734.821	-770.678
Outros custos dos serviços prestados		-3.794.343	-4.333.318	-4.816.643	-5.209.085	-5.463.268	-5.525.613
Custo das mercadorias vendidas		-2.011.001	-2.296.657	-2.552.820	-2.760.814	-2.895.531	-2.928.573
Resultado bruto		7.411.616	8.874.624	9.797.332	10.520.033	10.942.078	10.953.998
Gastos com vendas	b	-4.357.422	-4.873.540	-5.433.091	-5.893.729	-6.203.037	-6.300.688
Depreciações		-458.038	-410.933	-469.305	-521.650	-564.152	-591.680
Amortizações		-90.361	-112.524	-128.508	-142.841	-154.480	-162.018
Provisões		-213.235	-243.524	-270.686	-292.741	-307.025	-310.529
Outros gastos		-3.595.788	-4.106.558	-4.564.591	-4.936.497	-5.177.380	-5.236.462
Gastos administrativos	c	-1.334.190	-1.522.346	-1.705.952	-1.860.484	-1.970.043	-2.015.752
Depreciações		-121.777	-109.253	-124.772	-138.689	-149.989	-157.308
Amortizações		-275.701	-343.323	-392.091	-435.824	-471.333	-494.333
Outros gastos		-936.712	-1.069.769	-1.189.088	-1.285.970	-1.348.721	-1.364.112
Outros rendimentos (gastos)	d	240.812	272.383	301.794	325.292	339.846	342.093
Impostos, taxas e contribuições		-124.210	-141.854	-157.676	-170.522	-178.843	-180.884
Amortizações		-25.529	-31.791	-36.306	-40.356	-43.644	-45.774
Provisões		-140.839	-160.845	-178.785	-193.352	-202.786	-205.101
Outros		531.390	606.872	674.561	729.522	765.120	773.851
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		1.960.816	2.751.122	2.960.084	3.091.112	3.108.844	2.979.650
Rendimentos Financeiros		230.611	105.015	52.040	26.491	13.611	7.024
Gastos financeiros		-717.840	-510.247	-650.318	-784.151	-898.910	-972.928
Gastos de financiamento (líquidos)	e	-487.229	-405.232	-598.277	-757.660	-885.300	-965.904
Juros sobre o capital próprio destinados		-104.136	-136.306	-136.306	-136.306	-136.306	-136.306
Resultados antes de impostos		1.369.451	2.209.584	2.225.500	2.197.146	2.087.238	1.877.440
Imposto sobre o rendimento do período	f	-590.453	-952.685	-959.548	-947.322	-899.934	-809.478
Débito tributário pela alíquota oficial combinada (34%)		-465.613	-751.258	-756.670	-747.029	-709.660	-638.329
Outros impostos		-124.840	-201.427	-202.878	-200.293	-190.274	-171.149
Participações minoritárias		-25.648	-41.383	-41.681	-41.150	-39.091	-35.162
Reversão dos juros sobre o capital próprio		104.136	136.306	136.306	136.306	136.306	136.306
Resultado líquido do período		857.486	1.351.823	1.360.578	1.344.980	1.284.518	1.169.106

Anexo D – Demonstração de resultado integrado da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO

NOTAS EXPLICATIVAS

a. LUCRO BRUTO	Consolidado 31.12.2009
Receita operacional líquida	16.363.186
Vendas e serviços prestados	16.363.186
Impostos, taxas e contribuições	-860.116
Impostos, taxas e contribuições	-860.116
Depreciação	-1.856.285
Depreciações	-1.856.285
Amortização	-429.825
Amortizações	-429.825
Interconexão	-2.313.193
Serviços de terceiros	-630.142
Aluguéis, seguros e condomínios	-359.608
Meios de conexão	-313.046
Pessoal	-144.274
Outros insumos	-34.080
Outros custos dos serviços prestados	-3.794.343
Custo das mercadorias vendidas	-2.011.001
Custo das mercadorias vendidas	-2.011.001
Custo das vendas e dos serviços prestados	-8.951.570

c. DESPESAS ADMINISTRATIVAS GERAIS E	Consolidado 31.12.2009
Depreciação	-121.777
Depreciações	-121.777
Amortização	-275.701
Amortizações	-275.701
Serviços de terceiros	-491.107
Pessoal	-326.860
Aluguéis, seguros e condomínios	-87.884
Outros insumos	-30.861
Outros gastos	-936.712
Gastos administrativos	-1.334.190

e. DESPESAS FINANCEIRAS, LÍQUIDAS	Consolidado 31.12.2009
Receitas financeiras:	199.815
Variações monetárias e cambiais:	30.796
Rendimentos Financeiros	230.611
Despesas financeiras:	-701.904
Efeitos de <i>Fair Value</i> e Ajustes a valor presente:	-15.936
Gastos financeiros	-717.840
Gastos de financiamento (líquidos)	-487.229

b. DESPESAS COM VENDAS	Consolidado 31.12.2009
Depreciação	-458.038
Depreciações	-458.038
Amortização	-90.361
Amortizações	-90.361
Provisão para crédito de liquidação duvidosa	-213.235
Provisões	-213.235
Serviços de terceiros	-2.137.934
Publicidade e propaganda	-427.726
Fidelização de clientes e doações	-420.722
Pessoal	-404.663
Aluguéis, seguros e condomínios	-76.396
Outros insumos	-128.347
Outros gastos	-3.595.788
Gastos com vendas	-4.357.422

d. OUTRAS RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS, LÍQUIDAS	Consolidado 31.12.2009
PIS e CONFINS (a)	-53.371
ICMS sobre outros gastos	-57.706
Outros impostos, taxas e contribuições	-13.133
Impostos, taxas e contribuições	-124.210
Amortização do ágio, líquida da realização da provisão para perdas em investimentos	0
Amortização do diferido	-25.529
Amortizações	-25.529
Provisão para contingências, líquidas	-134.652
Alienação e provisões para perdas e ganhos de activos	-6.187
Provisões	-140.839
Despesas recuperadas	376.330
Multas	111.246
Infraestruturas compartilhadas e EILD	138.796
Aluguer de imóveis	16.349
FUST	-84.994
FUNTEL	-42.459
Outras	16.122
Outros	531.390
Outros rendimentos (gastos)	240.812

f. IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUTO SOCIAL	Consolidado 31.12.2009
Débito tributário pela alíquota oficial combinada (34%)	-465.613
Débito tributário pela alíquota oficial combinada (34%)	-465.613
Adições (exclusões) permanentes	-51.283
Prejuízo fiscal e diferenças temporárias não reconhecidas	-73.557
Outros impostos	-124.840
Imposto sobre o rendimento do período	-590.453

Anexo E – Notas explicativas da demonstração de resultado integrado da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Vivo Participações (2010) e Koller *et al.* (2010).

<u>RÁCIOS DA DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO INTEGRADO</u>		Vivo Participações S.A.					
Unidades: milhares de reais	Driver	Consolidado	Projeções				
RÁCIOS (%)		31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Vendas e serviços prestados							
Custo das vendas e dos serviços prestados							
Impostos, taxas e contribuições	Vendas e serviços prestados	-5,26%	-5,26%	-5,26%	-5,26%	-5,26%	-5,26%
Depreciações	Activos fixos tangíveis do ano anterior	-25,84%	-25,84%	-25,84%	-25,84%	-25,84%	-25,84%
Amortizações	Activos intangíveis do ano anterior	-9,56%	-9,56%	-9,56%	-9,56%	-9,56%	-9,56%
Outros custos dos serviços prestados	Vendas e serviços prestados	-23,19%	-23,19%	-23,19%	-23,19%	-23,19%	-23,19%
Custo das mercadorias vendidas	Vendas e serviços prestados	-12,29%	-12,29%	-12,29%	-12,29%	-12,29%	-12,29%
Resultado bruto							
Gastos com vendas							
Depreciações	Activos fixos tangíveis do ano anterior	-6,38%	-6,38%	-6,38%	-6,38%	-6,38%	-6,38%
Amortizações	Activos intangíveis do ano anterior	-2,01%	-2,01%	-2,01%	-2,01%	-2,01%	-2,01%
Provisões	Vendas e serviços prestados	-1,30%	-1,30%	-1,30%	-1,30%	-1,30%	-1,30%
Outros gastos	Vendas e serviços prestados	-21,97%	-21,97%	-21,97%	-21,97%	-21,97%	-21,97%
Gastos administrativos							
Depreciações	Activos fixos tangíveis do ano anterior	-1,70%	-1,70%	-1,70%	-1,70%	-1,70%	-1,70%
Amortizações	Activos intangíveis do ano anterior	-6,13%	-6,13%	-6,13%	-6,13%	-6,13%	-6,13%
Outros gastos	Vendas e serviços prestados	-5,72%	-5,72%	-5,72%	-5,72%	-5,72%	-5,72%
Outros rendimentos (gastos)							
Impostos, taxas e contribuições	Vendas e serviços prestados	-0,76%	-0,76%	-0,76%	-0,76%	-0,76%	-0,76%
Amortizações	Activos intangíveis do ano anterior	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%
Provisões	Vendas e serviços prestados	-0,86%	-0,86%	-0,86%	-0,86%	-0,86%	-0,86%
Outros	Vendas e serviços prestados	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)							
Rendimentos Financeiros	Investimentos financeiros, Outros activos financeiros e Excesso de caixa do ano anterior	8,95%	8,95%	8,95%	8,95%	8,95%	8,95%
Gastos financeiros	Dívida e equivalentes do ano anterior	-8,20%	-8,20%	-8,20%	-8,20%	-8,20%	-8,20%
Gastos de financiamento (líquidos)							
Juros sobre o capital próprio destinados	Capital social - Acções próprias do ano anterior	-1,55%	-1,55%	-1,55%	-1,55%	-1,55%	-1,55%
Resultados antes de impostos							
Imposto sobre o rendimento do período		-43,12%	-43,12%	-43,12%	-43,12%	-43,12%	-43,12%
Débito tributário pela alíquota oficial combinada (34%)	Resultados antes de imposto	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%	-34,00%
Outros impostos	Resultados antes de imposto	-9,12%	-9,12%	-9,12%	-9,12%	-9,12%	-9,12%
Participações minoritárias	Resultado após imposto	-3,29%	-3,29%	-3,29%	-3,29%	-3,29%	-3,29%
Reversão dos juros sobre o capital próprio	Capital social - Acções próprias do ano anterior	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%
Resultado líquido do período							

Anexo F – Rácios da demonstração de resultado integrado da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO

BALANÇO INTEGRADO		Vivo Participações S.A.						
Unidades: milhares de reais	Categoria	Consolidado		Projeções				
		31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
ACTIVO								
Activo não corrente:	a	14.869.551	15.194.171	17.243.456	19.108.194	20.633.674	21.623.838	21.861.863
Activos fixos tangíveis	Op.	7.183.908	6.445.109	7.360.617	8.181.597	8.848.203	9.279.963	9.385.861
Activos intangíveis	Op.	4.494.375	5.596.731	6.391.729	7.104.643	7.683.503	8.058.429	8.150.388
Outros investimentos	Op.	111	112	112	112	112	112	112
Investimentos financeiros	Não Op.	332.638	188.404	106.711	60.440	34.233	19.389	10.982
Estado e outros entes públicos	Op.	2.732.022	2.770.909	3.164.508	3.517.468	3.804.058	3.989.681	4.035.210
Outros activos não financeiros		126.497	192.906	219.779	243.933	263.564	276.263	279.311
Provisões	Op.	46.291	118.523	135.359	150.456	162.715	170.655	172.602
Despesas antecipadas operacionais	Op.	78.438	73.082	83.463	92.772	100.331	105.227	106.427
Despesas antecipadas não operacionais	Não Op.	1.768	1.301	958	705	519	382	281
Activo corrente:	b	8.927.253	6.822.958	7.139.888	7.642.618	8.127.373	8.458.745	8.524.681
Inventários	Op.	778.704	423.634	483.810	537.773	581.588	609.968	616.928
Contas a receber	Op.	2.578.498	2.546.806	2.908.572	3.232.985	3.496.397	3.667.008	3.708.854
Estado e outros entes públicos	Op.	2.358.647	1.982.691	2.264.326	2.516.882	2.721.948	2.854.769	2.887.346
Outros activos não financeiros		639.556	557.356	634.557	703.926	760.280	796.684	805.309
Provisões	Op.	322.934	246.028	280.976	312.315	337.761	354.242	358.285
Despesas antecipadas operacionais	Op.	309.643	305.882	349.332	388.295	419.932	440.423	445.449
Despesas antecipadas não operacionais	Não Op.	6.979	5.446	4.249	3.316	2.587	2.019	1.575
Outros activos financeiros	Não Op.	388.935	53.897	7.469	1.035	143	20	3
Caixa e depósitos bancários		2.182.913	1.258.574	841.155	650.018	567.017	530.296	506.241
Excesso de caixa	Não Op.	1.855.649	931.310	467.405	234.580	117.731	59.087	29.654
Caixa operacional	Op.	327.264	327.264	373.751	415.438	449.286	471.209	476.586
TOTAL DO ACTIVO		23.796.804	22.017.129	24.383.344	26.750.812	28.761.047	30.082.582	30.386.544

Anexo G - Activo integrado da Vivo Participações.
 Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

BALANCO INTEGRADO		Vivo Participações S.A.							
Unidades: milhares de reais	Categoria	Consolidado		Projeções					
		31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	
CAPITAL PRÓPRIO									
Capital realizado		6.710.526	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	
Ações próprias		-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	
Reservas de capital		708.574	518.678	518.678	518.678	518.678	518.678	518.678	
Reservas de lucro		859.497	903.066	970.657	1.038.686	1.105.935	1.170.161	1.228.616	
Interesses minoritários		587.804	0	0	0	0	0	0	
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO		8.855.331	10.190.824	10.258.415	10.326.444	10.393.693	10.457.919	10.516.374	
PASSIVO									
Passivo não corrente:		c	5.561.642	4.893.258	5.577.538	6.191.255	6.689.350	7.011.258	7.088.488
Provisões		164.902	139.431	159.176	176.955	191.504	201.122	203.884	
Provisões operacionais	Op.	162.456	136.692	156.109	173.521	187.659	196.816	199.062	
Provisões não operacionais	Não Op.	2.446	2.739	3.067	3.435	3.846	4.306	4.822	
Financiamentos obtidos	Não Op.	4.883.308	4.169.841	4.762.154	5.293.310	5.724.589	6.003.928	6.072.441	
Outros passivos financeiros	Não Op.	97.971	131.418	150.086	166.826	180.418	189.222	191.381	
Estado e outro entes públicos	Op.	275.272	317.063	362.101	402.488	435.282	456.522	461.731	
Outras contas a pagar		140.189	135.505	144.022	151.676	157.557	160.465	159.051	
Outras contas a pagar operacionais	Op.	91.927	92.404	105.530	117.300	126.858	133.048	134.566	
Outras contas a pagar não operacionais	Não Op.	48.261	43.101	38.492	34.376	30.700	27.417	24.485	
Passivo corrente:		d	9.379.831	6.933.047	8.547.391	10.233.113	11.678.004	12.613.405	12.781.681
Provisões		342.530	264.397	304.065	341.251	373.988	399.617	415.212	
Provisões operacionais	Op.	332.604	251.443	287.160	319.188	345.195	362.039	366.170	
Provisões não operacionais	Não Op.	9.926	12.954	16.906	22.063	28.794	37.578	49.041	
Pessoal, encargos e benefícios sociais	Op.	185.471	161.366	184.288	204.842	221.532	232.342	234.994	
Fornecedores	Op.	3.726.324	3.053.587	3.487.340	3.876.307	4.192.134	4.396.694	4.446.867	
Estado e outros entes públicos	Op.	785.603	892.893	1.019.726	1.133.463	1.225.813	1.285.628	1.300.299	
Juros sobre o capital próprio e dividendos	Não Op.	545.864	934.358	1.449.500	1.458.888	1.442.163	1.377.332	1.253.581	
Financiamentos obtidos	Não Op.	3.119.848	954.653	1.355.880	2.403.490	3.350.080	4.008.759	4.200.232	
Outros passivos financeiros	Não Op.	105.352	30.970	35.369	39.314	42.517	44.592	45.101	
Outros passivos não financeiros		568.839	640.823	711.225	775.557	829.777	868.441	885.396	
Receitas diferidas	Op.	362.448	428.115	488.928	543.461	587.740	616.420	623.454	
Obrigações diferidas operacionais	Op.	10.563	8.879	10.140	11.271	12.189	12.784	12.930	
Obrigações diferidas não operacionais	Não Op.	195.829	203.829	212.157	220.825	229.847	239.238	249.012	
TOTAL DO PASSIVO		14.941.473	11.826.305	14.124.929	16.424.368	18.367.354	19.624.663	19.870.170	
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO		23.796.804	22.017.129	24.383.344	26.750.812	28.761.047	30.082.582	30.386.544	

Anexo H – Capital próprio e passivo integrado da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO

NOTAS EXPLICATIVAS				
a. ACTIVO NÃO CORRENTE	Nota	Categoria	31.12.2008	31.12.2009
Imobilizado, líquido	11	Op.	7.183.908	6.445.109
Activos fixos tangíveis		Op.	7.183.908	6.445.109
Intangível, líquido	12	Op.	4.438.982	5.566.867
Diferido, líquido	13	Op.	55.393	29.864
Activos intangíveis		Op.	4.494.375	5.596.731
Investimentos	10	Op.	111	112
Outros investimentos		Op.	111	112
Aplicações financeiras em garantia		Não Op.	47.335	51.344
Operações com derivativos		Não Op.	285.303	137.060
Investimentos financeiros		Não Op.	332.638	188.404
Tributos diferidos e a recuperar	7	Op.	2.732.022	2.770.909
Estado e outros entes públicos		Op.	2.732.022	2.770.909
Outros ativos	9	Op.	46.291	118.523
Provisões		Op.	46.291	118.523
Taxa Fisher	8	Op.	40.393	39.369
Propaganda e publicidade	8	Op.	27.537	23.896
Aluguéis	8	Op.	3.981	3.716
Prémios de seguro, software e outras	8	Op.	6.526	6.101
Despesas antecipadas operacionais		Op.	78.438	73.082
Encargos financeiros	8	Não Op.	1.768	1.301
Despesas antecipadas não operacionais		Não Op.	1.768	1.301
Outros activos não financeiros			126.497	192.906
b. ACTIVO CORRENTE	Nota	Categoria	31.12.2008	31.12.2009
Estoques	6	Op.	778.704	423.634
Inventários		Op.	778.704	423.634
Contas a receber, líquidas	5	Op.	2.578.498	2.546.806
Contas a receber		Op.	2.578.498	2.546.806
Tributos diferidos e a recuperar	7	Op.	2.358.647	1.982.691
Estado e outros entes públicos		Op.	2.358.647	1.982.691
Outros ativos	9	Op.	322.934	246.028
Provisões		Op.	322.934	246.028
Taxa Fisher	8	Op.	159.458	164.779
Propaganda e publicidade	8	Op.	108.707	100.015
Aluguéis	8	Op.	15.715	15.552
Prémios de seguro, software e outras	8	Op.	25.764	25.536
Despesas antecipadas operacionais		Op.	309.643	305.882
Encargos financeiros	8	Não Op.	6.979	5.446
Despesas antecipadas não operacionais		Não Op.	6.979	5.446
Outros activos não financeiros			639.556	557.356
Aplicações financeiras em garantia		Não Op.	41.487	39.197
Operações com derivativos		Não Op.	347.448	14.700
Outros activos financeiros		Não Op.	388.935	53.897
Caixa e equivalentes de caixa	4		2.182.913	1.258.574
Caixa e depósitos bancários			2.182.913	1.258.574
Excesso de caixa		Não Op.	1.855.649	931.310
Caixa operacional		Op.	327.264	327.264

Anexo I – Notas explicativas do balanço integrado da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

NOTAS EXPLICATIVAS				
c. PASSIVO NÃO CORRENTE	Nota	Categoria	31.12.2008	31.12.2009
Provisões para contingências	17	Op.	102.947	98.409
Provisão para desmobilização de activos (b)	18	Op.	36.259	26.834
Provisão para o programa de fidelização	18	Op.	23.250	11.449
Provisões operacionais		Op.	162.456	136.692
Provisão para o fundo de pensões	18	Não Op.	2.446	2.739
Provisões não operacionais		Não Op.	2.446	2.739
Provisões			164.902	139.431
Empréstimos e financiamentos	16	Não Op.	3.826.385	2.306.632
Debêntures e notas promissórias	16	Não Op.	1.056.923	1.863.209
Financiamentos obtidos		Não Op.	4.883.308	4.169.841
Operações com derivativos		Não Op.	97.971	131.418
Outros passivos financeiros		Não Op.	97.971	131.418
Impostos, taxas e contribuições	15	Op.	275.272	317.063
Estado e outros entes públicos		Op.	275.272	317.063
Receitas diferidas	18	Op.	89.324	90.527
Obrigações com empresas do grupo	18	Op.	772	206
Outras	18	Op.	1.831	1.671
Outras contas a pagar operacionais		Op.	91.927	92.404
Grupamento de acções (a)	18	Não Op.	48.261	43.101
Outras contas a pagar não operacionais		Não Op.	48.261	43.101
Outras contas a pagar			140.189	135.505
d. PASSIVO CORRENTE	Nota	Categoria	31.12.2008	31.12.2009
Provisões para contingências	17	Op.	91.136	70.396
Provisão para desmobilização de activos (b)	18	Op.	147.128	126.905
Provisão para o programa de fidelização	18	Op.	94.340	54.142
Provisões operacionais		Op.	332.604	251.443
Provisão para o fundo de pensões	18	Não Op.	9.926	12.954
Provisões não operacionais		Não Op.	9.926	12.954
Provisões			342.530	264.397
Pessoal, encargos e benefícios sociais		Op.	185.471	161.366
Pessoal, encargos e benefícios sociais		Op.	185.471	161.366
Fornecedores e contas a pagar	14	Op.	3.726.324	3.053.587
Fornecedores		Op.	3.726.324	3.053.587
Impostos, taxas e contribuições	15	Op.	785.603	892.893
Estado e outros entes públicos		Op.	785.603	892.893
Juros sobre o capital próprio e dividendos		Não Op.	545.864	934.358
Juros sobre o capital próprio e dividendos		Não Op.	545.864	934.358
Empréstimos e financiamentos	16	Não Op.	2.006.972	688.397
Debêntures e notas promissórias	16	Não Op.	1.112.876	266.256
Financiamentos obtidos		Não Op.	3.119.848	954.653
Operações com derivativos		Não Op.	105.352	30.970
Outros passivos financeiros		Não Op.	105.352	30.970
Receitas diferidas	18	Op.	362.448	428.115
Receitas diferidas		Op.	362.448	428.115
Obrigações com empresas do grupo	18	Op.	3.134	974
Outras	18	Op.	7.429	7.905
Obrigações diferidas operacionais		Op.	10.563	8.879
Grupamento de acções (a)	18	Não Op.	195.829	203.829
Obrigações diferidas não operacionais		Não Op.	195.829	203.829
Outros passivos não financeiros			568.839	640.823

Anexo J – Notas explicativas do balanço integrado da Vivo Participações.
Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO

RÁCIOS DO BALANÇO INTEGRADO		Vivo Participações S.A.					
Unidades: milhares de reais	Driver	Consolidado	Projeções				
		31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
ACTIVO							
Activo não corrente:							
Activos fixos tangíveis	Vendas e serviços prestados	39,39%	39,39%	39,39%	39,39%	39,39%	39,39%
Activos intangíveis	Vendas e serviços prestados	34,20%	34,20%	34,20%	34,20%	34,20%	34,20%
Outros investimentos	Constante	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Investimentos financeiros	Crescimento histórico	-43,36%	-43,36%	-43,36%	-43,36%	-43,36%	-43,36%
Estado e outros entes públicos	Vendas e serviços prestados	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%
Outros activos não financeiros							
Provisões	Vendas e serviços prestados	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
Despesas antecipadas operacionais	Vendas e serviços prestados	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
Despesas antecipadas não operacionais	Crescimento histórico	-26,40%	-26,40%	-26,40%	-26,40%	-26,40%	-26,40%
Activo corrente:							
Inventários	Vendas e serviços prestados	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%	2,59%
Contas a receber	Vendas e serviços prestados	15,56%	15,56%	15,56%	15,56%	15,56%	15,56%
Estado e outros entes públicos	Vendas e serviços prestados	12,12%	12,12%	12,12%	12,12%	12,12%	12,12%
Outros activos não financeiros							
Provisões	Vendas e serviços prestados	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Despesas antecipadas operacionais	Vendas e serviços prestados	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%
Despesas antecipadas não operacionais	Crescimento histórico	-21,97%	-21,97%	-21,97%	-21,97%	-21,97%	-21,97%
Outros activos financeiros	Crescimento histórico	-86,14%	-86,14%	-86,14%	-86,14%	-86,14%	-86,14%
Caixa e depósitos bancários							
Excesso de caixa	Crescimento histórico	-49,81%	-49,81%	-49,81%	-49,81%	-49,81%	-49,81%
Caixa operacional	Vendas e serviços prestados	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
CAPITAL PRÓPRIO							
Capital realizado	Constante	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ações próprias	Constante	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Reservas de capital	Constante	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Reservas de lucro	Acresce 5% do resultado líquido do exercício	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Interesses minoritários	Nulo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PASSIVO							
Passivo não corrente:							
Provisões							
Provisões operacionais	Vendas e serviços prestados	0,84%	0,84%	0,84%	0,84%	0,84%	0,84%
Provisões não operacionais	Crescimento histórico	11,98%	11,98%	11,98%	11,98%	11,98%	11,98%
Financiamentos obtidos	Vendas e serviços prestados	25,48%	25,48%	25,48%	25,48%	25,48%	25,48%
Outros passivos financeiros	Vendas e serviços prestados	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%
Estado e outros entes públicos	Vendas e serviços prestados	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%
Outras contas a pagar							
Outras contas a pagar operacionais	Vendas e serviços prestados	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%
Outras contas a pagar não operacionais	Crescimento histórico	-10,69%	-10,69%	-10,69%	-10,69%	-10,69%	-10,69%
Passivo corrente:							
Provisões							
Provisões operacionais	Vendas e serviços prestados	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%
Provisões não operacionais	Crescimento histórico	30,51%	30,51%	30,51%	30,51%	30,51%	30,51%
Pessoal, encargos e benefícios sociais	Vendas e serviços prestados	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%
Fornecedores	Vendas e serviços prestados	18,66%	18,66%	18,66%	18,66%	18,66%	18,66%
Estado e outros entes públicos	Vendas e serviços prestados	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Juros sobre o capital próprio e dividendos	Dividendos e juros sobre o capital próprio distribuídos	112,87%	112,87%	112,87%	112,87%	112,87%	112,87%
Financiamentos obtidos	Necessidade de financiamento	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Outros passivos financeiros	Vendas e serviços prestados	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%
Outros passivos não financeiros							
Receitas diferidas	Vendas e serviços prestados	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%	2,62%
Obrigações diferidas operacionais	Vendas e serviços prestados	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Obrigações diferidas não operacionais	Crescimento histórico	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%	4,09%

Anexo K – Rácios do balanço integrado da Vivo Participações.
Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

DEMONSTRAÇÕES DAS ALTERAÇÕES NO CAPITAL PRÓPRIO	Vivo Participações S.A.						
	Consolidado		Projeções				
	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Unidades: milhares de reais							
CAPITAL SOCIAL	6.710.526	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150
Capital social realizado:							
Saldo do exercício anterior	6.347.784	6.710.526	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150
Aumento de capital por reserva especial de ágio	362.742	189.896	0	0	0	0	0
Aumento de capital - incorporação de acções	0	1.879.728	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	6.710.526	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150
RESERVAS DE CAPITAL	708.574	518.678	518.678	518.678	518.678	518.678	518.678
Reserva de ágio:							
Saldo do exercício anterior	515.089	515.089	515.089	515.089	515.089	515.089	515.089
Movimento em reservas de ágio	0	0	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	515.089	515.089	515.089	515.089	515.089	515.089	515.089
Reserva especial de ágio:							
Saldo do exercício anterior	552.638	189.896	0	0	0	0	0
Aumento de capital por reserva especial de ágio	-362.742	-189.896	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	189.896	0	0	0	0	0	0
Incentivos fiscais:							
Saldo do exercício anterior	3.589	3.589	3.589	3.589	3.589	3.589	3.589
Movimento em incentivos fiscais	0	0	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	3.589	3.589	3.589	3.589	3.589	3.589	3.589
RESERVAS DE LUCRO	859.497	903.066	970.657	1.038.686	1.105.935	1.170.161	1.228.616
Reserva legal:							
Saldo do exercício anterior	100.960	120.955	164.524	232.115	300.144	367.393	431.619
Destino do lucro líquido do exercício	19.995	43.569	67.591	68.029	67.249	64.226	58.455
Saldo final do exercício	120.955	164.524	232.115	300.144	367.393	431.619	490.074
Reserva de contingências:							
Saldo do exercício anterior	11.070	11.070	11.070	11.070	11.070	11.070	11.070
Movimento em reserva de contingências	0	0	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	11.070	11.070	11.070	11.070	11.070	11.070	11.070
Reserva para expansão:							
Saldo do exercício anterior	777.517	727.472	727.472	727.472	727.472	727.472	727.472
Dividendos complementares	-50.045	0	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	727.472	727.472	727.472	727.472	727.472	727.472	727.472
ACÇÕES EM TESOURARIA	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070
Acções em tesouraria:							
Saldo do exercício anterior	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070
Movimento em acções em tesouraria	0	0	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070
LUCROS (PREJUÍZOS) ACUMULADOS	0	0	0	0	0	0	0
Lucros (prejuízos) acumulados:							
Saldo do exercício anterior	-1.238	0	0	0	0	0	0
Juros sobre o capital próprio e dividendos prescritos	-5.760	6.676	0	0	0	0	0
Efeitos da aplicação da lei 11.638/07	3.845	0	0	0	0	0	0
Lucro líquido do exercício	399.901	871.394	1.351.823	1.360.578	1.344.980	1.284.518	1.169.106
Distribuição do lucro líquido do exercício:	-399.901	-871.394	-1.351.823	-1.360.578	-1.344.980	-1.284.518	-1.169.106
Reserva legal	-19.995	-43.569	-67.591	-68.029	-67.249	-64.226	-58.455
Juros sobre o capital próprio	-161.113	-104.136	-136.306	-136.306	-136.306	-136.306	-136.306
Dividendos	-218.793	-723.689	-1.147.925	-1.156.243	-1.141.425	-1.083.986	-974.345
Dividendos complementares	3.153	-6.676	0	0	0	0	0
Saldo final do exercício	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL DO CAPITAL DA CONTROLADORA	8.267.527	10.190.824	10.258.415	10.326.444	10.393.693	10.457.919	10.516.374
INTERESSES MINORITÁRIOS	587.804	0	0	0	0	0	0
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	8.855.331	10.190.824	10.258.415	10.326.444	10.393.693	10.457.919	10.516.374

Anexo L – Demonstração das alterações no capital próprio integrado da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Vivo Participações (2010) e Koller *et al.* (2010).

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NUMA ÓPTICA DE AQUISIÇÃO

CAPITAL INVESTIDO	Vivo Participações S.A.						
	Unidade: milhares de reais	Consolidado		Projeções			
		31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
TOTAL DE FUNDOS INVESTIDOS: APLICAÇÃO							
Caixa operacional	327.264	327.264	373.751	415.438	449.286	471.209	476.586
Contas a receber	2.578.498	2.546.806	2.908.572	3.232.985	3.496.397	3.667.008	3.708.854
Inventários	778.704	423.634	483.810	537.773	581.588	609.968	616.928
Despesas antecipadas operacionais	309.643	305.882	349.332	388.295	419.932	440.423	445.449
Outros activos operacionais correntes	2.681.581	2.228.719	2.545.302	2.829.197	3.059.709	3.209.011	3.245.631
Activos operacionais correntes	6.675.690	5.832.305	6.660.766	7.403.687	8.006.912	8.397.619	8.493.449
Fornecedores	3.726.324	3.053.587	3.487.340	3.876.307	4.192.134	4.396.694	4.446.867
Pessoal, encargos e benefícios sociais	185.471	161.366	184.288	204.842	221.532	232.342	234.994
Receitas diferidas	362.448	428.115	488.928	543.461	587.740	616.420	623.454
Outros passivos operacionais correntes	1.128.770	1.153.214	1.317.025	1.463.922	1.583.197	1.660.451	1.679.399
Obrigações operacionais correntes	5.403.013	4.796.283	5.477.580	6.088.532	6.584.603	6.905.907	6.984.714
Fundo de maneo operacional	1.272.677	1.036.022	1.183.186	1.315.155	1.422.309	1.491.712	1.508.735
Activos fixos tangíveis	7.183.908	6.445.109	7.360.617	8.181.597	8.848.203	9.279.963	9.385.861
Outros activos operacionais não correntes, líquidos de obrigações	6.821.582	8.013.198	9.307.540	10.345.662	11.188.579	11.734.534	11.868.442
Capital investido	15.278.167	15.494.329	17.851.343	19.842.414	21.459.091	22.506.209	22.763.037
Excesso de caixa	1.855.649	931.310	467.405	234.580	117.731	59.087	29.654
Outros activos não operacionais, líquidos de obrigações	473.858	-13.575	-131.262	-189.705	-223.064	-244.845	-260.656
Total de fundos investido	17.607.674	16.412.064	18.187.485	19.887.290	21.353.758	22.320.451	22.532.036
TOTAL DE FUNDOS INVESTIDO: FONTE							
Dívida de curto prazo	3.771.064	1.919.981	2.843.816	3.905.127	4.838.606	5.434.989	5.503.736
Dívida de longo prazo	4.981.279	4.301.259	5.085.254	5.655.719	6.121.459	6.427.543	6.511.925
Dívida e equivalentes de dívida	8.752.343	6.221.240	7.929.070	9.560.846	10.960.065	11.862.532	12.015.661
Interesses minoritários	587.804	0	0	0	0	0	0
Capital realizado	6.710.526	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150	8.780.150
Reservas de lucro	859.497	903.066	970.657	1.038.686	1.105.935	1.170.161	1.228.616
Reservas de capital	708.574	518.678	518.678	518.678	518.678	518.678	518.678
Acções próprias	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070	-11.070
Capital próprio e equivalentes	8.855.331	10.190.824	10.258.415	10.326.444	10.393.693	10.457.919	10.516.374
Total de fundos investido	17.607.674	16.412.064	18.187.485	19.887.290	21.353.758	22.320.451	22.532.036

Anexo M – Fundos investidos da Vivo Participações.
 Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).

RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO	Vivo Participações S.A.					
Unidades: milhares de reais	Consolidado	Projeções				
	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO						
Vendas e serviços prestados	16.363.186	18.687.526	20.771.875	22.464.290	23.560.463	23.829.323
Custo das vendas e dos serviços prestados, excepto depreciações e amortizações	-6.665.460	-7.612.268	-8.461.317	-9.150.713	-9.597.234	-9.706.753
Despesas com vendas, gerais e administrativas, excepto depreciações e amortizações	-4.745.735	-5.419.852	-6.024.366	-6.515.208	-6.833.126	-6.911.102
Outras receitas (despesas) operacionais líquidas, excepto depreciações e amortizações	266.341	304.174	338.101	365.648	383.490	387.866
Depreciações	-2.436.100	-2.185.569	-2.496.023	-2.774.422	-3.000.471	-3.146.883
EBITA	2.782.232	3.774.010	4.128.270	4.389.594	4.513.122	4.452.451
Impostos operacionais sobre o EBITA	-945.958	-1.283.163	-1.403.611	-1.492.461	-1.534.460	-1.513.832
Resultado operacional líquido	1.836.274	2.490.848	2.724.659	2.897.133	2.978.662	2.938.619
RECONCILIAÇÃO COM O RESULTADO LÍQUIDO						
Resultado líquido do período	857.486	1.351.823	1.360.578	1.344.980	1.284.518	1.169.106
Reversão dos juros sobre o capital próprio	-104.136	-136.306	-136.306	-136.306	-136.306	-136.306
Lucro antes da reversão dos juros sobre o capital próprio	753.350	1.215.516	1.224.272	1.208.674	1.148.212	1.032.800
Participações minoritárias	25.648	41.383	41.681	41.150	39.091	35.162
Impostos não operacionais	124.840	201.427	202.878	200.293	190.274	171.149
Lucro antes de tributos operacionais, participações e reversão dos juros sobre o capital próprio	903.838	1.458.326	1.468.831	1.450.117	1.377.577	1.239.111
Juros sobre o capital destinados, após imposto operacional	68.730	89.962	89.962	89.962	89.962	89.962
Gastos de financiamento, após imposto operacional	321.571	267.453	394.863	500.056	584.298	637.497
Amortizações, após imposto operacional	542.135	675.107	771.003	856.999	926.824	972.049
Resultado operacional líquido	1.836.274	2.490.848	2.724.659	2.897.133	2.978.662	2.938.619

Anexo N – Resultado operacional ajustado líquido da Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Koller *et al.* (2010).