

LUCAS ARGILES LAITANO

**VALOR ECONÔMICO DE UMA EMPRESA:
ESTUDO DE CASO DA UNIFIQUE S.A.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Engenharia de Produção e Sistemas, da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito para o título de Engenheiro de Produção Elétrica.

Orientador: Dr. Marco Antônio de Oliveira Goulart

Florianópolis

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Laitano, Lucas

Valor econômico de uma empresa: estudo de caso da
Unifique S.A. / Lucas Laitano ; orientador, Marco Antônio
de Oliveira Goulart, 2022.

83 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico,
Graduação em Engenharia de Produção Elétrica, Florianópolis,
2022.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Elétrica. 2. Engenharia de
produção. 3. Valuation. 4. Avaliação de empresas. 5. Fluxo
de caixa descontado. I. Antônio de Oliveira Goulart, Marco
. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em
Engenharia de Produção Elétrica. III. Título.

Lucas Argiles Laitano

Título: VALOR ECONÔMICO DE UMA EMPRESA: ESTUDO DE CASO DA
UNIFIQUE S.A.

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do título de Engenheiro Eletricista com Habilitação em Produção e aprovado em sua forma final pelo Curso Engenharia de Produção Elétrica.

Local Florianópolis, 06 de 12 de 2022.



Prof (a). Mônica Maria Mendes Luna, Dra. Coordenadora do Curso

Banca examinadora



Prof.(a) Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.
Orientador



Prof.(a) Javier Gutierrez Castro, Dr.(a)
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina



Guilherme Galvão Villani
Avaliador

Florianópolis, 2022.

Dedicatória

Gostaria de começar a minha dedicatória com um enorme agradecimento à minha família, pois sem eles nada seria possível.

Ao meu irmão, que plantou em mim, desde cedo, o desejo de ser um engenheiro pela Universidade Federal de Santa Catarina.

Aos meus pais, por suas palavras de carinho e apoio.

Aos meus amigos, Patrik Henrique da Silva, Sidinei Junior, João Pedro Schmitz, Vitor Thomé, Luiz Gustavo Abou Hatem e Beatriz Kloppel, que estudaram, riram e torceram por mim durante toda a graduação. Gostaria, além disso, de fazer uma menção especial à minha namorada, Mariana Schmidt, que acompanhou o início desse sonho, ainda num estágio embrionário, e que diversas vezes me emprestou a sua confiança, ouvidos e abraços para eu continuar em frente.

Ao meu orientador, Marco Goulart, por sua paciência, dedicação e empatia durante a elaboração desse estudo.

Aos meus ex-colegas de trabalho, Lucas Motta, João Pedro Brugger, Nathan Pereira e Paulo Borges, por terem me apresentado à área na qual atuo.

Aos meus chefes, Renan Brito e Pedro Alves que, além de apostarem em mim, me guiaram no caminho de ser o melhor analista, sempre com educação, solidariedade e respeito.

À Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina por todos os desafios passados.

Conforme Archilochus, soldado grego (650 A.C.), *“We don’t rise to the level of our expectations, we fall to the level of our training”*.

Sem dúvida, parto para os próximos desafios descansado, afinal, o nível do treinamento foi intenso.

Resumo

O método de avaliação de empresa, referido no presente estudo como “valuation”, surge como uma maneira de identificar se uma empresa está super ou subavaliada. Neste trabalho foi utilizado o exemplo da empresa catarinense, recentemente negociada em bolsa, “Unifique Telecomunicações”. Como método para verificar o potencial da empresa, foi realizada uma análise do setor de telecomunicações, bem como suas forças, fraquezas, oportunidades e ameaças. Para projeções, foi feita uma análise do histórico da empresa. A partir de maiores conhecimentos sobre o setor em que a empresa está inserida e sua saúde financeira atual, foi utilizado o método de fluxo de caixa descontado para identificar seu preço-alvo. Como complementos metodológicos, foram apresentados o “método múltiplo de saída” e o de “investimento por expectativa”, visando obter outros ângulos para a avaliação da empresa. Verificou-se que a Unifique Telecomunicações é uma empresa que apresenta possibilidade de crescimento, que obteve retornos sobre o capital investido e cujas análises preveem que conseguirá manter sua dívida sob controle nos próximos anos devido a não ter necessidade de financiamento. Portanto, além de ser uma empresa bem gerida e saudável economicamente, apresenta um valuation atrativo, negociando consideravelmente abaixo do target price, quando considerado o múltiplo de saída, e com uma possibilidade alta de retorno, de acordo com o fluxo de caixa descontado.

Abstract

The company valuation method, referred to in the present study as “valuation”, emerges as a way of identifying whether a company is over or undervalued. In this work, the example of the company from Santa Catarina, recently traded on the stock exchange, “Unifique Telecomunicações” was used. As a method to verify the company's potential, an analysis of the telecommunications sector was carried out, as well as its strengths, weaknesses, opportunities, and threats. For projections, an analysis of the company's history was made. Based on greater knowledge about the sector in which the company operates and its current financial health, the discounted cash flow method was used for shareholders to identify its target price. As methodological complements, the “multiple exit method” and the “investment by expectation” were presented, to obtain other angles for the valuation of the company. It was found that Unifique Telecomunicações is a company that has a high possibility of growth, which has obtained satisfactory returns on invested capital, and whose analyzes predict that it will be able to keep its debt under control in the coming years due to not having a need for financing. Therefore, in addition to being a well-managed and economically healthy company, it has an attractive valuation, trading considerably below the target price, when considering the output multiple, and with a high possibility of return from the point of view of discounted cash flow.

Lista de Ilustrações

Quadro 1: DRE Ilustrativa	18
Quadro 2: Método Indireto	21
Quadro 3: Fluxo de Caixa para Investidores	25
Quadro 4: Lucro Líquido	25
Gráfico 1: Beta	26
Quadro 5: Exemplo De Cálculo Do Custo De Capital Próprio	26
Quadro 6: Comparação De Cenários	28
Quadro 7: Custo de Capital de Terceiros	29
Fluxograma 1: Trigger Values	30
Fluxograma 2: O Roteiro De Valor Para O Acionista	32
Figura 1: Backbone de Fibra Óptica da Unifique S.A. no Estado de Santa Catarina	35
Figura 2: Backbone de Fibra Óptica Da Unifique S.A. e Empresas Adquiridas no Rio Grande do Sul	35
Quadro 8: Quadro Acionário da Unifique Telecomunicações	37
Fluxograma 3: Organograma dos Acionistas	38
Quadro 9: Diretoria	38
Quadro 10: Conselho de Administração	39
Gráfico 2: Breakdown Receita Bruta 2021	39
Figura 3: Setor – B3	40
Gráfico 3: Penetração de Banda Larga Por Domicílios	41
Gráfico 4: Market Share Banda Larga No Sul	42
Gráfico 5: Índice de Custo De Crédito Para Aquisição de Bens Para Pessoas Jurídicas e Taxa Selic	42
Figura 4: Estrutura de backbone Unifique	43
Gráfico 6: Churn da Unifique S.A., TIM S.A. e Vivo S.A.	44
Quadro 11: Preços do Pacote de 1 Giga, Exceto Vivo (600 Mega)	45
Quadro 12: Tabela De Sensibilidade	46
Gráfico 7: As 5 Forças de Porter	47
Gráfico 8: Receita Líquida e Evolução do Número de Clientes em Milhares	48
Gráfico 9: Custo do Serviço Prestado e Sua Representatividade Perante a Receita Líquida	51
Gráfico 10: Despesas Comerciais, Gerais, Administrativas e Outras Despesas/Receitas em Milhares	52
Gráfico 11: Despesas Como Parte da Receita Líquida	53
Gráfico 12: Margem Líquida e Lucro Líquido em Milhares	54
Gráfico 13: Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC)	54
Gráfico 14: Dívida Líquida em Milhares	55
Gráfico 15: Calendário De Vencimento Da Dívida (Milhares)	56
Gráfico 16: Penetração De Banda Larga No Sul Do Brasil	58
Gráfico 17: ISPs no Sul do País por Total de Usuários	59
Gráfico 18: Market Share Médio Das Empresas De Telecom Nas Cidades Que A Unifique Opera	60
Gráfico 19: Evolução Da Receita Ano Contra Ano	61
Gráfico 20: Capital de Giro Consolidado e Variação de Capital de Giro	65
Quadro 13: Contas Do Ativo E Passivo E Suas Respectivas Linhas De Giro	65
Gráfico 21: IRPJ e CSLL em Milhares De Reais	66
Gráfico 22: Lucro Líquido em Milhares de Reais e Margem Líquida	67
Quadro 14: Custo de Capital Próprio	68
Quadro 15: Análise De Sensibilidade Com Taxa de Desconto e Crescimento	72
Quadro 16: Análise De Sensibilidade Com Novos Clientes Adicionados E Taxa De Desconto	72
Gráfico 23: Média EV/EBITDA do setor de telecomunicações nos Estados Unidos entre 2019 e 2021	74
Gráfico 24: Expectativa De Free Cash Flow Do Consenso De Mercado Em Milhões De Reais	76
Gráfico 25: Consenso Da Receita Bruta Projetada Da Unifique Telecomunicações	77

Lista de Tabelas

Tabela 1: Decomposição Da Receita Bruta Da Unifique Em Milhares De Reais - 2019 a 2021	49
Tabela 2: Lista De Aquisições Até Dezembro De 2021 Com Preço Em Milhões	49
Tabela 3: Breakdown dos Custos em Milhões de Reais – 2019 a 2021	51
Tabela 4: Despesas Como Parte da Receita Líquida – 2017 a 2021	52
Tabela 5: Breakdown Dívida Por Propósito, Encargos, Captação E Vencimento (Milhares De Reais)	56
Tabela 6: Premissas Macroeconômicas	58
Tabela 7: Premissas de Usuários – 2020 a 2023	60
Tabela 8: Receita Operacional Bruta - 2021 a 2030	61
Tabela 9: Distribuição da B2C e B2B – 2021	61
Tabela 10: Custos e Representatividade Perante a Receita Líquida	61
Tabela 11: Breakdown EBITDA – 2021 a 2030	61
Tabela 12: EBITDA e Margem EBITDA – 2021 a 2030	62
Tabela 13: Custo Anual de Home Passed (HP) e Custo Por Ativação – 2021 a 2030	63
Tabela 14: Total CaPex e Depreciação – 2021 a 2030	63
Tabela 15: Dias de Recebíveis – 2018 a 2030	64
Tabela 16: Projeção do Capital de Giro – 2021 a 2030	64
Tabela 17: Calendário Da Dívida Projetado Com Pagamento De Juros – 2022 a 2030	66
Tabela 18: Fluxo de Caixa Descontado – 2022 a 2030	71
Tabela 19: Projeção de indicadores – 2021 a 2030	71
Tabela 20: Projeção DRE	73
Tabela 21: Preço Por Ação Utilizando o Método Do Múltiplo De Saída – 2024 a 2030	75
Tabela 22: Consenso De Free Cash Flow Projetado – 2022 a 2030	76

Lista de Abreviaturas e Siglas

ARPU: Average Revenue Per User
B3: Bolsa de Valores oficial do Brasil
BCB Banco Central do Brasil
CAGR: Sigla para “Compound Annual Growth Rate”, ou: “Taxa de Crescimento Anual Composto”, em português
CMV: Custo da Mercadoria Vendida
CSP: Custo Do Serviço Prestado
DCF: Discounted Cash Flow - em português: Fluxo de Caixa Descontado
DFC: Demonstração do Fluxo de Caixa
DL: Demonstração dos Lucros
DRE: Demonstração de Resultado e Exercício
DSL: Digital Subscriber Line
DVA: Demonstração do Valor Adicionado
EBT: Earnings Before Taxes
FCD: Fluxo de Caixa Descontado
FCF: Fluxo de caixa financeiro
FCI: Fluxo de caixa de investimentos
FCO: Fluxo de caixa operacional
FTTH: Fiber to the home
ICC: Índice de Custo De Crédito
IFRS: International Financial Reporting Standards
IPO: Termo em inglês para “Oferta Pública Inicial”
ISP: Internet Service Provider
LBO: Leverage Buy Out
P&D: Pesquisa e Desenvolvimento
PL: Patrimônio Líquido
TPA: Timbó Provedor de Acessos

Sumário

1	Introdução	11
1.1	Objetivo geral	13
1.2	Objetivos específicos	13
2	Fundamentação Teórica	14
2.1	Avaliação de empresas	14
2.2	Modelos de avaliação de empresas	14
2.2.1	<i>Modelo de fluxo de caixa descontado</i>	15
2.2.2	<i>Valuation relativo</i>	15
2.2.3	<i>Avaliação por modelo de expectations investing</i>	16
2.3	Demonstrações financeiras	17
2.3.1	<i>Balanço patrimonial</i>	17
2.3.2	<i>Demonstração do resultado do exercício</i>	18
2.3.3	<i>Demonstração do fluxo de caixa</i>	19
2.4	Indicadores financeiros	21
2.4.1	<i>Índice de liquidez interna</i>	21
2.4.2	<i>Desempenho operacional</i>	22
2.4.3	<i>Análise de risco</i>	23
2.5	Modelo do fluxo de caixa	24
2.6	Custo de capital	26
2.7	Investimento por expectativa “ <i>expectations investing</i> ”	29
2.7.1	<i>Principais “gatilhos” no uso do “expectations investing”</i>	29
2.7.2	<i>Processo</i>	31
2.8	Análise estratégica	32
3	Metodologia	34
4	Unifique S.A.	35
4.1	Segmento e subsegmento	39
5	Análise Setorial	41
5.1	Forças de Porter	44
5.1.1	<i>Rivalidade entre concorrentes</i>	44
5.1.2	<i>Poder de barganha com os fornecedores</i>	45
5.1.3	<i>Poder de barganha dos clientes</i>	45
5.1.4	<i>Ameaça de novos entrantes</i>	46
5.1.5	<i>Produtos e serviços substitutos</i>	46
5.1.6	<i>Resumo Porter</i>	47
6	Análise Financeira Histórica	48
6.1	Análise da receita histórica	48

6.2	Análise de custo e despesa	50
6.3	Análise de rentabilidade e lucratividade	53
6.4	Análise da dívida	55
7	Valuation	58
7.1	Premissas	58
7.2	Projeção da receita	61
7.3	Projeção dos custos e despesas	62
7.4	Projeção do Capex e depreciação	63
7.5	Projeção do capital de giro	64
7.6	Projeção da dívida	65
7.7	Projeção do IRPJ e CSLL	66
7.8	Perpetuidade	67
7.9	Taxa de desconto	68
7.10	Valor do equity	68
7.11	Simulações	72
7.12	Múltiplo de saída	73
7.13	Expectation investing	75
8	Conclusão	78
	Referências	80

1 Introdução

A mudança vivida no cenário macroeconômico brasileiro entre Julho de 2017 até 31/12/2021 com a taxa Selic abaixo de dois dígitos (Banco Central do Brasil), diferentemente do que foi vivido nas últimas décadas, transformou a maneira como as empresas buscam financiar-se. Além disso, o período de juros brasileiros baixos, quando comparado com o histórico, acarretou numa revolução na forma do brasileiro investir, obrigando-o a buscar ativos de riscos (ações, fundos de índice e fundos imobiliários) no mercado de capitais, a fim de obter rendimentos que antes só eram possíveis com renda fixa.

Aproveitando-se da dicotomia entre o aumento do número de investidores e o período de Selic (taxa básica de juros do Brasil) baixa, aumentou o número de empresas buscando recursos no mercado de capitais, totalizando 28 IPOs (termo em inglês para “Oferta Pública Inicial”), em 2020, em comparação com 5 em 2019, e 3 em 2018 (B3, 2022a). Tal número deixa em evidência o crescimento do mercado de capitais. Segundo a B3 (2022b), o número de investidores da Bolsa aumentou de 500.000, em 2011, para mais de 3,5 milhões, em maio de 2021. Apesar das condições macroeconômicas refletirem uma realidade para a abertura de capital, ainda menos de 3% da população brasileira investe em renda variável (B3, 2022b).

A baixa penetração do mercado de ações no cotidiano do brasileiro deve-se ao seu baixo conhecimento de finanças, em geral, além do excesso de termos técnicos e/ou em inglês, o que dificulta o acesso para a maior parte da população. Além disso, há o desconhecimento sobre como analisar uma empresa para decidir comprá-la (*long*) ou vendê-la (*short-selling*).

Como consequência da baixa educação financeira sobre o mercado de capitais, a população acaba optando pelo veículo de investimento mais comumente difundido pelos bancos: a poupança. De acordo com os dados do Banco Central do Brasil (BCB), em 2020 a poupança contava com R\$ 1,035 trilhão de reais. Durante esse período, a poupança teve um rendimento real, ou seja, rendimento nominal descontado da inflação, de -2,3% (BCB, 2022)

Cabe destacar que preferir um investimento a outro não implica problemas. Contudo, torna-se um problema estrutural quando a população enxerga que há somente uma única alternativa de aplicação. Por exemplo, em 2020 o Ibovespa, indicador do desempenho médio das cotações das ações da B3, rendeu 2,92%. Logo, um dos motivos que afastam os brasileiros de buscar outras vias de investimentos, *vis-à-vis* renda variável, é o pouco conhecimento em relação aos modos de avaliação das empresas (B3, 2022c).

Considerando tais cenários, este trabalho teve por objetivo demonstrar como determinar o valor econômico de uma empresa, mais especificamente, a “Unifique S.A.”, mediante o

método do FCD (Fluxo de Caixa Descontado, em inglês: “*DCF - Discounted Cash Flow*”), servindo como referência futura em semelhantes labores.

A escolha da Unifique S.A. como empresa a ser estudada no desenvolvimento do *valuation* visa trazer uma empresa com amplo espaço de crescimento, originária de Santa Catarina, e que aproveitou o momento propício para abrir capital. Além disso, a empresa possui um modelo de negócios que permite uma análise pelo método de FCD, dada a sua estrutura de negócios.

“*Valuation*” é a forma de precificação de ativos e, por definição, é a técnica de reduzir a subjetividade de algo que é subjetivo por natureza (PÓVOA, 2012).

A relevância desse estudo está na explicação e utilização prática de um método de avaliação de empresa por meio de FCD, como também na leitura de mercado para entender os principais *drivers* de crescimento embutidos no preço atual da empresa. Uma particularidade desse trabalho é a análise financeira de uma das empresas mais relevantes do estado de Santa Catarina, em termos de valor de mercado, buscando considerar a dimensão que ela possui no estado e no setor.

Atualmente, não há uma grande cobertura pelo *sell-side* de grandes bancos, fato que gera uma escassez de conteúdos sobre a companhia. O analista de *sell-side* é um analista de pesquisa de ações que trabalha para um banco de investimento ou corretora e produz pesquisas de investimento que são distribuídas aos clientes da empresa.

Saber precificar o valor de uma empresa é essencial para um engenheiro de produção, visto que isso possibilita entender a dimensão da empresa que está trabalhando, quais os principais gatilhos que geram valor para a empresa, e por obrigar o engenheiro/analista a criar um plano de negócios para a empresa, ajudando-a nos seus objetivos de curto, médio e longo prazo.

1.1 Objetivo geral

Realizar a avaliação econômica da empresa “Unifique S.A.”, considerando o setor de telecomunicações em que ela está inserida.

1.2. Objetivos específicos

- Analisar o setor de Telecom na região Sul, em prol de entender o seu mercado endereçável, fatia de mercado detida pelas empresas concorrentes, forças de Porter e riscos macroeconômicos;
- Criar um modelo de FCD, através das projeções das DREs, balanços patrimoniais e os três fluxos de caixas (operacional, financeiro e de investimento);
- Construir uma matriz com diferentes valores para a empresa e dados com possíveis cenários macroeconômicos;
- Avaliar, pelo ponto de vista econômico-financeiro, o histórico de resultados da empresa, por meio dos seus dados oficiais, ITR/DFP;
- Analisar os indicadores de rentabilidade passados e projetados (*ROE* e *ROIC*) e as margens (bruta, *ebitda* e líquida), comparando-as com empresas equivalentes, em prol de entender a saúde financeira da companhia;
- Avaliar a Unifique S.A., através do método de FCD, a fim de entender o valor da empresa para diferentes tipos de cenários econômicos;
- Comparar o resultado do *valuation* com os resultados obtidos por equipes de *Equity Research* de grandes bancos.

2 Fundamentação Teórica

A seguir, consta a fundamentação teórica do presente trabalho.

2.1 Avaliação de empresas

Diversas vezes em nossas vidas, tomamos ou deixamos de tomar alguma decisão de compra ou venda devido ao preço. Por exemplo, ao adentrar em um corredor de chocolates no supermercado e deparar-se com o doce da sua marca favorita. A linha de raciocínio que determinará a compra do item começa na verificação do variáveis como o seu preço e comparação com preços pagos anteriormente para só então decidir sobre a compra do chocolate.

Observe que no processo descrito acima há três possibilidades de conclusões para o comprador: simplesmente não levar o item, levar o item porque está barato, ou deixar o doce na prateleira e não o levar em hipótese alguma, visto que o preço praticado pelo supermercado está acima do praticado em outros locais.

O exemplo mundano citado acima visa trazer uma metáfora para a principal questão do estudo: o gatilho de tomada de decisão na compra de algo.

Entretanto, para o presente trabalho, o exemplo do chocolate acima será trocado por uma companhia de capital aberto (Unifique S.A.) e o raciocínio de tomada de decisão será chamado de avaliação de empresas (“*valuation*”).

2.2 Modelos de avaliação de empresas

Damodaran (2012, p.11) exemplifica que há três maneiras clássicas de fazer um *Valuation*. A primeira é através do FCD, ou “*Discounted Cash Flow*” (DCF), como é comumente utilizado no cotidiano de um analista. O DCF relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa esperados para tal empresa. O segundo, conhecido como *Valuation* relativo, estima o valor de um ativo comparando o preço de ativos comparáveis com variáveis como lucro, fluxos de caixa, vendas ou patrimônio líquido. A terceira maneira descrita é através do modelo de precificações de opções (*option pricing models*). Essa última maneira de avaliação busca comparar ativos que compartilham uma opção característica (DAMODARAN, 2012).

Em relação ao *option pricing models*, o mesmo não será abordado no presente estudo, sendo que neste trabalho será apresentada uma terceira maneira de avaliar um ativo, conhecida como “*Expectations Investing*” elaborada por Mauboussin e Rappaport (2021).

2.2.1 Modelo de fluxo de caixa descontado

Conforme Damodaran (2012, p.11), “essa abordagem tem seu fundamento na regra do valor presente, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados sobre ele.”

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^t \frac{(\text{Fluxo de Caixa período})_n}{(1+\text{taxa de desconto})^n} \quad (1)$$

Observe que o fluxo de caixa do período é o valor que demanda maior tempo na construção do modelo, visto que exige um estudo intrínseco, não só da empresa, mas de todo o setor, incluindo seus concorrentes. O valor da taxa de desconto deve refletir o risco estimado da empresa, ou seja, para empresas com um alto risco a taxa de desconto deverá ser maior do que para aquelas com menor risco.

2.2.2 Valuation relativo

O uso do *valuation* relativo é amplamente utilizado: “*Os valores da maioria dos ativos, desde a casa que você compra até as ações em que investe, são baseados em como ativos semelhantes são precificados no mercado.*” (DAMODARAN, 2012, p. 19).

Logo, em prol de utilizar esse método, é necessário achar métricas que melhor descrevam a companhia, seja lucro – caso a empresa possua –, seja receita bruta, receita líquida, fluxos de caixa e até mesmo patrimônio líquido.

A utilização desse método varia. Há uma tendência de análise de uma empresa comparando-a com seus pares do setor ou os múltiplos atuais do ativo com o seu passado (DAMODARAN, 2012).

Em ambos os métodos há um viés de análise, visto que uma companhia que está negociando a um múltiplo abaixo do mercado não necessariamente irá convergir para os valores do setor. E acreditar que ele convergirá é pressupor um nível de eficiência do mercado. Em relação a comparação com múltiplos históricos da companhia, essa suposição afirma que a

empresa deverá ser negociada ao seu passado, sem considerar possíveis mudanças micro e macroeconômicas que podem tê-la afetado.

Isto posto, há uma tendência geral de pressupor que a utilização dos múltiplos é simples e fácil. Apesar do método prover informações rápidas para uma empresa que possui diversos concorrentes sendo negociados em bolsa, há uma certa dificuldade em utilizá-los no caso de empresas que são afetadas por condições macroeconômicas e que ofereçam um serviço único.

2.2.3 Avaliação por modelo de expectations investing

Antes de adentrar ao método, em si, será feita uma breve explicação dos termos “ação” e “mercado”.

Neste estudo, é utilizado o termo “ação”, cujo significado não condiz com o verbo “agir”, mas com a definição, segundo a B3 que diz respeito a “títulos de propriedade que conferem a seus detentores (investidores) a participação na sociedade da empresa” (B3, 2021). Por sua vez, a definição de “mercado” diz respeito à soma de todos os indivíduos e/ou instituições que compõem o mercado financeiro, tais como bancos, fundos de investimentos, fundos de pensão, investidores profissionais e investidores pessoas físicas.

O modelo detalhado por Mauboussin e Rappaport (2021) traz uma visão de utilizar o mercado e a expectativa que os seus agentes possuem perante uma certa empresa para concluir se um ativo está atrativo ou não. Os fundamentos abordados implicam a decisão de comprar ou vender uma certa ação, e baseiam-se na expectativa futura da sua performance financeira. Não obstante, o modelo de *Expectations Investing* não visa trazer uma nova abordagem matemática de como definir o valor de uma empresa, mas sim como utilizar métodos pré-existentes como aliados na análise do mercado e as expectativas em torno de determinada empresa.

Dentro do escopo do passo-a-passo para tal técnica têm-se:

- Estimar a expectativa implícita do preço de um certo ativo, através do modelo de FCD.
- Identificar expectativas de oportunidades: processo em que é necessário entender qual é o gatilho que mais define o valor na empresa, por exemplo, vendas, custos operacionais ou necessidade de investimentos.

- Tomada de decisão sobre compra, venda ou segurar uma determinada ação: Em outras palavras: *“Investimento por expectativa (expectation investing) reverte o processo. Começa com o preço das ações, fonte rica e subutilizada de informações, e determina as expectativas de fluxo de caixa que justificam o processo”* (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021, p. 21).

2.3 Demonstrações financeiras

É imprescindível ao avaliar uma empresa, entender a linguagem em que as informações são fornecidas. Quando relacionado a finanças, o idioma no qual os dados financeiros são transmitidos é através da linguagem contábil. Conforme a Lei das Sociedades Anônimas (art. 176 da Lei número 6.404/76) as empresas devem fornecer, obrigatoriamente, as informações financeiras: Balanço Patrimonial, DRE (Demonstração do Resultado do Exercício), DFC (Demonstração do Fluxo de Caixa), DVA (Demonstração do Valor Adicionado) e DL (Demonstração dos Lucros).

2.3.1 Balanço patrimonial

Dentre todas as demonstrações financeiras, uma das mais importantes é o balanço patrimonial da companhia. É por meio dele que é possível observar os bens e direitos da companhia, como também as obrigações e deveres. Ele exercerá um papel importante no cálculo do FCD da empresa, visto que ele permite obter o capital de giro da companhia. Póvoa (2012) traz as principais linhas em destaque de um balanço patrimonial:

Ativo Circulante: Todos os direitos a receber em até um ano de prazo. As principais contas são: Disponível (dinheiro em caixa), Aplicações Financeiras, Contas a receber (financiamento a consumidores) e Estoques.

Ativo Realizável no Longo Prazo: Todos os direitos a receber de um ano em diante: Aplicações Financeiras e Contas a receber após 365 dias.

Imobilizado: bens imóveis destinados à manutenção da atividade da companhia, além do registro de marcas e patentes.

Investimentos: participações em outros negócios e imóveis; não se destina à manutenção do negócio da empresa.

Ativos Intangíveis: valores que são gastos agora, mas poderão ter, com algum grau de previsibilidade, benefícios futuros. Por exemplo, dinheiro gasto por empresas de petróleo na prospecção de novos poços. Normalmente há grande rigor nos contadores para verificar a existência de possibilidade de materiais de retorno. Caso não se tenha essa segurança, a rubrica deve ser registrada como despesa. Um exemplo comum são as despesas de pesquisa, desenvolvimento e marketing, que dificilmente são classificadas como ativo diferido, e sim como despesa. Outro exemplo clássico Ativo Diferido ocorre quando uma empresa compra por

um valor acima do seu Patrimônio Líquido. A diferença entre o que foi pago e o que estava contabilizado poderá ser usada no futuro de forma parcelada pelo comprador em termos de benefício fiscal. É chamado de ágio, que deve ser amortizado a cada período.

Passivo Circulante: todas as obrigações a pagar com até um ano de prazo – principal conta: Contas a pagar (pagamento a fornecedores oriundo de compras realizadas a prazo).

Passivo Exigível de Longo Prazo: todos os direitos a receber de um ano em diante: Empréstimos e contas a pagar após 365 dias.

Patrimônio Líquido (PL): A principal rubrica é a conta “Capital”, na qual serão contabilizados todos os novos aportes de capital na empresa. Todos os lucros ou prejuízos da empresa no exercício alterarão o PL, tal como o novo Ajuste da Avaliação Patrimonial introduzida pelo IFRS (*International Financial Reporting Standards*), que é uma norma internacional de padronização contábil. Há também as rubricas reservas de capital, reservas de reavaliação, reservas de lucros e lucros acumulados.

2.3.2 Demonstração do resultado do exercício

A definição da Demonstração de Resultado e Exercício (DRE), conforme Buffet e Clark (2010, p. 28), “revela ao investidor os resultados das operações das empresas em determinado período”.

Quadro 1: DRE Ilustrativa

Demonstração do resultado do exercício	
(em milhões de R\$)	
Receita	10.000
Custo dos bens vendidos	3.000
Lucro bruto	7.000
Despesas operacionais	
Despesas de vendas, gerais e administrativas	2.100
Pesquisa e desenvolvimento	1.000
Depreciação	700
Lucro operacional	3.200
Despesa com juros	200
Ganho (perda) com a venda de ativos	1.275
Outros	225
Lucro antes dos impostos	1.500
Imposto de renda pago	525
Lucro líquido	975

Fonte: (BUFFET; CLARK, 2010, p. 28)

Conforme Póvoa (2012), as principais rubricas do demonstrativo de resultado são:

Receita Bruta: também conhecido como faturamento bruto, é responsável por representar o total recebido pela empresa, seja através da venda do produto ou do serviço executado.

Receita Líquida: é o resultado da subtração dos impostos que incidem diretamente sobre a venda (ICMS, ISS, IPI, Pis, Cofins etc.) da receita bruta.

Custo da Mercadoria Vendida (CMV): o CMV no caso das empresas que vendem um produto, ou Custo do Serviço Prestado (CSP) para as empresas que prestam um serviço, é encarregado de expor todo o custo dos insumos (matérias-primas, materiais, equipamentos, máquinas etc.) gastos diretamente no processo produtivo.

Lucro Bruto: parecido com a receita líquida, é também um resultado de uma subtração. Ou seja, Receita Líquida – CMV/CSP.

Despesas Operacionais: tal rubrica é responsável por trazer todas as despesas da operação, exceto as já alocadas no CMV/CSP.

Despesas de vendas, gerais e administrativas: demonstra o montante pago pela empresa para as atividades, exclusivas, de venda, administrativas e gerais.

Pesquisa e Desenvolvimento: também conhecida como P&D, tal linha mostra o montante gasto pela empresa para produção de novas linhas de produtos ou serviços.

Depreciação: apesar de ser um efeito não-caixa, ela traduz o quanto dos equipamentos que são utilizados na operação da companhia foram depreciados. Na prática, há um benefício contábil, que será deduzido do imposto de renda.

Lucro Operacional (EBIT): Lucro Bruto – Despesas Operacionais: Tal linha pode ser compreendida como a capacidade da empresa de gerar resultado em termos operacionais.

Resultado Financeiro: Despesas com empréstimos de curto e longo prazo e *leasings* subtraída das receitas financeiras, advindas de aplicações financeiras.

Lucro Antes do IR: Despesa Operacional +/- Resultado Financeiro

Lucro Líquido: Lucro Antes do IR +/- Imposto de renda (IR) e Contribuição Social (CSLL)

2.3.3 Demonstração do fluxo de caixa

A demonstração do fluxo de caixa (DFC) possui uma relevância ímpar na construção do modelo de uma empresa. Itens como a demonstração do resultado do exercício são utilizados no regime de competência, ou seja, caso uma venda seja executada em novembro, porém a

empresa só receba o valor dessa venda em fevereiro, a quantia vai ser contabilizada no faturamento da empresa no mês de novembro, visto que o fato gerador ocorreu naquele mês, pouco importando quando a quantia foi recebida de fato. Isto posto, este detalhe exemplifica que não necessariamente os números que a demonstração de resultado e exercício vão fornecer para o cálculo de fluxo de caixa do período, seja de fato, a geração de caixa naquele momento.

Em relação ao fluxo de caixa, o mesmo é dividido em três subáreas: fluxo de caixa das operações, fluxo de caixa dos investimentos e fluxo de caixa de financiamentos.

Conforme Bonízio *et al.* (2010, p. 22) “na prática e pelas normas contábeis, existem duas formas de se elaborar e apresentar a demonstração dos fluxos de caixa: pelo método direto e pelo método indireto”.

No presente estudo será abordado o método indireto por duas principais razões: algumas informações importantes para análise de saudabilidade da companhia são impossíveis de serem obtidas via método direto, de acordo com Bonízio *et al.* (2010), e pelo fato do método direto não ser utilizado por bancos de investimentos e casas de pesquisas, que posteriormente serão comparados com o modelo apresentado.

Por sua vez, o método indireto parte do lucro líquido da companhia, que está no regime de competência, e nele serão feitos ajustes para se chegar ao caixa (BONÍZIO *et al.*, 2010). Em relação aos ajustes, deve-se entender que o lucro ou prejuízo da empresa é a soma de componentes operacionais e financeiros, como também despesas, ou receitas, ou não-caixa, cujos exemplos são a depreciação, amortização, equivalência patrimonial etc.

Conforme Bonízio *et al.* (2010), é necessário adicionar e remover os ativos e passivos operacionais da companhia. É válido ressaltar que, erroneamente, capital de giro é abreviado como ativo circulante menos passivo circulante. Contudo, somente os itens operacionais devem ser levados em consideração.

A partir do lucro líquido serão feitos ajustes até chegar-se no fluxo de caixa operacional da companhia. Entretanto, há uma maior complexidade na geração de caixa das atividades. A própria empresa gera e queima caixa, tendo em vista o prazo de recebimentos, estoque dos produtos, alterações de custos etc. Ou seja, será necessário introduzir, junto ao fluxo de caixa operacional, as alterações no capital de giro da empresa.

Isso é mais bem exemplificado no “Quadro 2”:

Quadro 2: Método Indireto

Lucro Líquido
(+) Depreciação
(+) Juros
(+/-) Variação do Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa da Operação
Fluxo de Caixa dos Investimentos
(-) Capex de Expansão
(-) Capex de Manutenção
(-) Expansão do Intangível
(+) Venda de ativos
(=) Fluxo de Caixa de Investimentos
Fluxo de Caixa de Financiamento
(+) Nova Dívida
(-) Amortização
(-) Dividendos
(+) Novas ações em circulação
(=) Fluxo de Caixa de Financiamento
Caixa do Começo do Período
(+/-) Fluxo de Caixa Operacional
(+/-) Fluxo de Caixa Financiamento
(+/-) Fluxo de Caixa Investimento
(=) Caixa do Final do Período

Fonte: Elaborado pelo Autor

2.4 Indicadores financeiros

Para Reilly e Norton (2008, p. 328) “os analistas usam índices financeiros porque os números isolados geralmente transmitem pouca informação”. Além disso, os índices financeiros são divididos em três principais categorias, sendo que três delas serão abordadas no presente estudo: 1) Liquidez interna; 2) Desempenho operacional; 3) Análise de risco (REILLY; NORTON, 2008).

2.4.1 Índice de liquidez interna

Índice de Liquidez Corrente: Dentre todos os índices utilizados, o índice de liquidez corrente é o mais conhecido no mercado. Vale ressaltar que, quanto maior for o índice, melhor. Para empresas com a liquidez corrente muito perto de zero, significa que a empresa pode vir a enfrentar problemas de caixa adiante.

A fórmula para calcular tal métrica dá-se por:

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (2)$$

Índice de Liquidez Seca: O índice de liquidez seca traz uma visão mais fidedigna da real necessidade de liquidez da empresa. No caso, somente algumas contas dos ativos circulantes são utilizadas, removendo as contas com menor liquidez ou risco de recebimento.

$$\text{Índice de Liquidez Seca} = \frac{\text{Caixa} + \text{Títulos Negociáveis} + \text{Contas a Receber}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (3)$$

Índice de Caixa: Dentre os itens destacado, o mais conservador é o índice de caixa. Com tal índice é possível entender a capacidade da empresa de honrar suas dívidas caso não receba os pagamentos de contas a receber, não consiga vender o estoque e desconsidere outras contas do ativo circulante.

$$\text{Índice de Caixa} = \frac{\text{Caixa e Títulos Negociáveis}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (4)$$

2.4.2 Desempenho operacional

Margem Bruta: A margem bruta, quando comparada com a de outras empresas do mesmo setor, possibilita o analista de chegar à interpretação de qual empresa é mais eficiente, visto que os impostos para empresas de um mesmo setor não costumam variar consideravelmente, e a conta que mais pesa é o CMV/CSP. Além disso, também permite entender a capacidade da empresa em repassar a inflação para seus clientes.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}} \quad (5)$$

Margem EBITDA: A margem EBITDA tem sido utilizada como uma *proxy* do fluxo de caixa antes do imposto. Além disso, tal métrica permite comparar a eficiência entre empresas do mesmo setor e de outros países, visto que não considera imposto de renda, que é variável dependendo da região, ignora os efeitos da depreciação e não considera se a empresa possui um resultado financeiro positivo, o que poderia distorcer a capacidade de medir a capacidade de transformar a receita líquida em operacional.

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}} \quad (6)$$

Margem Lucro Líquido: Tal margem possibilita entender a capacidade da empresa em gerar lucro, tendo todos os seus custos e despesas pagos. Vale ressaltar que, conforme já visto anteriormente, lucro não é sinônimo de caixa. Entretanto, pode ser uma *proxy* do quanto será distribuído.

$$\text{Margem Lucro Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \quad (7)$$

Retorno sobre patrimônio líquido (ROE): De acordo com Reilly e Norton (2008), o retorno sobre o patrimônio líquido (*return On equity* – ROE) é uma métrica de extrema importância, visto que ela indica a taxa de retorno que a administração conseguiu obter sobre o capital investido.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (8)$$

Retorno sobre o capital investido (ROIC): O ROE é uma métrica de retorno excelente, em especial para empresas que possuam pouca dívida. Entretanto, para empresas que exigem um capital intensivo, e com uma parcela de dívida pertinente, é válido observar a capacidade da empresa em gerar retorno, contando também com os empréstimos que ela adquire para conseguir operar.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} \cdot (1 - \% \text{Imposto de renda e CSLL})}{\text{Dívida Total} + \text{Patrimônio Líquido} - \text{Caixa e Equivalentes de caixa}} \quad (9)$$

2.4.3 Análise de risco

Índice de cobertura de juros: “Este índice mostra quantas vezes os encargos fixos de juros são gerados, com base nos lucros disponíveis para pagar as despesas” (REILLY; NORTON, 2008, p. 345). Outra interpretação que é possível ser obtida é a margem líquida que a empresa pode perder antes que se torne impossível pagar suas dívidas.

$$\text{Índice de cobertura de juros} = \frac{\text{Resultado antes de juros e imposto}}{\text{Juros da dívida}} \quad (10)$$

Dívida Líquida/EBITDA: Na prática, o índice de dívida líquida por EBITDA é o mais utilizado. É normal ver nos relatórios das empresas que, ao tomar uma dívida, se a empresa passar de um certo múltiplo de Dívida Líquida por EBITDA (cerca de 3,5x) acarretará diversas possíveis consequências para empresa. Dentre essas consequências estão o aumento de juros da dívida, maior amortização, venda de ativos entre outros.

$$\text{Dívida líquida/EBITDA} = \frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}} \quad (11)$$

2.5 Modelo do fluxo de caixa

Conforme Damodaran (2012), o básico para o entendimento de um modelo de fluxo de caixa dá-se pela fórmula:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (12)$$

Onde,

t = tempo de vida do ativo

CF_n = fluxo de caixa do período

r = taxa de desconto que refletirá o risco para o negócio

A fórmula aplicada acima nada mais é do que trazer os fluxos de caixa da empresa a valor presente. Logo, há duas interpretações que podem ser feitas da fórmula acima: 1) quanto menor o t , mais representativo o valor será para o valor da empresa; ou 2) taxa de desconto implicará diretamente no valor da empresa

A primeira observação demonstra uma característica importante da fórmula. Em alguns *valuations* assume-se que a empresa existirá para a eternidade, logo, quanto mais longínquo for o fluxo do momento em que a análise está sendo feita, menos representatividade o mesmo terá, uma vez que o denominador será elevado a um número muito alto.

O segundo motivo que poderá alterar consideravelmente o valor de uma empresa é a taxa de desconto utilizada. Para um mesmo fluxo de caixa a empresa pode assumir diversos valores diferentes, dependendo da taxa de desconto utilizada. Esse será detalhado adiante.

- 1) Fluxo de Caixa para os investidores: Conforme Serra e Wickert (2019), quando é tratado sobre fluxo de caixa dos investidores deve-se entender como fluxo de caixa do negócio, fluxo de caixa dos negócios, fluxo de caixa da operação ou até como fluxo de caixa da firma. Isto posto, o fluxo de caixa dos investidores (credores e acionistas) deve-se desconsiderar despesas financeiras líquidas. Tal lógica, que a princípio é contraintuitiva, deve-se pelo fato de as dívidas terem origem nos credores e, por conseguinte, já fazem parte do fluxo de caixa dos investidores. Serra e Wickert (2019) disponibilizam um quadro didático sobre fluxo de caixa para investidores:

Quadro 3: Fluxo de Caixa para Investidores

Resultado Operacional
(-) Imposto
(+) Depreciação e Amortização
(-) Capex
(-) Investimento em capital de giro líquido (variação do capital de giro)
<hr/>
(=) Fluxo de caixa para os investidores
<hr/>

Fonte: (SERRA; WICKERT, 2019, p. 36)

- 2) Fluxo de Caixa para os acionistas: De acordo com Damodaran (2012), para estimar o quanto uma empresa pode retornar para o investidor, começa-se com o lucro líquido, deduzindo do mesmo a necessidade de reinvestimento, adicionando-se depreciação e somando, ou subtraindo, a variação do capital de giro e diferentemente do fluxo de caixa para os investidores, deve-se prestar atenção às mudanças da dívida da empresa, visto que há o pagamento de amortizações e a tomada de novas dívidas.

Quadro 4: Lucro Líquido

Lucro Líquido
(-) Capex
(+) Depreciação
(+/-) Variação do capital de giro
(+) Nova dívida emitida
(+) Emissão de novas ações
(-) Pagamento de dívida
(-) Pagamento de dividendos
(+) Benefício Fiscal dos Juros
<hr/>
(=) Fluxo de caixa para os acionistas
<hr/>

Fonte: Elaborado pelo Autor

2.6 Custo de capital

Dentro do conjunto *valuation*, há diversos subconjuntos necessários para a sua elaboração. Entre eles, há necessidade de entender o setor que a companhia está inserida, modelos de fluxo de caixa, demonstrações financeiras, indicadores etc. Contudo, dentre todos os tópicos elencados, o custo de capital é o que possui maior divergência entre os analistas. Conforme Serra e Wickert (2019, p. 55) “não existe consenso quanto a essas premissas e são inúmeras as discussões envolvendo-as”.

Logo, para o presente estudo é utilizada abordagem do Damodaran (2012, p. 182) em que ele explica o custo de capital mencionando que as empresas levantam dinheiro através de capital próprio e de terceiros, para, em seguida, mencionar que a taxa que vai ser utilizada no cálculo do valor justa da firma será *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, envolvendo justamente os conceitos de levantar capital via credores ou recursos próprios.

$$WACC = (\text{Custo Capital Próprio}) \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Dívida}} + (\text{Custo Capital de terceiros}) \frac{\text{Dívida}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Dívida}}$$

Fonte: Damodaran (2012, p. 570) (13)

Custo de Capital Próprio: O custo de capital próprio é a taxa de retorno exigida de um investidor ao investir em uma firma. A fórmula, aqui, é dada por uma taxa livre de risco somada a um *beta* que multiplica o prêmio de risco (DAMODARAN, 2012).

$$\text{Custo de Capital Próprio} = (\text{Taxa livre de risco}) + \text{Beta} * (\text{Prêmio de risco}) + \text{Risco País} + \text{Prêmio de Tamanho} \quad (14)$$

Quadro 5: Exemplo De Cálculo Do Custo De Capital Próprio

Custo de Capital Próprio	
Taxa Livre de Riso	(a)
Beta desalavancado	
Dívida/Patrimônio Líquido (D/E) médio do setor	
Beta Alavancado	Beta desalavancado*(1+(D/E)*(1-Taxa de Imposto do país da empresa) = (b)
Prêmio de risco	(c)
Risco País	(d)
Prêmio de Tamanho	(e)
Custo Capital Próprio	=a+b*c+d+e

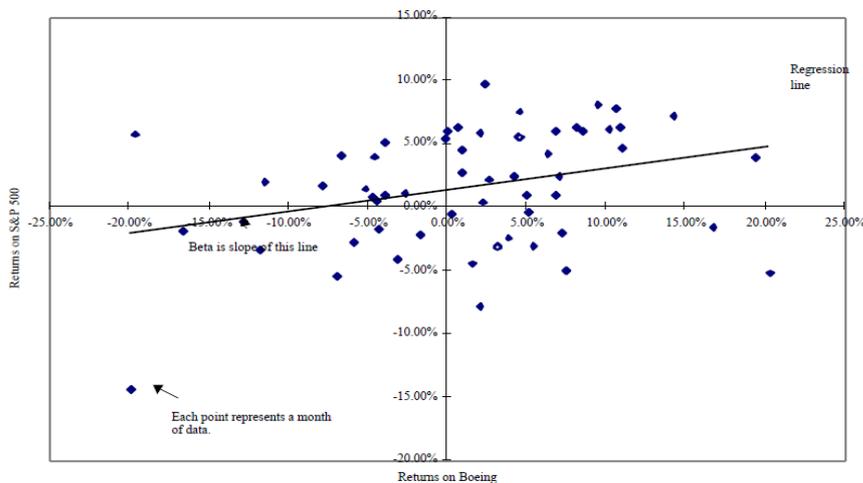
Fonte: Elaborado pelo autor

A fórmula, que a princípio parece ser complexa, pode ser explicada em três etapas: 1) Taxa livre de risco; 2) *Beta*; e 3) Prêmio de risco.

A taxa livre de risco pode ser entendida como a taxa com o menor risco possível, visto que não há na realidade uma taxa totalmente sem risco. Frequentemente é visto a utilização da Selic (DAMODARAN, 2012). Outro ponto que limita o uso de taxas no Brasil é o tamanho do mercado e disponibilidade de títulos que demonstrem a expectativa de juros em prazos maiores. Logo, para o presente estudo utilizar-se-á como taxa livre de risco o *treasury* de 10 anos americano, tendo em vista que o país nunca deixou de pagar suas dívidas, diferentemente do Brasil. *Treasuries* (*Tesouros*) são os títulos de dívida emitidos pelos Estados Unidos da América com o objetivo de arrecadar recursos e financiar a sua dívida interna (SUNO, 2019).

O *beta* é o coeficiente angular de uma regressão linear, onde o eixo das abscissas é o retorno da empresa em questão, e o eixo das ordenadas é o retorno do índice do país no qual a empresa é negociada (DAMODARAN, 2012). Abaixo é utilizado um exemplo da *Boeing*:

Gráfico 1: Beta



Fonte: (DAMODARAN, 2012, p. 187)

Ou seja, o “índice *beta*” ajuda a mensurar a volatilidade de uma determinada ação em comparação ao seu índice de referência. Por exemplo, se uma ação tem um *beta* de 2 e o índice de referência, no caso o Ibovespa, sobe 1%, então a ação sobe 2%. O mesmo para um cenário onde o Ibovespa cai 1%, em que a ação cairia 2%.

Ainda sobre o *beta*, é necessário entender que ele será utilizado desalavancado para posteriormente ser alavancado pelo índice de dívida sobre patrimônio líquido médio do setor escolhido da empresa. O *beta* desalavancado é utilizado para representar o risco de uma certa

companhia, sem considerar a influência das dívidas no seu balanço patrimonial. Ou seja, o *beta* desalavancado desconsidera o impacto financeiro que alavancagem (dívida) gera.

O último, o prêmio de risco, dar-se-á pela subtração da taxa livre de risco do retorno médio do mercado, no caso S&P 500.

Custo de Capital de Terceiros: A fórmula para o custo de capital de terceiros (K_d) é dada pelo custo da dívida da empresa vezes um menos a taxa de imposto do País. O custo de capital de terceiros não ser exatamente igual ao custo da dívida gera uma certa estranheza. O “Quadro 6” traz um exemplo comparando o cenário de uma empresa qualquer com e sem dívida:

Quadro 6: Comparação De Cenários

	Empresa sem dívida	Empresa com dívida
Lucro Operacional	R\$ 100.000	R\$ 100.000
Dívida total	-	R\$ 80.000
Custo da Dívida	-	10%
Despesa Financeiro	-	R\$ 8.000
Lucro antes do IRPJ e CSLL	R\$ 100.000	R\$ 92.000
Taxa de imposto	35%	35%
Imposto Pago	R\$ 35.000	R\$ 32.200
Lucro Líquido	R\$ 65.000	R\$ 60.125

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observe que, apesar do lucro líquido da empresa fictícia com dívida ter sido menor, ela remunerou melhor os acionistas e credores que a empresa com dívida. A empresa sem dívida remunerou os acionistas com R\$ 65.000 e a empresa com dívida remunerou os acionistas e credores com R\$ 68.125 (R\$ 60.125 + R\$ 8.000). Além disso, o imposto pago por aquela com dívida foi R\$ 2.800 menor, visto que os juros diminuíram a parcela que o imposto incidiu. Ou seja, para o cálculo do custo de capital de terceiros, deve-se retirar a parcela do imposto do valor da dívida.

Além disso, é válido mencionar que esse valor a menos que não foi pago ao governo é chamado de “*Tax Shield*”, uma influência do benefício fiscal do endividamento na estrutura de capital das empresas. Ou seja, a dedução dos juros da dívida na base de cálculo de imposto. Conforme já explicado no presente estudo, a alíquota de 34% do imposto de renda cai sobre o Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social (em inglês: *Earnings Before Taxes - EBT*). Caso uma empresa tenha dívida, e por consequência pague juros sobre o valor da dívida, esses juros diminuirão o lucro da empresa, que por sua vez reduzirá o Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social.

Logo, a diferença entre o valor de imposto de renda e contribuição social que a empresa pagaria não tendo dívida e tendo dívida é conhecido como “*Tax Shield*”.

Quadro 7: Custo de Capital de Terceiros

Custo de Capital de Terceiros	
Pré-Custo da Dívida	(h)
Imposto de Renda Pessoa Jurídica e CSLL	(i)
Custo de Capital de Terceiros após Imposto (K_d)	$K_d=h*(1-i)$

Fonte: Elaborado pelo Autor

2.7 Investimento por expectativa “*expectations investing*”

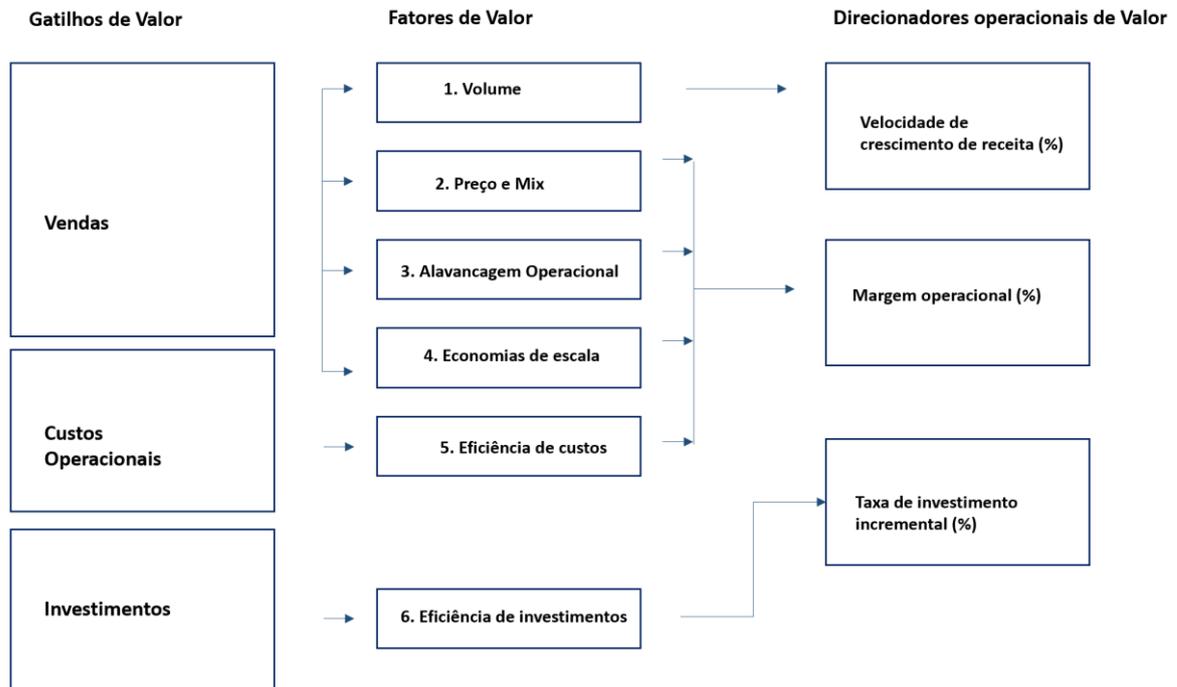
O tema central do método “*expectations investing*” é utilizar a capacidade de ler corretamente a expectativa do mercado perante a uma empresa. O conceito utiliza, em sua essência, uma informação comumente menosprezada pelos investidores, o preço de uma ação. De acordo com Mauboussin e Rappaport (2021) o preço de uma ação expressa expectativa coletiva dos investidores, por conseguinte, os mesmos contém informações prontas para serem expostos.

De acordo com Mauboussin e Rappaport (2021, p. 2), o investimento em expectativas é um processo de seleção de ações que usa o próprio mecanismo de precificação do mercado, o modelo de FCD, com uma característica importante: em vez de prever fluxos de caixa, esse investimento começa analisando a expectativa implícita no preço das ações de uma empresa.

2.7.1 Principais “gatilhos” no uso do “*expectations investing*”

Ao analisar a expectativa que o mercado tem perante a uma empresa deve-se analisar a infraestrutura de expectativa (*expectation infrastructure*). Os principais pontos para serem analisados são: vendas, custos operacionais e investimentos, também conhecidos como “gatilhos de valor” (*trigger values*) (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021). Isso pode ser melhor entendido a partir do “Fluxograma 1”.

Fluxograma 1: Trigger Values



Fonte: (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021, p. 46)

Volume (*volume*): mudanças no volume, preço e até o mix de produtos da empresa são fatores que afetam diretamente a empresa e os seus resultados.

Preço e Mix (*Price and Mix*): vendas e mix vão incidir diretamente nas margens do produto e na taxa de crescimento da receita da empresa.

Alavancagem Operacional (*Operating Leverage*): empresas investem grandes quantias antes do produto em si ficar disponível à venda. Empresas que demandam de investimentos físicos, na maioria dos casos, precisam de capital para sustentar seu crescimento.

Economia de escala (*Economies of scale*): geralmente quando o custo, seja ele de compra, produção, *marketing* ou vendas diminui com a quantidade vendida, possibilita a empresa em gerar sua economia de escala, afetando diretamente a margem da empresa.

Eficiência de custo (*Cost efficiencies*): “as empresas obtêm eficiências de custo de duas maneiras fundamentais. Ou reduzem custos dentro das atividades ou reconfiguram significativamente suas atividades” (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021, p. 51).

Eficiência de investimentos (*Investment efficiencies*): empresas atingem sua eficiência de investimento quando é possível investir menos para um volume de vendas, mantendo a margem constante.

Tais métricas são responsáveis por mudar a eficiência da empresa, gerando mais valor aos acionistas. Logo, a possibilidade de sensibilizar essa métrica e entender o que está embutido em cada uma, dado o valor de uma empresa, faz das mesmas conhecidas como gatilhos de valor.

2.7.2 *Processo*

É difícil para um único indivíduo, no caso um analista, prever sobre uma empresa melhor que um grupo de analistas. Logo, em prol de contornar esse problema, será utilizado no método o *price-implied expectation (PIE)*, também conhecido como expectativa implícita de preço (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021)

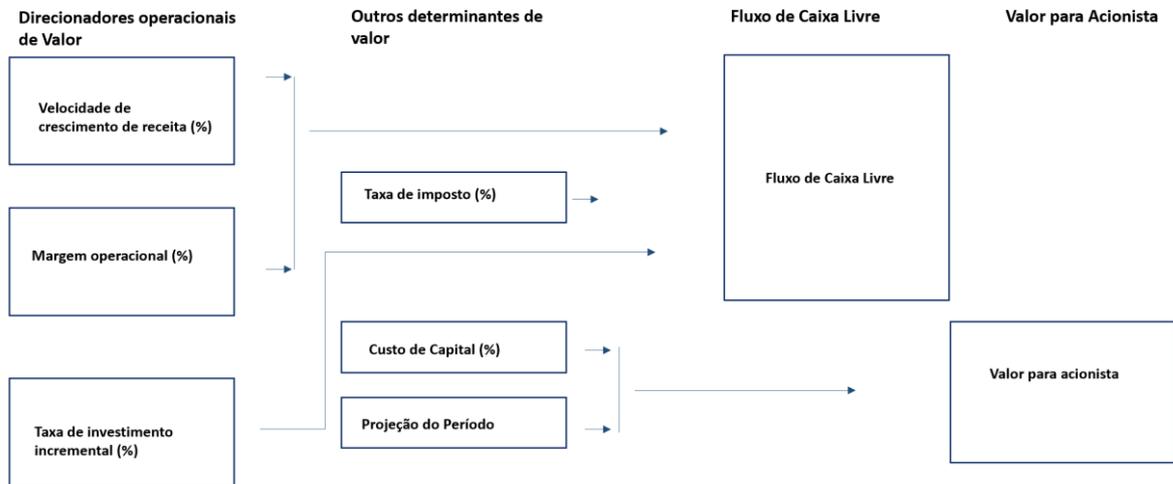
Logo, algumas peças-chaves para o desempenho de uma empresa, por sua vez, também da ação, é a combinação fluxo de caixa livre (*free cash flow*), custo de capital (*cost of capital*) e da projeção do período analisado (*forecast period*).

Como já explicado, o método começa com o preço de uma ação, para então entender quais são as expectativas para o fluxo de caixa, custo de capital e a projeção dos *operating profit margin*. Logo, para entender o consenso da projeção da taxa de crescimento da receita, margem operacional e taxa de reinvestimento da empresa pode-se consultar: “*Value Line Investment Survey, Morningstar, FactSet, Bloomberg, S&P Capital IQ*” (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021, p. 89). Em relação ao custo de capital, é indicado a *Bloomberg* e a *FactSet* para buscar o custo médio ponderado de capital (WACC da empresa).

Em relação aos ativos e passivos não operacionais da empresa, não é necessário projetá-los, visto que os valores que serão descontados/adicionados estão no balanço patrimonial da empresa. Por fim, o último ponto que deve ser observado é o número de anos necessários na projeção.

Para resolver esse problema Mauboussin e Rappaport (2021) concluíram que é possível resolver o período de previsão implícito no mercado depois de determinar a expectativa do mercado para os fluxos de caixa livres futuros e o custo de capital. Isso é possível por meio do alongamento do horizonte de previsão no modelo de FCD tantos anos quantos forem necessários para chegar ao preço das ações atuais.

Fluxograma 2: O Roteiro De Valor Para O Acionista



Fonte: (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021, p. 24)

2.8 Análise estratégica

Entender o ambiente competitivo da empresa é de suma importância para o seu desenvolvimento. A complexidade em criar uma empresa não passa somente por fatores micro, internos, da mesma, porém exige uma atenção em como o setor em que ela está inserida muda. As ferramentas de análise estratégica têm como função expor, de uma maneira visual, rápida e objetiva, o ambiente.

Cinco Forças de Porter (1998): O *framework* criado por Michael E. Porter revela as importantes diferenças entre indústrias, como elas evoluem e ajudam as empresas a achar sua posição dentro do seu setor. Em sua obra, o autor apresenta cinco forças que descrevem a estratégia de competitividade da empresa:

1) Rivalidade entre os concorrentes: nem sempre as empresas que vendem o mesmo produto são as únicas concorrentes diretas da empresa. Logo, para entender melhor essa força pode-se começar elencando os principais concorrentes da empresa, quantos já possuem marcas consolidadas, quais vantagens dos competidores. No final, deve-se utilizar uma métrica para elencar a força da rivalidade entre os concorrentes, ou seja, quanto maior a força, mais prejudicial ela será para empresa;

2) Produtos e serviços substitutivos: para entender essa dinâmica é necessário conhecer, e listar, os concorrentes que oferecem o mesmo produto, ou substitutos que rivalizam com a empresa em questão. Da mesma forma que a rivalidade entre os concorrentes, quanto maior essa força, mais chance de a empresa ser prejudicada;

3) Poder de barganha dos fornecedores: caso a empresa possua poucos fornecedores, as chances de ela ficar à mercê dos seus fornecedores de matéria-prima é alta. Nesse caso, quanto mais alto for o poder de barganha dos fornecedores perante a empresa, mais chances dos mesmos suprimirem as margens;

4) Entrada de novos concorrentes: entender a barreira de entrada de novos concorrentes é essencial para o sucesso da empresa. Essas barreiras de entrada podem ser legislativas, patentes etc. No caso, quanto maior a barreira de entrada da empresa, melhor para ela;

5) Poder de barganha dos clientes: essa força está intimamente ligada aos produtos e serviços substitutivos. Quanto maior for a possibilidade de escolha do cliente, maior a chance da empresa sujeitar-se a clientela e não conseguir exercer o preço estipulado no seu plano de negócios. Quanto maior o poder de barganha dos clientes perante a empresa, mais prejudicada a mesma será (PORTER, 1998).

3 Metodologia

Neste trabalho adotou-se um método qualitativo-quantitativo, com caráter exploratório. Esse método foi escolhido, pois se adequa melhor aos objetivos desse trabalho e é o mais capaz de sustentar o grande número de dados proveniente desse tipo de pesquisa e de permitir um mapeamento mais integral dos dados (CORDEIRO *et al.*, 2007; GIL, 2010). Segundo Piovesan e Temporini (1995), o presente método tem a vantagem de abranger diferentes procedimentos, métodos de coleta e análises de dados num só lugar, o que permite uma análise posterior mais integral e uma solução que abarque essa heterogeneidade.

Com o intuito de alcançar os objetivos propostos e efetivamente realizar o planejamento inicial, foram pesquisados materiais relacionados ao tema e excluídos aqueles sem consonância com os tópicos do presente trabalho. Dentre a literatura sobre o tema destaca-se a utilização dos materiais de Tom Copeland, Tim Koller e Jack Murrin (2002), Damodaran (2007), Alexandre Póvoa (2012) e Mauboussin e Rappaport (2021), os quais relatam diversas maneiras de como utilizar métodos de avaliação de empresas, adequados para diferentes tipos de empresas e nichos específicos.

Conforme Damodaran (2007) um pré-requisito para tomar decisões sensatas é entender o que determina o valor de uma empresa e como estimar esse valor.

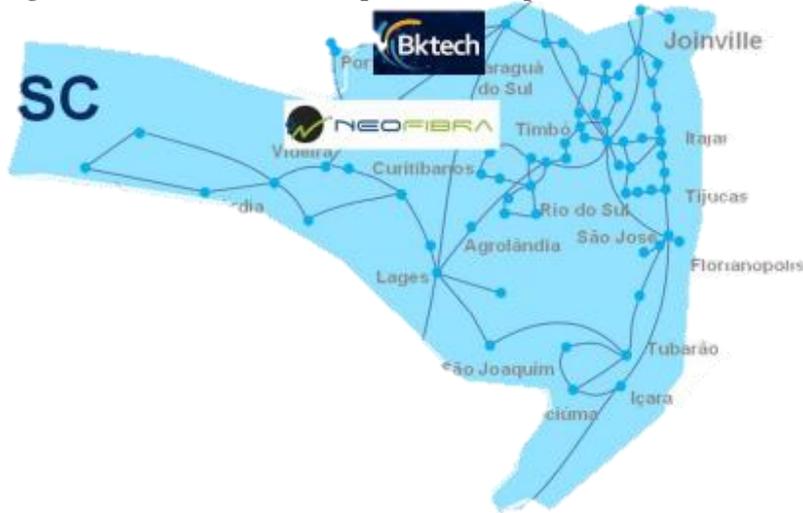
Apesar de contraintuitivo, Damodaran (2012) exemplifica que o *valuation* de uma empresa não é objetivo, por mais que sejam utilizados métodos quantitativos nos modelos. O autor ainda cita que em toda avaliação de empresas existe o viés do analista, que pode subestimar ou superestimar as premissas de crescimento da empresa.

Conforme Damodaran (2012), será utilizada *The Bludgeon View*, cujo foco é utilizar diversas métricas para avaliar as empresas e colocar os seus resultados em um intervalo, que consiste no menor valor encontrado até o maior valor encontrado. Não obstante, também será utilizado o método descrito por Mauboussin e Rappaport (2021), conhecido como “*Expectations Investing*”, mostrando outra possível abordagem para entender se uma empresa é/está sub, ou supervalorizada.

4 Unifique S.A.

A Unifique S.A. é uma empresa do setor de telecomunicações que oferece soluções de comunicações para empresas e residências, com forte presença regional nos estados do Sul do País, com mais de 23.700 km de fibra instalados entre Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul, atendendo mais de 300.000 clientes em mais de 130 municípios, como é possível verificar na “Figura 1” e na “Figura 2”.

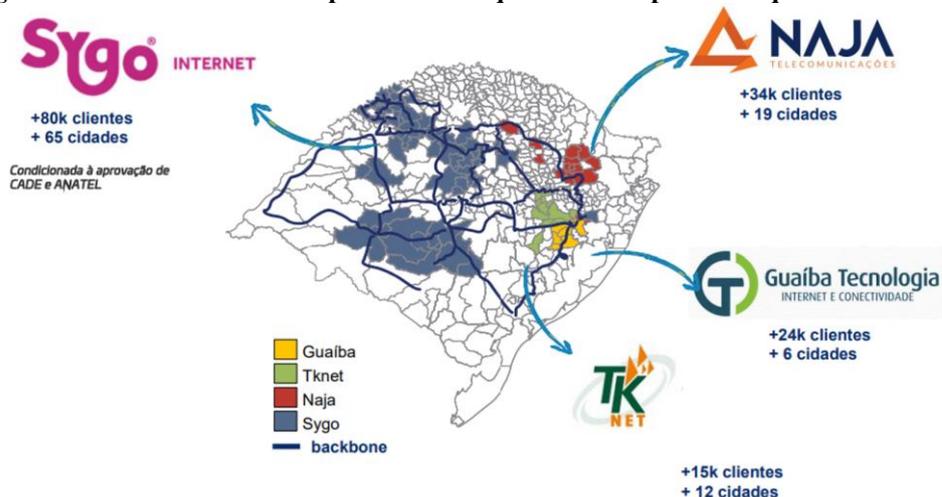
Figura 1: Backbone de Fibra Óptica da Unifique S.A. no Estado de Santa Catarina



Fonte: Apresentação de Resultados 2T21 Unifique S.A.

A empresa também é detentora do prêmio de melhor provedora de banda larga fixa do Brasil, de acordo com a Anatel (2021).

Figura 2: Backbone de Fibra Óptica Da Unifique S.A. e Empresas Adquiridas no Rio Grande do Sul



Fonte: Apresentação de Resultados 4T21 Unifique S.A

Entre o *hall* de produtos fornecidos pela Unifique têm-se:

- Internet: pioneira ao entregar a tecnologia XGSPON com planos de 2.000 mega (2 GIGA), com uma qualidade que garantiu, por dois anos consecutivos, a melhor banda larga fixa do Brasil.

- Telefonia Fixa: conforme Anatel (2020) a empresa também recebeu o prêmio de melhor telefonia fixa do País. Tal qualidade está diretamente relacionada à tecnologia Central Telefônica Virtual, a qual permite colocar a central telefônica na nuvem, acarretando maior qualidade, controle e segurança.

- Telefonia Móvel: apesar dessa linha não ser tão relevante no faturamento da empresa, como será visto adiante, a Unifique também fornece a linha de serviço móvel.

- TV HD por assinatura: linha de produtos da empresa que oferece diversos canais e pacotes para seus clientes.

- Data Center: Unifique S.A. conta com 300m² de piso elevado, 1,5 Mega VA de subestação e 3 dias de autonomia sem reabastecimento. A empresa possui estrutura reconhecida pela VMWare com o certificado de *Cloud Verified* e pela *Uptime Institute* pelo certificado de *Tier III*.

No dia 27 de julho de 2021 a Unifique Telecomunicações concluiu sua oferta pública inicial (IPO) na B3 levantando R\$ 898,9 milhões, em um total de 95.124.852 ações ordinárias (FIQE3) por um preço de R\$ 9,45.

Histórico

A Unifique Telecomunicações foi fundada em novembro de 1997, através do nome TPA – Timbó Provedor de Acesso na cidade de Timbó – SC. Na época, a tecnologia era internet discada, com o acesso através da linha telefônica. Além disso, a empresa possuía apenas um colaborador, Fabiano Busnardo, hoje *CEO* da companhia. Tendo em vista o avanço da tecnologia, em 2000 a empresa passou a atender clientes através da internet *via* rádio, cujo sistema funciona por meio de uma torre principal que emite sinais e outra que os capta, na residência dos clientes.

Já em 2006, a empresa começou a implementar a fibra óptica (o que hoje é a sua principal fonte de receitas). A estrutura de cabeamento começou na cidade de Timbó, avançando para Rio do Sul e Ibirama. Após quatro anos do início da fibra, a empresa implementou outra linha de receita, através da telefonia fixa.

No ano de 2013 a TPA (“Timbó Provedor de Acessos”) expandiu a rede FTTH (*Fiber to the home*), alcançando o vale e diversos clientes com internet de fibra, telefonia fixa e internet

via rádio. A Rede FTTH é uma conexão oferecida pelas empresas de telecomunicações, cujo diferencial é uma ligação direta do servidor até a casa do cliente. Em 2014, após a TPA possuir uma forte presença no estado de Santa Catarina, mudou o nome para “Unifique” e dois anos após a mudança do nome, foi criada a linha “TV Unifique”.

O ano de 2018 marcou a construção do *Data Center* da empresa, e foi a primeira vez que a companhia foi eleita a melhor banda larga fixa de Santa Catarina pela Pesquisa de Satisfação e Qualidade Percebida da Anatel. No ano de 2019, com o serviço de *Data Center* sendo lançado, ela foi contemplada novamente como a melhor banda larga fixa do estado.

Em 2020 a companhia ganhou melhor banda larga fixa do Brasil, pela Anatel e melhor telefonia fixa do País. No ano de 2021, como já fora comentado, teve como marco principal a entrada da empresa no mercado de capitais do Brasil e a chegada nos estados do Paraná e Rio Grande do Sul.

Estrutura Societária

A estrutura societária da empresa é a seguinte:

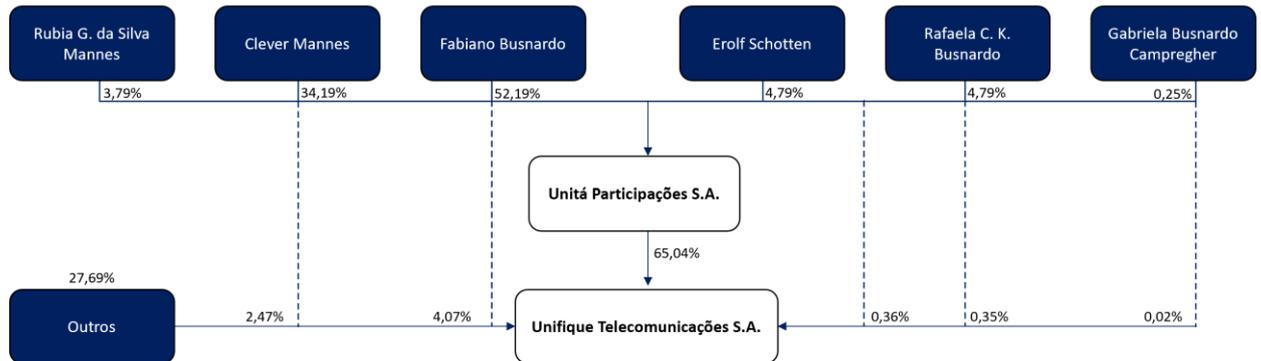
Quadro 8: Quadro Acionário da Unifique Telecomunicações

Acionistas	%
Unitá Participações S.A.	65.04%
Fabiano Busnardo	4,07%
Clever Mannes	2,47%
Erolf Schotten	0,36%
Rafaela Cristiane Kisner Busnardo	0,35%
Gabriela Busnardo Campregher	0,02%
Ações em Tesouraria	1,66%
Ações em Circulação	26.04%
Total	100%

Fonte: Unifique R.I.

O organograma dos acionistas pode ser mais bem entendido no fluxograma a seguir:

Fluxograma 3: Organograma dos Acionistas



Fonte: Formulário de Referência 2022

Diretoria e Conselho de Administração

A formação da diretoria da empresa consta abaixo:

Quadro 9: Diretoria

Nome	Posição	Data de Eleição	Término do Mandato
Fabiano Busnardo	Diretor-Presidente	11/05/2021	1 ano
José Wilson de Souza Junior	Diretor Financeiro e de Relação com Investidores	11/05/2021	1 ano
Erolf Schotten	Diretor de Operações	11/05/2021	1 ano

Fonte: Unifique

A diretoria da empresa é representada por três integrantes: Fabiano Busnardo, José Wilson de Souza Junior e Erolf Schotten. Em relação ao Fabiano Busnardo, é o fundador e Diretor-Presidente da companhia desde 1997, graduado em Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB e pós-graduado em Marketing pela Univille.

José Wilson de Souza Junior possui 24 anos de experiência na área de Contabilidade, Fiscal, Planejamento financeiro orçamentário e auditoria. O seu *track-record* trás 8 anos de experiência na Deloitte, Grupo AES Brasil, Alupar Investimentos, Grupo Almeida Junior etc. Erolf Schotten é o diretor de operações da companhia desde 2007 e atua também como diretor administrativo da GoBS – OMP Racing. Ele é técnico em informática pela Universidade para o Desenvolvimento do Alto do Vale do Itajaí.

O Conselho de Administração da empresa consta abaixo:

Quadro 10: Conselho de Administração

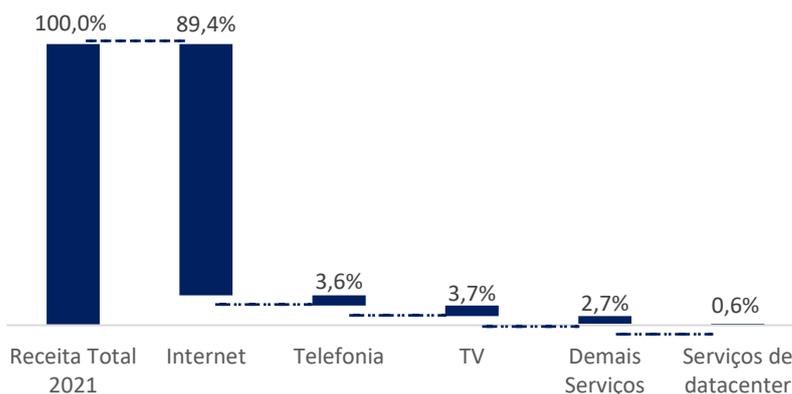
Nome	Posição	Data de Eleição	Término do Mandato
Luciana Tarsila Badelucci Carvalho	Presidente e Membro Independente	11/05/2021	Agosto de 2022
Clever Mannes	Vice-presidente	11/05/2021	Agosto de 2022
Carlos Frederico Galvão de Arruda	Membro Independente	11/05/2021	Agosto de 2022
Luiz Carlos Passetti	Membro Independente	11/05/2021	Agosto de 2022
Fabiano Busnardo	Membro	11/05/2021	Agosto de 2022

Fonte: Site da Unifique

4.1 Segmento e subsegmento

A Unifique S.A. é uma empresa majoritariamente de ISP – *Internet Service Provider*. Cerca de 90% da receita da companhia vem do fornecimento de serviços de internet, como é possível verificar no “Gráfico 2”.

Gráfico 2: Breakdown Receita Bruta 2021



Fonte: Release de Resultados 4T21

Tendo em vista o caráter da sua receita, como apresentado na “Figura 3”, é confiável afirmar que ela se encontra no setor de telecomunicações (Telecom).

Figura 3: Setor – B3

The image displays two screenshots of the B3 website's 'Consultas' (Queries) section, illustrating the process of filtering and searching for companies in the telecommunications sector.

Top Screenshot: Filter Selection

- Setor:** Comunicações
- Subsetor:** Mídia
- Segmento:**
 - Produção e Difusão de Filmes e Programas
 - Publicidade e Propaganda
 - Telecomunicações (highlighted)

Bottom Screenshot: Search Results

Resultado da Busca (8 empresas encontradas)

ALGT	BRIT	DESK	OIBR
ALGAR TELECOM S/A	BRISANET PARTICIPAÇÕES S.A.	DESKTOP S.A.	OI S.A.
ALGAR TELECOM	BRISANET	DESKTOP	OI
	NM	NM	NT
TELB	VIVT	TIMS	FIGE
TELECOM BRASILEIRAS S.A.	TELEFÔNICA BRASIL S.A.	TIM S.A.	UNIFIQUE TELECOMUNICAÇÕES S.A.
TELEBRAS	TELEF BRASIL	TIM	UNIFIQUE
TELEBRAS		NM	NM

The 'FIGE' company card is highlighted with a red box in the bottom screenshot.

Fonte: Site B3

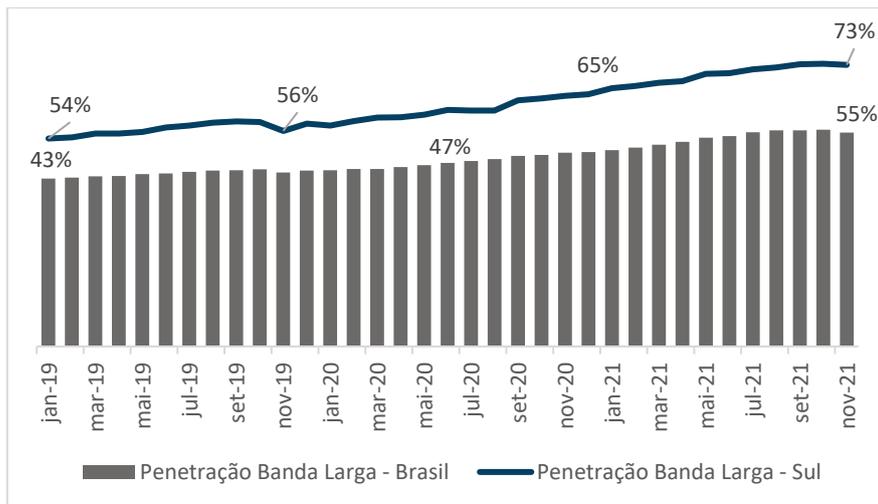
5 Análise Setorial

Parte fundamental na análise de uma empresa é entender o setor que ela está inserida. Tais informações são utilizadas para entender o ambiente competitivo, tendências de novos conceitos que podem vir afetar as empresas do setor, riscos e novas avenidas de crescimento.

Dentre as diversas tendências seculares, a ascensão da *internet* foi a mais notável e imprescindível. No Brasil, a penetração de banda larga nos últimos anos apresentou um CAGR (sigla para “*Compound Annual Growth Rate*”, ou: “Taxa de Crescimento Anual Composto”, em português) de 13,1%, cobrindo cerca da metade dos domicílios brasileiros, conforme Anatel. “CAGR” é a taxa que estima um crescimento/decrescimento, assumindo sua constância.

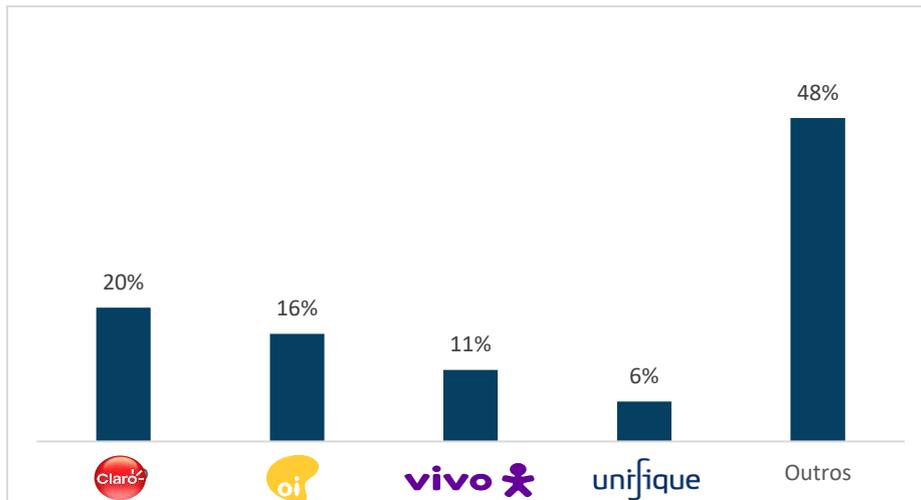
Contudo, a média brasileira não representa a região com maior densidade do País, *vis-à-vis*, a região Sul.

Gráfico 3: Penetração de Banda Larga Por Domicílios



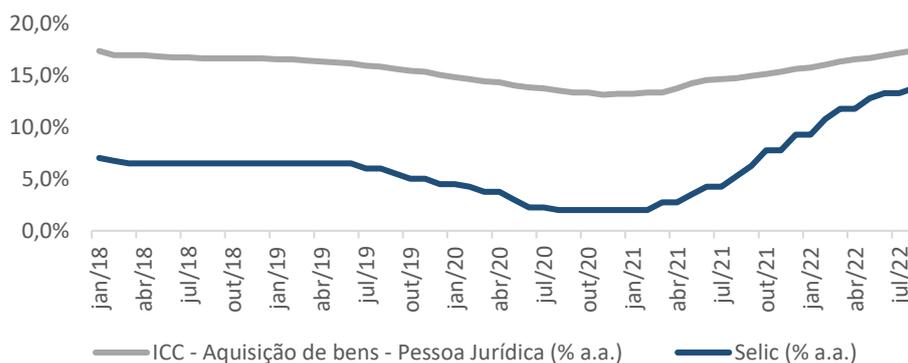
Fonte: Anatel

A região Sul, detentora dos estados com os maiores índices de acessos por habitantes (Paraná com 69%, Santa Catarina com 82,6% e Rio Grande do Sul com 63,6% conforme Anatel), é visivelmente fragmentada, com 48% dos usuários nas mãos de pequenos ISPs (*Internet Services Providers*).

Gráfico 4: Market Share Banda Larga No Sul

Fonte: Anatel

Apesar das *Big Telcos* (maiores empresas de telecomunicações do Brasil, e.g. Vivo, Tim, Claro e Oi) surgirem como as consolidadoras naturais, seus serviços focam em *Cable Modem* e xDSL, cujos serviços de *download/upload* são precários quando comparados com Fibra. Entretanto, dentro da região a Unifique (FIQE3) mostra-se bem-posicionada para fornecer serviços de fibra óptica, conforme o gráfico abaixo, e candidatar-se como uma das consolidadoras da região.

Gráfico 5: Índice de Custo De Crédito (ICC) Para Aquisição de Bens Para Pessoas Jurídicas e Taxa Selic

Fonte: Banco Central do Brasil

Além do que já fora mencionado, outro ponto que corrobora com a expectativa do sucesso da Unifique em consolidar a região Sul é a crescente alta da taxa de juros, que por sua vez impacta diretamente na taxa média de aquisição de produtos para pessoas jurídicas, como visto no “Gráfico 5”. Apesar de contraintuitivo, o cenário macroeconômico mais desafiador

tende a criar empecilhos no avanço de novas empresas, que em média possuem balanços mais fracos, e possibilita empresas com um balanço mais forte consolidar o mercado.

O uso de captação de dívida para empresas de telecomunicações, seja para compra de aparelhos, aquisição de novas empresas através de *Leverage Buy Out (LBO)* ou, como no caso da fibra óptica, construção de *backbones* é amplamente utilizado.

LBO é o uso da dívida para comprar uma empresa, na expectativa que essa empresa gerará caixa o suficiente para a dívida seja paga somente com o que a empresa distribuir. Por exemplo, pegar uma dívida para comprar um apartamento e colocá-lo para alugar. A expectativa é que o dinheiro recebido do aluguel do apartamento vá pagar as parcelas. Por sua vez, o *backbone* faz o envio/recebimento dos dados entre diferentes localidades. Essa grande espinha dorsal é dividida em partes menores evitando a lentidão.

Empresas que possuem acesso a dívidas mais baratas, *vis-à-vis* Unifique que possui *rating* pela S&P de brAA-, ganha eficiência operacional, em especial em situações onde a taxa de juros para aquisição de bens é 4 p.p. acima da Selic.

Dívida mais barata *vis-à-vis* é uma taxa de juros cobrada pelos bancos/debenturistas com juros mais baratos à empresa. As agências de *rating* são responsáveis por dizer o quão seguro é investir em algo. Para a agência de *rating S&P Global Ratings*, o índice “brAA-” significa que a empresa possui um grau elevado de segurança para receber investimentos.

Hoje a companhia conta com 19.200 km de estrutura de fibra óptica (*backbone*), o qual a permite oferecer um serviço de maior qualidade aos seus clientes, aumentando a capilaridade nas cidades que está presente (aumento de 17% p.p. de *market share* em Blumenau e 15% em Itajaí, nos últimos 2 anos). Além disso, o recente IPO da empresa a permite utilizar os recursos para aquisições estratégicas e que possuam uma forte sinergia e complementariedade geográfica, como MHNet, Vero e Copel Telecom.

Figura 4: Estrutura de Backbone Unifique



Fonte: Unifique, Copel Telecom, MHNet, Vero

5.1 Forças de Porter

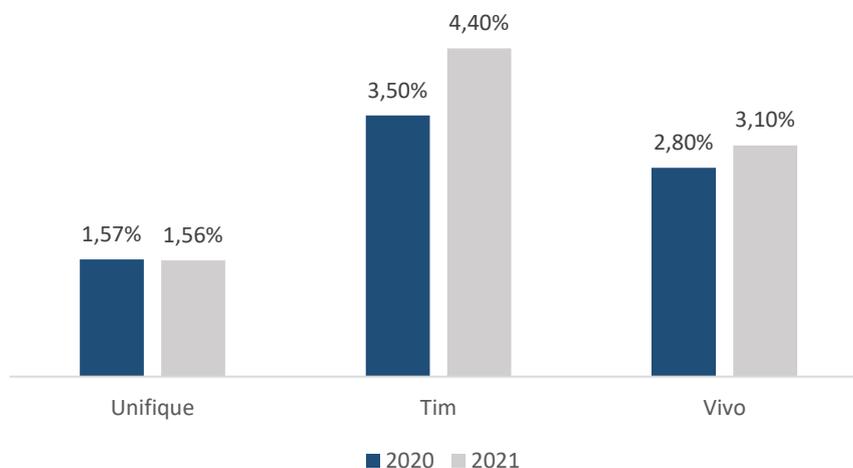
As “5 Forças de Porter” são um método de análise setorial que permite entender o nível de competitividade de determinado mercado. O modelo foi criado por Michael Porter, professor da *Harvard Business School*, e publicado em 1979.

5.1.1 Rivalidade entre concorrentes

Os maiores competidores da Unifique S.A. são: Claro, Oi e Vivo. Um fator que deixa a competitividade acirrada é a baixa diferenciação no produto/serviço oferecido, o que causa uma baixa rotação de clientes, como visto no “Gráfico 6”, onde consta o “*churn*” das principais concorrentes da Unifique S.A. “Churn” é o termo usado para descrever a rotatividade da clientela de serviços de uma empresa. No caso dos provedores de acesso à internet e das operadoras de telecomunicação e de TV por assinatura, mede a quantidade de usuários que deixam de ser clientes de seus serviços e optam pelo concorrente)

O estudo da Accenture revela que 77% dos entrevistados estavam dispostos a mudar de operadora, em especial pela baixa diferenciação dos serviços de internet oferecido. O estudo ainda revela que o principal motivo que os entrevistados estariam dispostos a mudar é experimentar o serviço de sucesso do cliente das outras operadoras, alegando ser um dos poucos diferenciais.

Gráfico 6: Churn da Unifique S.A., TIM S.A. e Vivo S.A.



Fonte: Release de Resultado Unifique, Tim e Vivo.

5.1.2 Poder de barganha com os fornecedores

No caso das empresas de telecomunicações, não há uma vantagem específica de barganha com seus fornecedores, além de um custo de dívida mais acessível. Tendo em vista que a principal fonte de receita da companhia é a recorrência dos seus clientes no uso dos seus serviços, *vis-à-vis* internet e televisão, e não há necessidade de compra frequente por parte de um fornecedor, as empresas de telecomunicações não possuem uma grande capacidade com seus provedores. Além disso, o maior gasto de *capital expenditure* (*capex*) é o custo da fibra óptica, cujo as empresas que fornecem o material estão localizadas na China e Estados Unidos (e.g. *Furukawa Electric Co Ltda* com uma capitalização de mercado de 8,27 bilhões de dólares, *Prysmian Spa* com uma capitalização de mercado de 11,2 bilhões de dólares, *Corning Incorporated* com uma capitalização de 12,1 bilhões de dólares, *Kaile Science and Technology Co Ltd Hbe* com 15 bilhões de capitalização e *Sumitomo Corporation* com 49,9 bilhões de capitalização, de acordo com a *Insider Monkey* (2020).

Logo, tendo em vista que essas empresas possuem diversos clientes pelo planeta exercer uma barganha com os fornecedores é algo complexo, tendo em vista que as *big telcos* brasileiras não são representativas a ponto de obter um *edge* (vantagem) com essas empresas, tornando-se *price takers* (tomadores de preço), invés de *price dealers* (oferecedores de preço)

5.1.3 Poder de barganha dos clientes

Os clientes das empresas de telecomunicações são *price takers* perante as empresas. Como o serviço é oferecido de uma forma massificada, ou seja, através de planos pré-prontos não há espaço para execução de descontos significativos. Além disso, o preço executado entre os fornecedores de fibra é similar, conforme a consulta feita no site de cada:

Quadro 11: Preços do Pacote de 1 Giga, Exceto Vivo (600 Mega)

	Preço
Unifique (1 Giga)	R\$ 179,90
Tim (1 Giga)	R\$ 161,50
Vivo (600 Mega)	R\$ 149,90
Oi (1 Giga)	R\$ 199,90

Fonte: Site da Unifique, Tim, Vivo e Oi.

5.1.4 Ameaça de novos entrantes

A principal barreira de entrada no setor de telecomunicações é alta necessidade do Capex de expansão das empresas. Conforme o relatório de início de cobertura do BTG Pactual, o custo médio para passar fibra em uma residência é cerca de R\$ 150 e o custo de conectar essa residência é de R\$ 600. Ou seja, o custo total, sem considerar o custo de aquisição (CAC), fica em torno de R\$ 750. Ou seja, barreira financeira para abrir uma empresa de fibra torna-se um grande empecilho, como visto no “Quadro 12”.

Quadro 12: Tabela De Sensibilidade – Necessidade De Capital Para Diversos Cenários De Números De Clientes Incorporados Com Um Custo De R\$ 750 Por Cliente

Número de Clientes Incorporados	Necessidade de Capital
30.000	22.500.000
40.000	30.000.000
50.000	37.500.000
60.000	45.000.000
70.000	52.500.000
80.000	60.000.000
90.000	67.500.000
100.000	75.000.000

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em suma, tendo em vista a alta necessidade de capital presume-se que a necessidade de capital é uma forte barreira de entrada que desacelera a entrada de novos entrantes.

5.1.5 Produtos e serviços substitutos

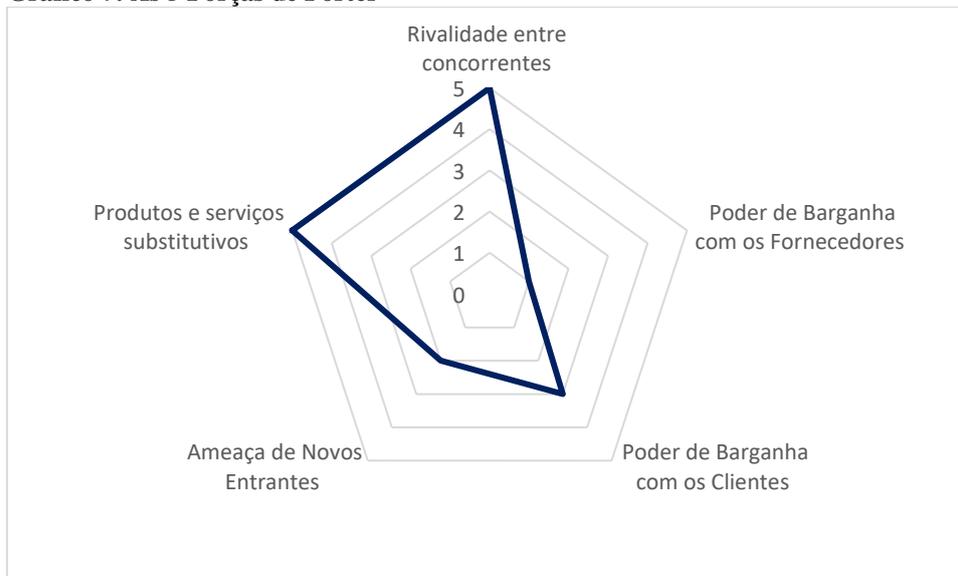
A Unifique S.A. possui diversos serviços e produtos substitutos aos seus. Dentre os principais produtos estão cabo coaxial, xDSL (Digital Subscriber Line), modem a cabo, internet a rádio e internet via satélite. Além disso, conforme a CETIC, há mais de 12.000 (doze mil) provedores de internet no Brasil. Dentre os 12.000 provedores, os maiores deles são: Vivo, Tim, Claro, Oi, Sky, Algar Telecom e Net Virtua entre outras. Na região Sul, além das que já foram mencionadas, os maiores provedores são: Tchê Turbo, Tri Internet, Mhnet Telecom (recentemente adquirida pela Unifique S.A.), CertelINET, Webmax Internet, Guaíba Telecom, GTC Telecom, Naja Telecomunicações (recentemente adquirida pela Unifique S.A.), Sercomtel, Copel Telecom, CTBA Telecom, Sitnet Provider, Sul! Internet e Unifique.

Ou seja, seja pelo alto número de prestadores de serviços substitutos, e pelo alto número de tecnologias diferentes que podem ser substitutivas à fibra, a “Força de Porter” de produtos e serviços substitutos pode ser qualificada como forte.

5.1.6 Resumo Porter

Logo, pode-se resumir as principais Forças de Porter com forças de 1 (um) a 5 (cinco). Conforme já explicado no presente estudo os motivos, atribuir-se-á as seguintes forças: Rivalidade entre concorrentes (5), Poder de Barganha com os Fornecedores (1), Poder de Barganha com os Clientes (3), Ameaça de Novos Entrantes (2), Produtos e serviços substitutivos (5).

Gráfico 7: As 5 Forças de Porter



Fonte: Elaborado pelo Autor

Por sua vez, como pode ser visto no “Gráfico 7”, nota-se que as forças de Porter pendem para produtos e serviços substitutos, bem como para rivalidade entre concorrentes. As forças mais fracas são ameaças de novos entrantes e poder de barganha com fornecedores.

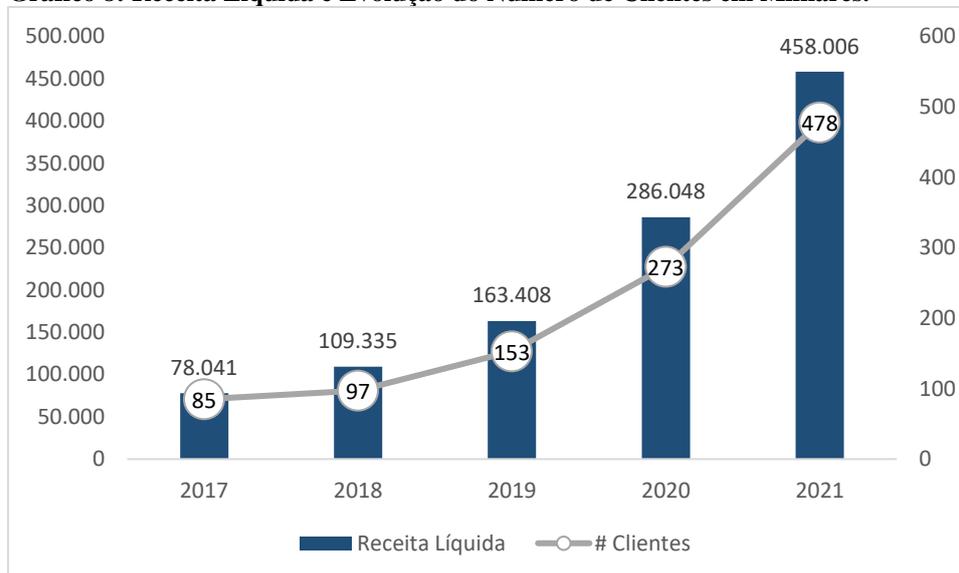
6 Análise Financeira Histórica

A análise financeira de uma empresa é uma etapa essencial para entender como está a saúde da companhia. O objetivo dessa análise é extrair o crescimento da companhia, correlacionar com possíveis *drivers* de valor, entender como os custos e despesas da companhia se comportaram perante o período analisado e entender a importância da alavancagem para a empresa do presente estudo. Vale ressaltar, entretanto, que a listagem da empresa na bolsa de valores é recente (julho de 2021) e por consequência os dados históricos da companhia vão até 2017, com exceção da dívida e retorno sobre capital investido (ROIC).

6.1 Análise da receita histórica

A Unifique Telecomunicações apresentou um forte crescimento de receita entre 2017 e 2021, obtendo um CAGR de aproximadamente 56% (taxa de crescimento anual composta) no período.

Gráfico 8: Receita Líquida e Evolução do Número de Clientes em Milhares.



Fonte: Release de Resultado Unifique e Anatel.

Desde 2017 a Unifique apresenta um firme crescimento de receita, aumentando significativamente sua base de clientes. Uma das características do *business* de telecomunicações é a recorrência de receita. Diferentemente do varejo, onde a compra de um cliente no mês não necessariamente implica em uma outra compra no mês seguinte, a

recorrência de receita de um mesmo cliente se torna uma aliada da previsibilidade de receita das empresas que compõe o setor de telecomunicações, e por consequência, da Unifique.

Tabela 1: Decomposição Da Receita Bruta Da Unifique Em Milhares De Reais - 2019 a 2021

	2019		2020		2021	
Internet	197.474	87%	337.532	85%	498.986	83%
Telefonia	16.286	7%	19.798	5%	25.350	4%
TV	4.307	2%	20.335	5%	51.288	9%
Demais Serviços	7.744	3%	14.838	4%	22.370	4%
Data Center	1.318	1%	3.109	1%	5.242	1%
Total	227.129	100%	395.612	100%	603.236	100%

Fonte: Unifique Telecomunicações

Como pode ser visto na “Tabela 1”, a principal fonte de receita da companhia é o serviço de internet. Nos últimos 3 anos essa linha de receita foi responsável por 84% do faturamento da empresa. Nota-se também um crescimento tímido na linha de televisão (TV), saindo de 2% da composição da receita em 2019 para 9% em 2021. Os demais serviços, data center e telefonia representam juntos 9% do total da receita bruta da companhia.

Tabela 2: Lista De Aquisições Até Dezembro De 2021 Com Preço Em Milhões

Companhia	Preço (R\$)	Clientes	Preço/Subscrito
Zappen Internet	40	16.000	2.500
TK NET	21,7	14.786	1.468
Neofibra	6,7	4.256	1.574
Naja	60,7	30.239	2.007
Infoby	8,7	4.211	2.066
Conectel	6,2	4.292	1.445
Netcom	1,1	1.104	996
Wik-Tel	5,2	3.331	1.561
Funcional	9	3.691	2.438
Portal PCH	7,7	1.552	4.961
HB Info	1,7	3.176	535
Snet	12,2	3.768	3.238
BR Live	5,6	6.775	827
Formatto Net	2,1	5.061	415
WBT Internet	22,3	4.641	4.805
Cabovisão	0,4	-	
GBA	2,9	1.471	1.971
Station	11,3	3.146	3.592
Infoway	20,3	7.941	2.556
TOTAL	245,8	119.441	
Mediana			1.989

Fonte: Unifique Telecomunicações e autor

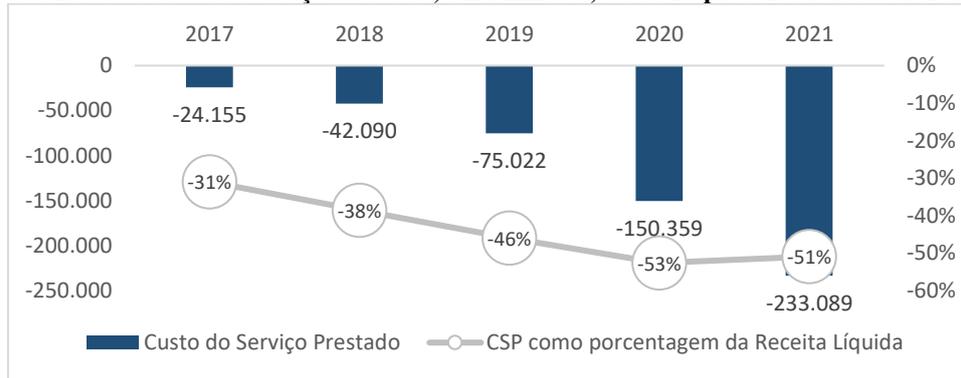
Para construção do modelo financeiro da empresa, foi utilizado a mediana do “preço/subscrito” pago pela Unifique Telecomunicações, conforme visto na “Tabela 2”.

Tendo em vista a representatividade do serviço de internet, é realizada uma explicação dos diferenciais do serviço prestado pela Unifique. Conforme os dados de julho de 2022, cerca de 95% do serviço de internet prestado pela Unifique é *via* fibra óptica, com velocidade média de 275,57 MBps, contra 263,2 MBps da Claro, 257,11 MBps da Tim e 231,29 MBps da Vivo.

Além de oferecer a melhor velocidade média de internet, quando comparado com os principais *players* do País, que ajuda no crescimento orgânico da companhia, a empresa aumentou o número de usuários, e por consequência sua receita, através de diversas aquisições na região Sul do País. Foram adicionados mais de 119 mil clientes com as aquisições dos últimos anos. A estratégia de crescer inorganicamente apresenta a possibilidade de aumentar a base de clientes de maneira rápida, porém com danos na geração de caixa, como será visto.

6.2 Análise de custo e despesa

De modo geral, os custos e despesas possuem uma correlação positiva com a receita da empresa. O custo do serviço prestado (CSP) apresenta uma relação direta com o faturamento da empresa, visto que está intimamente ligado ao serviço oferecido. As despesas da companhia, no entanto, não necessariamente possuem uma ligação tão explícita quanto o custo. Visando contornar esse problema e analisar os componentes que constituem esse custo, é feito o *breakdown* da despesa. Conforme pode ser observado no “Gráfico 9”, o custo da Unifique Telecomunicações vem crescendo; talvez devido à sua natureza estar relacionada diretamente à venda do serviço, tal comportamento não é anormal e vai em linha com o esperado de uma empresa que aumenta a sua receita. Em 2021 os custos da empresa chegaram a R\$ 233 milhões de reais, consumindo cerca de 51% do que foi gerado de receita pela companhia. Salienta-se o aumento na proporção receita líquida e custo, como é possível verificar no “Gráfico 9”.

Gráfico 9: Custo do Serviço Prestado, em Milhares, e Sua Representatividade Perante a Receita Líquida.

Fonte: Release de Resultado Unifique

Conforme o DFP de 2021, é apresentado na “Tabela 3” o seu *breakdown* (repartição dos custos da companhia). Observa-se que para cada ano têm-se ao lado a representatividade perante a receita líquida daquele mesmo período. Além disso, conforme visto na apresentação de resultado da companhia nos últimos três anos, houve o aumento com o “Gastos com pessoal” e “Depreciação e amortização”. O aumento com “Gastos com pessoal” no ano de 2021 é atrelado ao aumento do quadro de funcionários da companhia, aumento salarial de 8,9% instituído com o sindicato da categoria, maior estrutura do conselho de administração, comitê de auditoria e outros cargos administrativos, em função da abertura de capital e, por fim, a provisão de pagamento relativo ao programa de participação o resultado da companhia, de acordo com o *Release* de Resultado do 4T21.

Tabela 3: Breakdown dos Custos em Milhões de Reais – 2019 a 2021

	2021	% Receita Líquida 2021	2020	% Receita Líquida 2020	2019	% Receita Líquida 2019
Custos e Despesas Variáveis	38,4	8,4%	18,6	6,5%	13,0	8,0%
Gastos com pessoal	85	18,6%	51	17,8%	27,3	16,7%
Aluguel Postes e Link	37,1	8,1%	27,8	9,7%	17,3	10,6%
Outros Custos e Despesas	71,9	15,7%	49,5	17,3%	17,5	10,7%

Fonte: Autor e DFP 2021.

Conforme a “Tabela 3”, os “Custos e Despesas Variáveis”, “Gastos com pessoal”, “Aluguel Postes e *Link*” apresentam, nos últimos três anos, uma proporção relativamente estável quando comparada com a receita líquida. Basicamente, entre 2019 e 2021 houve um aumento de 4,8 p.p., impulsionado pelo aumento na linha “Outros Custos e Despesas”. Conforme o *Release* do 4T21, o reconhecimento do ajuste do preço de aquisição das empresas (GBA, Conectel e Portal PHC) em quase R\$ 10 milhões, multas contratuais devido a

cancelamentos de contratos e a contratação de consultorias para no leilão 5G foram os principais responsáveis por inflar os custos.

Gráfico 10: Despesas Comerciais, Gerais, Administrativas e Outras Despesas/Receitas em Milhares



Fonte: Release de Resultado Unifique

Conforme o “Gráfico 10”, nota-se que a companhia teve ajuda entre 2017 até 2020 com “Outrs despesas/receitas e equivalência patrimonial”, contudo esse cenário não se repetiu em 2021.

Conforme as despesas financeiras da companhia, comumente chamadas de SG&A (*Sales, General e Administratives*), observa-se no “Gráfico 10”, da mesma maneira que os custos, um aumento com o decorrer dos anos.

Tabela 4: Despesas Como Parte da Receita Líquida – 2017 a 2021

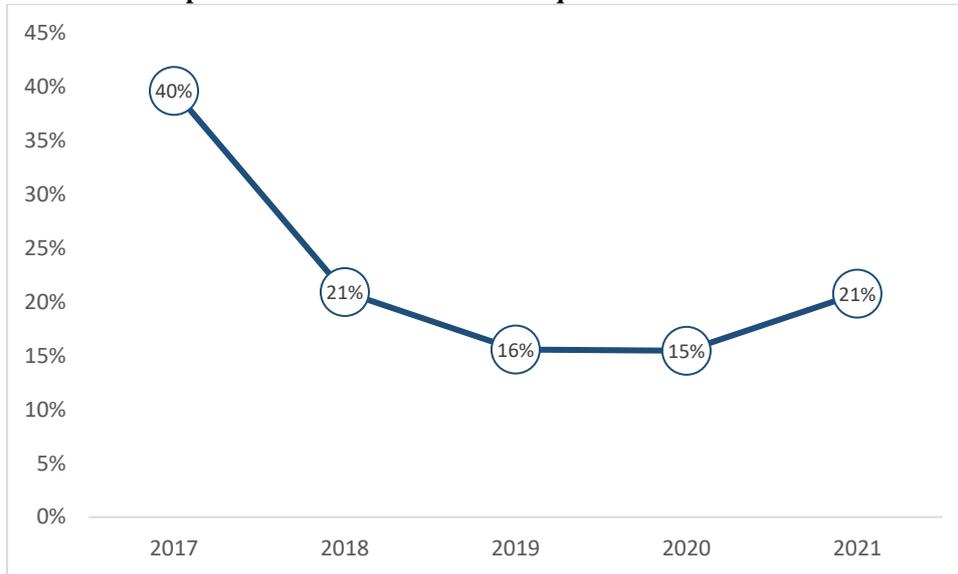
	2017	2018	2019	2020	2021
Despesas Comerciais	4,1%	6,1%	6,6%	6,4%	7,2%
Despesas Gerais e Administrativas	37,7%	14,9%	14,1%	10,9%	12,1%
Outras despesas/receitas e equivalência patrimonial	2,2%	0,1%	5,1%	1,9%	1,5%

Fonte: Autor e Release de Resultados

Todavia, o aumento na estrutura de despesa de uma companhia que multiplicou por quase seis vezes a sua receita nos últimos 5 anos é normal. Proporcionalmente falando, as despesas administrativas tendem a representar menos da composição de despesas, visto que os salários do *C-Level* (termo utilizado para designar coletivamente os executivos seniores mais altos de uma empresa) não aumentarão linearmente com a expansão da companhia. As despesas comerciais, entretanto, aumentaram em quase 75%, quando comparado com 2017. Tal aumento

na despesa comercial deve-se a incentivos que são feitos aos vendedores, estratégia comercial muito utilizada, em especial, no final dos trimestres.

Gráfico 11: Despesas Como Parte da Receita Líquida

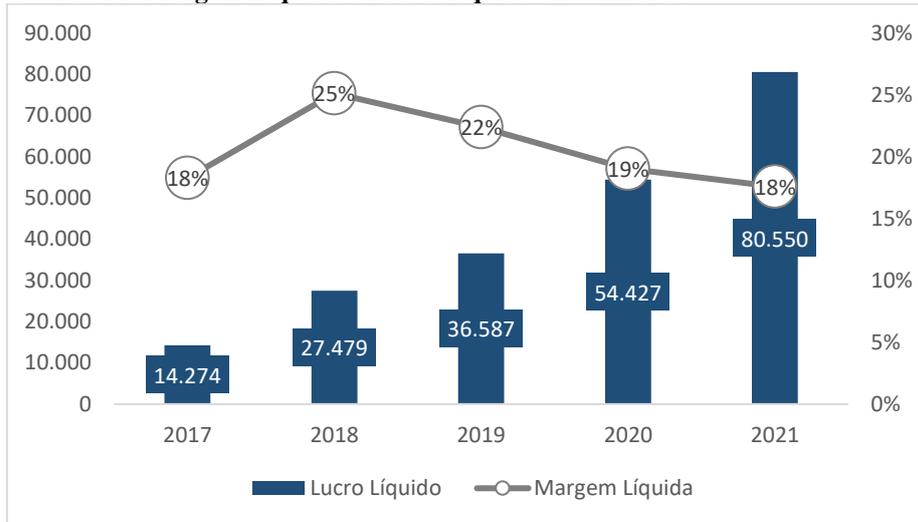


Fonte: Release de Resultado Unifique

Por fim, nota-se que o somatório das despesas, quando comparado com a receita líquida, diminuiu consideravelmente entre 2017 e 2021. Todavia, quando observada a janela entre 2019 e 2021, há um aumento considerável na estrutura de despesa da companhia. Tal aumento, no entanto, deve-se à preparação da empresa para abrir capital, acarretando maiores custos, tendo em vista os processos de governança, conforme explicado na mensagem da administração do *Release* de Resultados do 4T21.

6.3 Análise de rentabilidade e lucratividade

Como exposto, percebe-se que a Unifique Telecomunicações vem apresentando um forte crescimento de receita, com um CAGR de 56% ao ano, uma estrutura de custos que nos últimos dois anos ficaram em torno de 50% da receita da companhia e com uma estrutura de despesa em torno de 20%. Tais números, não só de 2021, como da série histórica analisada, podem ser observados com um crescimento no lucro líquido da companhia com uma margem líquida média de aproximadamente 19,5%.

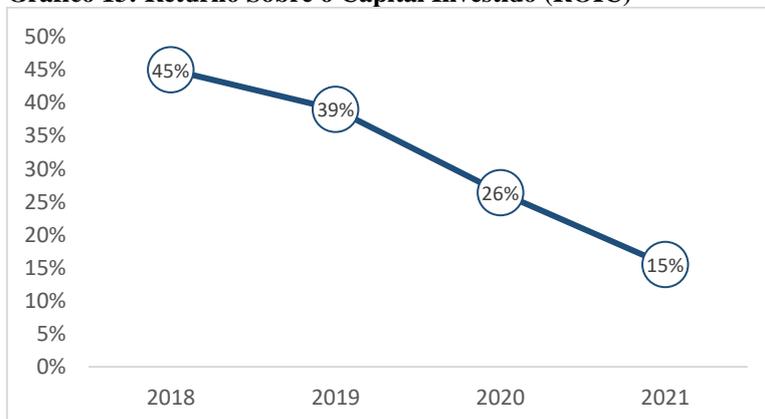
Gráfico 12: Margem Líquida e Lucro Líquido em Milhares

Fonte: Release de Resultado Unifique

Visando entender, através de outro ponto de vista, como é a rentabilidade da empresa, foi utilizado o indicador de retorno sobre o capital investido (ROIC). Conforme disposto no item 2.4.2 do presente estudo, o ROIC possui a seguinte fórmula:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} * (1 - \% \text{Imposto de renda e CSLL})}{\text{Dívida Total} + \text{Patrimônio Líquido} - \text{Caixa e Equivalentes de caixa}} \quad (15)$$

O “Gráfico 13” mostra que o ROIC da Unifique vem caindo com o decorrer do tempo, em especial pela dívida da empresa. Conforme já explicado no presente estudo, o setor de telecomunicações exige uma demanda de capital relativamente alta, e para suprir essa necessidade a companhia saiu de um cenário de quase 44 milhões de reais em dívida no ano de 2018 para 288 milhões em 2021.

Gráfico 13: Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC)

Fonte: Elaborado pelo Autor

Logo, antes de analisar os números, em si, deve-se considerar três pontos sobre o retorno sobre o capital investido: 1) empresas que possuem um ROIC estruturalmente alto tende a atrair diversos competidores, e por consequência, perder rentabilidade no longo prazo; 2) empresas dentro de um mesmo setor tendem a possuir um ROIC similar; e 3) deve-se entender como cada variável da fórmula se portou no respectivo período antes de chegar-se em qualquer conclusão.

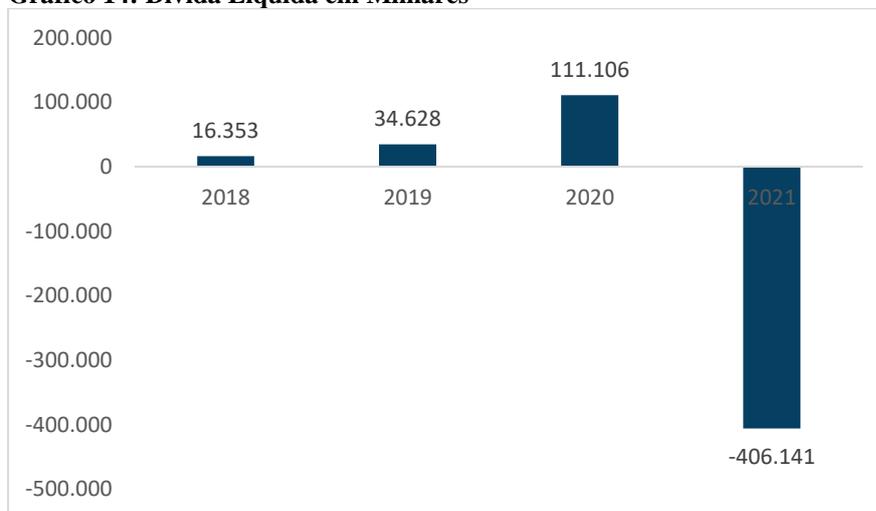
Em relação ao segundo item, a Unifique Telecomunicações apresenta um ROIC maior que as suas concorrentes: TIM S.A. (8,96%), Telefônica Brasil (8,3%), Oi (-10%); ficando apenas atrás da Vivo (23,9%), conforme calculado pelo autor do presente estudo.

Por fim, o principal ponto de atenção para esse indicador, em especial para empresas que recentemente fizeram IPO, é o aumento de capital que a companhia sofreu durante a sua oferta pública inicial. Tendo em vista que o denominador, no caso, o patrimônio líquido, aumentará consideravelmente, é normal o ROIC da empresa diminuir até que o capital recebido seja alocado e tenha a possibilidade de gerar receita para a empresa. Contudo, o cenário de queda do ROIC não é um evento específico pós-IPO.

6.4 Análise da dívida

Alavancagem no setor de telecomunicações não é um tabu, sendo amplamente utilizado por diversas empresas do setor. A empresa vinha aumentando consideravelmente sua dívida entre os anos de 2018 e 2020, em especial para suportar sua tese de crescimento: (i) CaPex para construção de FTTH; e (ii) aquisição de empresas através de LBO.

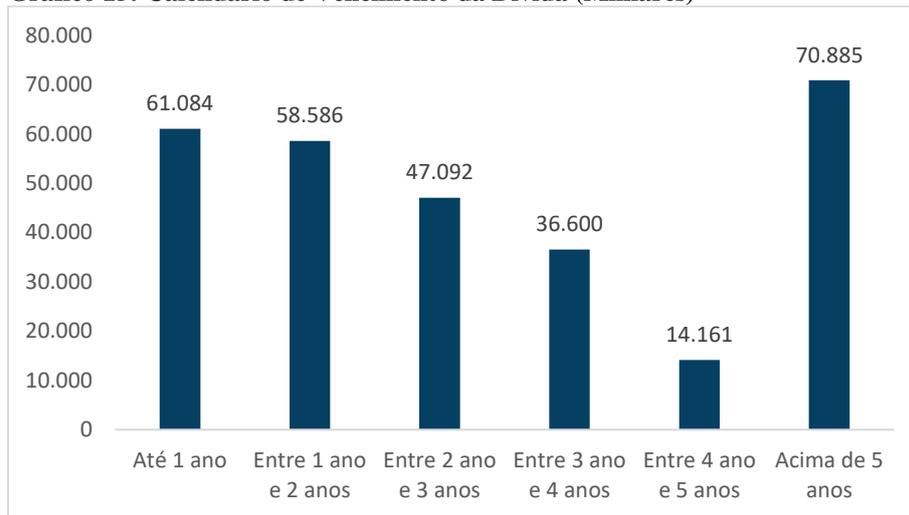
Gráfico 14: Dívida Líquida em Milhares



Fonte: Elaborado pelo Autor

Conforme observado no “Gráfico 15”, a companhia possui um calendário de dívida relativamente tranquilo, em especial quando comparado com o lucro operacional (EBIT) da empresa. Conforme reportado pela companhia em 2021, ela possuía um EBIT de cerca de R\$ 130 milhões, com uma alavancagem de dívida bruta por EBIT de 2,2 vezes.

Gráfico 15: Calendário de Vencimento da Dívida (Milhares)



Fonte: Unifique Telecomunicações

Quando é subtraído o que a empresa possuía em caixa em 2021 da sua dívida, percebe-se que a alavancagem da companhia é negativa e diminuindo o seu risco de solvência.

Tabela 5: Breakdown Dívida Por Propósito, Encargos, Captação E Vencimento (Milhares De Reais)

Propósito	Encargos	Data Captação	Valor Captado (BRL'000)	Numero de Parcelas	Vencimento Final	30/09/2021
Capital de Giro						
Banco do Brasil	4,5% aa	17/12/2019	3.000	36	20/12/2022	1.250
Banco do Brasil	8,08% + CDI aa	17/12/2019	3.000	36	20/12/2022	1.250
Caixa Econômica Federal	3,04% a 3,91% + CDI a.a.	03/12/2019	10.000	48	04/12/2023	-
Santander	3,91% + CDI a.a.	08/08/2019	5.000	48	24/07/2023	-
Itaú	10,22% a.a.	29/07/2019	6.000	43	21/07/2023	3.552
Viacredi	10,56% a.a.	30/10/2019	3.000	48	16/03/2024	2.088
Unicred	4,66% + CDI aa	23/12/2020	3.000	36	10/01/2023	1.333
Unicred	9,8% a.a.	23/12/2020	3.000	36	10/01/2023	1.333
Itaú	4,28% + CDI a.a.	04/03/2020	961	36	08/05/2023	518
Caixa Econômica Federal	10,56% a.a.	05/05/2020	5.000	36	06/03/2023	-
Itaú	3,04% + CDI a.a.	01/07/2020	13.000	36	03/07/2023	8.731
Itaú	4,70% + CDI a.a.	06/08/2020	9.976	42	09/08/2024	8.510
Itaú	7,96% a.a.	31/08/2020	60.000	60	28/08/2025	60.894
Santander	4,50% + CDI a.a.	21/08/2020	10.000	48	22/08/2024	8.517
Viacredi	8,08% a.a.	01/10/2020	460	24	20/10/2022	259
Santander	6,17% + CDI a.a.	11/11/2020	5.000	36	11/11/2020	-
Siccoob	2,92% + CDI a.a.	26/11/2020	2.702	36	18/12/2023	2.092
Unicred	8,73% a.a.	23/12/2020	2.500	24	15/01/2023	1.667
Banco do Brasil	4,28% + CDI a.a.	23/12/2020	10.000	36	20/01/2024	9.980
Santander	3,21% a.a. + CDI a.a.	03/02/2021	50.000	60	03/02/2026	50.000
Caixa Econômica Federal	3,17% a.a.	28/05/2021	14.800	36	13/05/2024	12.876
Empréstimos Controladas	0,72% a 1,69% a.m.	17/03/2008	241	100	11/10/2021	72
Banco de Lage Landen	0,72% a 0,89% a.m.	29/04/2020	2.528	48	16/12/2024	1.942
Sicredi	0,77 a 1,10% a.m.	01/06/2018	5.426	120	20/12/2029	448
Banco Volkswagen	0,79% a.m.	10/08/2020	446	36	10/08/2023	269
Itaú	1,27% a.m.	28/11/2018	69	48	28/12/2022	25
Caixa Econômica Federal	1,69% a.m.	09/10/2019	1.72	60	24/09/2025	-
Santander	1,17% a.m.	29/11/2018	67	48	29/12/2022	24
Finame						
Santander	11,48% a.a.	25/03/2019	291	24	01/04/2021	-
Finep						
BRDE	5% a.a.	28/03/2018	9.472	94	15/04/2026	7.136
BRDE	3,7% a.a. + Selic	11/12/2019	5.000	48	15/12/2024	3.697
Debêntures						
BTG Pactual	5,342% a.a. + IPCA	15/03/2021	100.000	14	15/03/2028	100.943
Cartão BNDES/Crédito	12,55% a.a.					476
Outros						232
TOTAL						290.114

Fonte: Autor e Unifique Telecomunicações

A “Tabela 5” trás detalhado os encargos da dívida de 31/12/2021 da Unifique, bem como o propósito de cada dívida e seus encargos. É válido mencionar que, para projeção do fluxo de caixa financeiro foi utilizado a tabela acima e respeitando o vencimento final de cada dívida.

7 Valuation

Como mencionado anteriormente, Póvoa (2012) conceitua “valuation” como uma técnica de precificação de ativos que busca a aplicação do maior grau possível de objetividade.

7.1 Premissas

Quanto às premissas macroeconômicas, conforme visto na “Tabela 6”, os principais indicadores utilizados foram Produto Interno Bruto (PIB), índice de Preço do Consumidor Amplo (IPCA), Selic, inflação americana (CPI) e câmbio.

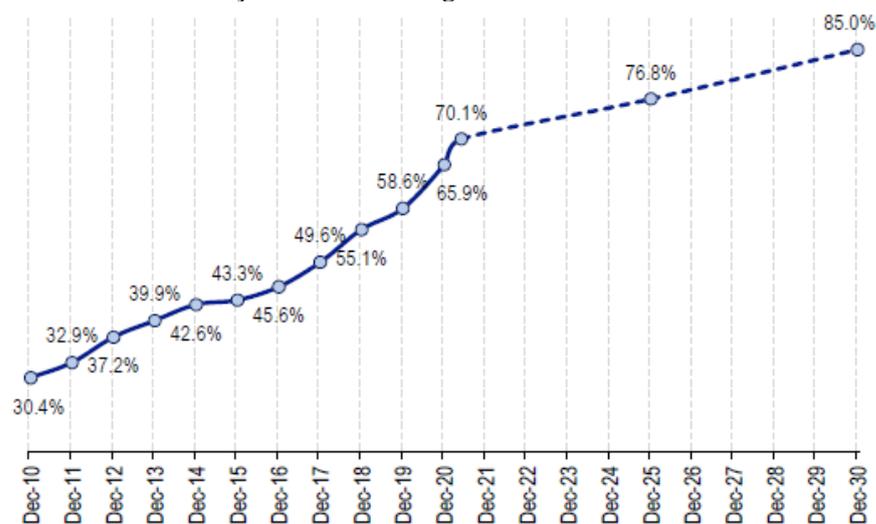
Tabela 6: Premissas Macroeconômicas

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030 PERPETUIDADE
PIB	4,9%	0,9%	1,9%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
IPCA	9,8%	4,8%	3,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Selic	9,3%	11,0%	7,9%	7,3%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
CPI	5,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Câmbio	5,5	5,6	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2

Fonte: Autor e Banco Central do Brasil

Os dados até 2025 foram do Boletim Focus do BCB (31/12/2021), e como padrão nos modelos perpetuou-se para os anos posteriores o último valor disponibilizado pelo Banco Central.

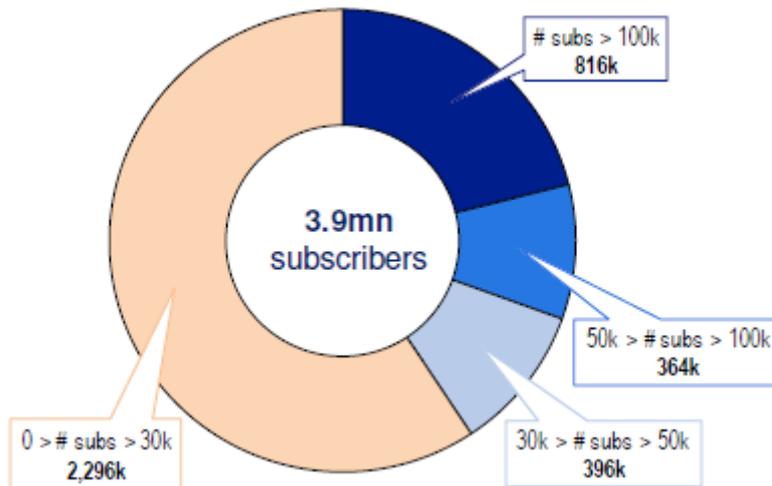
Gráfico 16: Penetração De Banda Larga No Sul Do Brasil



Fonte: Anatel e BTG Pactual (estimativas)

Conforme os dados disponibilizados pela Anatel, até dezembro de 2021, a penetração de banda larga, na região Sul, chegou a 70% da população. A expectativa, entretanto, do banco BTG Pactual é que até 2030 esse número suba para 85% da população da região Sul.

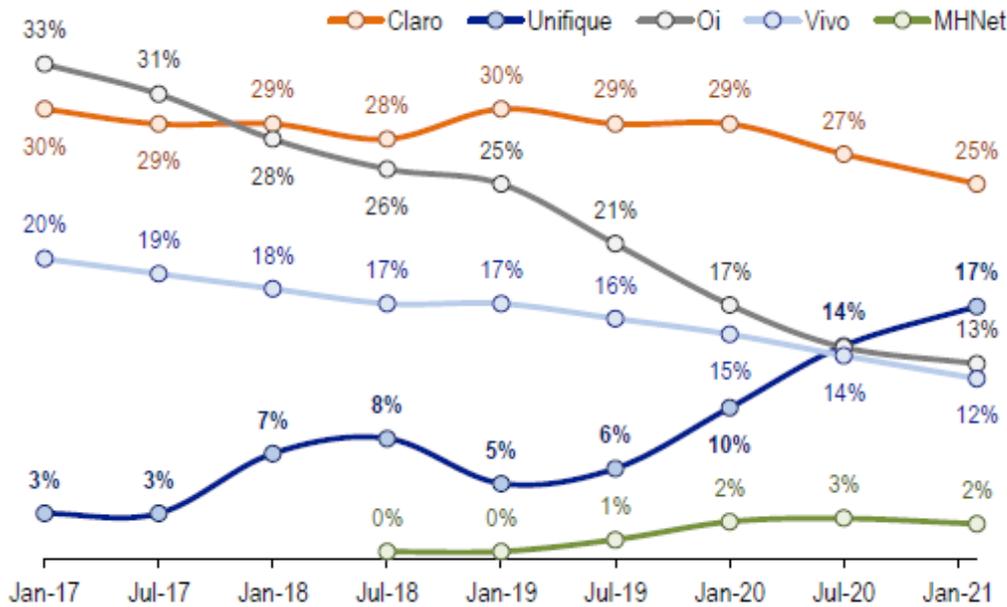
Gráfico 17: ISPs no Sul do País por Total de Usuários



Fonte: Anatel e BTG Pactual

Além disso, conforme Anatel e BTG Pactual visto no “Gráfico 17”, há 2.296 mil ISPs (*internet service providers*) que contém até 30 mil clientes. Ou seja, quase 60% dos usuários da região Sul estão ligados a um provedor de internet regional pequeno. Quando analisado o total ISPs de até 100 mil clientes, nota-se que quase 80% da região Sul não está ligada a uma grande empresa. Logo, como já mencionado no presente estudo, os desafios de expansão dessas pequenas redes, tendo em vista o caráter capital intensivo do setor de telecomunicações, tendem a sofrer uma pressão de concorrentes com maior poder econômico que possuem economia de escala.

Gráfico 18: Market Share Médio Das Empresas De Telecom Nas Cidades Que A Unifique Opera



Fonte: Anatel e BTG Pactual

Além disso, nota-se que a fatia do mercado que a Unifique possui nas cidades em que ela está presente vem crescendo nos últimos anos, saindo de 3%, em janeiro de 2017, para 17%, em janeiro de 2021.

Tabela 7: Premissas de Usuários – 2020 a 2023

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
Acessos Banda Larga Fixa - Região Sul (Milhares)	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900	7.900
Market Share - Unifique	6%	9%	12%	16%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

Fonte: Autor e Banco Central do Brasil

Logo, um dos *drivers* principal de crescimento da receita, é o número de usuários que a Unifique Telecomunicações possui. Visando criar um *valuation* conservador, ou seja, não sendo agressivo nas premissas, manteve-se constante o número de usuários de internet na região Sul (70% da população com acesso à internet), e assumiu que a Unifique atingirá um *market share* de 18,79% na região, número muito perto da realidade atual da empresa (17%). Isto posto, é válido mencionar que o market share utilizado no presente estudo é uma premissa do autor do estudo, onde teve-se como meta deixar ao redor do market share que a empresa já possui em outra região (Blumenau). Ou seja, de acordo com os dados da Anatel, a média do número de acesso banda larga fixa na região Sul em 2021 foi de 7,9 milhões de residência. Por conseguinte, nas projeções apresentadas na “Figura 30”, a Unifique chegará há 18,79% do *market share* (1,485 milhões de clientes) em 2025.

7.2 Projeção da receita

A distribuição de receita *business to client* (B2C) e *business to business* (B2B) apresenta uma proporção média de 79% B2C e 21% B2B, como pode ser visto na “Tabela 8”.

Tabela 8: Receita Operacional Bruta – 2021 a 2030

Dados em milhares de reais	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
Receita Operacional Bruta	603.236	1.057.913	1.469.872	1.841.871	2.065.701	2.106.554	2.149.182	2.191.810	2.236.215	2.280.620	2.326.232
B2C	470.919	712.823	1.036.564	1.350.326	1.635.926	1.668.279	1.702.038	1.735.798	1.770.964	1.806.130	1.842.253
B2B	132.317	187.266	272.316	354.745	429.775	438.275	447.144	456.013	465.251	474.490	483.979
M&A	0	157.824	160.992	136.800	0	0	0	0	0	0	0

Fonte: Release da Unifique e Autor

Logo, manteve-se essa proporção constante no decorrer do modelo e foi divulgada a receita advinda de clientes através de fusões e aquisições (M&A) em cada ano.

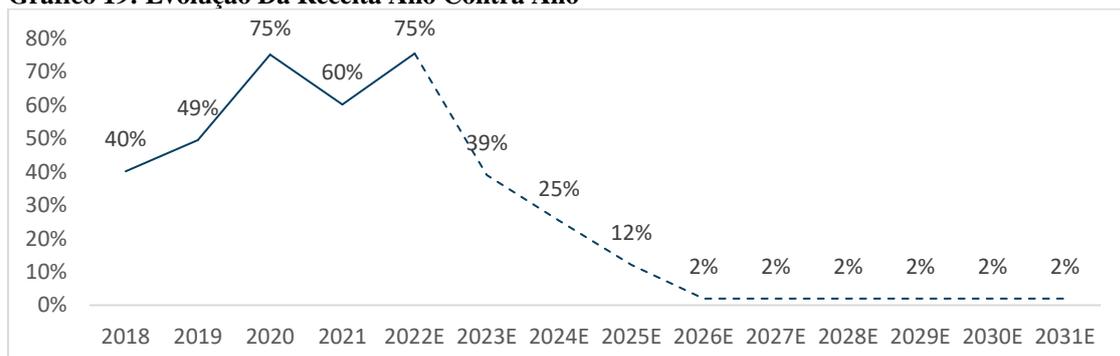
Tabela 9: Distribuição da B2C e B2B - 2021

Drivers das Demonstrações Financeiras	1T21	2T21	3T21	4T21
B2C - Milhares	92.519	106.600	124.800	147.000
% Total	76%	76%	78%	83%
B2B - Milhares	29.217	32.900	34.600	35.600
% Total	24%	24%	22%	15%
Receita Cliente via M&A	0	0	0	0

Fonte: Release da Unifique e Autor

Além disso, a receita apresenta uma evolução, ano contra ano, de 75% para 2022, 39% para 2023, 25% em 2024 e 12% em 2025. Vale ressaltar, no entanto, que apesar do crescimento parecer ser agressivo nos primeiros anos, eles vêm em linha com o histórico da empresa, como avisto abaixo. Após 2026, entretanto, assumiu-se que o crescimento será somente a inflação do período (dados de 31/12/2021). Tal premissa faz sentido, quando comparada com os contratos atuais de banda larga, que visam em repassar a inflação do período.

Gráfico 19: Evolução Da Receita Ano Contra Ano



Fonte: Release da Unifique e Autor

7.3 Projeção dos custos e despesas

Conforme já explicado, para entender a projeção dos custos e despesas utiliza-se a proporção do custo do serviço prestado por receita líquida do último ano (2021).

Tabela 10: Custos e Representatividade Perante a Receita Líquida

Dados em milhares de reais	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
Custo Serviço Prestado (CSP)	-233.089	-420.369	-584.064	-731.880	-820.820	-837.053	-853.992	-870.931	-888.575	-906.220	-924.344
CSP/Receita Líquida	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%

Fonte: Release da Unifique e Autor

As despesas da companhia são divididas em 3 subcategorias: (i) despesas comerciais, (ii) Despesas Gerais e Administrativas, (iii) Outras Receitas (despesas) Operacionais.

Tabela 11: Breakdown EBITDA – 2021 a 2030

Drivers das Demonstrações Financeiras	2021	Projetado									
		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	PERPETUIDADE
Despesas Operacionais	-65.162	-160.130	-222.486	-278.793	-312.673	-318.656	-325.309	-331.761	-338.482	-345.204	-352.108
Despesas Comerciais	-32.830	-63.903	-88.788	-111.259	-124.779	-127.247	-129.822	-132.397	-135.079	-137.761	-140.516
Despesas Comerciais	7,7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Despesas Gerais e Administrativas	-55.502	-96.226	-133.698	-167.534	-187.894	-191.609	-195.487	-199.364	-203.403	-207.442	-211.591
Despesas Gerais e Administrativas	11,6%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Outras Receitas (despesas) Operacionais	-6.830	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras Receitas (despesas) Operacionais	-1,49%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Release da Unifique e Autor

Os dois primeiros itens são projetados de acordo com porcentagem histórica da receita líquida da empresa. O terceiro item, de forma geral, refere-se à equivalência patrimonial, que nada mais é que um método contábil de avaliação de participações em outras empresas, ou seja, caso tenha sido adquirido uma ISP no trimestre, o resultado da empresa (lucro ou prejuízo) será adicionado na DRE consolidada da empresa compradora, de acordo com a porcentagem adquirida. De modo geral, não é feito a projeção dessa linha, visto que ela já será contabilizada na receita bruta dos anos posteriores.

Tabela 12: EBITDA e Margem EBITDA – 2021 a 2030

Dados em milhares de reais	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
EBITDA	326.188	364.887	542.810	706.676	830.280	873.297	877.690	888.490	898.650	908.983	919.568
Margem EBITDA	58%	44%	47%	49%	51%	53%	52%	52%	51%	51%	51%

Fonte: Release da Unifique e Autor

Por fim, nota-se que a margem EBITDA da empresa apresenta uma queda de 14 p.p. em 2022, para então voltar a crescer e estabilizar em 51%. O motivo pelo qual ocorre o decréscimo da margem EBITDA deve-se, principalmente, porque foi utilizado a proporção de Despesas Comerciais e Gerais Administrativas do último trimestre de 2021, onde elas apresentaram uma

leve alta em relação aos demais trimestres. Optou-se por utilizar o dado do 4T21 tendo em vista que foi aumentado o valor dos salários dos funcionários, atendendo a demanda do sindicato da categoria, de acordo com o Release de Resultados do 4T21. Vale ressaltar, entretanto, que como as despesas de SG&A foram calculadas como uma porcentagem histórica da receita líquida da empresa, e no presente estudo foi feito um crescimento até 2025 e depois manteve-se constante, a margem EBITDA estabiliza nos 51%.

7.4 Projeção do Capex e depreciação

O capex da Unifiq pode ser segmentado em três linhas: (i) investimento para chegar fibra nas casas, (ii) conectar o cliente (equipamento na casa do cliente) e (iii) Capex de manutenção.

Tabela 13: Custo Anual de Home Passed (HP) e Custo Por Ativação – 2021 a 2030

Capex	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Perpetuidade
Custo por HP	150	157	163	170	177	177	177	177	177	177	177
Custo por Ativação	600	627	653	680	707	707	707	707	707	707	707

Fonte: Elaborado pelo Autor

Foi utilizado para os valores de “Custo por HP” e “Custo por Ativação” do relatório de início de cobertura do banco BTG Pactual de 13 de setembro de 2021, atrelando R\$ 150 e R\$ 600, respectivamente. Além disso, também foi utilizado a expectativa de gastos com M&A disposto no relatório.

Tabela 14: Total CaPex e Depreciação – 2021 a 2030

Dados em milhares de reais	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
Capex Expansão	191.325	234.015	224.797	254.567	264.055	275.977	0	0	0	0	0
Custo por HP	38.265	111.315	93.754	112.213	116.495	121.851	0	0	0	0	0
Custo por Ativação	153.060	122.700	131.043	142.354	147.560	154.126	0	0	0	0	0
Capex Manutenção	25.173	31.603	95.903	119.289	201.574	279.079	350.720	384.253	378.750	379.653	379.505
Depreciação	-25.173	-31.603	-95.903	-119.289	-201.574	-279.079	-350.720	-384.253	-378.750	-379.653	-379.505
Capex M&a	0	0	300.000	300.000	250.000	0	0	0	0	0	0
Aquisições	0	0	300.000	300.000	250.000	0	0	0	0	0	0

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como premissa de depreciação foi feito a média dos últimos 3 anos, deixando-a em torno de 16,4% ao ano em relação aos ativos imobilizados. Tal valor, apesar de alto, vai em linha com o histórico e com o setor. Como telecomunicações é um setor cujo investimento em ativo imobilizado é alto (equipamentos nas casas dos clientes e estrutura de fibra óptica), faz sentido a proporção do mesmo em relação ao imobilizado ser alta.

7.5 Projeção do capital de giro

Tendo em vista o caráter de alta necessidade de capital, tanto para crescer como para manter a base atual de clientes, a Unifique precisa, sempre, de um certo valor em caixa para pagar suas despesas/custos recorrentes.

Tabela 15: Dias de Recebíveis – 2018 a 2030

Diversas das Demonstrações Financeiras	Histórico				Projeção										PERPETUIDADE
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E		
Contas a Receber	46	73	58	67	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Estoques	27	19	14	14	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Tributos a Recuperar	3	12	10	19	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Outros Créditos	2	4	3	6	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Fornecedores	66	73	87	117	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86
Obrigações sociais e trabalhistas	50	86	65	68	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Obrigações fiscais	19	42	35	25	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Outras Contas a Pagar	39	14	3	4	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15

Fonte: Elaborado pelo Autor

Do lado do ativo, de um modo geral a média dos dias de recebíveis ficou em torno de 61 dias: Estoques (18 dias), Tributos a Recuperar (11) e Outros Créditos (4).

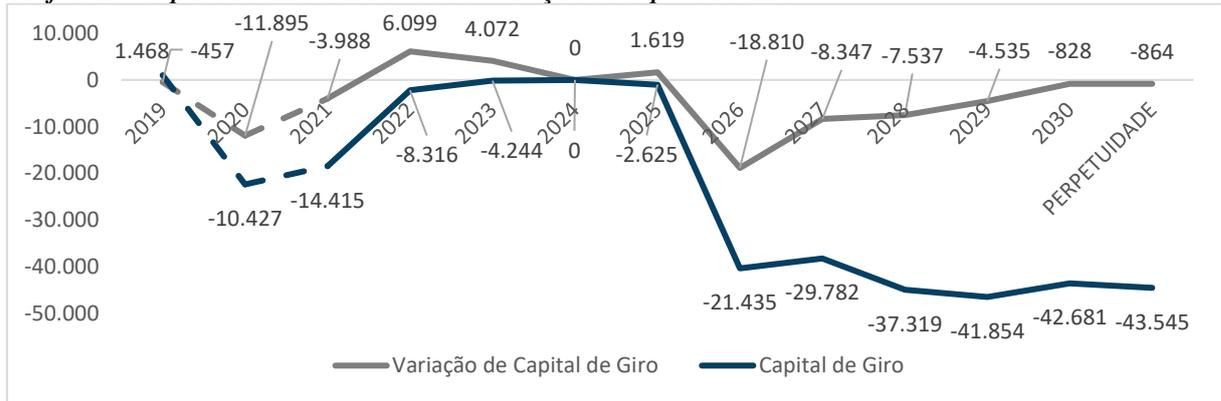
Do lado do passivo, no entanto, a média ficou em torno de 86 dias: “Obrigações sociais e trabalhistas” (67 dias), “Obrigações fiscais” (30 dias) e “Outras contas a Pagar” (15 dias). Vale ressaltar, entretanto, o caráter comum da Unifique com as empresas do setor de Telecomunicações e incomum quando comparado com outros setores, os dias de recebíveis são menores que os dias para pagar os fornecedores. Tal tática é excelente para as companhias que conseguem gerar essa distorção, visto que, comparativamente, é como se os fornecedores financiassem a empresa. Logo, a empresa conseguirá, primeiro, receber o dinheiro dos clientes, para só então pagar os fornecedores.

Tabela 16: Projeção do Capital de Giro – 2021 a 2030

Dados em milhares de reais	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
Contas a Receber	84.958	139.844	194.301	243.475	273.062	278.463	284.098	289.733	295.602	301.472	307.502
Estoques	9.341	21.581	29.985	37.574	42.140	42.973	43.843	44.713	45.618	46.524	47.455
Tributos a Recuperar	24.058	25.399	35.290	44.221	49.595	50.576	51.599	52.622	53.689	54.755	55.850
Outros Créditos	7.191	8.528	11.848	14.847	16.651	16.981	17.324	17.668	18.026	18.384	18.751
Fornecedores	75.483	99.946	138.866	174.010	195.157	199.016	203.043	207.071	211.266	215.461	219.770
Obrigações sociais e trabalhistas	17.911	29.913	41.562	52.080	58.409	59.564	60.770	61.975	63.231	64.486	65.776
Obrigações fiscais	31.962	69.407	96.434	120.840	135.525	138.205	141.002	143.799	146.712	149.625	152.618

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como pode ser visto no “Gráfico 20”, a empresa possui um capital de giro negativo para a maioria dos anos e, de modo geral, a variação de capital de giro também negativa. Como será visto, tal variação de capital de giro negativa entrará na conta de fluxo de caixa sendo subtraída, logo, aumentando a geração de caixa do período e criando valor diretamente ao acionista.

Gráfico 20: Capital de Giro Consolidado e Variação de Capital de Giro

Fonte: Elaborado pelo Autor

Conforme o “Quadro 13”, pode ser visto qual linha da DRE foi utilizado para fazer as contas de capital de giro. Além disso, as fórmulas utilizadas para calcular os dias de recebíveis e seus valores, respectivamente, foram:

$$\text{Dias de recebíveis} = (360) \frac{\text{Saldo da conta do período}}{\text{Respectiva conta de giro da DRE}} \quad (16)$$

$$\text{Valor} = (\text{Respectiva conta de giro da DRE}) \frac{\text{Dias de recebíveis}}{360} \quad (17)$$

Quadro 13: Contas Do Ativo E Passivo E Suas Respectivas Linhas De Giro

Contas do Passivo e Ativo	Contas de Giro
Contas a Receber	Receita Líquida
Estoques	CSP
Tributos a Recuperar	Receita Líquida
Outros Créditos	Receita Líquida
Fornecedores	CSP
Obrigações sociais e trabalhistas	Despesa Operacional
Obrigações fiscais	Receita Líquida
Outras Contas a Pagar	CSP

Fonte: Elaborado pelo Autor

7.6 Projeção da dívida

A dívida, no setor de telecomunicações, é uma aliada do crescimento e contas para repor a necessidade de capital de giro. Diferentemente de diversos setores onde é incomum encontrar uma parcela significativa de financiamento de terceiros nos balanços, para as empresas de Telecom, essa realidade muda. Logo, como cerca de 20% do balanço da Unifique são empréstimos, financiamentos e *debêntures*, há necessidade de calcular, de modo aproximado,

as amortizações e despesas de juros que serão gastas, visto que isso impactará diretamente na geração de caixa da empresa.

Tabela 17: Calendário Da Dívida Projetado Com Pagamento De Juros – 2022 a 2030

Dados em milhares de reais	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
Juros Pagos	-31.436	-22.132	-13.651	-7.474	-3.485	-1.579	-125	0	0	0
Amortização	-72.135	-72.118	-57.346	-43.463	-20.661	-17.012	-5.672	0	0	0

Fonte: Elaborado pelo Autor

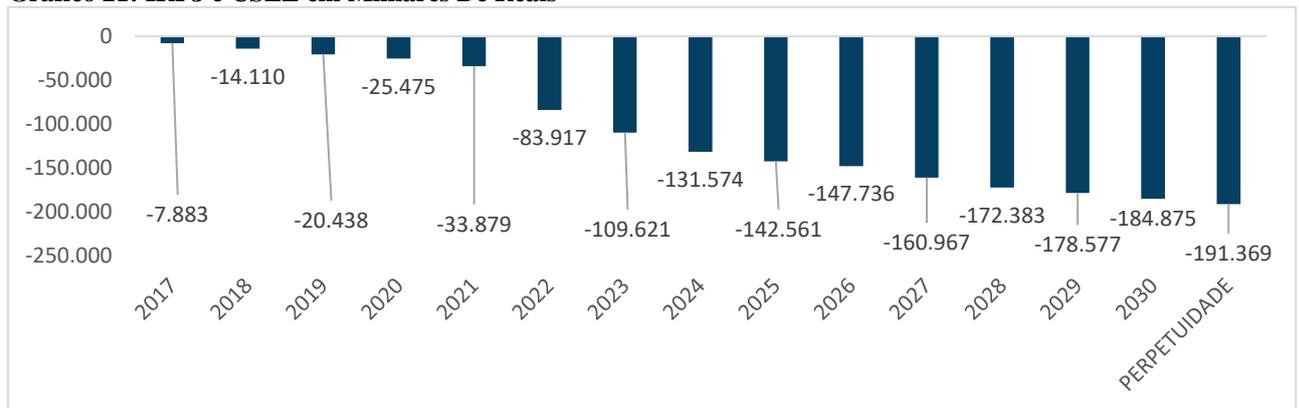
Para o cálculo de juros pagos foi utilizado a projeção de Selic e IPCA, relacionando-as com seus respectivos empréstimos, financiamentos e debêntures. As amortizações, todavia, foram calculadas de maneira linear, ou seja, dividiu-se de maneira igualitária os montantes que ainda devem ser pagos pelo número de meses restantes.

Como a Unifique Telecomunicações não disponibiliza o calendário de amortização individual de cada empréstimo/financiamento/*debênture*, foi utilizada essa maneira como uma aproximação da realidade.

7.7 Projeção do IRPJ e CSLL

O imposto de renda sobre pessoa jurídica e contribuição social sobre o lucro líquido da unifique apresentou uma média de 33,67% historicamente, indo em linha com o imposto cobrado no regime do lucro real de 34% sobre o lucro antes de impostos (EBT).

Gráfico 21: IRPJ e CSLL em Milhares De Reais



Fonte: Elaborado pelo Autor

O lucro líquido projetado vai em linha com o último resultado fiscal.

Gráfico 22: Lucro Líquido em Milhares de Reais e Margem Líquida

Fonte: Elaborado pelo Autor

Devido a pressões de câmbio e aumento de folha salarial devido a pressões sindicais, a margem da Unifique vinha decrescendo desde 2018, quando atingiu seu pico de 25%. Para as projeções nota-se que o esperado é um leve aumento na margem, porém ainda ficando em linha com os dois últimos anos (2020 e 2021).

7.8 Perpetuidade

A perpetuidade exerce um papel de suma importância no *valuation* de uma empresa. Como boas práticas, foi considerado a perpetuidade começando a partir de 2030, projetando um total de 10 anos (9 anos contínuo mais a perpetuidade).

A perpetuidade possui um peso no *enterprise value* muito relevante, em especial nas empresas de *growth* (crescimento). Observe que, como já dito, o setor de telecomunicação exige uma alta demanda de capital. Ou seja, por natureza, para crescer nessa área é necessário um alto consumo de caixa, o que por vezes, prejudica a geração de caixa inicial de uma empresa.

Como exemplo, no cenário apresentado no “Quadro 11”, o cliente da Unifique que possui o plano de 1T, paga, por mês, R\$ 179,90. Tendo em vista que a empresa possui uma margem líquida de 15%, como já apresentado no presente estudo, o custo total para adicionar um cliente é R\$ 750, de modo que são necessários cerca de 28 meses para o *payback*. Ou seja, para a empresa que apresenta um crescimento relativamente alto, aumentando sua base ano após ano, o efeito de geração de valor só será sentido, para cada cliente adicionado, após quase três anos da sua entrada. Logo, no caso de empresas que possuem um custo de aquisição de cliente alto (CAC) e estão em um estágio de crescimento, a perpetuidade assume um papel importante no valor de uma companhia.

7.9 Taxa de desconto

A taxa de desconto exerce um papel fundamental no *valuation* das empresas. Como já abordado no presente estudo, de modo geral ela é calculada através da fórmula do WACC (*Weighted average Cost of Capital*). Todavia, o modelo da Unifone Telecomunicações foi calculado através do *free cash flow to equity* (FCFE). Conforme Damodaran (2012) “O desconto dos fluxos de caixa livres para o patrimônio líquido ao custo do patrimônio resultará no valor do patrimônio em um negócio.”

Logo, taxa de descontos utilizado será exclusivamente o *cost of equity*, como mostrado no “Quadro 14):

Quadro 14: Custo de Capital Próprio

Cost of Equity		
Risk Free (USA)	(a)	1,51%
Country Risk	(b)	3,01%
Risk Premium	(c)	4,24%
D/E		1,05
Beta desalavancado		0,45
Beta Alavancado	(d)	0,76
Prêmio de tamanho	(e)	2,00%
Ke nominal	e = a+b+(c*d)	9,75%
Inflação long term USA	(f)	2,43%
Inflação longo prazo BR		3,18%
Diferencial de inflação		0,73%
Ke em R\$	g = (1+e)*(1+f)-1	10,6%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como taxa livre de risco foi utilizado o *treasury* de 10 anos americano, o risco País foi utilizado o índice calculado pelo banco americano JP Morgan (EMBI+), prêmio de risco e porcentagem dívida sobre *equity* foram retiradas diretamente do site da *New York University* (NYU), bem como o *beta* alavancado das empresas do setor de telecomunicação. Para as demais variáveis foi utilizado as projeções do Banco Central do Brasil (BCB). Por fim, o custo de capital próprio (*cost of equity*) ficou em 10,6%.

7.10 Valor do equity

O fluxo de caixa operacional (FCO) é a soma do lucro operacional (EBIT), com a depreciação, tendo em vista que é uma despesa não-caixa, subtraído dos impostos pagos e subtraído, também, da variação de capital de giro. Vale ressaltar, conforme explicado na

projeção de capital de giro, que para calcular o fluxo de caixa do período é necessário subtrair a variação de capital de giro. Entretanto, como a variação de capital de giro, *per se*, é negativa, ela entra aumentando a geração de caixa do período.

O fluxo de caixa de investimentos (FCI) foi subdividido em três itens: expansão, manutenção e aquisição de ISPs. Por ser um consumidor de caixa da operação, deve-se subtraí-los da geração de caixa da empresa, entrando como contas negativas.

O fluxo de caixa financeiro (FCF), *ex-revolver*, nada mais é que o calendário de amortização da dívida e juros pagos. Nota-se, entretanto, que somente essas três contas deixariam a Unifique Telecomunicação em uma situação de aperto financeiro, como visto na linha “Pré Caixa (EoP)”. Como, na realidade, nenhuma empresa fica com caixa negativo, foi utilizado o artifício de *debt revolver*, que nada mais é que um empréstimo, com prazo de 1 ano fiscal, no volume necessário para o caixa mínimo exigido, que foi arbitrado como 10% do valor de caixa do período anterior.

Conforme as premissas explicadas nos tópicos anteriores, projetou-se os fluxos de caixa até 2030 e a perpetuidade posteriormente. Os fluxos de caixa foram divididos em três grupos: fluxo de caixa operacional, investimentos e financeiro, como apresentado na “Tabela 18”.

Tabela 18: Demonstração do Fluxo de Caixa – 2022 a 2030

Dados em milhares de reais	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
EBIT	245.598	341.236	427.597	479.560	489.044	498.941	508.837	519.146	529.454	540.043
Depreciação	119.289	201.574	279.079	350.720	384.253	378.750	379.653	379.505	379.529	379.525
Impostos	-83.917	-109.621	-131.574	-142.561	-147.736	-160.967	-172.383	-178.577	-184.875	-191.369
Variação do Capital de Giro	18.810	8.347	7.537	4.535	828	864	864	900	900	924
Fluxo Caixa Operacional	299.780	441.536	582.639	692.255	726.388	717.587	716.970	720.973	725.008	729.124
Capex Expansão	-224.797	-254.567	-264.055	-275.977	0	0	0	0	0	0
Capex Manutenção	-95.903	-119.289	-201.574	-279.079	-350.720	-384.253	-378.750	-379.653	-379.505	-379.529
Capex M&A	-300.000	-300.000	-250.000	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo Caixa Investimento	-620.700	-673.855	-715.629	-555.055	-350.720	-384.253	-378.750	-379.653	-379.505	-379.529
(+/-) Resultado Financeiro (ex-Revolver)	1.287	-18.751	-13.347	-7.444	-5.662	-4.056	-1.757	6.152	14.368	22.877
(+) Nova Dívida (ex-Revolver)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Amortização	-72.135	-72.118	-57.346	-43.463	-20.661	-17.012	-5.672	0	0	0
(+) Emissão de Novas Ações	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa Financiamento	-70.849	-90.869	-70.694	-50.907	-26.323	-21.068	-7.429	6.152	14.368	22.877
Free Cash Flow ex - Revolver	-391.769	-323.188	-203.684	86.292	349.345	312.266	330.792	347.472	359.870	372.471
Caixa BoP	528.850	96.339	9.634	963	-69.105	-78.624	-51.798	195.319	456.111	726.245
Fluxo de Caixa Operacional	299.780	441.536	582.639	692.255	726.388	717.587	716.970	720.973	725.008	729.124
Fluxo de Caixa de Investimento	-620.700	-673.855	-715.629	-555.055	-350.720	-384.253	-378.750	-379.653	-379.505	-379.529
Fluxo de Caixa de Financiamento	-70.849	-90.869	-70.694	-50.907	-26.323	-21.068	-7.429	6.152	14.368	22.877
Pré Caixa (EoP)	137.081	-226.850	-194.050	87.255	280.240	233.642	278.994	542.792	815.982	1.098.717
Despesa Financeira - Revolver	0	236.483	195.013	-87.159	-287.151	-207.306	0	0	0	0
(+) Nova Dívida Revolver	0	236.483	458.692	424.283	185.925	0	0	0	0	0
(-) Amortização Revolver	0	0	-236.483	-458.692	-424.283	-185.925	0	0	0	0
CDI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Spreando sobre CDI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Juros Pagos - Revolver	0	0	-27.196	-52.750	-48.793	-21.381	0	0	0	0
Pré Caixa (EoP)	137.081	-226.850	-194.050	87.255	280.240	233.642	278.994	542.792	815.982	1.098.717
(+/-) Despesa Financeira - Revolver	0	236.483	195.013	-87.159	-287.151	-207.306	0	0	0	0
(-) Dividendos	-40.742	0	0	-69.202	-71.713	-78.134	-83.674	-86.680	-89.737	-92.888
EoP Caixa	96.339	9.634	963	-69.105	-78.624	-51.798	195.319	456.111	726.245	1.005.829
Caixa Mínimo (% caixa do período anterior)	52.885	9.634	963	96	-6.911	-7.862	-5.180	19.532	45.611	72.625

Fonte: Elaborado pelo Autor

Vale ressaltar que a “Tabela 18” não é um DFC contábil, mas sim uma apresentação detalhada do fluxo que foi projetada, simulando o DFC. Logo, a “Tabela 18” não possui o propósito de apresentar uma demonstração de fluxo de caixa contábil, tendo-a como utilização somente a separação dos fluxos até conseguir se obter o fluxo para o acionista.

Dessa maneira, é respeitado que o caixa da empresa nunca fique negativo.

Tabela 18: Fluxo de Caixa Descontado – 2022 a 2030

Dados em milhares de reais	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	PERPETUIDADE
(-) FCFE (BRL 000')	-397.163	-81.557	-8.156	-816	62.167	107.716	330.655	347.345	359.735	372.331
Mid-Year Convention	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
Fator de Desconto	0,95	0,86	0,78	0,70	0,64	0,58	0,52	0,47	0,43	0,39
FC Descontado (BRL 000')	-377.730	-70.161	-6.346	-574	39.580	62.032	172.242	163.663	153.320	143.539
EV - ex perpetuidade (BRL 000')	136.027									
Growth - Perpetuidade	3,2%									
Perpetuidade (BRL 000')	2.151.983									
(=) Enterprise Value (BRL 000')	2.288.009									
Ativos Não Operacionais	751.848									
Passivos Não Operacionais	-129.049									
(=) Equity Value (BRL 000')	2.910.808									
Nº Ações (milhares)	362.050									
Share Price	8,0									
Preço 31/12/2021	6,6									
UPSIDE	22%									

Fonte: Elaborado pelo Autor

O valor dos fluxos de caixa, ex-perpetuidade, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto de 10,6% é de R\$ 136.027.000. Considerando o crescimento de inflação na perpetuidade, obtém-se o valor do fluxo de caixa na perpetuidade, também a valor presente, de R\$ 2.288.009.000. Logo, como já explicado no presente estudo, o valor da perpetuidade corresponde a quase 80% do valor da companhia. O preço justo da ação ficou em torno de R\$ 8,0, significando um aumento de 22% comparado com o valor do dia 31/12/2021.

Tabela 19: Projeção de indicadores – 2021 a 2030

Indicadores	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Perpetuidade
Clientes	478	807	1.099	1.350	1.485	1.485	1.485	1.485	1.485	1.485	1.485
Mrg EBITDA	58,4%	44,2%	47,3%	49,1%	51,5%	53,1%	52,3%	51,9%	51,5%	51,0%	-
Mrg EBIT	41%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	-
EV Cotação	3.270.424										
EV (cotação)/EBITDA	10,0x	9,0x	6,0x	4,6x	3,9x	3,7x	3,7x	3,7x	3,6x	3,6x	-
Dívida Bruta	-	216.273	380.638	545.500	467.628	208.608	5.671	0	0	0	0
Caixa	-	96.339	9.634	963	-69.105	-78.624	-51.790	195.319	456.111	726.245	1.005.829
Dívida Líquida	-	119.934	371.004	544.537	536.733	287.232	57.469	-195.320	-456.112	-726.246	-1.005.829
Dívida Líquida/EBITDA	-	0,3x	0,7x	0,8x	0,6x	0,3x	0,1x	-0,2x	-0,5x	-0,8x	-1,1x
Grau de Conversão do EBITDA (FCO/EBITDA)	0%	82%	81%	82%	83%	83%	82%	81%	80%	80%	-
ROIC	12%	12%	13%	13%	14%	15%	15%	14%	13%	12%	-
P/E	12,8x	14,7x	11,2x	9,4x	8,6x	8,3x	7,6x	7,1x	6,9x	6,7x	-
ROE	19,4%	15,1%	16,4%	16,5%	15,8%	14,5%	14,2%	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo Autor

Também foram calculados os principais indicadores da empresa para o período de projeção. É válido ressaltar que, como boas práticas de modelagem financeira, é interessante manter os indicadores como ROE, ROIC e margem EBITDA em linha com o histórico. Como pode ser visto na “Tabela 19”, os indicadores estão em linha quando comparados com o último ano fiscal fechado (2021).

7.11 Simulações

As simulações são partes essenciais para análise de uma empresa. Como tomada de decisão, é importante a clareza de como se comporta o valor da companhia para diversos cenários, ajudando o tomador de decisão entender os riscos e oportunidades por trás de uma tese. Dentre todas as simulações possíveis, a mais comum de ser encontrada é variando a taxa de desconto e o crescimento na perpetuidade. Tal simulação de sensibilidade popularizou-se tendo em vista o caráter volátil nas taxas de juros dos países e nas suas expectativas de inflação de longo prazo. Como *sanity check* (“verificação de sanidade”, ou seja, basicamente, é checar se uma informação disponibilizada faz sentido), é comum a empresa possuir um valor menor, quanto mais alto for a taxa de desconto, e um valor maior quanto mais alto for o crescimento na perpetuidade.

Quadro 15: Análise De Sensibilidade Com Taxa de Desconto e Crescimento

Taxa de Desconto	Growth							
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
10%	7,23	7,87	8,69	9,77	11,30	13,59	17,40	25,02
11%	6,29	6,76	7,35	8,10	9,11	10,52	12,64	16,17
12%	5,53	5,89	6,33	6,87	7,57	8,51	9,81	11,78
13%	4,91	5,19	5,52	5,92	6,43	7,08	7,95	9,16
14%	4,40	4,62	4,87	5,18	5,56	6,03	6,63	7,43
15%	3,97	4,15	4,35	4,58	4,87	5,22	5,65	6,21
16%	3,61	3,75	3,91	4,10	4,32	4,58	4,90	5,31
17%	3,30	3,41	3,54	3,69	3,86	4,07	4,32	4,62
18%	3,03	3,13	3,23	3,35	3,49	3,65	3,84	4,07
19%	2,80	2,88	2,96	3,06	3,17	3,30	3,45	3,63
20%	2,60	2,66	2,74	2,82	2,91	3,01	3,13	3,27

Fonte: Elaborado pelo Autor

Outra análise que pode ser feita é entender como fica o valor da companhia para diferentes cenários de *market share* conquistados. Conforme explicado anteriormente, um dos principais *drivers* que geram valor para a companhia é o número de clientes que a Unifique possui. Logo, entender a fatia de mercado que ela conquistará afeta diretamente na geração de valor da empresa. Conforme o quadro abaixo, nota-se que quanto maior for o *share* conquistado pela empresa e menor a taxa de desconto utilizada, maior será o seu valor.

Quadro 16: Análise De Sensibilidade Com Novos Clientes Adicionados E Taxa De Desconto

Taxa de Desconto	Market Share região Sul até 2025							
	7%	10%	12%	15%	17%	20%	25%	30%
10%	5,8	6,7	7,6	8,5	9,4	10,4	12,2	14,1
11%	5,0	5,7	6,5	7,2	8,0	8,7	10,3	11,8
12%	4,4	5,0	5,6	6,3	6,9	7,5	8,8	10,1
13%	3,9	4,4	5,0	5,5	6,0	6,5	7,6	8,7
14%	3,5	4,0	4,4	4,9	5,3	5,8	6,7	7,6
15%	3,2	3,6	4,0	4,3	4,7	5,1	5,9	6,7
16%	2,9	3,3	3,6	3,9	4,3	4,6	5,3	6,0
17%	2,7	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1	4,7	5,4
18%	2,5	2,8	3,0	3,3	3,5	3,8	4,3	4,8
19%	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4	3,9	4,4
20%	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,6	4,0

Fonte: Elaborado pelo Autor

7.12 Múltiplo de saída

O “múltiplo de saída” é uma das maneiras de avaliar o *fair value* de uma companhia. Basicamente, pode-se estimar o retorno de investimento de uma companhia assumindo um múltiplo de *Enterprise Value* por EBITDA. Para uma melhor explicação, serão apresentadas brevemente as etapas utilizadas para calcular o retorno através do múltiplo de saída:

- Projetar as linhas da DRE;
- Identificar a média dos múltiplos de Enterprise Value (EV) por EBITDA que o setor negocia;
- Assumir um ano de saída;
- Multiplicar o EBITDA projetado do ano de saída pela média de EV/EBITDA do setor;
- Subtrair ao Enterprise Value a dívida líquida.

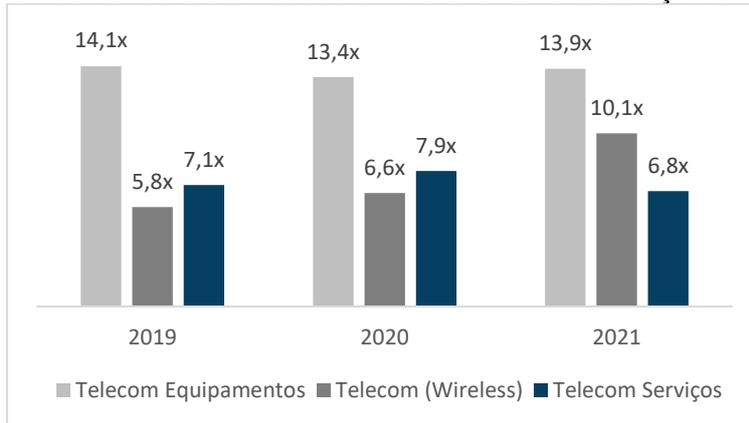
Conforme já explicado no presente estudo, as premissas para as projeções das linhas da DRE já foram explicadas. Logo, visando trazer uma referência da DRE *per se*, utilizar-se-á a tabela abaixo:

Tabela 20: Projeção DRE

Demonstração de Resultado (R\$ 000)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	PERPETUIDADE
Receita Operacional Bruta	1.066.435	1.474.841	1.844.363	2.064.595	2.105.426	2.148.032	2.190.638	2.235.018	2.279.399	2.324.987
B2C	719.572	1.040.341	1.352.300	1.635.051	1.667.386	1.701.128	1.734.869	1.770.016	1.805.164	1.841.267
B2B	189.039	273.309	355.264	429.545	438.040	446.904	455.769	465.002	474.236	483.720
M&A	157.824	160.952	136.800	0	0	0	0	0	0	0
Deduções das Vendas	-233.683	-323.132	-404.147	-462.406	-461.353	-470.689	-480.025	-489.750	-499.475	-509.464
Imposto e Deduções	-223.163	-308.585	-385.953	-432.039	-440.584	-449.499	-458.415	-467.702	-476.989	-486.529
Provisões e Perdas - POLD	-10.520	-14.547	-18.194	-20.366	-20.769	-21.190	-21.610	-22.048	-22.485	-22.935
Receita Operacional Líquida	832.752	1.151.510	1.440.216	1.612.190	1.644.074	1.677.343	1.710.613	1.745.269	1.779.924	1.815.523
Custo Serviço Prestado (CSP)	-423.755	-585.959	-732.870	-820.381	-836.605	-853.535	-870.465	-888.100	-905.735	-923.849
Lucro Bruto	408.997	565.551	707.346	791.809	807.468	823.808	840.148	857.169	874.190	891.674
Margem Bruta	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%
Despesas Comerciais	-64.418	-89.076	-111.409	-124.712	-127.179	-129.752	-132.326	-135.007	-137.688	-140.441
Despesas Gerais & Administrativas	-97.002	-134.131	-167.761	-187.793	-191.507	-195.382	-199.258	-203.294	-207.331	-211.478
Outras Receitas e Despesas Operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	366.966	545.045	707.718	830.297	872.820	877.289	888.070	898.227	908.554	919.133
Margem EBITDA	44.1%	47.3%	49.1%	51.5%	53.1%	52.3%	51.9%	51.6%	51.0%	50.6%
Depreciação & Amortização	-119.289	-202.702	-279.542	-350.993	-384.038	-378.615	-379.505	-379.359	-379.383	-379.379
EBIT	247.576,9	342.343	428.176	479.304	488.783	498.674	508.565	518.868	529.171	539.754
Resultado Financeiro	1.287	-18.562	-40.627	-60.155	-54.103	-25.133	-1.671	6.235	14.447	22.953
Receita Financeira	32.723	3.181	285	29	-2.176	-2.477	-1.545	6.235	14.447	22.953
Despesa Financeira (ex-Revolver)	-31.436	-22.132	-13.651	-7.474	-3.485	-1.579	-125	0	0	0
Despesa Financeira (Revolver)	0	0	-27.262	-52.710	-48.441	-21.076	0	0	0	0
EBT	248.864	323.392	387.548	419.148	434.680	473.541	506.894	525.103	543.618	562.708
IRPJ & CSLL	-84.590	-109.929	-131.742	-142.486	-147.767	-160.980	-172.320	-178.511	-184.806	-191.297
Lucro Líquido	164.274	213.463	255.806	276.662	286.913	312.561	334.574	346.592	358.812	371.411

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em relação à segunda etapa, achar a média de EV/EBITDA que o setor negocia, será utilizada a média das companhias de telecomunicações nos Estados Unidos, indo em linha com as premissas de custo de capital, ou seja, utilizando dados do mercado americano para fazer uma comparação de retorno utilizando os mesmos critérios.

Gráfico 23: Média EV/EBITDA do setor de telecomunicações nos Estados Unidos entre 2019 e 2021

Fonte: Statista

Tendo em vista o caráter de serviços da Unifique Telecomunicação, será utilizada a média do subsetor de serviço (7,3 vezes EV/EBITDA). Além disso, assumindo o cenário de saída da empresa em 2025, período esse que a empresa atingirá perto de 20% do *market share* da região Sul, tem-se um EBITDA de R\$ 888,07 milhões e uma dívida líquida atual de R\$ - 404,14 milhões.

$$Equity Value = -(Dívida Líquida) + (Múltiplo EV/EBITDA_{2025}) * (EBITDA_{2025}) \quad (18)$$

$$Equity Value \text{ (milhões)} = -(-404,14) + (7,3) * (888,07) = R\$ 6.889 \text{ milhões} \quad (19)$$

$$\text{Preço por ação} = \frac{6.889.000.000}{362.049.610} = R\$ 19,03 \text{ por ação} \quad (20)$$

Ou seja, caso a média do setor americano convirja para a realidade da bolsa brasileira, em um cenário de EBITDA de 888,07 milhões tem-se um *fair price* de R\$ 19,03. Do mesmo modo que foi feita a tabela de sensibilidade, no item abaixo são mostrados os retornos para diferentes cenários de múltiplos e anos de saída.

Observe que o valor por avaliação por múltiplo, quando comparado com o fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE), ficou consideravelmente diferente. Dentre as principais causas para essa diferença está no excesso de simplicidade que o método de avaliação por múltiplo impõe. No FCFE é considerado diversos itens ignorados pela avaliação de múltiplo, como por exemplo: necessidade de reinvestimento e a dívida da companhia. O método utiliza o EBITDA da empresa como uma aproximação para a geração de caixa da companhia, sem considerar os itens mencionados acima.

Tabela 21: Preço Por Ação Utilizando o Método Do Múltiplo De Saída Sensibilizando o Ano De Saída e o Múltiplo – 2024 a 2030

Exit Multiple EV/EBITDA	Ano de saída						
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
3x	7,6	8,6	9,0	9,0	9,1	9,2	9,2
4x	9,5	10,9	11,4	11,4	11,5	11,6	11,8
5x	11,5	13,2	13,8	13,8	14,0	14,1	14,3
6x	13,4	15,5	16,2	16,3	16,4	16,6	16,8
7x	15,4	17,8	18,6	18,7	18,9	19,1	19,3
8x	17,4	20,1	21,0	21,1	21,3	21,6	21,8
9x	19,3	22,4	23,4	23,5	23,8	24,0	24,3
10x	21,3	24,7	25,8	26,0	26,2	26,5	26,8
12x	25,2	29,2	30,6	30,8	31,2	31,5	31,8
15x	31,0	36,1	37,9	38,1	38,5	38,9	39,4
17x	35,0	40,7	42,7	42,9	43,4	43,9	44,4
18x	36,9	43,0	45,1	45,3	45,9	46,4	46,9
19x	38,9	45,3	47,5	47,8	48,3	48,9	49,4
20x	40,8	47,6	49,9	50,2	50,8	51,3	51,9

Fonte: Elaborado pelo Autor

7.13 Expectation investing

De acordo com Mauboussin e Rappaport (2021), invés de fazer a previsão dos fluxos de caixa, o método de *expectation investing* começa com o preço atual da ação e usa o método do FCD para ler o que está implícito sobre a futura performance da companhia. Ou seja, o método de investimento por expectativa utiliza as mesmas ferramentas (FCD), porém o faz de maneira reversa, começando pelo preço atual da ação.

Para isso, conforme Mauboussin e Rappaport (2021, p. 89), “começando com o preço da ação e depois estimando as expectativas de fluxo de caixa, o custo de capital e o horizonte de previsão que justifica o preço da ação”.

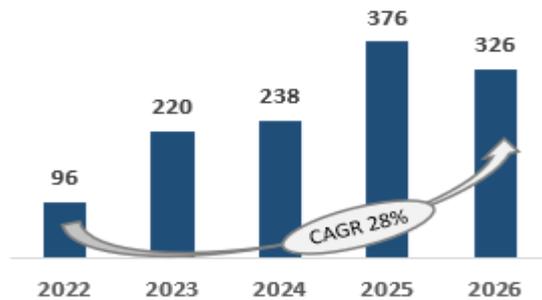
Será lembrado, brevemente, o passo-a-passo de achar o valor de uma companhia através do método de “*expectation investing*”.

1) Consultar o consenso de fluxo de caixa através do *Value Line Investment Survey*, *Morningstar*, *FactSet*, *Bloomberg* ou S&P Capital IQ

2) Ver a expectativa de mercado para a taxa de desconto utilizada. Conforme Mauboussin e Rappaport (2021), é possível obter o custo de capital através da *Bloomberg*, *Factset*, calculando-os através do material disponibilizado pelo professor Aswath Damodaran ou então utilizando algum relatório de *sell side* de banco.

3) Identificar o horizonte projetado. Conforme Mauboussin e Rappaport (2021, p. 91): “*Você faz isso alongando o horizonte de previsão no modelo de fluxo de caixa descontado tantos anos quantos forem necessários para chegar ao preço das ações de hoje. Por exemplo, se você precisar estender seu fluxo de caixa livre descontado (mais valor contínuo) doze anos para atingir o preço atual das ações de uma empresa, o período de previsão implícito do mercado é de doze anos*”.

Gráfico 24: Expectativa De Free Cash Flow Do Consenso De Mercado Em Milhões De Reais



Fonte: S&P Capital IQ

Logo, de acordo com o consenso de mercado, retirado do S&P Capital IQ, o *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) entre 2022 e 2026 foi de 28% ao ano. A princípio, quando os valores do fluxo de caixa até 2026 foram trazidos a valor presente, não foi obtido o valor de tela da ação. Logo, conforme explicado, em prol de chegar no valor foi projetado o consenso do *free cash flow* crescendo até 2028 cerca de 28% ao ano.

Além disso, foi utilizado o custo de capital de 10%, conforme o relatório de *sell side* do banco BTG Pactual. Um detalhe, no mínimo interessante, é o valor achado pelos analistas do banco, ficando em torno do valor utilizado no presente estudo. Vale ressaltar que, projetando o fluxo de caixa até 2030 não é possível chegar no valor exato de R\$ 6,6, valor esse correspondente ao negociado no dia 30/12/2021, porém foi o mais perto.

Tabela 22: Consenso De Free Cash Flow Projetado – 2022 a 2030

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Free Cash Flow	96	220	238	376	326	416	532	679	867
WACC	10%								
Mid Year Convention	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5
Discount Factor	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	
DCF	91,53	190,69	187,54	269,35	212,30	246,46	286,12	332,15	
EV - ex perpetuidade (BRL milhões)	1.816,1								
Growth - Perpetuidade	0,0								
Perpetuidade (BRLmillion)	61,2								
(=) Enterprise Value (BRL millio)	1.877,3								
Net Debt	-406,1								
Equity Value (R\$ milh"oes)	2.283,4								
# Share (million)	362,0								
Share Value	6.31								

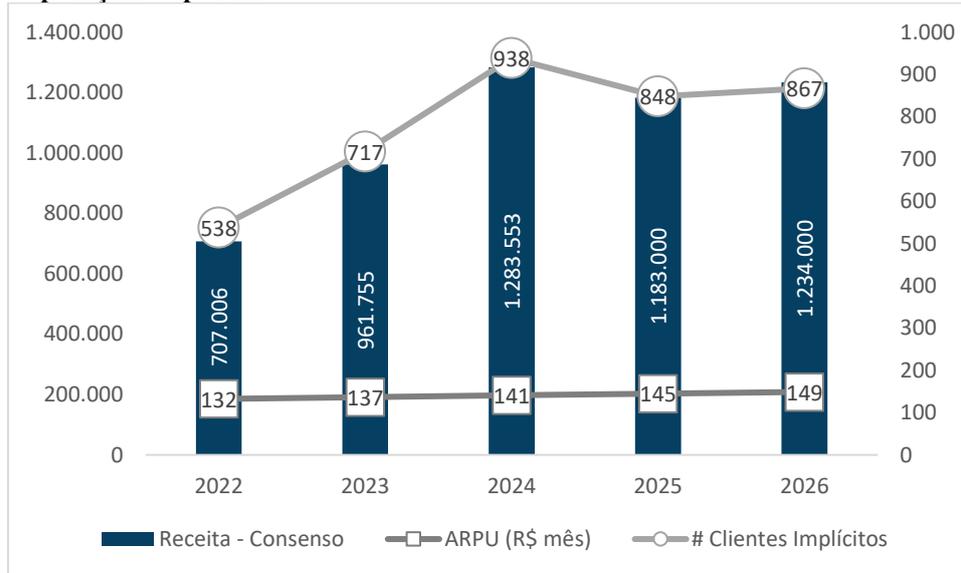
Fonte: S&P Capital IQ e Autor

Com as projeções de fluxo de caixa é possível analisar as premissas de crescimento que estão implícitas no preço da ação. O primeiro ponto de observação é comparar o crescimento histórico com o projetado e checar sua viabilidade. Conforme já apresentado, o crescimento

histórico da companhia ficou em torno de 56% até 2021. O consenso dos analistas de mercado prevê um cenário de crescimento mais tímido para a companhia, ficando em torno de 28%.

Para ter uma visão ainda mais detalhada sobre as expectativas do mercado em relação à Unifiquê Telecomunicações, abaixo é mostrada a expectativa de receita da empresa até 2026.

Gráfico 25: Consenso Da Receita Bruta Projetada Da Unifiquê Telecomunicações Em Milhões E Suas Implicações Implícitas



Fonte: S&P Capital IQ e Autor

Ou seja, através da análise da receita esperado pelo consenso dos analistas, é possível obter de maneira indireta, quais são as expectativas para o principal *driver* de receita de crescimento da companhia, número de clientes. Observa-se que em 2021 o ARPU (*Average Revenue Per User*) da Unifiquê por mês foi de R\$ 126,40. Logo, dividindo a receita esperado por ARPU anual de um cliente, têm-se a expectativa de acessos que a companhia terá.

A análise por “*expectation investing*” traz um outro ângulo de descobrir se uma empresa está super ou subavaliada. Apesar de não ser um método que trará um número exato de quanto será o valor da empresa em um determinado período, é possível obter quais são as expectativas do mercado para o preço atual da companhia. No cenário exemplificado têm-se que para justificar o preço de tela de R\$ 6,6 a companhia apresentará um decréscimo de 50% no crescimento, quando comparado com o histórico e atingirá somente 867 mil clientes, obtendo um *share* de mercado de 11%, significativamente menor que a fatia de mercado que ela já ocupa nas cidades que está inserida. Com essas conclusões os investidores da empresa conseguem agregar em suas análises se a ação já contém um crescimento implícito plausível, ou não.

8 Conclusão

O *valuation* é uma ferramenta de suma importância na área econômica, por trazer uma maior clareza do que gera valor para a companhia, auxiliando na tomada de decisão dos empresários. Tendo em vista que não é incomum encontrar engenheiros, principalmente de produção, no executivo das empresas, ter o conhecimento das ferramentas apresentadas, são estratégias utilizadas por possíveis novos gestores para contornar possíveis problemas e/ou imprevisibilidades. A escolha da Unifique Telecomunicações, como já mencionado, deve-se ao fato de ser uma empresa catarinense, que está em processo de expansão por toda região Sul, e por ter conseguido fazer parte do seleto grupo de companhias listadas em bolsa.

A Unifique Telecomunicações possui presença em todos os estados do Sul do País, sendo a principal ISP na região. A Unifique consegue ter uma penetração em cidades negligenciadas pelas operadoras de grande porte. Além do aspecto social da companhia, a Unifique apresentou um crescimento médio de receita de 56% e aumentou sua participação de mercado em outras regiões do Sul do País, como Rio Grande do Sul.

Tal crescimento, mesmo que alto, ainda possibilita a companhia a crescer não só no estado de Santa Catarina, como no Rio Grande do Sul e Paraná.

Com o foco atual da companhia de consolidar o Rio Grande do Sul, ela pretende utilizar os recursos levantados no IPO da companhia para fazer aquisições estratégicas, como já vinha fazendo. Como exemplo, tem-se aquisição da Sygo Internet, um provedor de internet local do Rio Grande do Sul que agregou para empresa cerca de 80.000 novos clientes. A estratégia defendida pela companhia, no entanto, é capital intensiva e a modelagem da empresa se torna essencial para checar a saudabilidade (saúde financeira de uma empresa) da companhia após essas aquisições e investimento em ativos imobilizados, como por exemplo, fibra óptica.

A tese setorial da Unifique Telecomunicações aponta uma avenida de crescimento. No entanto, quando analisada concomitantemente com a expectativa macroeconômica do País pela frente, com cenário de elevação de juros para os próximos anos e inflação alta, percebe-se que há desafios a serem vencidos. Economicamente, cada cliente da Unifique Telecomunicações tem um *payback* de quase 3 anos, fator esse que pode ser visto diretamente na geração de caixa da empresa e na representatividade da perpetuidade no valor da companhia. Tal cenário, que beneficia o longo prazo em detrimento do curto, traz preocupações aos investidores, em especial em um ambiente econômico mais desafiador.

Outra maneira apresentada, que ressalta as possibilidades de retorno da companhia, é o método de *valuation* por múltiplo de saída. Tal método estima um retorno, sem a necessidade

de prever a geração de caixa, em si, da empresa, mas o múltiplo que ela será negociada. Apesar de ser um método matematicamente mais simples, torna-se interessante por projetar menos itens, diminuindo os vieses.

Isto posto, pode-se dizer que o trabalho atingiu seus objetivos, tendo sido feita a avaliação econômica da empresa, como também a análise setorial, criação de um modelo de fluxo de caixa descontado, múltiplo de saída e pelo método de investimento por expectativas.

Visando contornar os possíveis vieses na hora de analisar a companhia, o presente estudo trouxe o método de *expectation investing*, cujo maior benefício está em ler as expectativas do mercado em relação à empresa, diminuindo os vieses na hora da tomada de decisão. Vale ressaltar que, como conclusão da análise de expectativa, a empresa traz consigo uma expectativa conservadora de crescimento, com números que não impõem uma barreira para aceitá-los.

Entretanto, é válido mencionar que o trabalho possui limitações que impactam diretamente no resultado da análise, como por exemplo: expectativa da taxa de juros e inflação de longo prazo, habilidade da empresa em entregar o crescimento no número de clientes cadastrados com o decorrer dos anos e o futuro ágio que a empresa pode obter através de suas aquisições, diminuindo assim a alíquota efetiva de imposto de renda futuro.

Por fim, a Unifique Telecomunicações é uma empresa que apresenta uma alta possibilidade de crescimento, que obteve retornos sobre o capital investido de nível satisfatório, conseguindo levantar no seu IPO cerca de 800 milhões de reais para ajudar no seu processo de capital intensivo. Tal *timing* conseguirá ajudar a manter sua dívida sob controle, no cenário de aumento de juros nos anos posteriores, pela não necessidade de financiamento.

Logo, além de ser uma empresa bem gerida e saudável economicamente, apresenta um *valuation* atrativo, negociando consideravelmente abaixo do *target price*, quando considerado o múltiplo de saída, e com uma possibilidade alta de retorno pelo ponto de vista do FCD.

Referências

- ANATEL.gov.br. **Painéis de Dados**. [https://informacoes.anatel.gov.br/paineis/meu-municipio/acessos-banda-larga-fixa](https://informacoes.anatel.gov.br/paineis/meu-municipio/ acessos-banda-larga-fixa), 2022
- ANATEL.gov.br. **Painéis de Dados**. <https://informacoes.anatel.gov.br/paineis/qualidade>, 2022
- ANATEL.gov.br. **Painéis de Dados**. <https://informacoes.anatel.gov.br/paineis/acessos>, 2022
- ANATEL.gov.br. **Painéis de Dados**. <https://informacoes.anatel.gov.br/paineis/acessos>, 2021
- ANATEL.gov.br. **Painéis de Dados**. <https://informacoes.anatel.gov.br/paineis/acessos/velocidade-contratada-banda-larga-fixa>
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- B3.com.br. "**Ações**", 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/ produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm#:~: text=A%C3%A7%C3%B5es%20s%C3%A3o%20valores%20mobili%C3%A1rios%20emitidos,participa%C3%A7%C3%A3o%20na%20sociedade%20da%20empresa.
- B3.com.br. "**B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro**", 2022b. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm
- B3.com.br. "**Índice Bovespa (Ibovespa B3)**", 2022c. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm
- B3.com.br. "**Ofertas Públicas**", 2022a. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/ produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/
- BABOK. **A Guide to the Business Analysis Body of Knowledge**. 3. ed. International Institute of Business Analysis, 512p., 2015.
- BCB.gov.br. "**Relatório de poupança**", 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/relatoriopoupanca>
- BONÍZIO, Roni *et al.* **Manual De Técnicas E Práticas De Elaboração De Fluxo De Caixa Para Pequenas E Médias Empresas E Sua Interpretação**: Contabilidade: linguagem Universal dos Negócios. 1. ed. rev. e aum., 39p., São Paulo: Conselho Regional de Contabilidade do Estado de São Paulo, 2010.

BUFFET, Mary; CLARK, David. **Warren Buffett e a Análise De Balanços: Como identificar empresas com vantagem competitiva de longo prazo por meio de suas demonstrações financeiras.** 1ª ed., Sextante, 160p., 2010.

COPELAND, Tom *et al.* **Avaliação De Empresas: Calculando E Gerenciando O Valor Das Empresas.** 3. ed., 848p., Pearson, 1990.

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

CORDEIRO, A. M.; OLIVEIRA, G. M.; RENTERÍA, J. M.; GUIMARÃES, C. A. Revisão sistemática: uma revisão narrativa. **Revista do Colégio Brasileiro de Cirurgiões**, v. 34, n. 6, p. 428-43, 2007.

CUNHA, Moisés Ferreira; MARTINS, Eliseu; NETO, Alexandre Assaf. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração (São Paulo)**, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014.

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

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset.** 3ed. 1685p. Editora Wiley, 2012.

GALDI, Fernando Caio; TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel. Análise empírica de modelos de valuation no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV). **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 47, p. 31-43, 2008.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

INSIDER MONKEY.COM, “**5 Largest Fiber Optic Companies in the World**”, 2020. Disponível em: <https://www.insidermonkey.com/blog/5-largest-fiber-optic-companies-in-the-world-895424/?singlepage=1>. Acesso em 23 de outubro de 2022.

MACEDO, Carlos Alberto Anjoletto; ALBUQUERQUE, Andrei Aparecido; MORALLES, Herick Fernando. Análise de viabilidade econômico-financeira de um projeto eólico com simulação Monte Carlo e avaliação de risco. **Gestão & Produção**, v. 24, n. 4, p. 731-744, 2017.

MAUBOUSSIN, Michael; RAPPAPORT, Alfred. **Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns.**, 272p., Columbia University Press, 2021.

PIOVESAN, A.; TEMPORINI, E. R. Pesquisa exploratória: procedimento metodológico para o estudo de fatores humanos no campo da saúde pública. **Rev. Saúde Pública**, v. 29, n. 4, pp.318-325, 1995.

PORTER, Michael E. **Competitive Strategy**: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. Free Press, 432p. 1998.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

REILLY, Frank K.; A. NORTON, Edgar A. **Investimentos**. 7. ed. CENGAGE Learning, 584 p., 2008.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. **Valuation guia fundamental e modelagem em Excel**. 1. Ed. Atlas, 336 p., 2019.

SUNO.com.br. “**Treasuries americanos: conheça os Títulos do Tesouro dos Estados Unidos**”, 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/treasuries/>