



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

BEATRIZ BARBOSA BARACHO DE MELO AMARAL

**VALUATION BRISANET S.A: UMA ABORDAGEM UTILIZANDO O MÉTODO DE
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

RECIFE

2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

BEATRIZ BARBOSA BARACHO DE MELO AMARAL

**VALUATION BRISANET S.A: UMA ABORDAGEM UTILIZANDO O MÉTODO DE
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

TCC apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, como requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador(a): José Lamartine Távora
Junior

RECIFE

2024

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Amaral, Beatriz Barbosa Baracho de Melo.

Valuation Brisanet S.A: Uma abordagem utilizando o método de fluxo de caixa descontado / Beatriz Barbosa Baracho de Melo Amaral. - Recife, 2024. 37, tab.

Orientador(a): José Lamartine Távora Junior
(Graduação) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, , 2024.
Inclui referências.

1. Valuation. 2. Fluxo de caixa descontado. 3. Avaliação de empresas. I. Távora Junior, José Lamartine. (Orientação). II. Título.

330 CDD (22.ed.)

BEATRIZ BARBOSA BARACHO DE MELO AMARAL

**VALUATION BRISANET S.A: UMA ABORDAGEM UTILIZANDO O MÉTODO DE
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

TCC apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, como requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: 20/03/2024.

BANCA EXAMINADORA

Profº. Dr. José Lamartine Távora Júnior (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco

Profº. Dr. Ricardo Chaves Lima (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco

À vovô Melu (in memorian)

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo calcular o valor justo das ações da Brisinet S.A, listada na Bolsa de Valores brasileira, B3, pelo código BRIT3, por meio do *valuation* utilizando o método de fluxo de caixa descontado. Os dados contábeis foram retirados das Demonstrações Financeiras que encontram-se disponíveis no site de Relação com Investidores da companhia, com relação aos anos de 2020 a 2022. Foram realizadas as projeções para os anos seguintes com base nas perspectivas de crescimento de analistas para a companhia. Foi constatado que o valor justo para as ações da Brisinet S.A seria de R\$6,75, enquanto seu valor de mercado atual é de R\$3,07, indicando subavaliação da empresa.

Palavras-chave: *Valuation*; Avaliação de empresas; Fluxo de Caixa Descontado; Brisinet S.A

ABSTRACT

This essay has as its main objective to calculate the fair value of Brisagnet S.A. shares, listed on the Brazilian Stock Exchange, B3, under the code BRIT3, through valuation using the discounted cash flow method. The accounting data was taken from the Financial Statements that are available on the company's Investor Relations website, for the years 2020 to 2022. Projections were made for the following years based on analysts' growth perspective for the company . It was found that the fair value for Brisagnet S.A. shares would be R\$6.75, while its current market value is R\$3.07, indicating an undervaluation of the company.

Keywords: Valuation; Company valuation; Discounted Cash Flow; Brisagnet S.A.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estrutura acionária da Brisanet S.A	16
Tabela 2 – Números do balanço patrimonial da Brisanet S.A. (em milhões R\$)	27
Tabela 3 – Números do demonstrativo de resultados financeiros da Brisanet S.A. (em milhões R\$)	27
Tabela 4 – Dados 2022 e projeção do EBIT e EBITDA (em milhões R\$)	29
Tabela 5 – Variação do capital de giro (em milhões R\$)	30
Tabela 6 – Fluxo de caixa livre estimado (em milhões R\$)	31
Tabela 7 – Custo de capital próprio (Ke)	32
Tabela 8 – Custo médio ponderado de capital	33
Tabela 9 – Valor presente e projeção de fluxo de caixa (em milhões R\$)	34
Tabela 10 – Perpetuidade (em milhões R\$)	34
Tabela 11 – Valor da empresa (em milhões R\$)	35
Tabela 12 – Valor justo de mercado	35

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Receita Líquida estimada (em milhões R\$)	28
Gráfico 2 – Capex projetado (em milhões R\$)	30

LISTA DE IMAGENS

Imagem 1 – Expansão Brisanet

17

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 APRESENTAÇÃO GERAL	13
1.2 OBJETIVOS	13
1.2.1 <i>Objetivo geral</i>	13
1.2.2 <i>Objetivo específico</i>	13
1.3 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	14
2 BRISANET S.A	15
2.1 HISTÓRICO DA COMPANHIA	15
2.2 PERSPECTIVAS PARA O SETOR	17
3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
3.1 ABORDAGEM CONSOLIDADA	19
3.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESA	19
3.3 JUSTIFICATIVA DO MÉTODO ESCOLHIDO	20
3.4 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)	20
3.4.1 <i>Fluxo de Caixa do Acionista</i>	21
3.4.2 <i>Fluxo de Caixa da Empresa</i>	23
3.5 PREÇO JUSTO DO ATIVO	24
4 METODOLOGIA	25
4.1 METODOLOGIA	25
4.2 BASE DE DADOS E SOFTWARE UTILIZADO	26
4.3 DADOS HISTÓRICOS	26

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	28
5.1 PREMISSAS	28
5.1.1 <i>Receita líquida</i>	28
5.1.2 <i>EBIT e EBITDA</i>	29
5.1.3 <i>Alíquota marginal de imposto</i>	29
5.1.4 <i>CAPEX</i>	29
5.1.5 <i>Variação da necessidade de capital de giro</i>	30
5.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE	31
5.3 TAXA DE DESCONTO	31
5.3.1 <i>Custo de capital próprio</i>	32
5.3.2 <i>Custo de capital de terceiros</i>	32
5.3.3 <i>Custo médio ponderado de capital</i>	33
5.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	34
5.5 PERPETUIDADE	34
5.6 VALOR DA EMPRESA	34
5.7 VALOR JUSTO DE MERCADO	35
6 CONCLUSÃO	36
REFERÊNCIAS	37

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO GERAL

Valuation, em português “avaliação de empresas” consiste no processo que permite estimar o valor intrínseco de uma companhia, também conhecido como o valor justo. De acordo com Longaretti (2013), “a avaliação de uma empresa consiste em uma tarefa complexa e minuciosa, devido a quantidade de modelos e infinidade de fatores que interferem em seu valor. Apesar dessa complexidade, os resultados são no máximo aproximações do seu valor justo” .

Com base nos resultados encontrados é possível avaliar o potencial da companhia, além de ser útil para a empresa e para analistas e investidores. O método mais usado, tanto empiricamente quanto na literatura, é o modelo de fluxo de caixa descontado (FCD), que segundo Damodaran (1999) é a metodologia mais fácil de ser utilizada para empresas que possuem o fluxo de caixa positivo, que possam ser confiáveis para estimar os fluxos futuros, e que tenha um substituto para o risco que pode obter taxa de desconto. A técnica de avaliação por fluxos de caixa descontados detém os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente e, por ser uma técnica de natureza econômica, retrata com mais consistência o valor da empresa do que o valor obtido a partir de técnicas contábeis, que se baseiam no lucro contábil e não consideram o investimento necessário para gerar lucro nem o momento em que eles ocorrem.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Aplicar o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para realizar o valuation da empresa Brisamet S.A.

1.2.2 Objetivo específico

Estimar o valor e definir o preço justo das ações da Brisamet S.A.

1.3 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

Este trabalho encontra-se organizado em 6 capítulos. No capítulo 1 foi contextualizada a pesquisa e apresentado o objetivo. No capítulo 2 a pesquisa foca no histórico da empresa Brisanet S.A, relatando a história da companhia, sua expansão e perspectivas para o setor. No capítulo 3 está a fundamentação teórica falando brevemente sobre os métodos de avaliação e é detalhado a abordagem escolhida para calcular o valor da empresa e determinar seu valor justo por ação.

No capítulo 4 está descrita a metodologia utilizada no presente trabalho, bem como base de dados e software utilizado, além dos dados históricos da companhia que foram utilizados como base para os cálculos dos resultados apresentados no capítulo 5, que também conta com as análises desses resultados. Por fim, no capítulo 6 é apresentado as conclusões do trabalho.

2 BRISANET S.A

2.1 SOBRE A COMPANHIA

Em 29 de julho de 1998, ocorreu a privatização da Telebrás, empresa estatal responsável pela telefonia fixa do Brasil. Esta medida foi fundamental para a democratização dos serviços de telecomunicações, resultando em significativos investimentos no setor. Segundo dados do relatório da Conexis Digital, os investimentos desde a privatização totalizam R\$1,161 trilhões até o 3º trimestre de 2023, impulsionando o acesso à telefonia móvel, que saltou de 7,4 milhões em 1998 para 251,5 milhões, e à banda larga, que atingiu 46,4 milhões de acessos no mesmo período.

No mesmo contexto da privatização da Telebrás, em Pereiro, Ceará, surge a Brisagnet, empresa de telecomunicações com a missão de oferecer internet de qualidade a preços acessíveis em áreas desprovidas. Em apenas dois anos, a empresa expandiu suas operações para diversas cidades do Ceará e Rio Grande do Norte.

A Brisagnet, ao se consolidar como a maior operadora de internet via rádio do Brasil em 2010, investiu em fibra óptica, inaugurando, em 2011, a primeira cidade brasileira com 100% de tecnologia nesse segmento, Pau dos Ferros, RN. Essa transição possibilitou à empresa oferecer serviços adicionais, como transmissão de TV e telefonia fixa.

Em julho de 2021, a Brisagnet realizou seu IPO na B3, a bolsa de valores brasileira, captando R\$1,43 bilhão, fortalecendo sua capacidade de investimento e expansão. No mesmo ano, tornou-se operadora de telefonia móvel, adquirindo blocos da tecnologia 5G em um leilão da ANATEL, ampliando sua atuação para mais municípios do Nordeste e Centro-Oeste.

A estrutura acionária da empresa é apresentada na Tabela 1, disponível no site do RI da Brisagnet.

TABELA 1 - ESTRUTURA ACIONÁRIA DA BRISANET

Acionistas	Ações ON	% do total
Grupo de controle	353.639.037	78,7%
Conselheiros, Diretores e Pessoas vinculadas	2.250.511	0,5%
Ações em circulação	89.860.368	20,0%
TOTAL (ex-tesouraria)	445.744.916	99,3%
Tesouraria	3.350.000	0,7%
TOTAL	449.094.916	100,0%

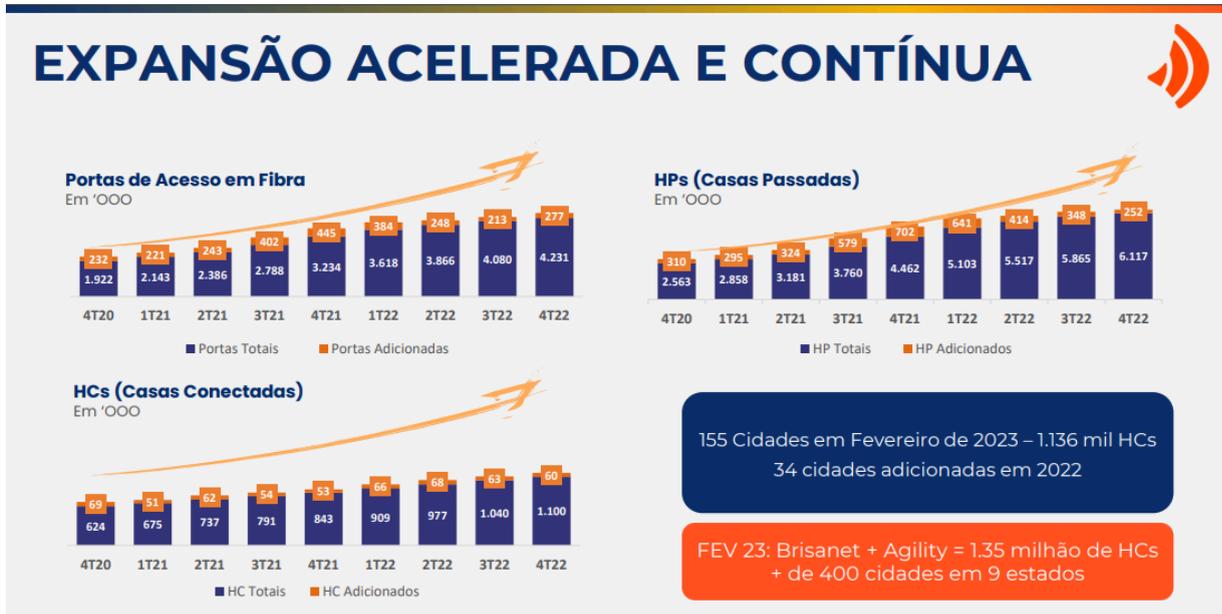
Fonte: RI da Brisanet S.A.

Nota: Tabela elaborada pela autora com base nos dados do RI da Brisanet.

Além dos serviços tradicionais de internet e telefonia, a empresa oferece produtos complementares como BrisaMusic, BrisaPlay e o lançamento do Brisa Conecta+ em 2022, demonstrando sua diversificação e foco no crescimento orgânico.

A Brisanet possui uma rede robusta de 27 mil km de estrutura backbone e mais de 60 mil km de cabos ópticos FTTH. Em 2022, expandiu sua cobertura para 34 novas cidades, com planos de investir R\$2 bilhões na implantação do 5G na região Nordeste, destacando um investimento de R\$350 milhões somente em 2023. Na imagem abaixo é possível ver a expansão da companhia do 4º trimestre de 2020 ao mesmo período de 2022.

IMAGEM 1 - EXPANSÃO BRISANET



Fonte: site do RI da Brisanet.

Nota: HP se refere a Home Passed, que são as casas que estão dentro da área de cobertura da rede da companhia, já o HC - Home connected (casas conectadas) são as casas da área de cobertura que solicitaram serviço da empresa.

A Brisanet, através de uma estratégia de expansão contínua e investimentos significativos em tecnologia e infraestrutura, pretende solidificar sua posição como uma das principais empresas de telecomunicações no Nordeste e também no Brasil, com perspectivas promissoras para o futuro.

2.2 PERSPECTIVA DO SETOR

O relatório da Fitch Ratings do final de 2023 tem expectativa neutra para o setor de telecomunicações no ano de 2024, mas o cenário é promissor para o segmento de infraestrutura como data centers, torres e redes de fibra óptica, devido à forte demanda pelo serviço. De acordo com Marcos Ferrari, presidente da Conexis Brasil Digital, há expectativa favorável a investimentos e crescimento do PIB brasileiro reflete de modo positivo no setor de telecom e a tendência é o investimento em 5G em cidades ainda não atendidas pela tecnologia.

De acordo com os dados operacionais divulgados pela Brisanet S.A em janeiro de 2024, o investimento em fibra ótica seguirá reduzido, pois o foco será ampliar a cobertura de internet 4G e 5G em mais de 300 municípios.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 ABORDAGEM CONSOLIDADA

De acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente (HEM), elaborada por Eugene Fama (1965), o mercado é eficiente se os agentes utilizarem todas as informações existentes na negociação de ativos, de forma que os preços desses ativos refletem os fundamentos econômicos e informações pertinentes.

O termo *valuation* é usado para designar o conjunto de métodos e procedimentos aplicáveis ao processo de avaliação de um ativo. A *valuation* busca a diferença entre o preço e o valor intrínseco de um ativo; partindo da premissa que o mercado não é eficiente, portanto não é capaz de precificar efetivamente todas as informações disponíveis dos ativos.

3.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem três principais métodos de avaliação de empresas: avaliação por múltiplos, análise de transações comparáveis e fluxo de caixa descontado (FCD). Para Damodaran (2012) cada método tem suas características distintas e suas vantagens e o método utilizado dependerá das informações disponíveis e do contexto.

- Múltiplos mercados: A avaliação por múltiplos mercados é um método de avaliação relativa e consiste em determinar o valor da empresa comparando seu desempenho com empresas semelhantes que encontram-se listadas na bolsa de valores (ASSAF NETO, 2014). Compara em termos de mercado, receita, lucro, entre outros fatores. A vantagem desse método é a facilidade de obter as informações necessárias, mas pode apresentar limitações, como por exemplo, empresas que estão em estágios diferentes de desenvolvimento.
- Transações comparáveis: O método de transações comparáveis é focado na análise do valor de venda de outras empresas do mesmo setor, que tenham capital aberto ou fechado. Utiliza-se da comparação de variáveis como lucro líquido, faturamento e EBITDA (em inglês, *Earnings Before Interest, Taxes,*

Depreciation and Amortization: lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização). Essa análise consegue transmitir a realidade do mercado, mas torna-se limitada pela disponibilidade das informações e não é considerada tão completa quanto o Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

- Fluxo de caixa descontado (FCD): É considerado o método mais completo e com maior grau de confiabilidade pois estima o valor justo para a empresa analisada através da projeção de fluxo de caixa futuro e desconto desses números para valor presente através de uma taxa de desconto. A soma desses valores de fluxo de caixa descontado retrata o valor presente dos fluxos de caixa futuros, ou seja, o valor da empresa. (Damodaran, 2012).

3.3 JUSTIFICATIVA DO MÉTODO ESCOLHIDO

O método escolhido para a análise da empresa Brisanet S.A é o método de fluxo de caixa descontado. A escolha é justificada pelo método de FCD ser o que apresenta maior rigor técnico e conceitual. “Pelo maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de Finanças, a prioridade é dada aos modelos de avaliação baseados no Fluxo de Caixa Descontado” (ASSAF NETO, 2014, p. 711), considerando perspectiva de longo prazo refletindo as expectativas de crescimento e rentabilidade levando em conta as estimativas dos fluxos de caixa gerado pela empresa e seus riscos associados. O método de avaliação por múltiplos foi descartado pois a companhia analisada é uma empresa que recentemente abriu capital e está em fase de expansão.

3.4 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

A técnica do fluxo de caixa descontado é utilizada para determinar o valor de um ativo, através dos seus fluxos de caixa futuros, de acordo com as premissas do avaliador, descontados a uma taxa ajustada ao risco da empresa.

Segundo Damodaran (1999), essa metodologia é a mais fácil de ser utilizada em empresas que apresentem fluxos de caixa positivos, os quais possam ser confiáveis estimações para o futuro e que exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção das taxas de desconto.

3.4.1 Fluxo de caixa livre do acionista

O fluxo de caixa livre do acionista é definido por Damodaran (1999) como: “Investidores num ativo recebem um direito residual sobre seus fluxos de caixa, isto é, têm direito a quaisquer fluxos de caixa excedentes após o atendimento de todas as obrigações financeiras, incluindo o pagamento das dívidas e depois que tenham sido atendidas as necessidades de reinvestimento da empresa. O fluxo de caixa do acionista é, portanto, o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e de principal, e de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados.” (Damodaran, 1999 p. 123).

O fluxo de caixa livre do acionista analisa a empresa na visão do acionista, ou seja, em relação ao patrimônio líquido que a companhia possui após pagamento de dívidas a terceiros, também sendo descontado taxa de custo do capital próprio (Ke), medido pelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) ajustado ao prêmio risco do país. É útil para avaliar a capacidade da empresa de gerar valor para o acionista.

O prêmio de risco país serve como um filtro dos riscos do país, seja por instabilidade econômica, volatilidade do mercado ou falta de regulamentação e transparência. A fórmula segue:

$$Ke = (1 + (Rf + \beta \times (Rm - Rf) + CRP)) \times \text{Diferencial de inflação}) - 1$$

Onde:

Ke = Custo de capital próprio

Rf = Taxa livre de risco

β = Coeficiente beta, medida de risco sistemático do ativo

Rm = Retorno de mercado

$(Rm - Rf)$ = Prêmio de mercado

CRP = Prêmio de risco país

Diferencial de inflação = diferença entre a inflação do Brasil e Estados Unidos

O custo do capital próprio está ajustado ao prêmio de risco país, então a taxa livre de risco a ser utilizada é o *yield* do Tesouro Americano de 10 anos. Para medir

o K_e em reais multiplica-se pelo diferencial de inflação, de acordo com a teoria de paridade de juros.

O coeficiente β é uma medida de risco sistemática que mede o quanto o ativo varia em relação à variação do mercado e capta o risco adicional na carteira quando o ativo é adicionado a mesma. O coeficiente β é calculado por:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_a, R_m)}{\text{var } R_m}$$

Onde:

$\text{cov}(R_a, R_m)$ = Covariância do ativo e do mercado

$\text{var } R_m$ = Variância do mercado.

A fórmula acima demonstra o cálculo do β para empresas que não tem alavancagem financeira. Para ajustar para empresas que têm alavancagem financeiro, segue-se a fórmula abaixo:

$$\beta_{\text{alavancado}} = \beta_{\text{desalavancado}} \times (1 + (D/E) \times (1-t))$$

Em que:

D/E = proporção do capital de terceiro em relação ao capital próprio

t = alíquota marginal do imposto

O fluxo de caixa do acionista (*free cash flow to equity*, em inglês) pode ser calculado como:

$$FCFE = NOPAT + D - C + \Delta CAG - P + N$$

Onde:

$NOPAT$ = Lucro líquido operacional

D = depreciação

C = investimento ou CAPEX

ΔCAG = variação do capital de giro

P = pagamento aos terceiros ou dívidas bancárias

N = novas captações de financiamentos

Por fim, para definir o valor da empresa com o fluxo de caixa livre do acionista (FCFE), temos:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{FCFE}{Ke-G}$$

Onde:

Ke = custo do capital próprio

G = taxa de crescimento constante da empresa na perpetuidade

3.4.2 Fluxo de caixa livre da empresa

O fluxo de caixa livre da empresa é explicado por Damodaran (1999) como: “[...] os fluxos de caixa que sobram após o pagamento de despesas operacionais e impostos, mas antes que sejam realizados quaisquer pagamentos a detentores de direitos.” (DAMODARAN, 1999, p. 134). Calculado antes do pagamento de juros e dividendos é útil para analisar o desempenho operacional da empresa.

O fluxo de caixa da empresa pode ser calculado por:

$$FCFF = EBIT + D - C + \Delta CAG$$

Onde:

$EBIT$ = lucro operacional antes do imposto

D = depreciação

C = investimento ou CAPEX

ΔCAG = variação do capital de giro

O FCFF também é descontado do custo médio ponderado de capital (WACC) que é dado por:

$$WACC = Wd \times Kd \times (1 - T) + We \times Ke$$

Em que:

Wd = Proporção de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa

Kd = Custo da dívida

T = Alíquota marginal de imposto

We = proporção de capital próprio na estrutura de capital da empresa

Ke = custo de capital próprio

Por fim o valor terminal da empresa (perpetuidade) pode ser dado por:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCFF \times (1+G)}{WACC - g}$$

3.5 PREÇO JUSTO DO ATIVO

O preço justo do ativo é o valor intrínseco e consiste em um valor estimado após a determinação do valor da empresa, esse valor pode ser consideravelmente maior ou menor que o preço que o ativo é negociado na bolsa de valores, indicando subavaliação em caso que o preço justo encontrado é maior que o preço do ativo negociado, ou superavaliação quando o preço encontrado é menor que o preço negociado.

$$\text{Preço justo} = \frac{\text{Valor da empresa}}{n^{\circ} \text{ de ações na bolsa}}$$

4 METODOLOGIA

4.1 METODOLOGIA

A metodologia utilizada foi o fluxo de caixa livre da firma, o método é capaz de projetar a rentabilidade da companhia para acionistas, credores e terceiros. O modelo de fluxo de caixa livre da firma é calculado antes do pagamento das dívidas e consiste em projetar indicadores financeiros como capex, depreciação e amortização, lucro operacional, receita líquida e variação de capital de giro. Também é necessário estimar a taxa de desconto, uma das variáveis mais relevantes para o *valuation* pois permite ajustar os valores futuros trazidos a valor presente e é calculada levando em conta o risco que corre a empresa.

Para avaliarmos a taxa de desconto será calculado o WACC, uma média ponderada entre o custo da dívida e custo de capital próprio. Para o custo de capital próprio é utilizado o método CAPM ajustado ao risco país, de Damodaran, que é a taxa mínima de atratividade dado o risco sistêmico, ou seja, o beta. A taxa de custo da dívida será dada por:

$$Kd = \frac{\text{Despesas financeiras} - JCP}{\text{Dívida bruta}}$$

Onde:

Kd = Custo da dívida

JCP = Juros sobre capital próprio

Já o WACC, pode ser encontrado com o custo de capital próprio e o custo da dívida, é dado por:

$$WACC = Wd \times Kd \times (1 - T) + We \times Ke$$

4.2 BASE DE DADOS E SOFTWARE UTILIZADO

Os dados obtidos para o cálculo dos fluxos futuros da companhia foram feitos utilizando as informações dos demonstrativos de resultado fornecidos pelo site de Relação com os Investidores (RI) da Brisanet acessado em janeiro de 2024.

De acordo com Damodaran (1999) há três principais abordagens para estimar a taxa de crescimento, pode ser utilizado lucros passados, projeções de analistas que estudam a empresa ou relacionar as taxas de crescimento com os fundamentos. Neste trabalho serão utilizadas as projeções de analistas retiradas do site Status Invest, já que a empresa abriu IPO recentemente e os dados só puderam ser analisados de 2020 a 2022.

Para os dados macroeconômicos foram utilizados as projeções de PIB e IPCA disponíveis no relatório Focus do Banco Central do Brasil, as projeções do T-Bond e inflação nos EUA estão de acordo com estimativas do FED e dados retirados do site da Bloomberg.

Os dados relativos ao beta do ativo foram retirados do Yahoo Finance, e as taxas de risco país e taxa livre de risco foram na base de dados disponíveis no site de Damodaran. O software utilizado para os devidos cálculos da *valuation* apresentada neste trabalho foi o Excel.

4.3 DADOS HISTÓRICOS

Abaixo são apresentados os números do balanço patrimonial e do demonstrativo de resultados da Brisanet S.A (em milhões de R\$)

TABELA 2 - NÚMEROS DO BALANÇO PATRIMONIAL DA BRISANET

	2020	2021	2022
Caixa e equivalente de caixa	171,10	1000,79	203,54
Ativo Circulante	287,00	1216,94	784,4
Ativo total	1018,25	2892,36	3078,28
Dívidas de curto prazo	257,44	253,78	192,45
Passivo circulante	441,79	513,99	450,11
Passivo total	1018,25	2892,36	3078,28
Patrimônio líquido	127,20	1342,10	1378,63

Fonte: RI da Brisanet S.A.

Nota: Tabela elaborada pela autora com base nos dados do RI da Brisanet.

TABELA 3 - NÚMEROS DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS FINANCEIROS DA BRISANET

	2020	2021	2022
Receita líquida	471,77	728,76	985,24
Lucro Bruto	234,63	324,33	412,41
Despesas operacionais	-148,78	-244,49	-245,80
Lucro Operacional	85,90	79,80	166,60
Resultado financeiro	-42,11	-67,49	-61,02
I.R	14,62	10,10	44,88
Lucro Líquido	29,12	2,24	60,70

Fonte: RI da Brisanet S.A.

Nota: Tabela elaborada pela autora com base nos dados do RI da Brisanet.

É possível notar que a companhia analisada vem gerando lucro nos últimos anos.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

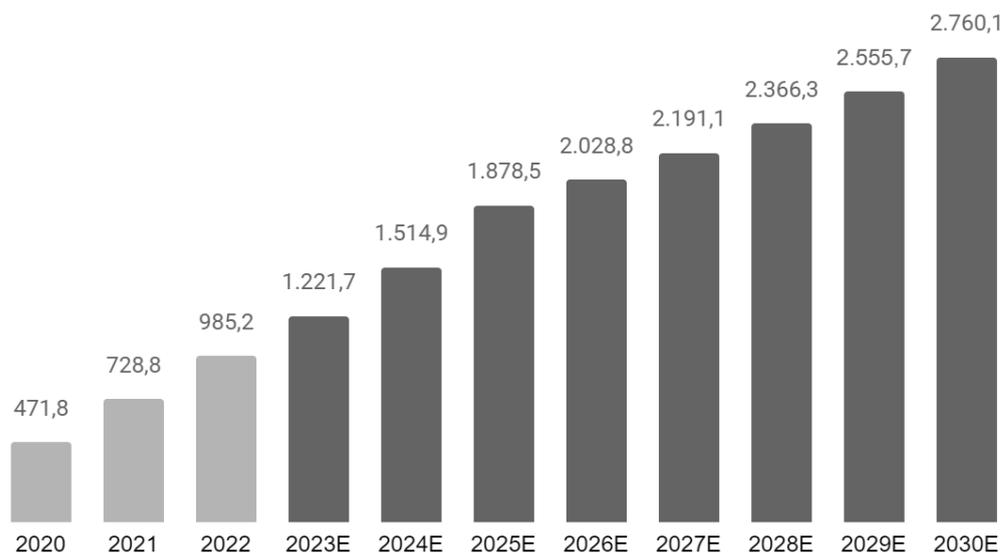
5.1 PREMISSAS

Nesta seção serão apresentados os resultados do fluxo de caixa da companhia, que foi calculado com base nas expectativas de analistas financeiros do site Status Invest para a empresa e o setor de telecomunicação.

5.1.1 Receita Líquida

A receita líquida foi projetada usando a expectativa de analistas de crescimento da receita líquida de 2023 a 2025 sendo 24%, considerando que neste período a empresa estará em expansão, de 2026 a 2030 o crescimento da renda líquida prevista é de 8%. Neste trabalho foi usado o dado do último ano divulgado (2022).

GRÁFICO 1 - RECEITA LÍQUIDA ESTIMADA (EM MILHÕES DE R\$)



Fonte: A autora (2024).

5.1.2 EBIT e EBITDA

O EBIT (*Earnings before interest and taxes*) mostra os lucros antes das despesas com juros e impostos. É o lucro operacional da firma. O EBITDA é o lucro operacional líquido somado à depreciação e amortização, é um indicador sobre a capacidade da companhia de gerar caixa operacional.

Foi utilizada a expectativa dos analistas para o setor de telecomunicações de 48% de margem para o EBITDA. Já para o EBIT foi calculado o EBITDA somado à depreciação e amortização, para isso foi projetado a depreciação e amortização com margem de 15% por causa do estágio da empresa de consolidação no setor.

Na Tabela 4 mostrada abaixo é apresentado os dados do EBIT e EBITDA de 2022 e as projeções dos anos seguintes:

TABELA 4 - DADOS 2022 E PROJEÇÃO DE EBIT E EBITDA (EM MILHÕES R\$)

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
RL	985,2	1221,7	1514,9	1878,5	2028,8	2191,1	2366,3	2555,7	2760,1
EBITDA	435,8	586,4	727,2	901,7	973,8	1051,7	1135,8	1226,7	1324,9
DeA	-269,2	-183,3	-227,2	-281,8	-304,3	-328,7	-355,0	-383,3	-414,0
EBIT	166,6	403,2	499,9	619,9	669,5	723,1	780,9	843,4	910,8

Fonte: A autora (2024).

5.1.3 Alíquota marginal de imposto

O Imposto de Renda no Brasil considera tanto o imposto de renda quanto a contribuição social sobre o lucro líquido, a alíquota é de 34%, onde 25% é de I.R e 9% o CSSL. A Brisanet recebe incentivos fiscais de redução do IR por meio da SUDENE - Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste devido a interiorização da operação que realiza.

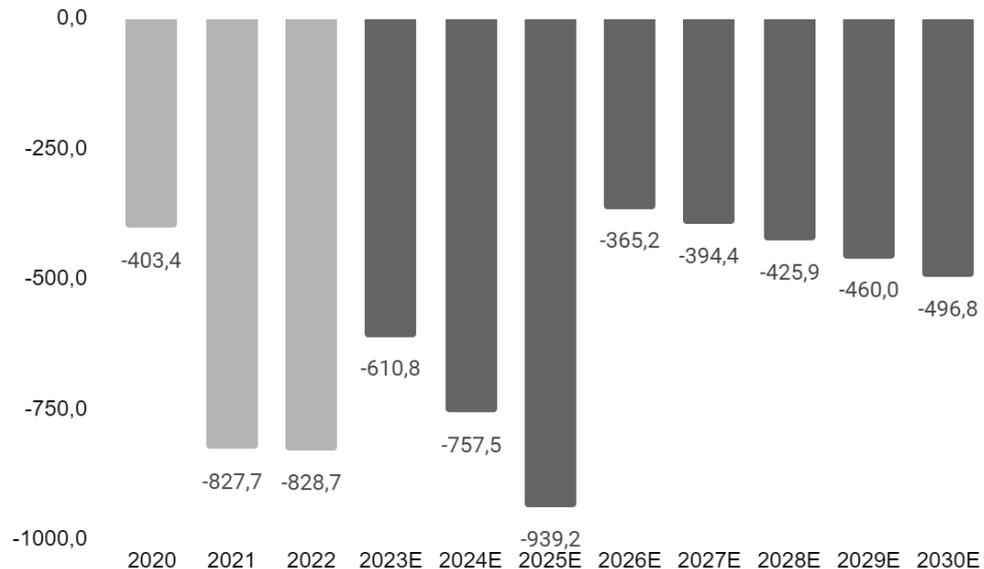
5.1.4 CAPEX

O CAPEX é um indicador do quanto a empresa investe para crescer aplicando recursos em ativos imobilizados ou intangíveis. Como está em expansão e fazendo sua consolidação no mercado, a projeção é que o CAPEX gire em torno de 50% da

receita líquida de 2023 a 2025 e em 2026 a 2030 esteja em torno de 18% para manutenção, que segue em linha com o que as empresas concorrentes como Vivo possuem atualmente.

É mostrado no Gráfico 2 abaixo o CAPEX e sua projeção.

GRÁFICO 2 - CAPEX PROJETADO (EM MILHÕES R\$)



Fonte: A autora (2024).

5.1.5 Variação da necessidade de capital de giro

O capital de giro são os recursos necessários que a empresa tem a disposição para arcar com os custos operacionais e manter o negócio em funcionamento. Para a projeção do fluxo de caixa é necessário a necessidade de capital de giro por meio da fórmula:

$$NGC = \text{Caixas e equivalentes} + \text{Contas a receber} - \text{Fornecedores}$$

A variação da necessidade de capital de giro (NGC) foi calculada usando os valores do último ano divulgado (2022), usando uma variação no primeiro ano de 10% e os anos seguintes seguindo em linha com o crescimento da receita.

TABELA 5 - VARIAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO (EM MILHÕES R\$)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Variação do capital de giro	-27,8	-30,1	-32,5	-35,1	-37,9	-40,9	-44,2	-47,7

Fonte: A autora (2024).

5.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE

De acordo com as premissas estabelecidas acima é mostrado na tabela abaixo o fluxo de caixa livre para a firma:

TABELA 6 - FLUXO DE CAIXA LIVRE ESTIMADO (EM MILHÕES R\$)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	PERPETUIDADE
Receita líquida	1.221,7	1.514,9	1.878,5	2.028,8	2.191,1	2.366,3	2.555,7	2.760,1	2.980,9
EBITDA	586,4	727,2	901,7	973,8	1.051,7	1.135,8	1.226,7	1.324,9	1.430,8
EBIT	403,2	499,9	619,9	669,5	723,1	780,9	843,4	910,8	983,7
IR e CS	-11,8	-14,6	-18,2	-19,6	-21,2	-22,9	-24,7	-26,7	-28,8
NOPAT	391,3	485,3	601,7	649,9	701,9	758,0	818,7	884,1	954,9
Depreciação e amortização	-183,3	-227,2	-281,8	-304,3	-328,7	-355,0	-383,3	-414,0	-447,1
CAPEX	-610,8	-757,5	-939,2	-365,2	-394,4	-425,9	-460,0	-496,8	-536,6
Variação do capital de giro	-27,8	-30,1	-32,5	-35,1	-37,9	-40,9	-44,2	-47,7	-51,5
Fluxo de caixa livre para a firma	-64,1	-75,0	-88,2	553,9	598,3	646,1	697,8	753,6	813,9

Fonte: A autora (2024).

5.3 TAXA DE DESCONTO

Após a estimação do fluxo de caixa é necessário calcular a taxa de desconto que traz os valores futuros para presente. Como o fluxo de caixa livre foi calculado pelo método do fluxo de caixa livre para a firma iremos calcular a taxa por meio do WACC, K_e e K_d .

5.3.1 Custo de capital próprio

O custo de capital próprio foi calculado através da fórmula indicada por Damodaran, onde o CAPM é ajustado ao risco e a moeda do Brasil. O custo de capital próprio, K_e , é calculado por:

$$K_e = (1 + (R_f + \beta \times (R_m - R_f) + CRP)) \times \text{Diferencial de inflação}) - 1$$

O valor de β disponível no site do Yahoo Finance para a Brisanet é de 0,71. O beta alavancado, cujo cálculo já foi demonstrado anteriormente, é de 1,33. Foi utilizado como ativo livre de risco, o T-Bond, que é o título de 10 anos do governo americano, retirado do site da Bloomberg. Da base de dados disponível no site de Damodaran foram retirados o prêmio de risco de mercado e prêmio risco país. Já o diferencial da inflação foi encontrado no boletim Focus do BACEN e estimativas do FED.

A Tabela 7 abaixo mostra os dados.

TABELA 7 - CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO (K_e)

CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO (K_e)	
Yield do tesouro americano 10 anos	4,21%
Prêmio de risco mercado americano	4,72%
β desalavancado	0,71
β alavancado	1,33
Risco Brasil	2,92%
Inflação EUA	2%
Inflação BR	4%
Custo de capital próprio (K_e)	16,65%

Fonte: A autora (2024).

5.3.2 Custo de capital de terceiros

O custo de capital de terceiros foi calculado de acordo com a fórmula do K_d , apresentada abaixo, e ficou em 11%, e com o benefício tributário K_d foi para 10,68%.

$$Kd = \frac{\text{Despesas financeiras-JCP}}{\text{Dívida bruta}}$$

5.3.3 Custo médio ponderado de capital

O custo médio ponderado de capital (WACC) é definido pelo Kd e Ke, calculados acima, é representado através da fórmula apresentada abaixo e ponderados pela estrutura de capital da empresa, apresentado abaixo na Tabela 8:

$$WACC = Wd \times Kd \times (1 - T) + We \times Ke$$

TABELA 8 - CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

WACC	
Kd	11%
Kd (benefício tributário)	10,68%
Debt	750,0
Equity	1.420,0
% equity	65,44%
WACC	14,59%

Fonte: A autora (2024).

A taxa de desconto é obtida através do WACC. Essa taxa de desconto reflete o custo de oportunidade dos investidores e é essencial para determinar o valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa

5.4 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Através dos parâmetros vistos acima, é possível calcular o valor justo para firma, trazendo para valor presente o fluxo de caixa projetado através da fórmula seguinte e valores mostrados na Tabela 9:

$$\text{Valor presente} = \sum \frac{\text{Fluxo de caixa calculado}}{1 + \text{Taxa de desconto}}$$

TABELA 9 - VALOR PRESENTE E PROJEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA (EM MILHÕES DE R\$)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	PERPETUIDADE
Fluxo de caixa livre para firma	-64,1	-75,0	-88,2	553,9	598,3	646,1	697,8	753,6	813,9
Taxa de desconto	1,15	1,32	1,52	1,75	2,01	2,31	2,65	3,05	3,51
Fluxo de caixa livre descontado	-55,9	-57,1	-58,6	321,3	302,8	285,4	269,0	253,5	2.507,4
Valor da firma	3.768,0								

Fonte: A autora (2024).

5.5 PERPETUIDADE

Depois de calcular o valor do fluxo de caixa para valor presente, calculamos o valor da empresa na perpetuidade, que é a estimativa do valor presente do fluxo de caixa gerado no longo prazo. Para isso, assumimos um crescimento na perpetuidade de 5,56%, como apresentado na Tabela 10:

TABELA 10 - PERPETUIDADE (EM MILHÕES DE R\$)

	PERPETUIDADE
Fluxo de caixa na perpetuidade	813,9
WACC	16,65%
Crescimento na perpetuidade	5,56%
Valor presente na perpetuidade	2.507,4

Fonte: A autora (2024).

5.6 VALOR DA EMPRESA

Somando ambos os valores presentes de do fluxo de caixa e perpetuidade com caixa e dívida bruta atual, obtemos o valor da empresa:

TABELA 11 - VALOR DA EMPRESA (EM MILHÕES DE R\$)

VALOR DA EMPRESA	
Valor presente dos fluxos de caixa	1.260,6
Valor presente na perpetuidade	2.507,4
Valor da firma	3.768,0
Caixa (+)	500,3
Dívida bruta (-)	1.234,9
Valor da empresa	3.033,4

Fonte: A autora (2024).

5.7 VALOR JUSTO DE MERCADO

Para comparar o valor calculado da empresa com o valor de mercado, dividimos o valor total pelo número de ações em circulação:

TABELA 12 - VALOR JUSTO DE MERCADO

VALOR JUSTO DE MERCADO	
Valor da empresa	R\$ 3.033.487.610,00
Número de ações	449.094.916
Preço justo por ação	R\$ 6,75
Preço atual	R\$ 3,07
Upside	120,02%

Fonte: A autora (2024).

Diante disso, podemos constatar que o valor justo por ação da Brisanet calculado é de R\$6,75 e o negociado em 31/01/2024 foi de R\$3,07, configurando um upside de 120,02% indicando subavaliação da empresa e gerando recomendação de compra do ativo.

6 CONCLUSÃO

Neste trabalho foi apresentado a *valuation* da empresa Brisanet S.A, sendo apresentada sua trajetória e perspectivas para o setor de telecomunicações. No capítulo seguinte foi descrita a fundamentação teórica falando sobre os diferentes métodos de avaliação de empresa e justificativa do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para determinação do valor justo da empresa. No capítulo seguinte foi detalhada a metodologia utilizada, bem como base de dados, software utilizado e também apresentado os dados históricos da companhia que foram utilizados para os resultados apresentados.

O valuation através do método de fluxo de caixa descontado desempenha um papel crucial no mundo dos negócios, sendo capaz de fornecer uma avaliação fundamentada e objetiva do valor de uma empresa permitindo que investidores, gestores e stakeholders tomem decisões informadas sobre investimentos, financiamentos, fusões, aquisições e estratégias de crescimento. É uma ferramenta essencial para compreender o potencial de geração de valor de uma empresa e avaliar sua capacidade de gerar retornos sustentáveis no longo prazo.

O valor justo da empresa calculado foi de R\$3,03 bilhões, um valor equivalente a R\$6,75 por ação. Esses números sugerem que a empresa está sendo subestimada, o que leva à recomendação de compra do ativo, com um potencial de valorização de 120,02% em relação ao preço de mercado em 31/01/2024 que estava em R\$3,07. Esse aumento significativo indica que o mercado não está eficientemente refletindo todas as informações disponíveis sobre o ativo.

Os resultados e premissas apresentados refletem a visão da autora e têm como objetivo demonstrar o método de fluxo de caixa descontado de forma acadêmica.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

Brisanet adiciona 12,5 mil clientes de banda larga à sua base em dezembro.

Disponível em:

<<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/01/15/brisanet-adiciona-10-mil-clientes-de-banda-larga-a-sua-base-em-dezembro.ghtml>>. Acesso em: 15 jan. 2024.

Brisanet levanta R\$1,4 bilhão em estreia na bolsa. Disponível em:

<<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2021/07/28/brisanet-levanta-r-14-bilhao-em-estreia-na-bolsa.ghtml>>. Acesso em: 13 jan. 2024.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 5. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DAMODARAN, A. **Volatility rules: valuing emerging market companies**. Nova York, 2009.

DAMODARAN, A. **Introduction to valuation**. Nova York, 2008.

Estatísticas – Conexis – Sindicato Nacional das Empresas de Telefonia e de Serviço Móvel, Celular e Pessoal. Disponível em:

<<https://conexis.org.br/numeros/estatisticas/>>. Acesso em: 15 jan. 2024.

FAMA, E. F.; **Random Walks in Stock Market Prices**. *Financial Analysts Journal*. Vol. 21, no. 5, pp. 55-59. 1965.

Fitch Ratings: Perspectiva para o setor de telecomunicações. Disponível em:

<<https://www.fitchratings.com/research/pt/corporate-finance/n-a-06-12-2023#:~:text=%E2%80%9CA%20perspectiva%20para%20o%20setor>>. Acesso em: 15 jan. 2024.

FERRARI, M. **Os desafios e oportunidades do setor de telecomunicações para 2024**. Disponível em:

<<https://teletime.com.br/22/02/2024/os-desafios-e-oportunidades-do-setor-de-telecomunicacoes-para-2024/#:~:text=O%20setor%20de%20telecomunica%C3%A7%C3%B5es%20est%C3%A1>>. Acesso em: 02 mar. 2024.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 7. ed. McKinsey & Company. EUA: Wiley, 2020.

LONGARETTI, E. **Valuation: modelagem financeira para evidenciação do valor justo de uma empresa**. Criciúma, 2013.

MAIA, D. **Brisanet arremata lotes de 5G e também ganha status de operadora de telefonia móvel**. Disponível em:

<<https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/brisanet-arremata-lotes-de-5g-e-tambem-ganha-status-de-operadora-de-telefonia-movel/>>. Acesso em: 13 jan. 2024.