

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Juliano da Silva

ANÁLISE DA VARIAÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE TECNOLOGIA DE INFORMAÇÃO E
COMUNICAÇÃO DURANTE A CRISE DO *SUBPRIME*

PORTO ALEGRE

2011

Juliano da Silva

ANÁLISE DA VARIAÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE TECNOLOGIA DE INFORMAÇÃO E
COMUNICAÇÃO DURANTE A CRISE DO *SUBPRIME*

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

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira
Kloeckner

PORTO ALEGRE

2011

Juliano da Silva

ANÁLISE DA VARIAÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE TECNOLOGIA DE INFORMAÇÃO E
COMUNICAÇÃO DURANTE A CRISE DO *SUBPRIME*

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

Conceito final:

Aprovado em.....de.....de.....

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.

Prof. Dr.

Prof. Dr.

Orientador - Prof. Dr Gilberto de Oliveira Kloeckner - UFRGS

RESUMO

Este trabalho pretende estudar o desempenho econômico-financeiro das empresas nacionais do setor de Tecnologia da Informação e Comunicação durante a Crise do *Subprime*, bem como visualizar as projeções futuras dessas empresas. Para isso, realizou-se uma pesquisa exploratória a partir de dados de 2006 a 2010. Foi realizada uma breve apresentação das características do setor no Brasil. Posteriormente, através de informações de Demonstrações Contábeis, foi estruturada uma avaliação através de indicadores financeiros os quais foram analisados pormenorizadamente. Por fim, diante das análises realizadas, buscou-se uma compreensão integral de como se portaram essas empresas diante da crise, bem como se estão preparadas financeiramente para atuar em mercados altamente competitivos.

Palavras-chave: TIC, Tecnologia da Informação e Comunicação, Crise do *Subprime*, Avaliação de Empresas.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Valor Econômico Agregado - TOTVS	34
Gráfico 2 - Valor de Mercado Adicionado - TOTVS	34
Gráfico 3 - Ganho de Capital Trimestral Mercado de Ações - TOTVS	35
Gráfico 4 - Ganho de Capital Anual - TOTVS.....	35
Gráfico 5 - Índice Preço da Ação/ Lucro da Ação - TOTVS.....	35
Gráfico 6 - Índice de Caixa - TOTVS	36
Gráfico 7 - Índice Liquidez Corrente - TOTVS	36
Gráfico 8 - Índice de Endividamento Geral - TOTVS	37
Gráfico 9 - Capital de Terceiros sobre Capital Próprio - TOTVS.....	37
Gráfico 10 - Cobertura de Juros - TOTVS	38
Gráfico 11 - Cobertura de Caixa - TOTVS	38
Gráfico 12 - Margem de Lucro - TOTVS.....	39
Gráfico 13 - Retorno do Ativo - TOTVS.....	39
Gráfico 14 - Margem Ebitda - TOTVS e margem operacional	39
Gráfico 15 - Margem Operacional - TOTVS	40
Gráfico 16 - Custo do Capital Próprio - TOTVS	40
Gráfico 17 - Custo do Capital de Terceiros - TOTVS.....	40
Gráfico 18 - Custo Médio Ponderado de Capital - TOTVS	41
Gráfico 19 - Valor Econômico Agregado – Itaotec	44
Gráfico 20 - Valor de Mercado Adicionado – Itaotec.....	44
Gráfico 21 - Ganho de Capital Trimestral Mercado de Ações – Itaotec	45
Gráfico 22 - Ganho de Capital Anual – Itaotec	45
Gráfico 23 - Índice Preço da Ação/ Lucro da Ação – Itaotec.....	45
Gráfico 24 - Índice de Caixa – Itaotec	46
Gráfico 25 - Índice Liquidez Corrente – Itaotec	46
Gráfico 26 - Índice de Endividamento Geral – Itaotec	47
Gráfico 27 - Capital de Terceiros sobre Capital Próprio – Itaotec	47
Gráfico 28 - Cobertura de Juros – Itaotec	48
Gráfico 29 - Cobertura de Caixa – Itaotec	48

Gráfico 30 - Margem de Lucro - Itautec	49
Gráfico 31 – Retorno do Ativo	49
Gráfico 32 - Margem Ebitda - Itautec	50
Gráfico 33 - Margem operacional	50
Gráfico 34 - Custo do Capital Próprio – Itautec.....	50
Gráfico 35 - Custo do Capital de Terceiros – Itautec	51
Gráfico 36 - Margem Médio Ponderado de Capital – Itautec	51
Gráfico 37 – Valor Econômico Agregado – TELEMAR.....	55
Gráfico 38 – Valor de Mercado Adicionado – TELEMAR.....	56
Gráfico 39 - Ganho de Capital Trimestral Mercado de Ações - TELEMAR	56
Gráfico 40 - Ganho de Capital Anual – TELEMAR	56
Gráfico 41 - Índice Preço da Ação/ Lucro da Ação – TELEMAR.....	57
Gráfico 42 - Índice de Caixa – TELEMAR	57
Gráfico 43 - Índice Liquidez Corrente - TELEMAR	58
Gráfico 44 - Índice de Endividamento Geral - TELEMAR	58
Gráfico 45 - Capital de Terceiros sobre Capital Próprio – TELEMAR	59
Gráfico 46 - Cobertura de Juros – TELEMAR	59
Gráfico 47 - Cobertura de Caixa – TELEMAR	60
Gráfico 48 - Margem de Lucro - TELEMAR	60
Gráfico 49 – Retorno do Ativo- TELEMAR.....	60
Gráfico 50 - Margem Ebitda e Margem operacional – TELEMAR.....	61
Gráfico 51 - Margem Operacional – TELEMAR.....	61
Gráfico 52 - Custo do Capital Próprio - TELEMAR	62
Gráfico 53 - Custo do Capital de Terceiros - TELEMAR.....	62
Gráfico 54 - Margem Médio Ponderado de Capital – TELEMAR	62

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Valor Adicionado pelo tamanho de empregado	13
Quadro 2 - Empresas do setor de TIC	14
Quadro 3 - Mercado Nacional - TOTVS	31
Quadro 4 - Empresas Pequenas (Abaixo de 160 Teclados/Computadores - TOTVS	31
Quadro 5 - Empresas Médias 160 A 550 Teclados/Computadores - TOTVS	31
Quadro 6 - Empresas de Grande Porte (Acima de 550 Teclados/Computadores) - TOTVS	32
Quadro 7 - Mercado de Telefonia Fixa Brasil 2007 a 2010	53
Quadro 8 - Mercado de Banda Larga – Móvel e Fixa	53
Quadro 9 - Mercado de Telefonia Móvel	54
Quadro 10 - Resumo dos Principais Fatos Ocorridos no Período	68

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
JUSTIFICATIVA	8
OBJETIVOS	9
1 EMPRESAS DE TECNOLOGIA DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO ...	11
1.1 DEFINIÇÃO DE EMPRESAS DE TIC	11
1.2 O SETOR E O MERCADO DE TIC NO BRASIL E NO MUNDO	12
1.3 EMPRESAS NACIONAIS	14
1.4 EMPRESAS ANALISADAS	15
2 MODELO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	17
2.1 MODELO BASEADO EM BALANÇO PATRIMONIAL	17
2.2 MODELO BASEADO EM DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO	18
2.3 MODELO BASEADO NO VALOR DE MERCADO	18
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	20
3.1 INDICADORES	21
3.1.1 Indicadores de Valor Agregado	21
3.1.1.1 Valor Econômico Agregado (EVA®)	21
3.1.1.2 Valor de Mercado Adicionado (MVA®)	22
3.1.2 Avaliação por Ganhos ou Perdas de Capital no Mercado de Ações	23
3.1.3 Índice Preço da Ação/Lucro	23
3.1.4 Índices de Demonstrações Contábeis	23
3.1.4.1 Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez.....	24
3.1.4.2 Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento.....	24
3.1.4.3 Índices de Rentabilidade e Lucratividade	25
3.1.5 Custo de Capital	26
3.2 INTEGRAÇÃO DAS TÉCNICAS DE ANÁLISE	28
3.3 A ESCOLHA DO PERÍODO DE ANÁLISE.....	29
4 AS EMPRESAS PESQUISADAS	30
4.1 TOTVS S.A.	30

4.1.1	Análise Histórica da TOTVS S.A.....	32
4.1.2	Análise Específica dos Indicadores da TOTVS	33
4.1.3	Análise Conjunta dos Indicadores da TOTVS	41
4.2	ITAUTEC S.A.	42
4.2.1	Análise Histórica da ITAUTEC S.A.	43
4.2.2	Análise Específica dos Indicadores da ITAUTEC	43
4.2.3	Análise Conjunta dos Indicadores da ITAUTEC	51
4.3	TELEMAR	52
4.3.1	Análise Histórica da TELEMAR	54
4.3.2	Análise Específica dos Indicadores da TELEMAR.....	55
4.3.3	Análise Conjunta dos Indicadores da TELEMAR.....	63
5	CONSIDERAÇÕES SOBRE O NOVO PADRÃO CONTÁBIL - IFRS	64
6	IMPACTO DA CRISE DO <i>SUBPRIME</i> NAS EMPRESAS DO SETOR DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO	67
7	PERSPECTIVA DE DESEMPENHO FUTURO PARA AS EMPRESAS NACIONAIS DE TIC	71
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	73
	REFERÊNCIAS	76
	ANEXO A – INDICADORES 2006 A 2008 TOTVS	79
	ANEXO B – INDICADORES 2009 E 2010 TOTVS	80
	ANEXO C – INDICADORES 2006 A 2008 ITAUTEC	81
	ANEXO D – INDICADORES 2009 A 2010 ITAUTEC	82
	ANEXO E – INDICADORES 2006 A 2008 TELEMAR	83
	ANEXO F – INDICADORES 2009 E 2010 TELEMAR	84

INTRODUÇÃO

A busca pela melhor gestão das empresas nos mais diversos ambientes e cenários é uma preocupação contínua e necessária para o aumento de suas riquezas. Essa busca, entretanto, torna-se complexa quando se aplica a empresas de Tecnologia de Informação e Comunicação(TIC), pois elas atuam em mercados altamente competitivos, onde há contínuo lançamento de novos produtos, bem como necessidade de absorção de novas tecnologias em seus produtos e meios de produção. A dificuldade também se acentua pelas particularidades na gestão financeira dessas empresas, muitas vezes com fundamentos contrários ao das empresas convencionais.

Além da dinâmica existente dentro do setor de TIC, pela concorrência entre as próprias empresas, por suas estratégias de marketing, finanças, inovação, pesquisa e desenvolvimento(P&D), existem fatores externos que afetam essas organizações sistematicamente, provocando alterações no ambiente, que, por consequência, levam as empresas a modificar suas estratégias, já que os resultados e metas, antes fixados, não são mais possíveis de alcançar.

O último grande cenário negativo experimentado pelas organizações originou-se da Crise do *Subprime* nos EUA. Foi uma crise financeira gerada a partir da quebra de instituições de crédito que concediam empréstimos hipotecários de alto risco(FILHO;JUNIOR, 2008). Ela se espalhou pelo mercado mundial e todos os países com economia aberta sentiram seus efeitos. Governos e empresas foram obrigados a rever seus orçamentos, estratégias e previsões econômicas e de mercado. Além dos efeitos da falta de crédito, houve uma crise geral de confiança no sistema financeiro e falta de liquidez bancária.

O impacto da Crise do *Subprime* afetou o Brasil com particularidades em cada setor. Segundo Lins(2009), em relação ao setor industrial o maior impacto foi nas atividades voltadas a exportação, enquanto que as demais indústrias modificaram suas decisões de investimento e seus planos de produção devido a suspensão do crédito e deterioração das expectativas dos consumidores e investidores. Quanto ao setor do comércio, internamente, foi afetado de modo menos acentuado, os serviços tiveram efeitos mistos. Já o setor de Tecnologia da Informação e Comunicação(TIC), que permeia toda a cadeia produtiva, apresentou os efeitos observados em todos os outros setores(LINS, 2009).

Diante da relevância que as empresas de TIC têm, como:

- Primeiro, por estarem relacionadas com a produtividade de todo sistema econômico, visto que a sua finalidade é produzir soluções que otimizem os mecanismos de gestão, pesquisa e, principalmente, as operações de serviços e fabricação de produtos; e,
- Segundo, por fazerem parte de uma estratégia de promoção do desenvolvimento econômico baseado na formação de grandes empresas nacionais que possam competir no mercado nacional, bem como internacional, proporcionando impacto positivo em indicadores macroeconômicos como transações correntes e balança de pagamentos.

Faz se necessário visualizar, com maior clareza e profundidade, como essas empresas se comportaram na crise, especialmente quanto às suas estruturas financeiras, o que possibilitará concluir se estão criando riqueza e se possuem capacidade de crescer sustentavelmente.

A observação do comportamento das companhias de TIC em um cenário adverso, como ocorreu na Crise do *Subprime*, permite ver com maior alcance a sua atual solidez e projeção de desempenhos futuros.

O conceito de empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação(TIC) utilizado neste trabalho foi o de empresas cujos modelos de negócio estejam ligados às operações com sistemas de informação, telecomunicações, automação e recursos multimídia, utilizados pelas organizações para fornecer dados, informações e conhecimento.

Os instrumentos utilizados para medir o comportamento do setor de TIC foram a análise de demonstrações contábeis, incluindo o balanço patrimonial e demonstrações do resultado do exercício, bem como a variação do valor das ações no mercado financeiro. Esses instrumentos permitiram a análise do resultado das gestões através de indicadores financeiros.

JUSTIFICATIVA

A justificativa desse estudo é a necessidade de levantar informações que evidenciem a qualidade dos fundamentos financeiros das empresas de Tecnologia de Informação e Comunicação nacionais, especialmente daquelas que detenham importância em seu mercado,

para propor futuras medidas que promovam o crescimento de riqueza nessas empresas, tendo em vista a posição estratégica desse setor para o desenvolvimento econômico do país.

A posição estratégica se forma pelos valores econômicos envolvidos no mercado de TIC. Segundo o levantamento realizado pela Consultoria Meka, no Brasil, o valor total movimentado em relação ao setor de TIC foi de R\$ 295,6 bilhões no ano de 2009(CABRAL,2010). Para o setor de Tecnologia de Informação (TI), conforme a *Internacional Data Corporation*(IDC), o mercado mundial de TI movimentou em 2010 US\$ 1,5 trilhão e o mercado nacional, US\$32 Bilhões.

O presente trabalho também se justifica pelo melhor detalhamento financeiro dessas empresas focando a análise de retorno para seus acionistas e investidores e compreensão das características particulares das empresas desse setor.

O estudo foi orientado para ilustrar quais empresas retornaram maior rentabilidade e como foram utilizados seus ativos, focando a análise financeira dos balanços e demonstrações de resultado como fonte de pesquisa. Como apoio, foi utilizado também a variação de valor das empresas no mercado de capitais e outras informações complementares como Relatório da Administração e Notas Explicativas.

O resultado da pesquisa também buscou esclarecer quais são as áreas dentro desse setor que demonstraram maior força durante a crise e que melhor souberam gerir suas atuações ao longo do período analisado. Procurando identificar suas causas de sucesso ou fracasso.

Para tal levantamento, foi necessário se ater a dados e informações de 2006 a 2010, período compreendido antes, durante e depois da Crise do *Subprime*.

OBJETIVOS

O **objetivo geral** deste trabalho foi estudar o desempenho econômico-financeiro das empresas nacionais de Tecnologia da Informação e Comunicação nos últimos anos, especialmente durante os efeitos da Crise do *Subprime*, avaliando-as através de modelos existentes e buscar informações que possam explicar os motivos dessas alterações, bem como visualizar a consistência de crescimento futuro de valor e riqueza dessas companhias.

Os **objetivos específicos** deste trabalho em relação às empresas de TIC nacionais são:

- Estudar os motivos que deram causa às alterações das estruturas financeiras das empresas de TIC;
- Avaliar a posição dessas empresas no mercado de capitais;
- Estudar o potencial crescimento de riqueza das empresas analisadas,
- Apontar eventuais riscos que possam prejudicar as operações futuras dessas empresas.

Visando o alcance dos objetivos expostos, o trabalho será apresentado em 7 capítulos. No **primeiro**, será abordada uma descrição do mercado das empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação. A seguir, no **segundo capítulo**, serão apresentados os Modelos de Avaliação de Empresas em que o presente trabalho se fundamentou. No capítulo **três**, foi elaborado o procedimento metodológico, o que levou aos resultados do estudo uma maior confiabilidade. Já, no **quarto capítulo**, faz-se uma análise individual de cada empresa estudada. No **quinto capítulo** aborda-se informações inerentes ao novo padrão contábil(IFRS), apontando alterações nas demonstrações contábeis por sua aplicação a partir de 2010. Para posterior apresentação, no **capítulo seis**, dos efeitos que a Crise do *Subprime* ocasionou nas empresas de TIC. Finalmente, no **capítulo sete**, serão abordadas as projeções de desempenho futuro das empresas de TIC.

1 EMPRESAS DE TECNOLOGIA DE INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO

Para compreensão do contexto das TIC, neste capítulo há uma breve apresentação dos conceitos tratados ao longo do trabalho. Também serão apresentadas algumas informações complementares sobre as empresas de Tecnologia de Informação e Comunicação, bem como a forma como esses mercados estão consolidados no Brasil e no Mundo.

1.1 DEFINIÇÃO DE EMPRESAS DE TIC

Dentre as definições que existem sobre o que seja Tecnologia da Informação e Comunicação, cita-se a adotada pela União Européia, apresentada no IV Encontro Ibero Americano sobre Objetivos do Milênio das Nações Unidas e as TIC, (2010, p. 10)

Tecnologia de informação e comunicação (TIC) é um termo que se emprega atualmente para fazer referência a uma ampla diversidade de serviços, aplicações, e tecnologias, que empregam diversos tipos de equipamentos e de programas informáticos, e que às vezes são transmitidas por meio das redes de telecomunicações.

Já para o que seja Setor de TIC, cita-se a que está contida no estudo do IBGE(2009, p. 12), onde se define o setor de TIC, com base na definição adotada pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico(OCDE) :

O setor TIC pode ser considerado como a combinação de atividades industriais, comerciais e de serviços, que capturam eletronicamente, transmitem e disseminam dados e informações e comercializam equipamentos e produtos intrinsecamente vinculados a esse processo.

Ainda, no mesmo estudo, o IBGE cita que os princípios básicos adotados pela OCDE para a definição de seus bens e serviços são o “uso proposital” ou a “funcionalidade dos produtos”. Assim, segundo os princípios da OCDE (IBGE, 2009, p. 13):

Os produtos TIC devem ter o propósito de realizar a função de processamento da informação e comunicação por meios eletrônicos, inclusive a transmissão e

divulgação ou o uso do processamento eletrônico para detectar, mensurar e/ou registrar um fenômeno físico ou controlar um processo físico.

Os serviços TIC devem ter o propósito de capacitar a função do processamento da informação e comunicação, por meios eletrônicos (WORKING, 2005, p. 15, tradução nossa).

Para o estudo, então, foi utilizado o seguinte conceito de Empresas de TIC: Empresas cujas operações tenham como foco uma das atividades voltadas para a transmissão, disseminação e processamento de dados por meios eletrônicos, bem como aquelas empresas que produzam equipamentos ou infraestrutura que permitam a realização dessas atividades.

1.2 O SETOR E O MERCADO DE TIC NO BRASIL E NO MUNDO

As maiores empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação em valor de mercado têm sede nos EUA e Europa. Já as empresas brasileiras de TIC têm baixo valor de mercado quando comparadas com as grandes americanas e européias, porém através de fusões e incorporações elas têm ganhado força e começam a se destacar no cenário nacional e internacional, especialmente na América Latina.

As atividades de alto valor agregado, como:

- a) propriedade da tecnologia;
- b) pesquisa e desenvolvimento;
- c) produção de kits CKD1(conjunto de peças para exportação, para montagem no país de destino) com alto valor agregado;
- d) marketing global; e
- e) consolidação de marca

Estão concentradas em poucas unidades, principalmente nas matrizes das grandes corporações do setor, nos EUA, em países europeus, no Japão e na Coreia(LINS, 2009).

Já as atividades de valor agregado médio como:

- a) produção de commodities com tecnologia proprietária na modalidade ODM2(tipo de produção em que uma companhia fabrica um produto que ao final receberá a marca de outra companhia),

- b) produção encomendada de componentes,
- c) supervisão de logística e de planos de produção de unidades montadoras,
- d) supervisão comercial e gerência de filiais e representantes

Estão distribuídas em poucos países que abrigam plantas industriais de grande porte, como Cingapura, Taiwan e China.

Para Lins(2009, p.11):

“[...]as atividades de baixo valor agregado e uso intensivo de mão de obra (montagem, embalagem, comercialização regional e serviços de apoio) estão distribuídas em um número maior de países e atendem seus mercados internos ou de países próximos, sendo estes os casos do Brasil, do México e dos países do sudeste asiático.”

Existe grande necessidade de desenvolvimento das empresas nacionais de TIC haja vista ser um setor estratégico no aumento da produtividade e no valor agregado para o país, bem como todas as vantagens de ordem econômica que essas empresas proporcionam.

Segundo Eduardo Fagundes(2010) o mercado nacional de TIC movimentava 3,5% do PIB, contra 8,3% da média do PIB de outros países e, ainda, o mercado nacional de TIC tem um déficit de 71 mil profissionais e esse déficit chegará a 200 mil em 2013.

O mercado de TIC está composto da seguinte forma: 94% de micro empresas, 5% de médias empresas e 1% de grandes empresas.

Existe também uma grande concentração no Valor Adicionado - VA gerado por essas empresas(LINS,2009), conforme se observa no Quadro 1 e 2:

Quadro 1 - Valor Adicionado pelo tamanho de empregado

PORTE DA EMPRESA	%
Empresas grandes, com mais de 250 empregados	VA de 76%.
Empresas médias de 50% a 249 empregados	VA de 10,5%,
Empresas pequenas de 10 a 49 empregado	VA de 6,5% e
Empresas de menos de 9 empregados	VA de 7%.

Fonte: IBGE (2009).

Quadro 2 - Empresas do setor de TIC

Ano	Nº de empresas	Pessoal Ocupado	Custo total (1 000 R\$)	Receita líquida (1 000 R\$)	Receita líquida (1 000 R\$)
2003	55.597	478.446	153.686.818	139.691.700	59.412.288
2004	55.667	542.005	174.883.203	171.308.628	71.085.785
2005	58.359	593.591	195.290.562	187.191.402	74.219.468
2006	65.754	673.024	215.230.776	205.890.414	82.059.985

Fonte: IBGE (2009).

Embora o mercado nacional ainda não esteja entre os grandes do mercado internacional, o Brasil tem aumentado consideravelmente a sua participação no cenário mundial nos últimos anos e se encontra, atualmente, como o 7º maior consumidor mundial de produtos e serviços das empresas de TIC.

1.3 EMPRESAS NACIONAIS

Economicamente é importante que empresas de Tecnologia de Informação e Comunicação sejam controladas por grupos nacionais, sejam públicos ou privados. É estratégico esse controle para fins de desenvolvimento da economia nacional, haja vista a dependência da balança de pagamentos no setor de TIC. Como exemplo, veja-se o saldo do comércio externo do país no setor, que caiu cerca de 32% entre o anos de 2002 a 2006 (IBGE, 2009), tendência que continua. Em 2010 o déficit do previsto do setor era de 1,4% do PIB.

Visando a melhoria desse indicador macroeconômico, no sentido de crescimento dessas empresas, o governo deve apoiá-las para que possam ter maior capacidade de produção no país, bem como proporcionar sua internacionalização, o que influenciará positivamente a Balança de Pagamentos, o Produto Nacional Bruto e o Produto Interno Bruto.

Finalmente, observe-se que existe uma grande quantidade de empresas que atuam no Brasil, cujo controle pertence a grupos estrangeiros. No setor de comunicações, destacam-se a Vivo, GVT, TIM, Claro, Embratel, que são controladas por empresas de capital externo. Já no setor de equipamentos e programas, sobressaem-se a HP, LG, IBM, Microsoft e Google.

1.4 EMPRESAS ANALISADAS

Para melhor visualizar as empresas de TIC, há necessidade de compreender a dinâmica e as particularidades da administração financeira delas, que, muitas vezes, mostram características positivas ou negativas diversas das empresas convencionais, especialmente as empresas de Tecnologia da Informação.

As empresas de Tecnologia, segundo Aswath Damodaram(2002), têm as seguintes características:

- Mesmo que tenham receita operacional positiva, podem possuir fluxo de caixa negativos, devido, em grande parte pelas necessidades de reinvestimentos, para obter no futuro grande retorno positivo de caixa;
- Tendem a ser altamente dependentes do patrimônio para seu financiamento, o que leva a um custo do capital muito próximo do custo patrimonial;
- Apresentam baixo níveis de endividamento em seus balanços;
- Grande diferença entre valor de mercado e valor escritural;
- Grande parte do valor vem dos ativos de crescimento; e
- As ações de empresas de tecnologia geralmente têm razões P/L(razão entre o preço de mercado da ação e o lucro por ação) mais elevadas do que as outras empresas

Esse panorama pode ser visto principalmente nas empresas de Tecnologia da Informação quando jovens e quando se propõem a investir altas quantias em P&D.

A busca por empresas que atendessem aos requisitos anteriormente definidos como TIC foi feita na Bolsa de Valores de São Paulo-BOVESPA. As empresas escolhidas para o estudo deveriam ter importância sistemática tanto para o mercado como para o estudo, dessa forma optou pelas seguintes organizações:

Do segmento de Programas e Serviços

a) TOTVS(pronuncia-se tótus) : É considerada a maior empresa do segmento de programas e softwares com sede em países emergentes, é dona das marcas Microsiga e Datasul. Com mais de 25 anos de história, a empresa possui uma gama variada de serviços e

produtos. Dentre a soluções que a empresa trabalhada no campo de software empresarial, cita-se o *Enterprise Resource Planning*(ERP) ou Sistemas Integrados de Gestão Empresarial; *Customer Relationship Management* (CRM) ou Gestão de Relacionamento com o Cliente; *Business Intelligence*(BI) ou Inteligência Artificial entre outros.

Do segmento Computadores e Equipamentos

b) Itaútec : Maior fornecedora de TI para o setor financeiro da América latina e possui a décima maior base instalada de máquinas de auto atendimento do mundo.

A empresa Itaútec S.A. pertence à *holding* Itaúsa, que controla também o Banco Itaú Unibanco Múltiplo, Duratex, Elekeiroz, além de outros empreendimentos.

A companhia tem sede em São Paulo, possui subsidiárias em países como Estados Unidos, Espanha e Argentina, com mais de 6(seis) mil funcionários no mundo todo, sendo que aproximadamente 5.800 estão localizados no país.

Do Segmento de Telecomunicações

c) TELEMAR: Dona da marca OI, possui 13,9 milhões de linhas fixas em operação com a marca OI, bem como 41 milhões de assinantes de telefones móveis no país. Porém, dentre as companhias analisadas é a maior em receita líquida, chegando a R\$ 29 bilhões em 2010.

Após uma exposição de como o mercado das empresas de TIC se posiciona no Brasil e no Mundo, e de uma classificação do que sejam as empresas objeto deste estudo, foram delimitadas as empresas que deveriam ser analisadas pela sua importância e características próprias para este trabalho.

Dando continuidade ao que o se propõe, serão abordados a seguir os modelos de avaliação utilizados na análise e as justificativas de sua aplicação para alcançar os objetivos propostos.

2 MODELO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Para realizar uma avaliação consistente, buscou-se modelos utilizados com comprovada efetividade e com aplicação acessível e clara, para tanto foram analisados alguns modelos de avaliação de empresas. Assim, com base no artigo publicado pela Revista FAE (Müller, 2003), dentre os modelos existentes destacam-se os modelos baseados no Balanço Patrimonial, nas Demonstrações de Resultado, no Fluxo de Caixa, no *Goodwill* e de Criação de Valor. No entanto, pelas limitações de fontes e informações e pelo objetivo do estudo, os modelos utilizados serão os dois primeiros, incluindo a análise do valor de mercado.

2.1 MODELO BASEADO EM BALANÇO PATRIMONIAL

Conforme Müller (2003, p. 2), este modelo propõe determinar o valor de uma empresa pela estimativa do valor de seus ativos, por este modelo considera-se que o valor de uma empresa está em seu balanço patrimonial. No entanto esse modelo não pondera outros fatores que afetam o valor da empresa, como recursos humanos e seu posicionamento no mercado em que atua.

Embora possa ser considerado um modelo limitado, tendo em vista o que diz Müller(2003, p. 2):

Em geral , os modelos baseados no balanço patrimonial apresentam valores para as empresas que não guardam relação com o seu valor de mercado. Todos os autores que abordam a matéria são constantes nesse pensamento[...]

Pela clareza, agilidade e disponibilidade de apreciação, seu modelo mostra-se efetivo para o trabalho desenvolvido. Para Matarazzo (2007, p. 27):

O diagnóstico de uma empresa quase sempre começa com uma rigorosa Análise de Balanços, cuja finalidade é determinar quais são os pontos críticos e permitir, de imediato, apresentar um esboço das prioridades para a solução de seus problemas.

Para aplicação deste modelo, foram utilizadas dados de contas existentes do Balanço Patrimonial em índices que possam apontar a qualidade dos ativos existentes nas companhias em análise.

2.2 MODELO BASEADO EM DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO

Por esse modelo, pode-se verificar aquilo que as empresas oferecem como resultado, em outras palavras, Müller(2003, p.4) afirma:

Tais modelos buscam determinar o valor das empresas através do volume de lucros, vendas e outros indicadores de resultado que são apresentados.

A partir desse modelo extraem-se informações mais focadas nas operações, no desempenho das empresas, isto é, como dito anteriormente, foca-se o resultado que a empresa alcança.

Porém, Matarazzo(2007, p. 45) diz que:

A Demonstração do Resultado retrata apenas o fluxo econômico e não o fluxo monetário(fluxo de dinheiro). Para a Demonstração do Resultado não importa se uma receita ou despesa tem reflexos em dinheiro[...]

Como essa demonstração foca o resultado das empresas, busca-se com ela informações que apontem a qualidade das gestões das empresas analisadas, principalmente, por que todos os setores das empresas são avaliados, isto é, todas as receitas e despesas são ponderadas nessa demonstração.

2.3 MODELO BASEADO NO VALOR DE MERCADO

O valor de mercado de uma empresa pode ser medido pelo valor de suas ações negociadas no mercado. E, assim, através de sua variação, pode se constatar sua valorização ou desvalorização.

De acordo com Fortuna (2002), o preço de uma ação em bolsa surge através das circunstâncias do mercado, determinado pela oferta e demanda que reflitam as condições econômicas do país e específicas da empresa e de seu setor econômico.

As expectativas do mercado em relação à empresa, geradas através de todos os níveis e canais de informação, determinam o preço das ações, no entanto, decisões internas também afetam o preço das ações. Portanto, fatores internos e externos à empresa influenciam o valor das ações. Neste sentido a análise através das ações torna a análise mais completa sobre como está sendo levada a administração financeira das empresas analisadas.

Diferentemente dos índices de avaliação de situação econômica e financeira, os índices de ações objetivam avaliar a viabilidade de investimentos em ações de determinada empresa (Matarazzo, 2007, p.301). A análise das informações dos índices de ações negociadas em bolsa nos traz dados quantitativos e objetos a respeito de ações. No entanto, o mercado de capitais de ações é complexo, o qual sofre influência de fatores de diversas ordens como conjunturais, psicológica, monetária etc.

Ao se analisar como valorizaram ou desvalorizaram as cotações das ações no mercado da Bolsa de Valores, obtêm-se também a expectativa do mercado diante de futura alta ou baixa no valor das ações das organizações estudadas.

Deste modo, com os modelos de avaliação já definidos, têm-se uma orientação para seguir caminho mais seguro ao que se pretende. No entanto, antes de promover as análises das companhias delimitadas no primeiro capítulo, serão apresentados e explanados os índices que se apóiam nas demonstrações contábeis e de mercado neste capítulo citadas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para realizar o estudo pretendido foram realizados três estudos de caso. A definição de estudo de caso encontra-se as palavras de Freitas e Prodanov, (2009, p. 66):

O estudo de caso: consiste em coletar e analisar informações sobre um determinado indivíduo, uma família, um grupo ou uma comunidade, a fim de estudar aspectos variados de sua vida, de acordo com o assunto da pesquisa. É um tipo de pesquisa qualitativa, entendido como uma categoria de investigação que tem por objeto o estudo de uma unidade de forma aprofundada, podendo tratar-se de um sujeito, de um grupo de pessoas, de uma comunidade etc. São necessários alguns requisitos básicos para sua realização, entre os quais: severidade, objetividade, originalidade e coerência.

Os estudos de casos neste trabalho têm por objeto empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação, compostas por aquelas que detinham a maioria do capital votante em mãos de grupos nacionais.

Foi uma pesquisa exploratória, pois já que através da utilização de estudos de caso foi possível levantar dados e informações sobre as empresas de TIC.

Para Freitas e Prodanov (2009, p. 63), a pesquisa exploratória:

[...] tem como finalidade proporcionar mais informações sobre o assunto que vamos investigar, possibilitando sua definição e seu delineamento, isto é, facilitar a delimitação do tema da pesquisa; orientar a fixação dos objetivos e a formulação das hipóteses ou descobrir um novo tipo de enfoque para o assunto. Assume, em geral, as formas de **pesquisas bibliográficas** e **estudos de caso** (grifo nosso).

Para proceder a avaliação proposta, foram utilizados indicadores que melhor pudessem satisfazer o resultado com foco na administração financeira, sem considerar uma análise mais profunda sobre operações em outras áreas estratégicas da organização como marketing, produção e operações. Desta forma, as informações obtidas foram analisadas a partir de uma perspectiva financeira.

Para tanto, a coleta de dados das organizações em tela foi efetuada a partir:

- da **BM&FBovespa**, através do site www.bmfbovespa.com.br, quanto aos relatórios financeiros, relatórios da administração e notas explicativas, bem como demais informações financeiras e de mercado, como valores de suas ações;
- do sistema **Economática**, disponível na Universidade Federal do Rio Grande do Sul(UFRGS) para seus alunos do curso de Administração, de onde

foram extraídos as demonstrativos contábeis e alguns indicadores financeiros;
e

- da Comissão de Valores Imobiliários(CVM), através do seu site www.cvm.gov.br, para conferência de alguns dados não encontrados nas outras fontes.

3.1 INDICADORES

Os indicadores utilizados que forneceram a base para avaliação das empresas analisadas foram os seguintes:

3.1.1 Indicadores de Valor Agregado

Para analisar o valor agregado gerado pelas empresas, utiliza-se geralmente dois indicadores: o EVA® e o MVA®¹, e, segundo Schimdt(2006, p. 48), esses indicadores trabalham orientados com os resultados que a empresa obtém. Esses indicadores são utilizados para avaliar o desempenho econômico das empresas e, conseqüentemente, demonstrar se a companhia está produzindo valor ou não (SCHIMDT, 2006, p. 46).

A seguir são apresentados esses índices com maior detalhamento, assim como os passos para seus cálculos.

3.1.1.1 Valor Econômico Agregado (EVA®)

O EVA®, segundo Grinblatt(2005, p. 300) foi originalmente concebido como um ajuste para os lucros contábeis que melhor mensura como as empresas estão se saindo. Além

¹ Essa siglas foram patenteadas pela Stern & Steward & Co (SCHIMDT, 2006, p. 46).

disso, o EVA® prefere o fluxo de caixa aos lucros contábeis. Ele tenta contabilizar o impacto de fluxo do capital.

Para Schmidt(2006, p. 50), os componentes utilizados para obtenção do EVA® são NOPAT e os Encargos de Capital. Assim, temos:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT}(-) \$ (\text{Valor Monetário}) \text{ do Custo de Capital}$$

Onde :

NOPAT = lucro operacional líquido depois dos impostos

\$ do Custo de Capital = WACC x capital aplicado

$$\text{WACC} = (\text{Passivo Oneroso} \times \text{taxa média do custo de capital após I.R.}) + (\text{Patrimônio Líquido} \times \text{Custo do Capital Próprio})$$

3.1.1.2 Valor de Mercado Adicionado (MVA®)

Para Schmidt(2006, p. 52) o MVA® objetiva medir o impacto que o EVA® provoca no valor de mercado da Empresa. Também pode ser conceituado como a diferença entre os valores que foram investidos na empresa e o que poderia receber vendendo pelo preço de mercado corrente.

Ainda, conceitua-se o MVA® como:

“[...] uma medida cumulativa de performance em valores monetários da empresa, isto é, indica quanto o valor de mercado das ações da empresa tem adicionado valor aos acionistas, quando comparado com o valor originalmente investido” (MALVESSI, 2000,P.43 apud SCHMIDT, 2006, p.45)”

$$\text{MVA}^{\circledR} = \text{Valor de mercado da empresa} - \text{Valor Investido pelo acionista}$$

3.1.2 Avaliação por Ganhos ou Perdas de Capital no Mercado de Ações

Utilizado para medir o valor que uma ação retorna conforme sua variação de preço negociada no mercado mobiliário. Este índice avalia o quanto as ações disponibilizadas no mercado da BM&FBOVESPA forneceram de retorno para seus proprietários, não considerando os dividendos.

A fórmula, segundo Ross et al(2000, p.263), é :

Ganho de Capital = Preço de Venda – Preço de Compra

Ou:

$$\text{Ganho de Capital} = \text{Preço período } n - \text{Preço período } n-1$$

3.1.3 Índice Preço da Ação/Lucro

A razão P/L tem definição consistente: o numerador é o valor de mercado da ação e o denominador é o lucro por ação (DAMODARAN, 2002, p. 268).

Para Ross et al(2000, p. 86), este índice mede o quanto os investidores estão dispostos a pagar por dólar(ou unidade monetária vigente) de lucro corrente. P/L alto são associados a empresas que possuem ótimas perspectivas de crescimento futuro. Ross fala ainda que se uma empresa possui lucro muito baixo, ou nenhum, seu P/L tende a ser muito elevado; portanto, é necessário tomar cuidado ao interpretar este índice.

$$\text{P/L} = \text{Valor de mercado por Ação} / \text{Lucro por Ação}$$

3.1.4 Índices de Demonstrações Contábeis

Estes índices são extraídos a partir de dados das Demonstrações Contábeis, especificamente das Demonstrações de Resultado do Exercício e do Balanço Patrimonial.

3.1.4.1 Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez

Estes índices destinam-se a mostrar a capacidade de pagamento no curto prazo da empresa. Estes índices concentram sua atenção no Ativo e Passivo Circulante e segundo Ross et al(2000, p.81), uma das vantagens de analisar esse ativos e passivos é que seus valores contábeis se aproximam dos valores de mercado.

Capacidade de pagamento imediato

Índice de Caixa (ROSS ET AL, 2000, p. 83):

$$\text{Índice de Caixa} = \text{Disponibilidades} / \text{Passivo Circulante}$$

Capacidade de pagamento a Curto prazo

Índice de Liquidez Corrente (ROSS ET AL, 2000, p. 81):

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo}$$

3.1.4.2 Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento

Os indicadores de solvência a Longo Prazo tem a função de analisar a capacidade da empresa saldar suas dívidas a longo prazo (ROSS ET AL, 2000, p. 86), ou, em outras palavras, mede a alavancagem financeira da empresa.

Capacidade de pagamento a Longo Prazo

Índice de Endividamento Geral (ROSS ET AL, 2000, p. 83):

$$\text{Índice de Endividamento Geral} = (\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio Líquido}) / \text{Ativo Total}$$

O índice de endividamento geral leva em conta todas as dívidas, de diferentes prazos e de todos os credores(ROSS ET AL, 2000, p. 83).

Capital de Terceiros sobre Capital Próprio (ROSS ET AL, 2000, p. 83):

$$\text{Capital de Terceiros Sobre Capital Próprio} = \text{Exigível Total} / \text{Patrimônio Líquido}$$

Outra medida de solvência de longo prazo é a Cobertura de Juros, o qual, segundo Ross et al (2000, p. 83), mede quão bem a empresa cobre suas obrigações de pagamentos de juros.

Cobertura de Juros (ROSS ET AL, 2000, p. 83):

$$\text{Cobertura de Juros} = \text{LAJI} / \text{Juros}$$

Onde:

LAJI: Lucros Antes de Juros e Imposto

Para medir a capacidade da empresa de gerar caixa em suas operações, a Cobertura de Caixa é frequentemente empregada como medida de fluxo de caixa disponível para cumprir obrigações financeiras (ROSS ET AL, 2000, p. 84).

Cobertura de Caixa (ROSS ET AL, 2000, p. 83):

$$\text{Cobertura de Caixa} = (\text{LAJI} + \text{Depreciação}) / \text{Juros}$$

3.1.4.3 Índices de Rentabilidade e Lucratividade

Estes índices evidenciam o desempenho econômico da empresa. Eles pretendem medir a performance que a empresa gerencia seus ativos e administra suas operações (Ross, 2000). Preocupam-se com o lucro líquido.

Margem de Lucro (ROSS ET AL, 2000, p. 85):

$$\text{Margem de Lucro} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida}$$

Retorno do Ativo (ROSS ET AL, 2000, p. 86):

$$\text{Retorno do Ativo} = \text{Lucro Líquido} / \text{Total do Ativo}$$

Margem de EBITDA e Margem Operacional

A margem de EBITDA é um indicador que denota uma aproximação da geração operacional de caixa da empresa . O significado de EBITDA é *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, em português Lucros antes de juros, do imposto de renda, da depreciação e da amortização (ROSSETTI ET AL, 2008, p.73).

Margem de EBITDA:

$$\text{Margem de EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Receita Líquida}$$

Margem Operacional (Rossetti et al, 2008, p.73):

$$\text{Margem Operacional} = \text{EBIT} / \text{Receita Líquida}$$

A Margem Operacional mostra a lucratividade operacional da empresa no período, mostrando apenas os aspectos operacionais e trabalha com o conceito de *Earnings Before Interest e Taxes*(EBIT), em português, Lucros antes juros e imposto de renda.

3.1.5 Custo de Capital

As fontes de financiamento das empresas não são gratuitas, elas têm um custo, e esse deve ser mensurado para verificar se o retorno exigido pela empresas está sendo atingido.

Para Grinblatt e Titman(2005) o custo do financiamento da dívida pode ser calculado a partir da ponderação entre os custos da dívida e os custos da ações.

Custo do Financiamento das Ações

O custo do financiamento das ações é taxa de retorno esperada sobre as ações. Essa taxa de retorno para Grinblatt e Titman(2005) pode ser obtido através do CAPM.

Para Ross et al (2000, p. 306), o CAPM pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{CAPM} = E(R_e) = R_f + \beta \times [E(R_m) - R_f]$$

Onde:

$E(R_e)$ = retorno esperado do ativo

R_f = Taxa Livre de risco

$E(R_m) - R_f$ = Prêmio Pelo Risco de Mercado

Para o cálculo do CAPM no presente trabalho, foram utilizados os seguintes dados.

A taxa livre de risco (R_f) foi baseada na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 30 anos, os chamados T-Bond, as informações a respeito desses títulos foram extraídas do site do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada(IPEA): www.ipeadata.gov.br

Para o Prêmio pelo Risco de Mercado [$E(R_m) - R_f$] foi adotado o S&P 500 de 1926 a 2009(IBBOTSON SSBI 2010, p. 66 apud CHAGAS; CERRI, 2010, p.35).

O beta utilizado para o este índice foi obtido do beta disponível no sistema Economática, para cada companhia.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 387 apud CHAGAS e CERRI 2010, p. 30), para adequar à realidade brasileira deve-se aplicar algumas correções, já que a principal diferença entre a avaliação de empresas em países desenvolvidos e emergentes, como Brasil, está no maior nível de risco . Para tal será acrescido ao CAPM o EMBI+Risco Brasil, mais a inflação brasileira(IPCA/ano) menos a inflação americana(IPC/ano).

O Risco Brasil, assim como a inflação brasileira e americana, também foram obtidas do site www.ipeadata.gov.br, cujas fontes foram, respectivamente, da JP Morgan, Fundo Monetário Internacional e IBGE.

Custo de Capital de Terceiros

O Custo de Financiamento da Dívida é o retorno que os credores exigem em novos empréstimos. Conforme Grinblatt e Titman(2005), geralmente presume-se que o custo da dívida pré-imposto de uma empresa seja o rendimento até o vencimento da dívida dessa mesma empresa.

Para Ross et al (2000, p. 324)

Custo do Capital de Terceiros = Custo das dívidas até o vencimento

Para o cálculo do valor de mercado da dívida utilizaremos o valor da dívida em seu valor contábil, tendo em vista o que diz Higgins(2007, p. 58):

[...] que o valor de mercado da dívida seja igual ao seu valor contábil, isso raramente acontece, mas a diferença entre os dois valores é pequena. Além do mais, estimar com precisão o valor de mercado da dívida muitas vezes se revela uma tarefa tediosa e demorada que é melhor evitar.

Finalmente, o **Custo Médio Ponderado de Capital - WACC**, segundo Grinblatt e Titman (2005, p. 400), pode ser calculado da seguinte forma:

$$WACC = we \times re + wd (1-Tc) \times rd$$

Onde:

$we = E/(D+E)$ = valor de mercado das ação sobre o valor de mercado de todo financiamento

$wd = D/(D+E)$ = valor de mercado da dívida sobre o valor de mercado de todo financiamento

Tc = Alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social

3.2 INTEGRAÇÃO DAS TÉCNICAS DE ANÁLISE

Após reunidos os dados através das técnicas de análise citadas e comentadas foi realizado uma integração dos índices em cada companhia para visualizar sua situação econômico-financeira particularmente. Pois, apenas citar indicadores sem efetuar uma análise

do contexto dessas empresas, nem levar em consideração os detalhes de cada mercado, a análise careceria de profundidade e escaparia do objetivo do trabalho.

3.3 A ESCOLHA DO PERÍODO DE ANÁLISE

O período de análise foi entre os anos de 2006 a 2010, período em que se passa pela Crise do *Subprime*, que influenciou empresas no mundo inteiro, inclusive no Brasil.

Esse momento fornece informações relevantes para verificar a capacidade de administração financeira dessas empresas, já que é um período de grande pavor generalizado onde houve necessidade de combate às dificuldades de crédito e de investimento, bem como de diminuição do consumo pelo mercado, e, portanto, provável redução de receitas.

Após um aprofundamento do método utilizado, isto é, depois de especificar quais são os índices e suas fórmulas, bem como o período em que foi promovida a análise, expõe-se a seguir, no quarto capítulo, uma análise individual de cada empresa, conforme foi explanado nos capítulos anteriores.

4 AS EMPRESAS PESQUISADAS

Após a descrição dos métodos que foram utilizados nas avaliações, passa-se à uma das partes mais importantes do trabalho, onde se realiza uma análise mais detalhada de cada empresa. Desta forma, a seguir serão trazidos dados para compreender um pouco mais cada empresa e entender as suas particularidades para embasar melhor nossos estudos.

Embora a análise aqui apresentada apóie-se em cálculos e informações, em sua maioria, do sistema Economática, uma ferramenta desenvolvida para utilização de analista de corretoras, bancos universidades e outras entidades de atuação na área financeira(www.economática.com.br) e, também, disponibilizada aos alunos vinculados à UFRGS, também foram extraídos dados do sítio www.bmfbovespa.com.br e da www.cvm.gov.br. No decorrer do trabalho também será apresentada a análise de informações aplicadas e lançadas em planilhas de apoio. As planilhas constam nos anexos deste trabalho, porém apresentaremos gráficos em conjunto com a análise descritiva, para ajudar a elucidar as observações.

4.1 TOTVS S.A.

A TOTVS S.A., referida aqui apenas como TOTVS, é uma sociedade anônima de capital aberto, com sede localizada na Av. Braz Leme 1639, 2º andar, na cidade de São Paulo, tendo suas ações negociadas na BM&FBOVESPA, no nível de governança corporativa denominado Novo Mercado(Notas Explicativas, TOTVS S.A., 2010, p. 1).

É uma empresa de *software*, inovação, relacionamento e suporte voltada à gestão empresarial. Líder no mercado brasileiro, com *market-share* de 49,1%. Considerada a maior empresa de *softwares* aplicativos com sede em países emergentes. Com foco no mercado de pequenas e médias empresas, passou, a partir de 2008, após sua união com a Datasul, a ter também forte atuação no mercado das grandes empresas(TOTVS).

A TOTVS também possui o pioneirismo em abrir o capital social em toda a América Latina em sua atividade. Possui atualmente mais de 26 mil clientes ativos, 9 mil apoiadores e está presente em 23 países(TOTVS). A TOTVS tem suas ações negociadas na BM&FBovespa através do código de negociação TOTS3.

Com mais de 25 anos de história a empresa possui uma gama variada de serviços e produtos. Dentre as soluções trabalhadas como *Software* Empresarial, cita-se o *Enterprise Resource Planning*(ERP) ou Sistemas Integrados de Gestão Empresarial, *Customer Relationship Management* (CRM) ou Gestão de Relacionamento com o Cliente, *Business Intelligence*(BI) ou Inteligência Artificial entre outros(TOTVS).

O atual Diretor-Presidente e Presidente do Conselho de Administração da empresa é o Sr. Laércio José de Lucena Cosentino.

O **mercado nacional** de ERP, (FGV), apresenta-se distribuído principalmente entre as empresas TOTVS, SAP e Oracle, desta forma:

Quadro 3 - Mercado Nacional - TOTVS

Empresas	Market-share
TOTVS	38%
SAP	27%
Oracle	17%
Outras	18%

Fonte: FGV(2011).

Quadro 4 - Empresas Pequenas (Abaixo de 160 Teclados/Computadores - TOTVS

Empresas	Market-share
TOTVS	54%
SAP	8%
Oracle	8%
Outras	30%

Fonte: FGV(2011).

Quadro 5 - Empresas Médias 160 A 550 Teclados/Computadores - TOTVS

Empresas	Market-share
TOTVS	40%
SAP	20%
Oracle	9%
Outras	31%

Fonte: FGV(2011).

Quadro 6 - Empresas de Grande Porte (Acima de 550 Teclados/Computadores) - TOTVS

Empresas	Market-share
TOTVS	21%
SAP	50%
Oracle	20%
Outras	9%

Fonte: FGV(2011).

Observa-se que no mercado nacional apesar de a TOTVS dominar em números quantitativos, possui o maior número de empresas cliente, quando se olha para o mercado de empresas de grande porte a SAP toma a frente com amplo domínio, metade do *market-share* e a TOTVS cai para segundo, praticamente empatado com a Oracle.

4.1.1 Análise Histórica da TOTVS S.A.

A TOTVS se formou a partir de uma prestadora de serviços criado pelo senhor Ernesto Mário Haberkorn, denominada SIGA- Sistemas Integrados de Gerência Automática Ltda. No entanto foi a partir de 1983, com a chegada dos microcomputadores no país, que teve início a companhia denominada Microsiga Software S.A., unindo, então, o sócio Laércio Consentinio, atual CEO e Presidente do Conselho de Administração da TOTVS.

Esta nova companhia estava assentada sob o compromisso de elaborar softwares para computadores pessoais e apenas em um segundo momento iniciaram a trabalhar com sistemas de integração de gestão empresarial.

Nos início dos anos 90, a Microsiga volta-se para a atividade de mercado de franquias e em 1997 foi aberta a primeira unidade no exterior, na Argentina.

Justificando-se pela necessidade da internacionalização, a Microsiga busca um parceiro internacional, com isso teve ingresso no seu quadro social o capital da Advent Internacional Corporation, assim, no ano de 2003 adquire a empresa Sipros, no México

Em 2005 e 2006 faz aquisições de outras empresas relacionadas ao setor como a Logocenter e RM Sistemas S.A, bem como a recompra da participação da Advent e entrada da BNDESPAR.

Antes da *Initial Public Offering*(IPO), no exercício de 2006, a Microsiga finalmente passa a se chamar TOTVS. S.A

A TOTVS, ao se unir com a Datasul, no ano de 2008, adquire um novo estágio e ganha força para expansão, formando a 9ª companhia de softwares de ERP do mundo, participação de mercado.

É importante ressaltar que a aquisição da Datasul foi realizada com base em financiamento obtido com o BNDES².

4.1.2 Análise Específica dos Indicadores da TOTVS

Como o mercado de Sistemas de Gerenciamento Empresarial está em amplo crescimento no país e no Mundo, vide item 3.2, a TOTVS deve incluir no seu portfólio de estratégias o crescimento para acompanhar as grandes do setor internacional, que atuam em seu mercado.

Através da análise de indicadores de desempenho, pretende-se verificar como a empresa se portou desde o ano de 2006. No entanto há de se ressaltar que a companhia não tem um histórico longo de negociações na Bolsa de Valores, ocorrendo a sua IPO apenas em 2006, ano do início da análise, assim naquele ano encontraremos alguns índices ou indicadores que poderão destoar dos outros de sua seqüência. Os dados são da empresa controladora, portanto não consolidados com suas subsidiárias.

Diante da análise do Valor Econômico Agregado(Gráfico 1), índice que mede o retorno que o capital investido dá aos investidores, indicando se a empresa está gerando ou destruído valor, vê-se que a companhia sai de um valor negativo no ano de 2006 de aproximadamente R\$ (145) milhões de reais, para chegar a um EVA® de R\$ 310 milhões em 2010. Seguindo sempre uma linha de ascensão, mesmo que ela tenha destruído valor nos primeiros anos da análise. Isso indica que ela vem obtendo um contínuo ganho de valor ao longo dos anos, ficando estável durante os exercícios de 2007 e 2008. Finalmente, em 2009 passa a apresentar um EVA® positivo, assim como em 2010.

² www.estadao.com.br (26/08/2008) : O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) aprovou apoio financeiro de R\$ 404,5 milhões para a compra da Datasul pela Totvs. A união das companhias foi aprovada na semana passada pelos acionistas das duas empresas. Do total dos recursos, R\$ 200 milhões serão concedidos por mecanismo de renda variável, com a subscrição pelo BNDESPar de debêntures da Totvs conversíveis em ações, e R\$ 204,5 milhões terão remuneração fixa.
http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20080826/not_imp230740,0.php

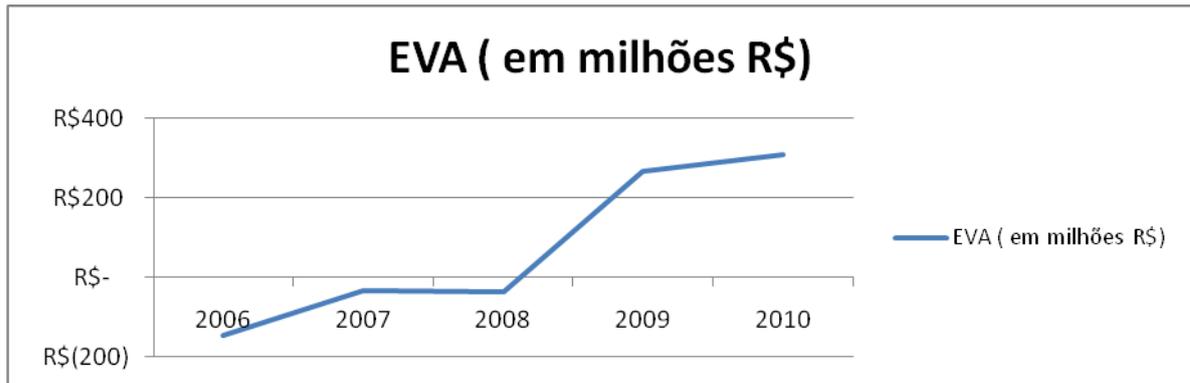


Gráfico 1 - Valor Econômico Agregado - TOTVS

Na observação da variação do MVA®(Gráfico 2), vê-se que a TOTVS aparece em 2006 com um valor adicionado de R\$ 582 milhões, mantendo em torno de R\$ 1 bilhão de Reais entre 2007 a 2009, chegando a R\$ 1,80 bilhões no ano de 2010.

Esses valores são notáveis para a companhia e aponta que, apesar de todas as dificuldades existentes nas expectativas de mercado devido ao andar da crise, a companhia obteve ganhos consideráveis do ano base ao ano fim analisado.

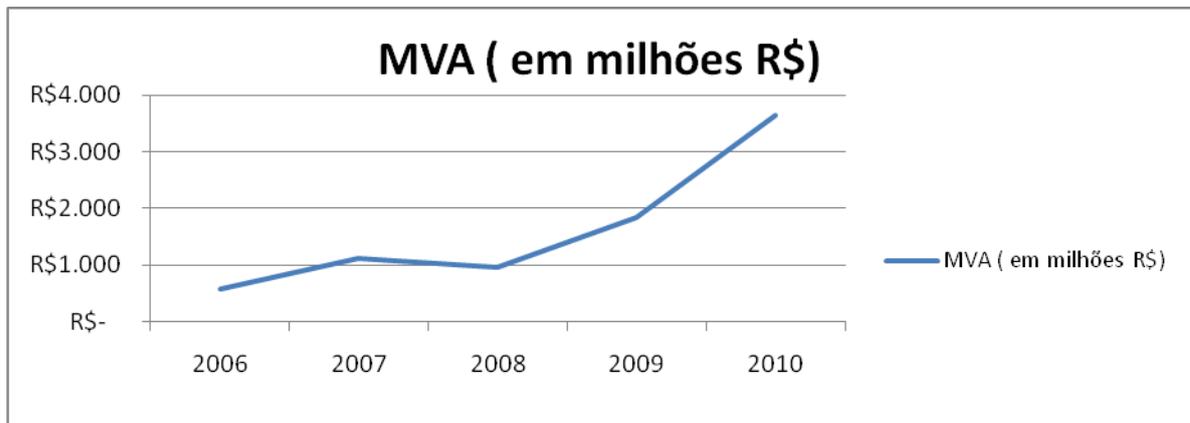


Gráfico 2 - Valor de Mercado Adicionado - TOTVS

Desde 2006, ano de sua IPO, a TOTVS obteve retorno decrescente até 2008(Gráfico 3 e 4). Neste ano, após o forte impacto das notícias da crise vinda dos EUA resultou em queda expressiva no Ibovespa de -41,20 %, justamente enquanto a ações da companhia avaliada decaía 30% em seu índice. No entanto motivada pela forte queda de 2008 o Ibovespa voltou a crescer em torno de 80%, porém a TOTVS obteve a impressionante elevação de 191% na valorização de suas ações. Continuando a mostrar vigor na sua valorização no ano seguinte ela obteve ganhos de 52%, enquanto a IBOVESPA manteve-se com crescimento de apenas 1%.

Quando analisa-se todo o período, a TOTVS teve valorização de 414 %, já o índice da bolsa teve 107%.



Gráfico 3 - Ganho de Capital Trimestral Mercado de Ações - TOTVS

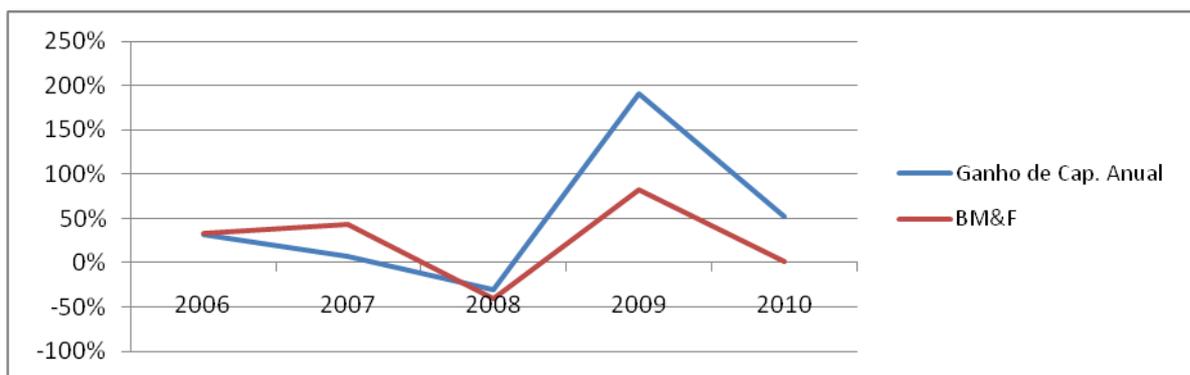


Gráfico 4 - Ganho de Capital Anual - TOTVS

O índice P/L indica quanto o mercado está confiante na geração do retorno de determinada ação. Verificar-se assim que o índice passa do altíssimo patamar de um P/L de 895(Gráfico 5), no trimestre de sua IPO(março de 2006), para permanecer numa faixa de 40 a 50 durante o ano de 2007, com queda contínua durante o anos de 2008 e 2009 até chegar a 17 no primeiro trimestre de 2009. Em 2010 apresentou crescimento, chegando a um patamar próximo a 40. Indicando que o mercado vem mostrando otimismo quanto a ações da TOTVS.

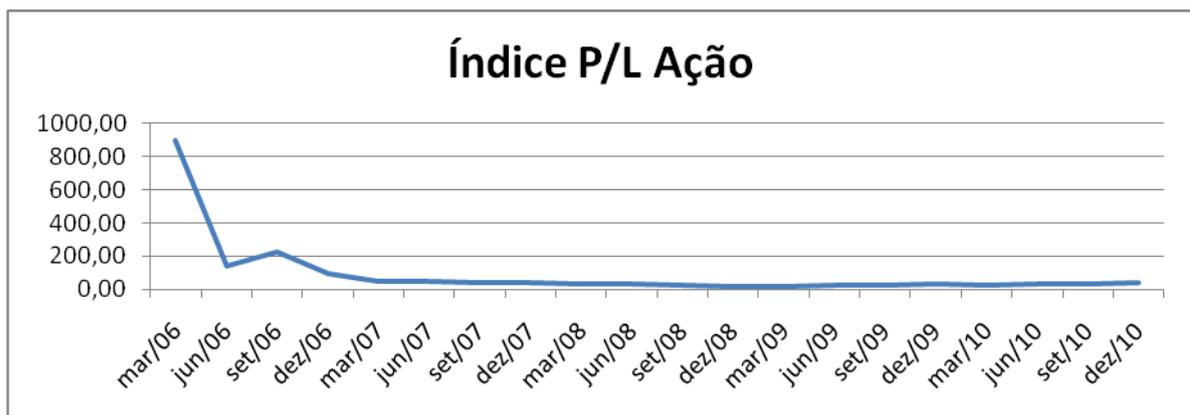


Gráfico 5 - Índice Preço da Ação/ Lucro da Ação - TOTVS

O Índice de Caixa da TOTVS, inicialmente apresenta-se elevado tendo em vista a sua recente IPO em março de 2006. Porém, após a sua abertura de capital, o índice mantém-se estável em 2 até meados de 2008. No segundo trimestre de 2008 o índice passa ter uma queda paulatina, mas constante, mantendo-se abaixo de 2. Em 2010 o índice de caixa não aparece acima de 1, terminando o ano com 0,81, indicando que o passivo circulante assume maior valor que as disponibilidades.

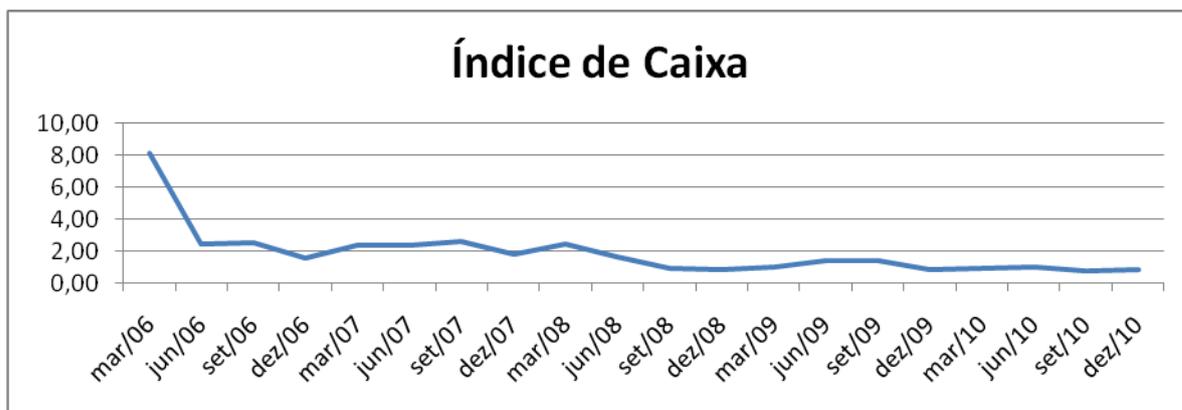


Gráfico 6 - Índice de Caixa – TOTVS

Para a análise sobre o que vem ocorrendo na gestão de liquidez da empresa, tem-se a observação da liquidez corrente da TOTVS(Gráfico 7), que vem se mantendo nos últimos anos num patamar que cobre duas vezes as dívidas de curto prazo. Observa-se, entretanto, que a TOTVS vem apresentando nítida queda de liquidez de curto prazo, ou seja, na abertura de capital em 2006 a empresa possuía capacidade de cobrir, com seus ativo circulante, quase 10 vezes o passivo circulante, porém ao longo do período a folga foi caindo até apresentar o índice abaixo de 2 ao longo do último ano. Indicando que a capacidade de pagamento de curto prazo deve ficar sob forte atenção.

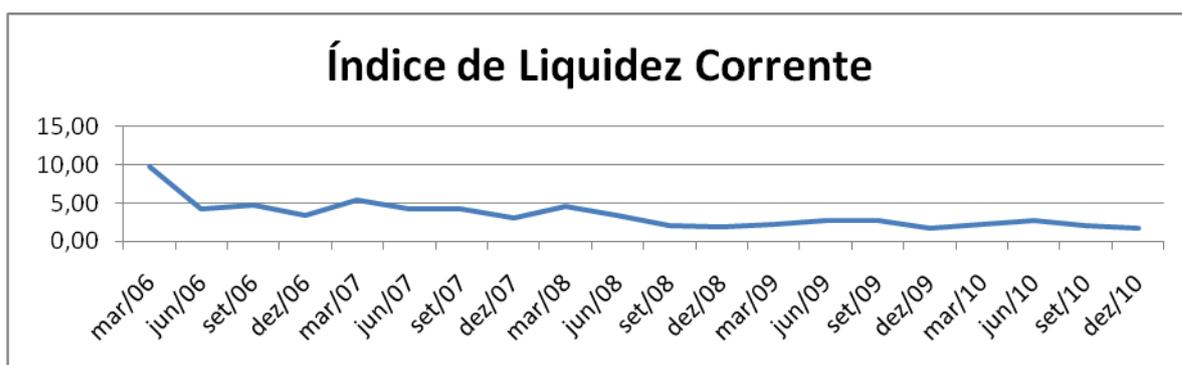


Gráfico 7 - Índice Liquidez Corrente - TOTVS

Sobre o indicador de Endividamento Geral da empresa(Gráfico 8), teve uma nítida divisão, isto ocorreu desde a metade do ano de 2008, justamente quando a empresa formalizou a união com a Datasul, aumentando o seu exigível total, aumentando o nível de Endividamento Geral de 10 % em 2006, atingindo 50% em dezembro de 2010. Essa repentina diferenciação parece estar mais ligada a união das duas companhias do que a interferência da Crise do *Subprime*.

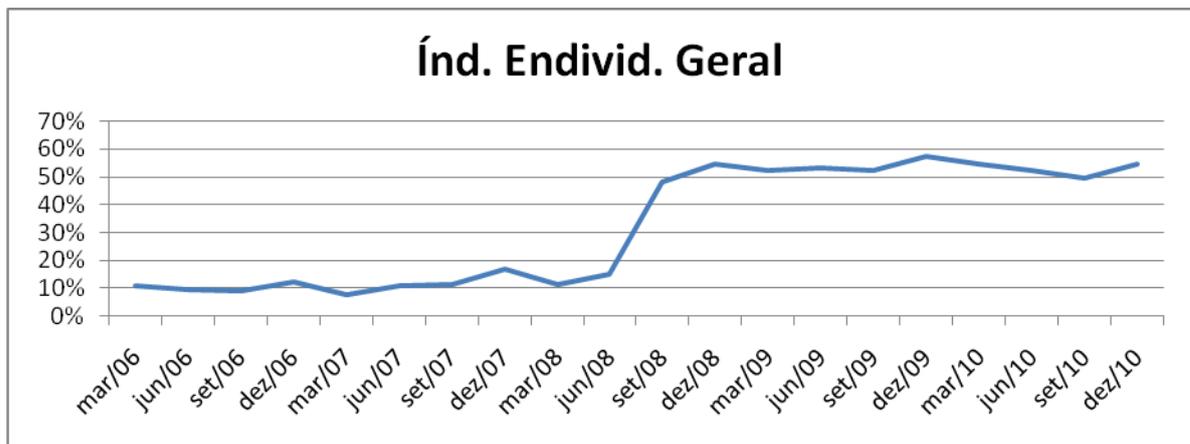


Gráfico 8 - Índice de Endividamento Geral - TOTVS

A análise de Capital de Terceiros sobre Capital Próprio(Gráfico 9) serve de complementação a anterior, indicando que a união da TOTVS com a Datasul teve grande impacto sobre este índice também, já que até meados de 2008 este índice permaneceu estável em torno de 12%, e, posteriormente, passou a ter este índice em níveis próximos a 120% até atingir 119,80% em dezembro de 2010.

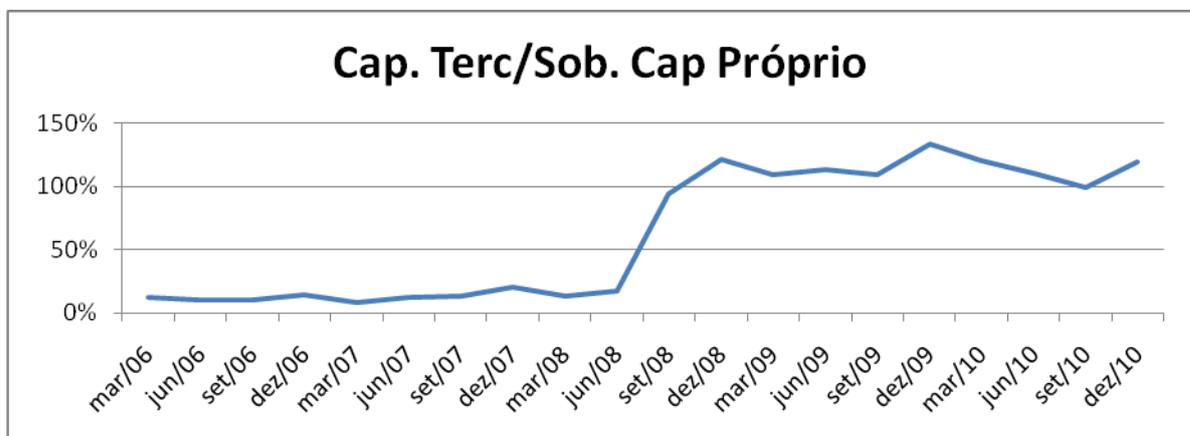


Gráfico 9 - Capital de Terceiros sobre Capital Próprio - TOTVS

A cobertura de juros(Gráfico 10), que desconta a depreciação, indica que a empresa saiu de uma cobertura de juros negativa de 5 no 1º trimestre de 2006 para atingir no 1º trimestre de 2008 um valor positivo de 21. Porém, após esse pico iniciou-se uma queda contínua no índice chegando ao patamar de 3,36 no 3º trimestre de 2010.

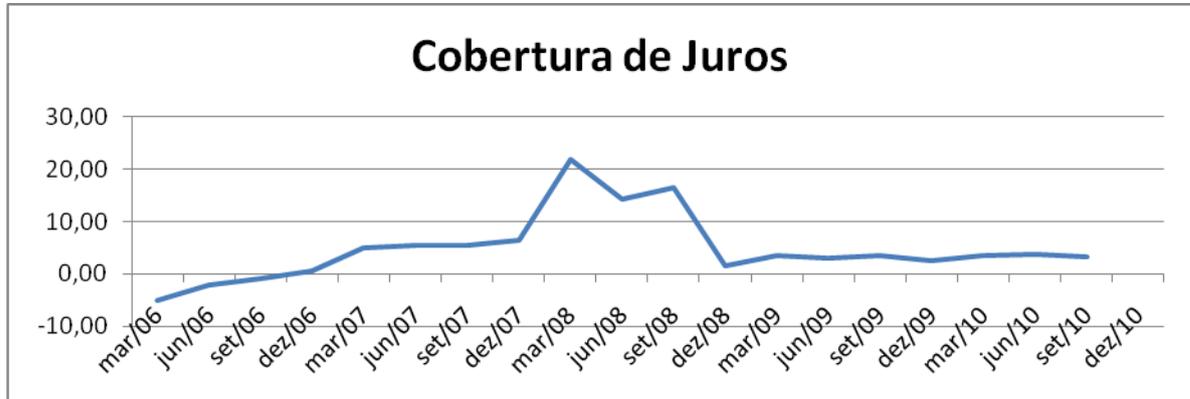


Gráfico 10 - Cobertura de Juros - TOTVS

Já quanto a cobertura de caixa, em que não se desconta a depreciação, observou-se a queda no índice a partir de 2007 até 2009, com inversão já no fim de 2009, mantendo-se no mesmo nível ante o exercício de 2010.

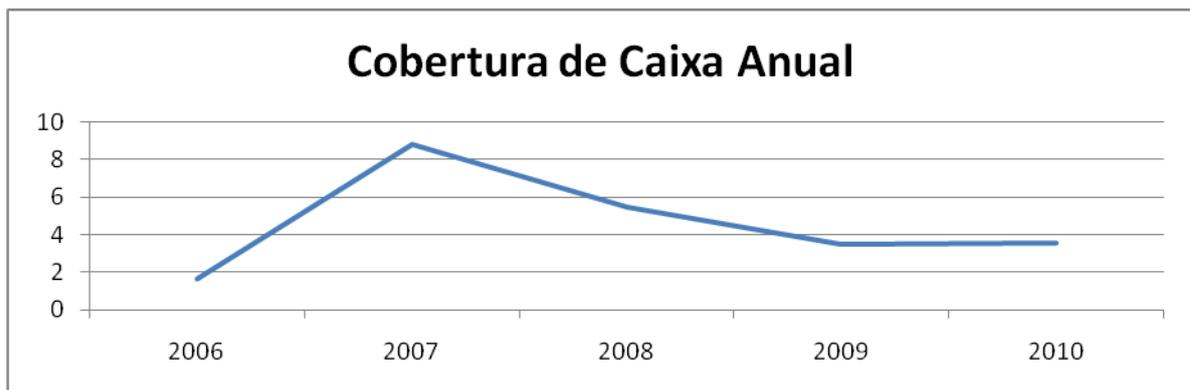


Gráfico 11 - Cobertura de Caixa - TOTVS

Após um início negativo, a empresa passou a mostrar força em sua Margem de Lucro(Gráfico 12), passando a girar acima de 10% em 2007, já a partir de 2008 até o fim do período analisado a Margem de Lucro passou a girar em torno de 15%. Assim, está claro que a empresa vem trabalhando com eficiência aumentando sua margem, mesmo durante o período de crise.

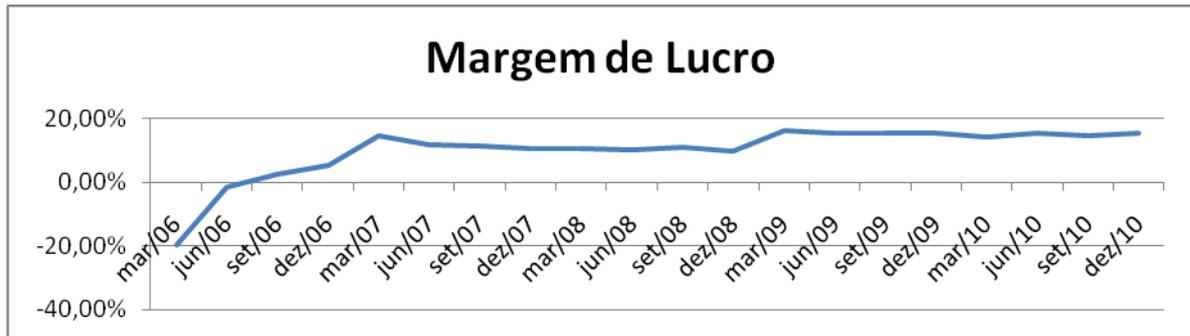


Gráfico 12 - Margem de Lucro - TOTVS

O índice de Retorno do Ativo, veja o Gráfico 13, oscila de período em período. Assim, sai de valor negativo em 2006 chegando a quase 10% no último trimestre de 2007, logo em seguida entra em queda, pois já no 1º trimestre de 2008 estava abaixo de 3%. No fim de 2009, novamente ostentava o índice em 10,27%, para no primeiro trimestre de 2010 cair novamente abaixo de 3%, porém chegando ao final do ano a 10,14%.

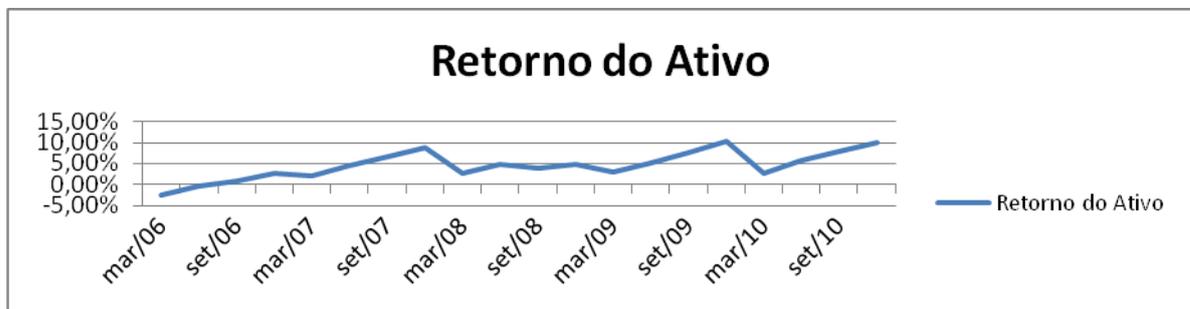


Gráfico 13 - Retorno do Ativo - TOTVS

No ano da IPO a Margem Ebitda, que não considera depreciação, amortização, juros e impostos, ficou em abaixo de 15% porém a partir do ano seguinte ela saltou para níveis acima de 25%, e atualmente está em 31,40%.

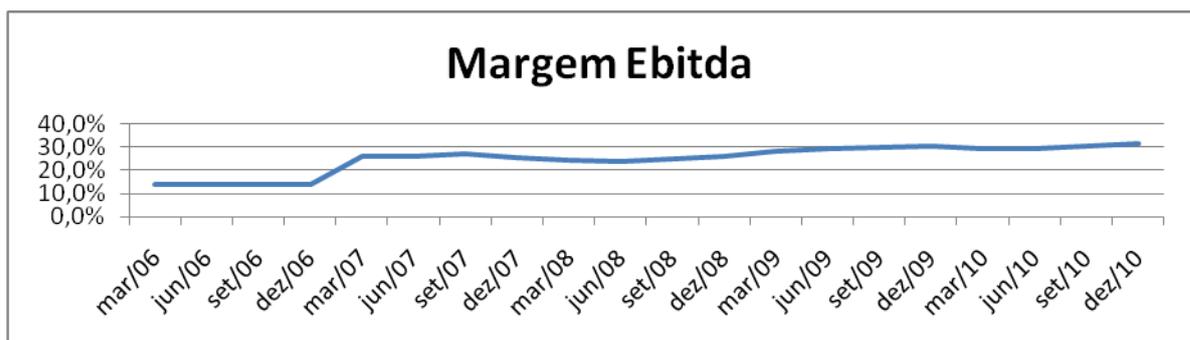


Gráfico 14 - Margem Ebitda - TOTVS e margem operacional

Já a Margem Operacional que considera depreciação e amortização, informa que a empresa saiu de margem negativa em 2006 para um patamar que se manteve entre 11% e 12% em 2007 e 2008, com uma leve queda em 2009, passando aos atuais 15% em 2010.

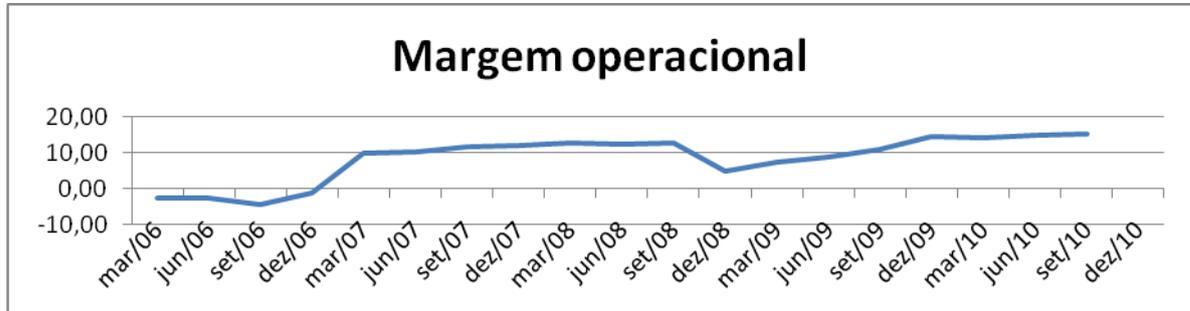


Gráfico 15 - Margem Operacional - TOTVS

O Custo de Capital Médio da companhia(Gráfico 18), também apresenta uma divisão entre antes e depois da união com a Datasul. Antes, de 2006 a junho de 2008 a empresa apresentava um custo médio de capital em torno de 16% porém após a união passou a se manter em 11%, porém voltando a atingir 14% em 2010.

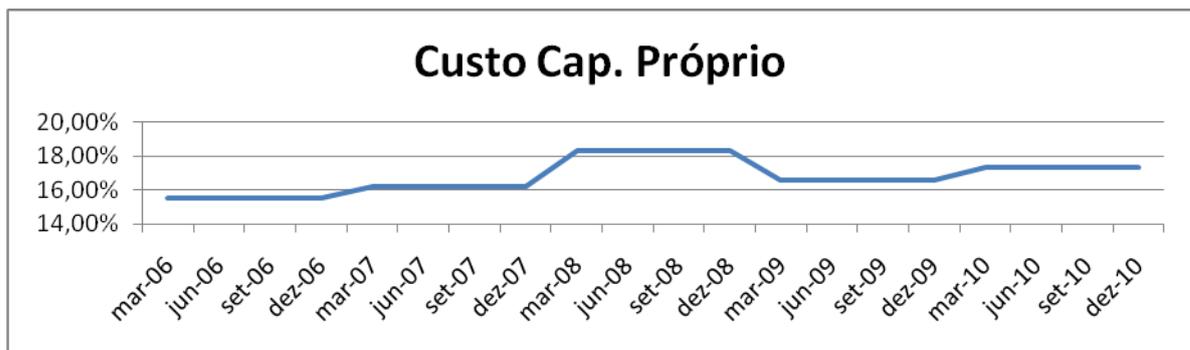


Gráfico 16 - Custo do Capital Próprio - TOTVS

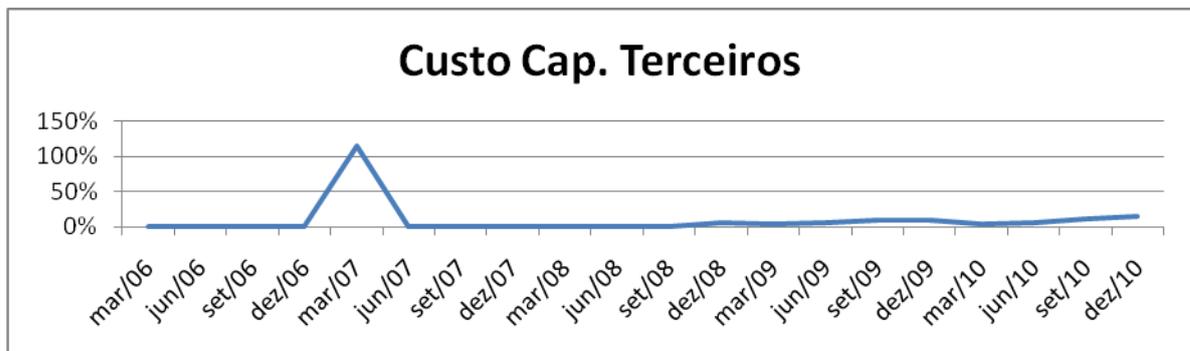


Gráfico 17 - Custo do Capital de Terceiros - TOTVS

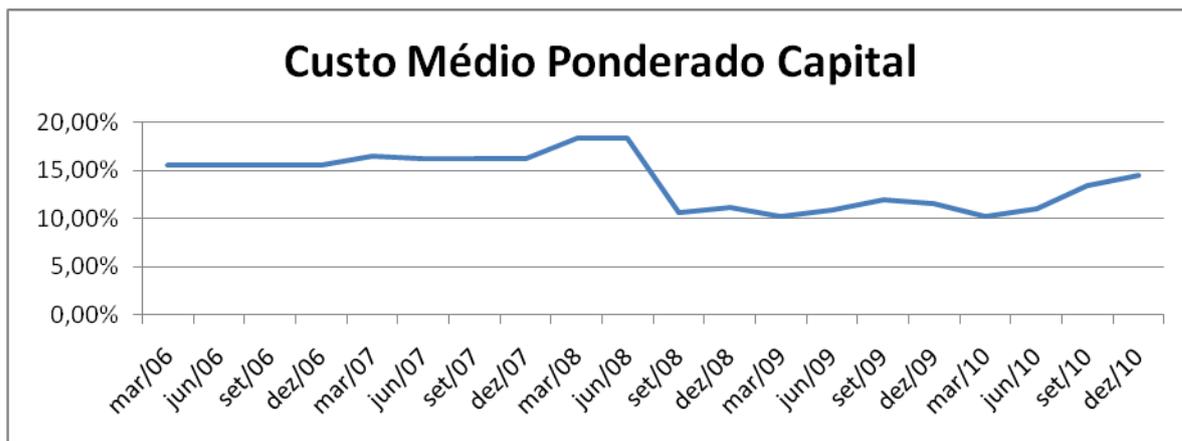


Gráfico 18 - Custo Médio Ponderado de Capital - TOTVS

4.1.3 Análise Conjunta dos Indicadores da TOTVS

Com o que foi visto acima, conclui-se que a TOTVS parece não ter sido afetada pela Crise do *Subprime* de forma a impactar fortemente seus índices.

O maior impacto foi apresentado no índice que indica o Ganho de Capital, já que seguiu a movimentação de queda da BM&Bovespa em 2008. No entanto, ao analisar todo o período observa-se que a valorização da TOTVS foi bem maior que o Índice da Bolsa mostrando ganhos muito superiores, quase 4 vezes mais, de 2006 a 2010(Gráfico 4).

O valor criado pela empresa indica a ótima administração da companhia e como sua gestão impacta positivamente nos resultados financeiros.

Diante da Cobertura de Juros e de Caixa da companhia (Gráficos 10 e 11), vemos que a empresa possui capacidade de se sustentar em seus financiamentos captados de terceiros, haja vista que atualmente gera resultado que cobre em torno de três vezes o valor necessário para cobrir as despesas com juros, e, justamente no período alto da crise no mercado nacional, chegou a possuir um índice que chegava a 21.

A empresa não mostrou em nenhum momento decadência de seu EVA®(Gráfico 1), muito pelo contrário o indicador se mostrou sempre em crescimento, mostrando fielmente que a empresa apresenta um desempenho realizado positivo para continuar a receber os investimentos de terceiros e do capital próprio.

Porém, o importante a se considerar e a se observar na companhia é a sua capacidade de solvência, mesmo contanto com ótimos indicadores estratégicos, a empresa vem se

notabilizando pela queda negativa dos Índices de Endividamento, tanto de curto(Gráficos 6 e 7) como e longo prazo(Gráficos 8 e 9).

Embora a crise pareça ter sobrevoado a TOTVS, sem ter afetado negativamente os indicadores em geral, ela ajudou juntamente com as operações de aquisições da empresa, a diminuir a capacidade de solvência da empresa. Isso sustenta que a empresa constitui-se numa organização capaz de enfrentar os próximos desafios de forma sustentável, mas sem descuidar para que o endividamento não constitua futuramente um problema que seja apenas solúvel pela venda do controle de seus ativos.

4.2 ITAUTEC S.A.

A empresa Itautec S.A. é uma empresa 100% brasileira, que pertence à *holding* Itaúsa, que controla também o Banco Itaú Unibanco Múltiplo, Duratex, Elekeiroz, além de outros empreendimentos.

A Itautec atua no mercado de computação, automação e serviços tecnológicos por meio dos seguintes negócios:

- Computações: microcomputadores, *notebooks*, *netbooks* e servidores;
- Automação: automação bancária, com máquinas de autoatendimento (ATMs) e terminais de caixa e outros; e
- Serviços Tecnológicos: outsourcing, assistência técnica, infraestrutura e instalações.

A companhia tem sede em São Paulo e sua unidade industrial localiza-se no município de Jundiaí/SP. Possui subsidiárias em países como Estados Unidos, Espanha e Argentina, com mais de 6(seis) mil funcionários no mundo todo, sendo que aproximadamente 5.800 estão localizados no país. A Itautec tem suas ações negociadas na BM&FBovespa através do código de negociação ITEC3.

O **mercado** em que a Itautec atua possui inúmeros e variados concorrentes. Entre os quais se destacam no mercado de microcomputadores a HP(norteamericana), atual líder do mercado (IDC), a DELL(norteamericana), e a Positivo(brasileira).

No mercado de ATM a companhia concorre com empresas como Diebold (norte americana), líder no mercado brasileiro, NCR(norte americana) e Perto(brasileira).

4.2.1 Análise Histórica da ITAUTEC S.A.

A Itautec foi criada em 1979 e negocia suas ações desde 1985 na BM&FBovespa.

Em 1980 faz entrar em operação a 1ª Agência on-line com GRI (Gerenciador de Redes Itautec) e Banktec Mainframe. Após dois anos, lança seu primeiro micro. Em 1986 A Itautec instala a 1ª ATM Compacta Saque.

No ano de 1994 se une à Philco, criando assim a Empresa Itautec Philco. Já no exercício de 1998 ganha a licitação de 10.000 ATMs do Banco do Brasil e todos são instalados em 120 dias, essa foi a maior venda de ATM num único contrato. Em 2001 exporta as primeiras ATM para Estados Unidos/Europa e participa em feiras internacionais com *stand* próprio. Em 2005 a Itautec vende a sua controlada Philco para a Gradiente.

A Itautec vem se firmando como uma grande empresa prestadora de serviço e equipamentos na América e Europa. Em 2009 a Itautec comemora seus 30 anos, consolidando sua posição no mercado internacional, ao mesmo tempo em que expande sua operação de automação bancária e de serviços no mercado brasileiro. Com a décima maior base instalada de ATM em operação em todo o mundo, a Itautec figurou novamente como a empresa brasileira melhor posicionada na sexta edição do *ranking* FinTech 100, que lista as cem maiores provedoras de serviços de tecnologia para o mercado financeiro do mundo, ocupando a 24ª posição. A próxima empresa brasileira ocupa apenas a 33ª colocação nesse mesmo *ranking*. O levantamento foi feito pela IDC *Financial Insights* e pela publicação *Bank Technology News*.

4.2.2 Análise Específica dos Indicadores da ITAUTEC

A análise da Itautec seguirá os padrões analisados na TOTVS. Os dados são consolidados, isto é, da controladora e de suas controladas.

O EVA® da Itautec, veja-se o Gráfico 19, tem uma queda a partir de 2007, quando se inicia o reflexo mais acentuado da crise no país, saindo de um pico de R\$ 222 milhões em

2007 para apenas R\$ 83 milhões em 2009 e R\$ (7) milhões em 2010. Indicando que a empresa vem dando sinais de queda na geração de valor para os investidores.

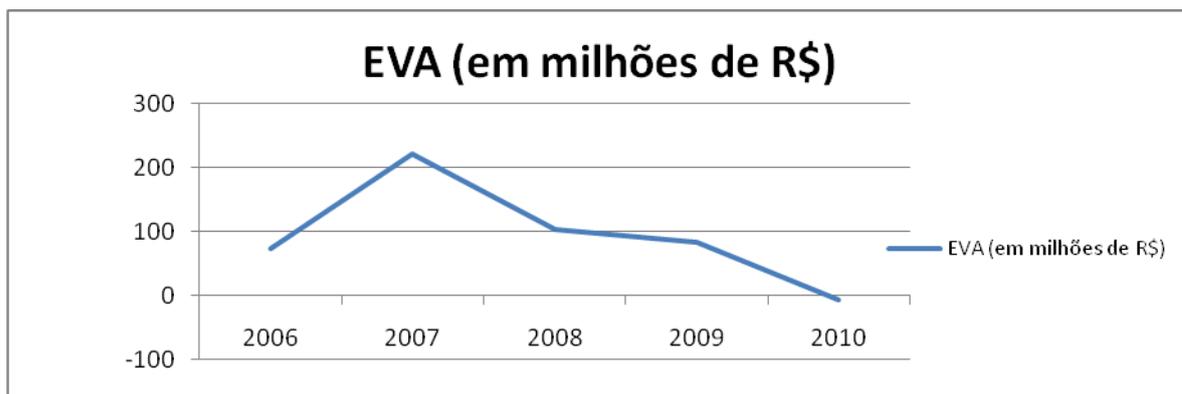


Gráfico 19 - Valor Econômico Agregado – Itaotec

A análise indica que o MVA® (Gráfico 20) segue a mesma linha do EVA®, atingindo um pico de R\$ 304 milhões em 2007 com queda contínua a partir de então, inclusive com valor negativo em 2009 de R\$ (33) milhões. Somente em 2010 a empresa volta a ter crescimento de MVA® quando passou a gerar R\$ 29 milhões, longe do valor atingido em 2006.

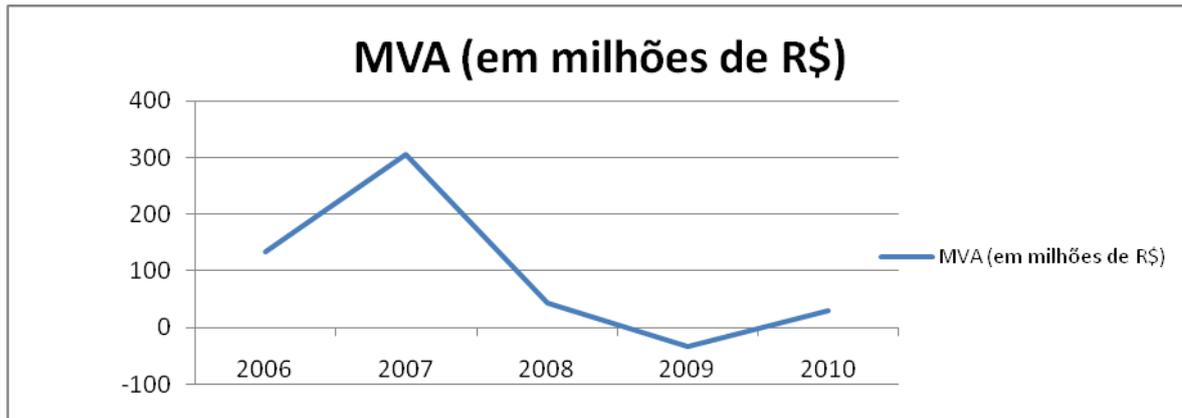


Gráfico 20 - Valor de Mercado Adicionado – Itaotec

O Gráfico 22 indica que de 2006 a 2007 apesar de auferir ganhos de índice de 11% e 5 %, são bem inferiores aos do índice BM&FBovespa, que são 33% e 44%. A partir de 2008, os dois índices apresentam-se muito próximos, enquanto a Itaotec cai significativamente 49% em suas ações, o BM&FBovespa cai 41%. No ano seguinte enquanto aquela recupera-se alcançando elevação de 87% essa eleva-se 83%, e em 2010 os dois índice registram alta de 1%.



Gráfico 21 - Ganho de Capital Trimestral Mercado de Ações – Itaotec

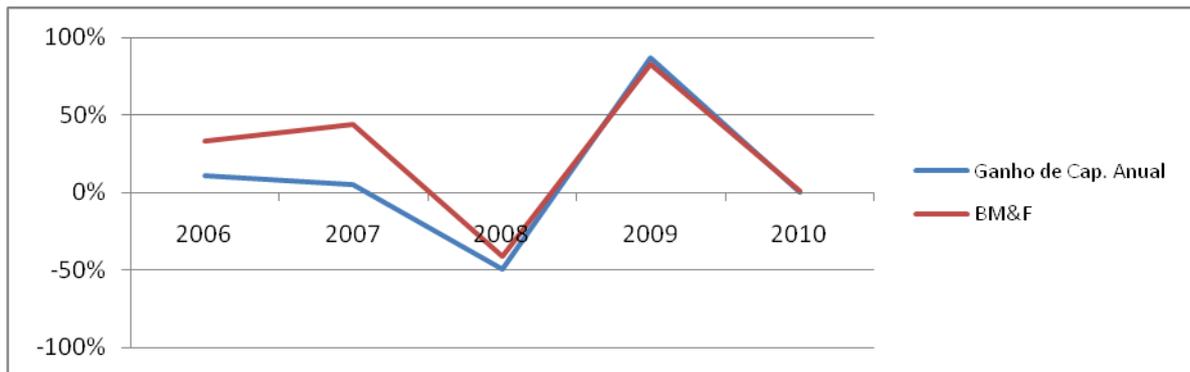


Gráfico 22 - Ganho de Capital Anual – Itaotec

O Índice Preço da Ação sobre o Lucro da companhia, conforme se visualiza no Gráfico 23, possuiu, ao longo do período, sempre uma tendência de estar próximo a 10. A Itaotec inicia 2006 com um P/L de 11. Em 2007 há uma queda para 6,34 no 1º trimestre, ficando nessa faixa durante todo o exercício. Já no ano seguinte há uma elevação girando em torno de 8. Em 2009 novamente passou a elevar-se até atingir um pico de 16 no 2º trimestre. Em 2010 o índice volta a se manter próximo a 10.

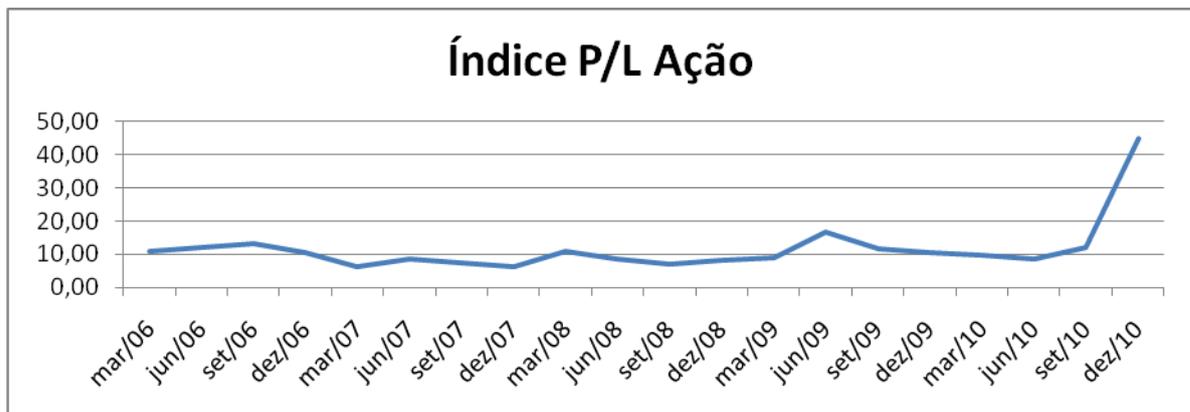


Gráfico 23 - Índice Preço da Ação/ Lucro da Ação – Itaotec

Quanto ao Índice de Caixa, vista no gráfico abaixo, a empresa não tem um nível alto, pois, no período analisado, ela oscila entre mínimos de 0,10 e 0,05, no 3º trimestre de 2006 e 4º de 2009, respectivamente, a um máximo de 0,40 no terceiro 3º de 2010, porém no último trimestre de 2010 vai ao seu menor nível, chegando a 0,03.

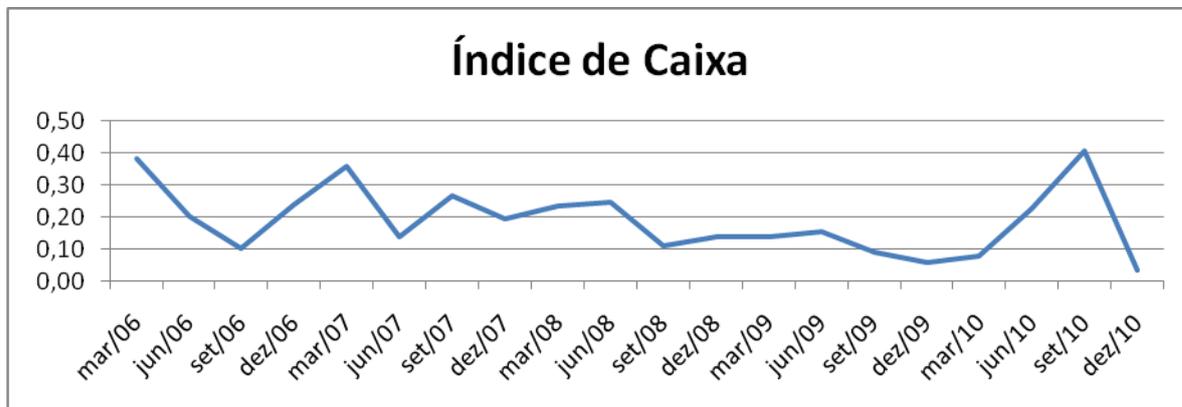


Gráfico 24 - Índice de Caixa – Itaotec

Em comparação com o índice de caixa, vemos um Índice de Liquidez corrente da companhia mais consistente, pois aqui ela sai de um nível de 1,90 em 2006 e mantém-se, após uma leve queda, em contínua elevação até o 3º trimestre de 2007, quando chegou ao seu mais alto nível atingindo 2,90. A partir de 2008 o índice mantém-se girando em torno de 2, mostrando uma leve alta nos últimos trimestres de 2010.

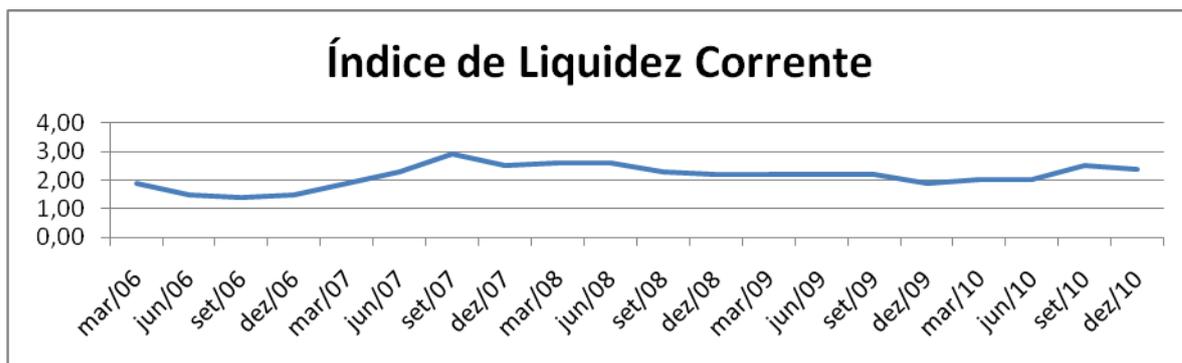


Gráfico 25 - Índice Liquidez Corrente – Itaotec

Da análise do Endividamento Geral, observa-se uma empresa que mantém pouca oscilação nesse índice. A Itaotec consolidou uma margem que se situa ao longo do período entre 50% e 60%. Esta estabilidade parecer indicar que não ela permitiu incorrer em risco de credito durante a Crise do *Subprime* .

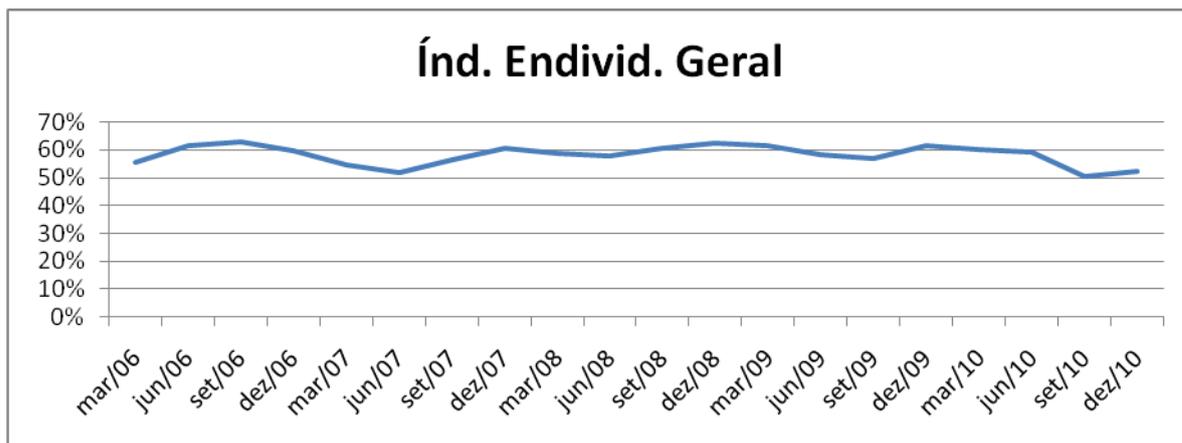


Gráfico 26 - Índice de Endividamento Geral – Itaotec

Quando se deparamos com o índice Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio (Gráfico 27), vemos que a empresa está utilizando capital de terceiros em níveis maiores que o do capital próprio, porém não chega a níveis elevados de alavancagem, haja vista que durante o período analisado a companhia manteve o índice de capital de terceiros sobre o capital próprio, após o exercício de 2006, oscilando entre 100% e 120%. A estabilidade aponta um controle de suas operações para não incorrer alterações que possam prejudicar profundamente sua estrutura.

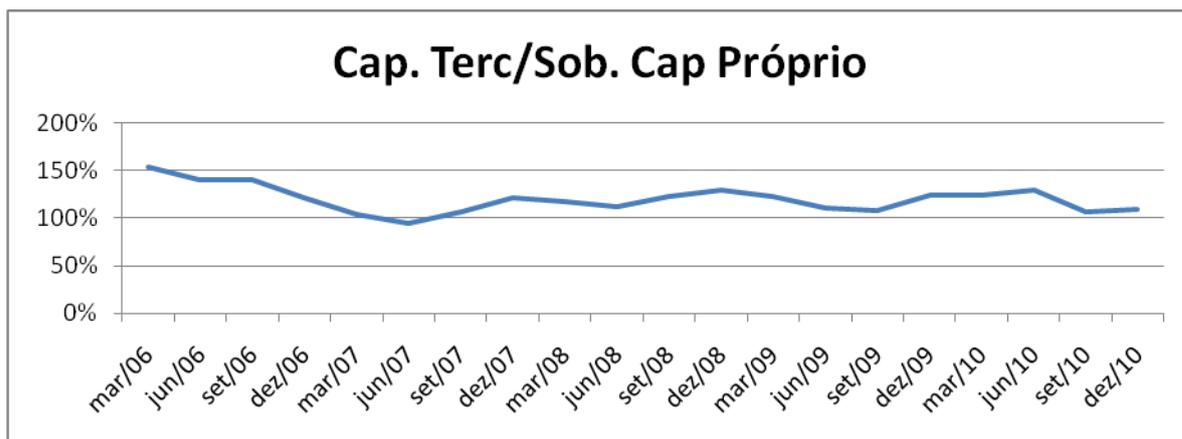


Gráfico 27 - Capital de Terceiros sobre Capital Próprio – Itaotec

A Cobertura de Juros da empresa Itaotec, vista no Gráfico 28, com exceção da variação ocorrida no ano de 2009, ano em que no 3º trimestre houve uma queda abaixo de -42, fato isolado, fica em um valor entre 4,30, no primeiro trimestre de 2007 e 0,60, no 2º trimestre de 2010. Isso representa que a empresa ministra suas atividades com capacidade de cobrir suas despesas financeiras. Mas cabe aqui ressaltar que após a queda significativa de

setembro de 2009, a empresa não consegue voltar ao níveis anteriores, situando-se abaixo de 1.

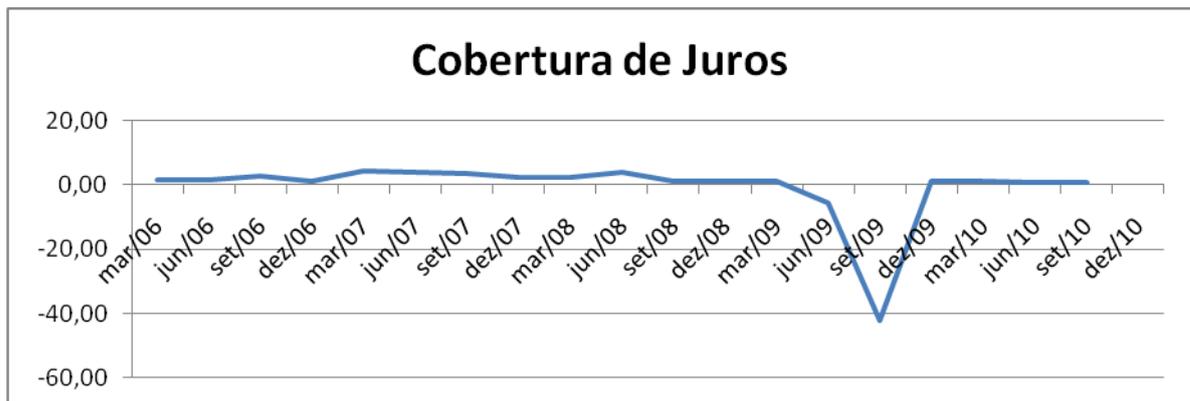


Gráfico 28 - Cobertura de Juros – Itaotec

A companhia sempre se manteve com um Índice de Caixa Anual(Gráfico 29) acima de zero, pois sai de 2,46 em 2006, chegando a mais de 4 em 2007, daí iniciando uma queda que termina em 1,65 no exercício de 2008 Após uma crescimento em 2009, cai novamente em 2010 para 0,92. Dessa forma, vemos que este índice, no último exercício analisado, apresentou o menor nível.



Gráfico 29 - Cobertura de Caixa – Itaotec

Conforme apresentado no Gráfico 30, a Itaotec não vem apresentando bons níveis de lucros, haja vista que apenas no ano de 2007 apresentou lucros médios entre 6,60 a 14,53, no entanto entre os outros anos a Margem de Lucro ficou entre 3,52% no 2º trimestre de 2008 e 0,73 % no último trimestre de 2010. Valores muito baixos em relação a outras empresa com atuação no mercado. O que preocupa é que este índice vem decaindo ao longo do período continuamente.

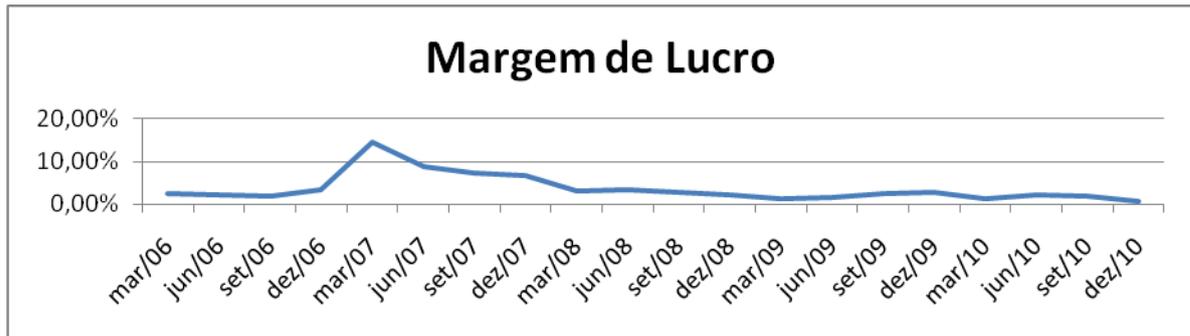


Gráfico 30 - Margem de Lucro - Itautec

Quanto ao retorno do ativo a empresa também não tem consistência já que durante o período apenas em 2007 ela obtém resultados acima de 5%, durante o restante do período sempre se manteve abaixo desse nível, indicando que a empresa não possui eficiência na gerência de seus ativos, quando comparada a outras empresas.



Gráfico 31 - Retorno do Ativo

Quando se observa a margem Ebtida e a margem operacional da Itautec vemos que os índices também não apresentam margem elevadas. Com exceção de março de 2007 onde a empresa atingiu um índice acima de 23% de Margem Ebitda, esse índice teve a tendência em se situar abaixo de 10% durante o período. Já a Margem operacional também não se apresenta um indicador que possa mostrar a qualidade operacional da empresa já que este índice gira em torno de 5% durante todo o período.

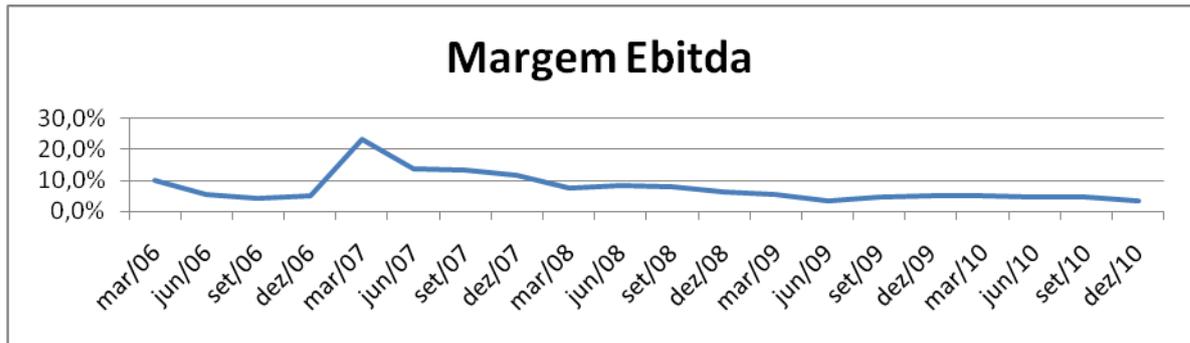


Gráfico 32 - Margem Ebitda - Itaotec

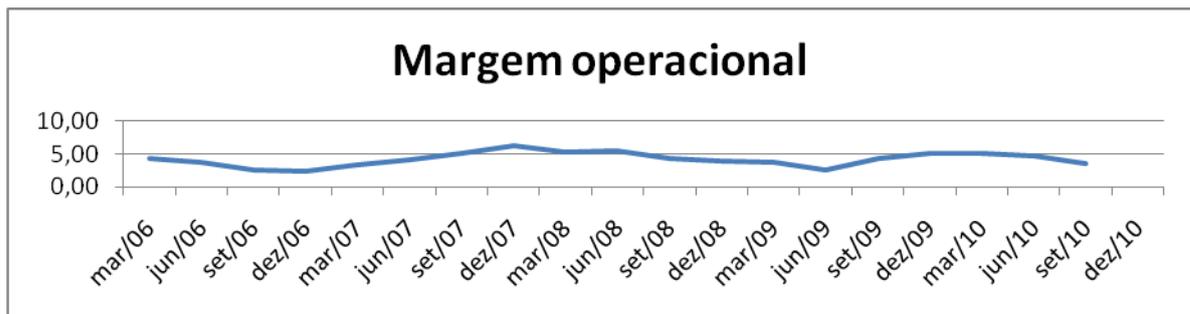


Gráfico 33 - Margem operacional

O Custo Médio Ponderado de Capital da empresa (Gráfico 36) mantém-se entre 10% e 15% no período analisado, apesar de ter apresentado nos últimos dois exercícios custos próximos aos 10%, permitiu que nos últimos dois trimestres de 2010 aumentasse o custo médio de capital para 13% .

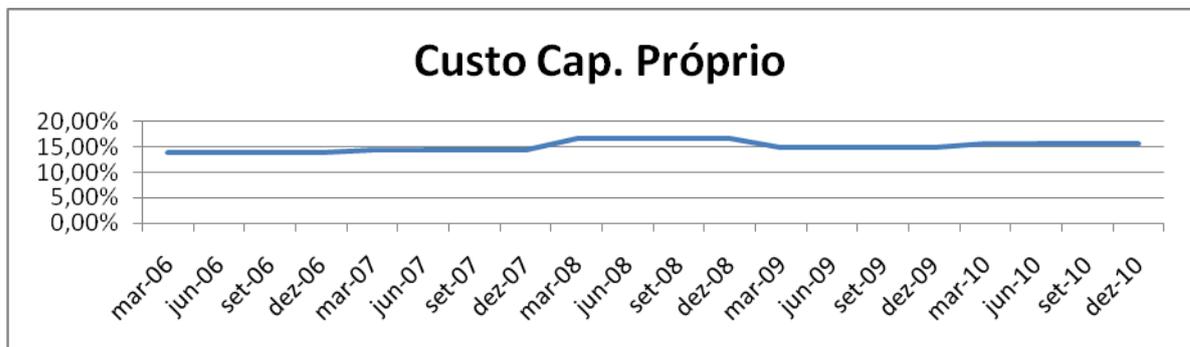


Gráfico 34 - Custo do Capital Próprio – Itaotec

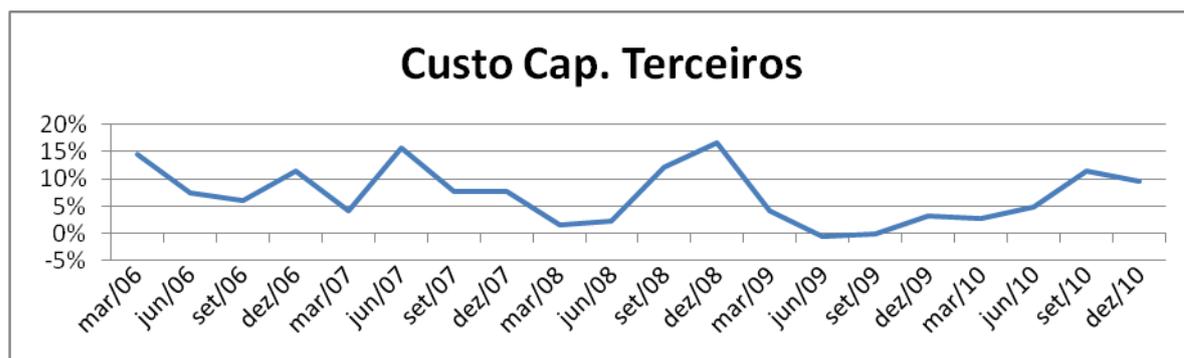


Gráfico 35 - Custo do Capital de Terceiros – Itaotec

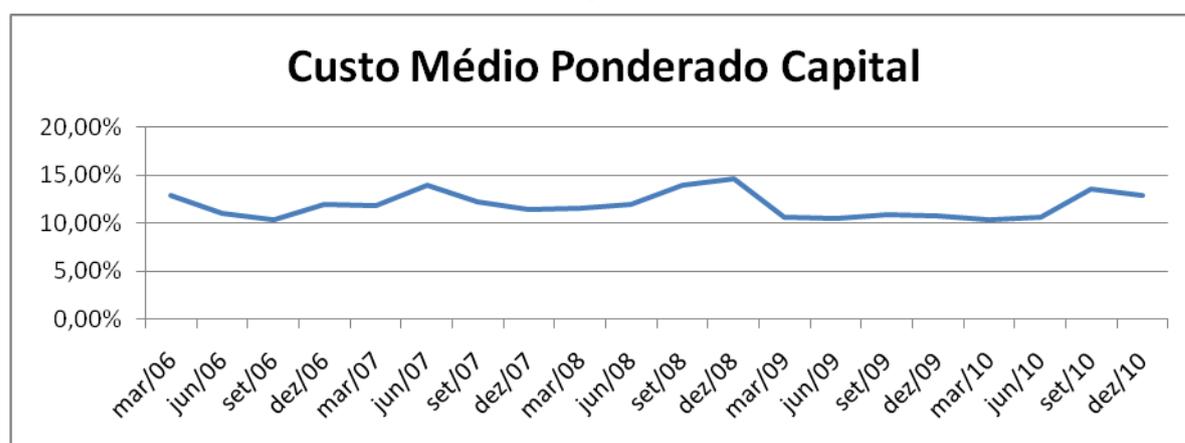


Gráfico 36 - Margem Médio Ponderado de Capital – Itaotec

4.2.3 Análise Conjunta dos Indicadores da ITAUTEC

A análise conjunta da ITAUTEC mostra que a companhia vem apresentando uma diminuição no ritmo de criação de valor, algumas vezes até mesmo perdendo riqueza. A principal medida de percepção do mercado que se baseia na valorização das ações da Itaotec aponta que elas não apresentam ganhos superiores ao mercado (Gráfico 22). No período analisado há uma tendência de aproximação com o indicador Ibovespa, seja nos momentos de alta, seja nos momentos de baixa.

Quando se observa os índices de liquidez da empresa (Gráficos 24 e 25) vemos que ela sempre mantém uma faixa acima de zero, não ocorrendo momentos de queda que aparentemente possa ter prejudicado suas operações.

Já os índices de solvência mantiveram-se constantes (Gráficos 26 e 27), mostrando que a política de endividamento ficou inalterada durante o período de Crise do *Subprime*.

No entanto, um dos índices mais preocupantes da empresa apresenta-se na sua lucratividade(Gráfico 30). A Itautec não conseguiu níveis acima de 10% em sua Margem de Lucro, a não ser no primeiro trimestre de 2007. Isso aponta que companhia não vem obtendo eficiência no capital empregado já que durante o período ficou a maior parte do tempo com níveis abaixo de 3%.

A empresa também apresentou baixos níveis de produtividade em suas operações, os indicadores como Ebitda(Gráfico 32) e Margem operacional(Gráfico 33) também apresentaram fracos níveis de desempenho ficando geralmente abaixo de 5%.

4.3 TELEMAR

A Telemar Norte Leste S.A., referida neste trabalho apenas por Telemar, é uma empresa cuja principal atividade é telecomunicações, e é controlada pela Tele Norte Leste Participações S.A.. A Telemar possui sede na rua General Polidoro, 99, na cidade do Rio de Janeiro. É a principal provedora de serviços de telecomunicações do Brasil e a maior operadora de telefonia fixa da América do Sul, através de sua marca Oi. Controla empresas como Brasil Telecom S.A., Internet Group do Brasil S.A.(IG) e TNL PCS S.A.. A Telemar tem suas ações negociadas na BM&Bovespa através do código de negociação TMAR3.

Através de suas atividades e de suas controladas a empresa tem em seu portfólio o que segue:

- negócios de telefonia fixa: Possui 13,9 milhões de linhas fixas em operação com a marca Oi;
- negócios de telefonia móvel: Possui 41 milhões de assinantes de telefones móveis no país, estando na quarta posição nesse mercado no país, com a marca Oi;
- serviços de transmissão de dados: a Telemar também atua na atividade de transmissão de dados especialmente no acesso de ADSL, sob a marca Oi Velox e Turbo;
- internet: portal de internet chamado IG;
- operação de cabos submarinos de fibra ótica;

- serviços de TV por assinatura por satélite com tecnologia Direct to home(DTH);

A atuação da Telemar no **mercado nacional** ocorre com atuação nas áreas de Banda Larga, Telefonia Fixa e Telefonia Móvel. Desta forma cabe uma análise sucinta sobre esses mercados no Brasil.

Quadro 7 - Mercado de Telefonia Fixa Brasil 2007 a 2010

Brasil	2007	2008	2009	2010
Oi	56,6%	53,7%	51,5%	47,6%
Telefonica	30,4%	28,4%	27,1%	26,9%
BrT	20,4%	19,8%	18,7%	17,1%
Embratel	8,5%	12,3%	14,4%	16,8%
GVT	2,0%	2,5%	3,5%	4,9%
Outras	2,6%	3,1%	3,5%	3,8%

Fonte: Anatel (2010)

De acordo com o estudo sobre banda larga no país realizado pela empresa de infraestrutura Huawei(2011), existem atualmente 24 milhões de acessos a banda larga móvel, assim distribuídos:

Quadro 8 - Mercado de Banda Larga – Móvel e Fixa

Banda Larga Móvel	Banda Larga Fixa
Claro com 7,7 milhões;	OI com 4,4 milhões;
Vivo com 5,3 milhões;	NET com 3,5 milhões;
TIM com 4,5 milhões;	Telefônica com 3,3 milhões;
OI com 600 mil;	GVT com 1,1 milhões;

Fonte: Huawei(2011).

Quanto ao mercado de telefonia móvel, atualmente encontra-se distribuído conforme dados divulgados pela Agência Nacional de Telecomunicações(ANATEL), veja no Quadro 9;

Quadro 9 - Mercado de Telefonia Móvel

Operadora	Clientes
Vivo	29,48
Claro	25,39
TIM	25,16
OI	19,69

Fonte: Huawei(2011).

4.3.1 Análise Histórica da TELEMAR

A Telemar foi criada em 1998, quando a antiga estatal Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebrás) foi dividida, após processos de privatização, em doze companhias. A Telemar foi uma delas e já nasceu com atuação em 64% do território nacional.

Em 2000 entra no mercado de internet de alta velocidade. E no ano de 2001 lança a banda larga com tecnologia ADSL. Já no exercício de 2002 é criada a marca Oi, então braço de telefonia móvel da Telemar.

No ano de 2007 a marca OI a assumi todos os serviços da companhia. E entra no mercado de São Paulo. Em 2008 a Telemar inicia o processo de compra a Brasil Telecom e assume o controle da empresa definitivamente em 2009.

Ressalte-se que os bancos federais foram essenciais para a compra dos ativos da Brasil Telecom. Foi utilizado pela Telemar R\$ 2,90 bilhões financiados pelo BNDES e R\$ 4,30 bilhões pelo Banco do Brasil para realizar a operação de aquisição³.

Além disso, foi financiado mais R\$ 4,40 bilhões pelo BNDES para utilização na expansão das redes de telefonia fixa e móvel entre o anos de 2009 e 2011.

4.3.2 Análise Específica dos Indicadores da TELEMAR

Análise a seguir manterá a mesma orientação tomada na avaliação das duas companhias já analisadas individualmente.

O Valor Econômico Agregado da TELEMAR de 2006 a 2008(Gráfico 37) teve um crescimento considerável, saindo de R\$ 1.276 milhões em 2006 e chegando a R\$ 3673 milhões em 2008, no entanto em 2009 cai a níveis muito baixos, chegando a geração negativa de R\$ (264) milhões. Porém já no exercício de 2010 volta ao nível anterior atingindo R\$ 3.892 milhões.

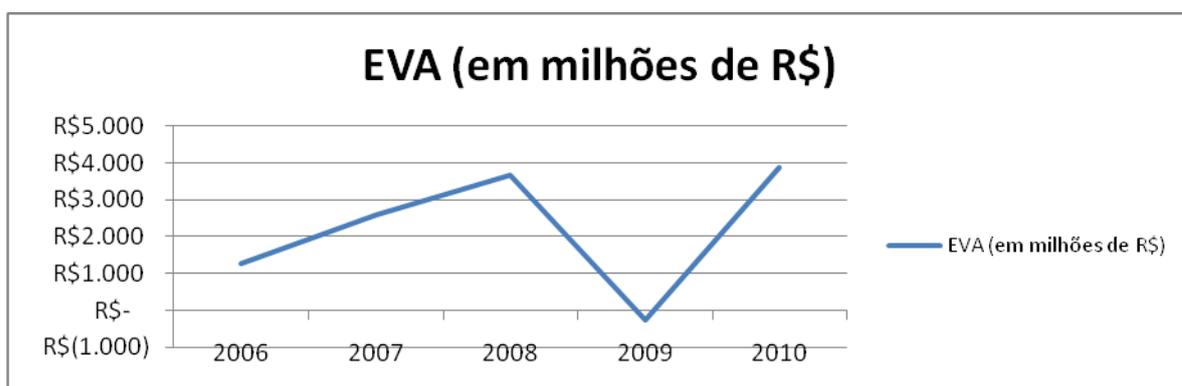


Gráfico 37 – Valor Econômico Agregado – TELEMAR

Quando se observa o Valor de Mercado Adicionado da TELEMAR, conforme Gráfico 38, nota-se que este índice vem apresentando uma queda contínua desde 2007, ano em que apresentou o único crescimento. Desta forma a TELEMAR passou de 2007, ano em que gerou de Valor adicionado de Mercado de R\$ 5.880 milhões para R\$ 1.848 milhões em 2010

³ O ESTADO DE S. PAULO. Os recursos de fontes federais foram fundamentais para que a Oi conseguisse fechar a compra da BrT, no ano passado. O BNDES, por exemplo, concedeu um financiamento de R\$ 2,5 bilhões para o enxugamento societário da Oi, operação que precedeu à compra. Esse enxugamento, no total, consumiu R\$ 2,9 bilhões. O Banco do Brasil também foi fundamental no negócio, ao efetuar um empréstimo de R\$ 4,3 bilhões à Oi. O financiamento provocou polêmica, por fugir do padrão do banco, ao ultrapassar o limite normal de exposição do BB a um único grupo econômico. E também pelo fato de a Previ, fundo de pensão dos funcionários do banco, ser um dos maiores acionistas do grupo de telecomunicações. À época, o banco negou qualquer conflito de interesse na operação. 19 set. 2009. Disponível em <http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20091119/not_imp468642,0.php>. Acesso em 26/05/2011.

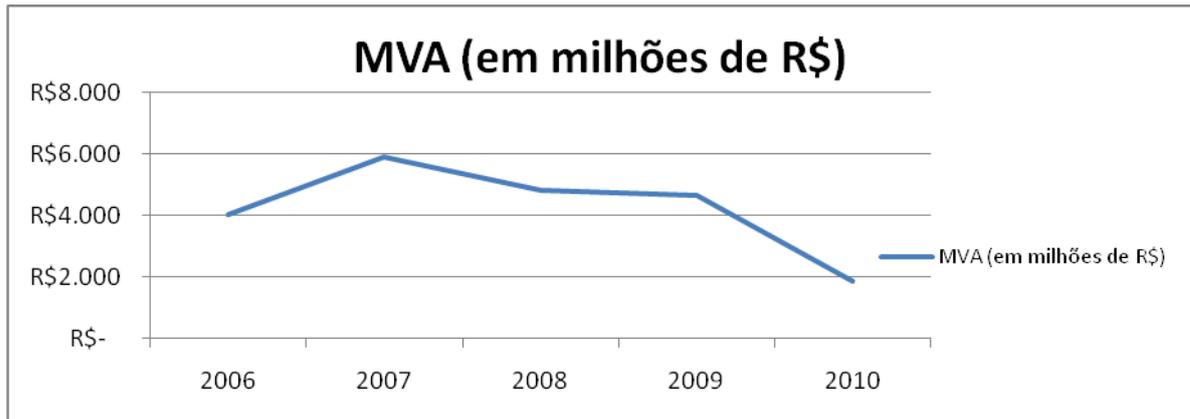


Gráfico 38 – Valor de Mercado Adicionado – TELEMAR

O ganho de capital da Telemar vem apresentado variação sempre em níveis inferiores a média de mercado. Com exceção de 2008 onde obteve uma perda de capital de -39 % enquanto o índice Bovespa teve um ganho negativo de -41%. Durante o período, a maior alta foi em 2009, quando obteve uma alta de 31%, em relação ao ano anterior, seu pior ano.



Gráfico 39 - Ganho de Capital Trimestral Mercado de Ações - TELEMAR

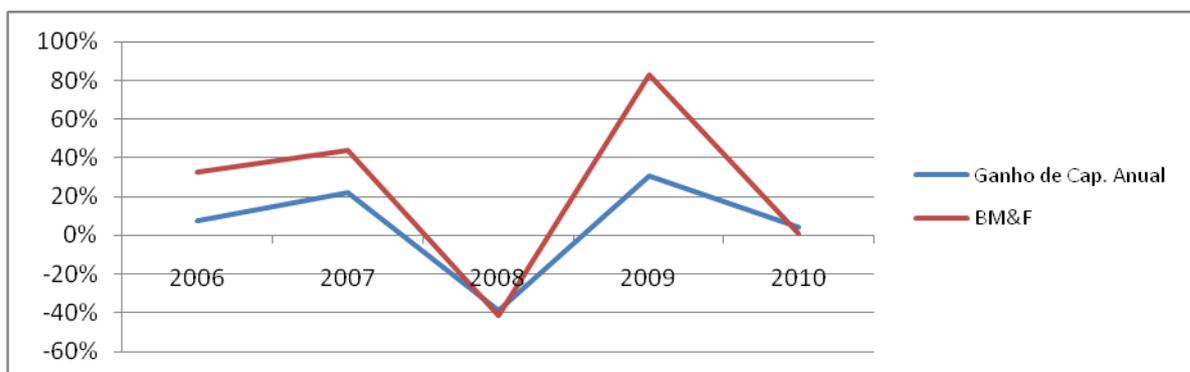


Gráfico 40 - Ganho de Capital Anual – TELEMAR

O índice P/L apresentou-se entre 20 e 40(Gráfico 41), com exceção do período entre março de 2009 a junho de 2009 onde o índice P/L apresentou 5.458, momento em que houve fuga do que é apresentado pelos outros trimestres.

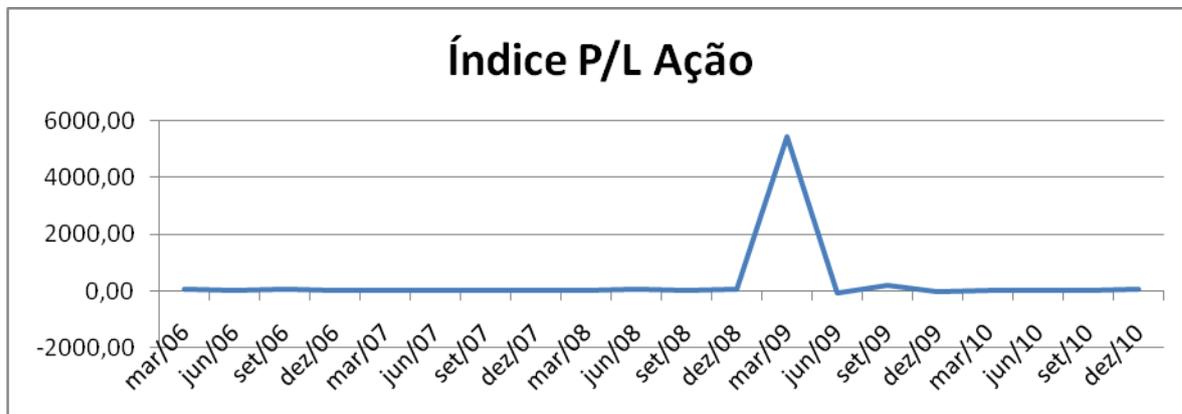


Gráfico 41 - Índice Preço da Ação/ Lucro da Ação – TELEMAR

O Gráfico abaixo mostra que o Índice de Caixa da TELEMAR passou a apresentar alta a partir de 2006, saindo de 0,63 até atingir 1,1 no 3º trimestre de 2007. Manteve-se nesse nível até março de 2009 quando teve uma queda, voltando a níveis de 2006 em 0,60.

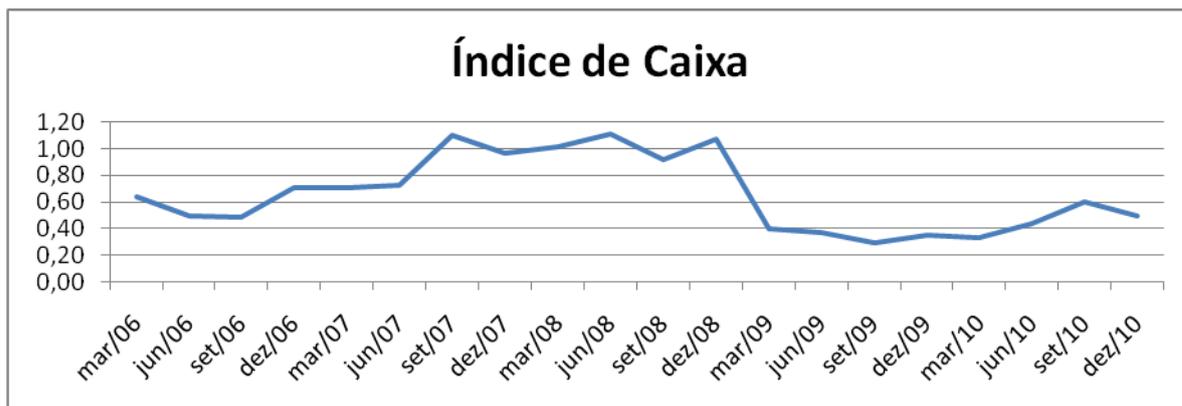


Gráfico 42 - Índice de Caixa – TELEMAR

O Índice de Liquidez corrente no ano de 2006 manteve-se estável em torno de 1,50, passando, a partir do 2º trimestre de 2007, a ter um aumento de sua liquidez corrente, chegando em 2,20 no penúltimo trimestre de 2007. A partir deste período, passa a uma queda contínua, até atingir 1,20. Indicando que a empresa deve se ater nesse indicador para dar mais liquidez as suas operações tendo em vista o índice de caixa também ter se reduzido nos últimos anos.

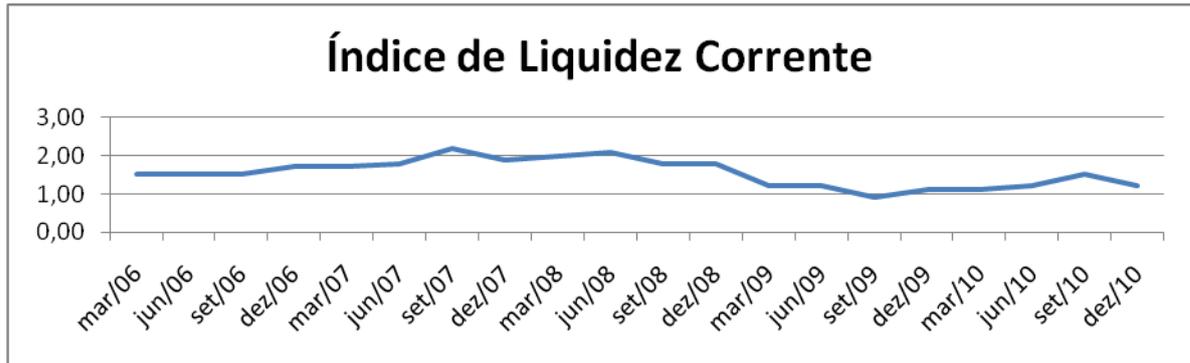


Gráfico 43 - Índice Liquidez Corrente - TELEMAR

O índice de Endividamento Geral(Gráfico 44) manteve-se estável entre 2006 e metade do ano de 2008, quando oscilou entre 59% e 50%. Já a partir da segunda metade de 2008 o índice passa a girar em níveis mais elevados, estabilizando-se a partir de março de 2009. No final de 2010 o índice ficou em 80%.

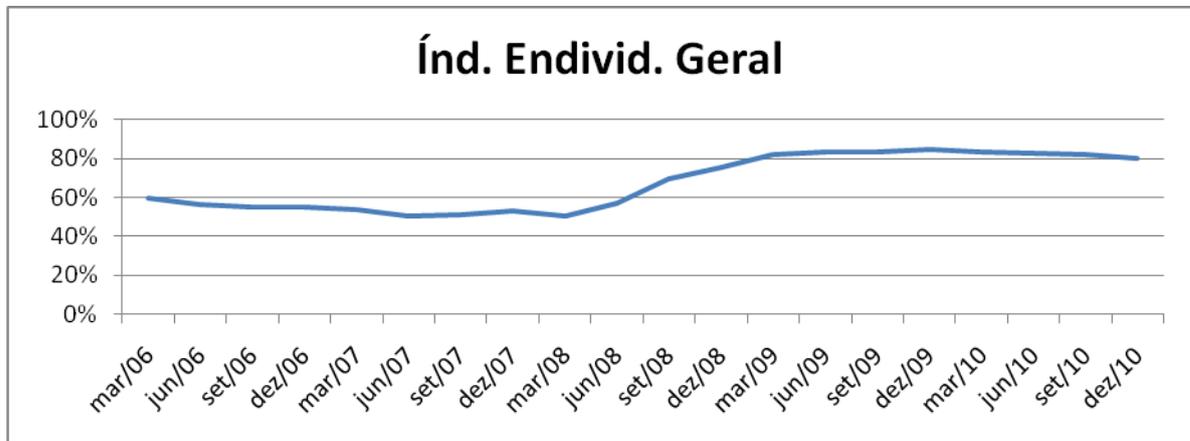


Gráfico 44 - Índice de Endividamento Geral - TELEMAR

Este índice mostra semelhança com o anterior, haja vista que a partir da segunda metade de 2008 ele passa a subir, quando estabiliza-se no primeiro trimestre de 2009. Após um período onde ficou acima de 500%, no final de 2010 fechou em 404%, mostrando uma alta alavancagem. Porém o que fica expresso é o alto índice de alavancagem das empresa, que chegou a 5 vezes o seu Patrimônio Líquido. Observe-se o Gráfico abaixo.

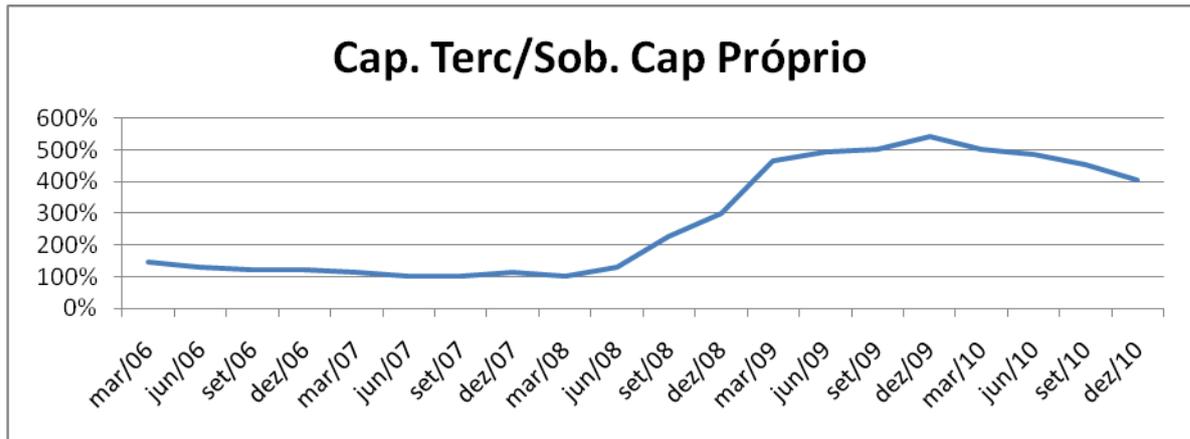


Gráfico 45 - Capital de Terceiros sobre Capital Próprio – TELEMAR

Quanto à Cobertura de Juros(Gráfico 46), em março de 2006 apresentava um índice de 2 quando passou a crescer até atingir de 6 no 3º trimestre de 2007, ponto máximo do período analisado. Momento em que passa a cair atingindo o menor nível no segundo trimestre de 2009. Após, eleva-se atingindo novamente o valor acima de 2. Isto indica que a empresa não vem obtendo resultados como obtinha em anos anteriores, ou seja, as despesas financeiras devem ser observadas para não prejudicar a companhia em seus resultados.

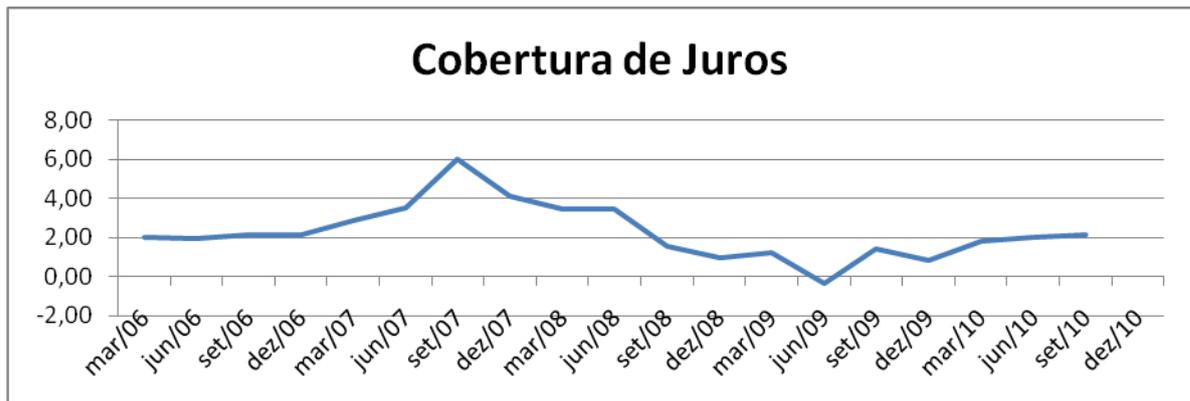


Gráfico 46 - Cobertura de Juros – TELEMAR

Quanto à Cobertura de Caixa anual, observa-se que a partir de 2008 há uma queda nos níveis, os quais se mantiveram estáveis a partir de então. Termina o exercício de 2010 com uma Cobertura de Caixa em 2,90.



Gráfico 47 - Cobertura de Caixa – TELEMAR

A Margem de Lucro da companhia manteve-se durante o ano de 2006 e o primeiro semestre de 2007 em um valor que variou de 7% a 12%. Porém no segundo semestre de 2007 a sua margem de lucro passa a crescer, chegando no último trimestre de 2007 a 20%. A partir daí o índice cai, chegando a registrar Margem de lucro negativo em no exercício de 2009. Porém em 2010 consegue manter a margem positiva. E fecha 2010 com 3,02%.

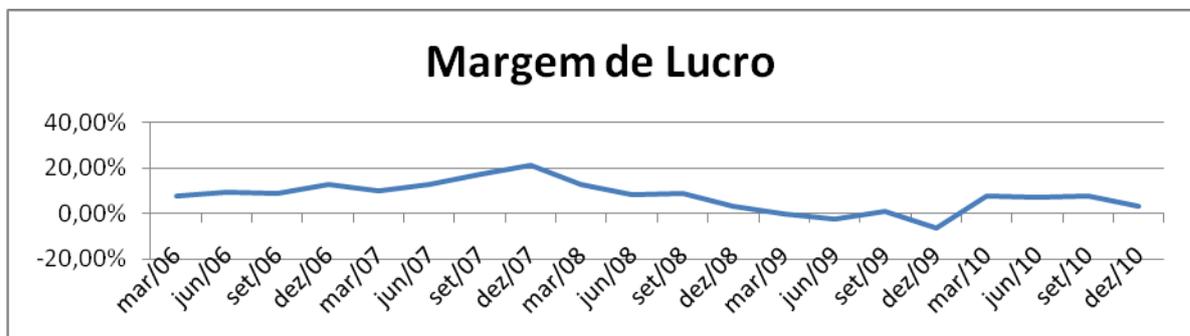


Gráfico 48 - Margem de Lucro - TELEMAR

O Retorno do Ativo que chegou a atingir um pico de 3,21%, em dezembro de 2007, também chegou a girar negativamente em alguns trimestres, como nos 2º e 4º trimestres de 2009. Porém finda o exercício de 2010 com um índice muito próximo a zero, com 0,30%.



Gráfico 49 – Retorno do Ativo- TELEMAR

A Margem Ebitda da Telemar(Gráfico 50) durante o período analisado consegue manter-se a maior parte do tempo sempre acima de 20%. O seu pior período foi em junho de 2009, quando chegou a ter uma margem negativa de 4,30%. Porém mesmo que a margem Ebitda tenha chegado a 28,50% no 3º trimestre, no último trimestre de 2010 o índice caiu para 1,90% valor muito abaixo do que vinha mostrando. Este índice mostra preocupação, pois ele indica que a operacionalidade da empresa não vem apresentando resultados, nos últimos trimestres, consistentemente, pois há períodos que se intercalam com queda expressiva.

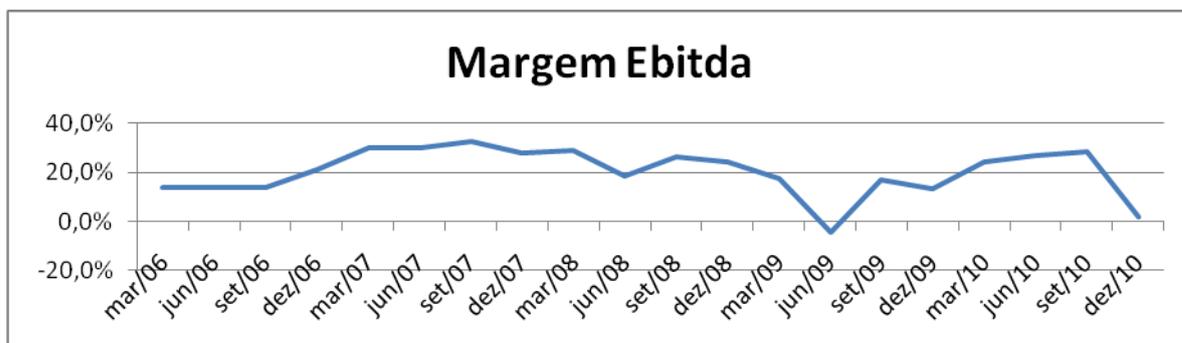


Gráfico 50 - Margem Ebitda e Margem operacional – TELEMAR

Para a margem operacional, a análise aponta que até setembro de 2007 a Telemar vinha apresentando crescimento, porém após atingir seu pico no 3º trimestre daquele exercício com 27,10, o índice passa a cair até atingir um valor negativo de 17,20 no 2º trimestre de 2009. No entanto, vem se recuperando chegando a atingir 15,10 no penúltimo trimestre de 2010.



Gráfico 51 - Margem Operacional – TELEMAR

O Custo Médio Ponderado de Capital da Telemar, assim como outros índices apontam, possui duas fases, que se divide justamente no ano de 2008. Pois de 2006 ao fim de 2007 este índice manteve-se entre 9% e 10%, mas em 2008 no primeiro trimestre o índice

alcança 11,81%, para logo em seguida entrar em queda contínua até atingir níveis abaixo de 5% e assim continuar nos anos de 2009 e 2010. O último trimestre de 2010 o índice voltou a subir ficando em 7,37%.

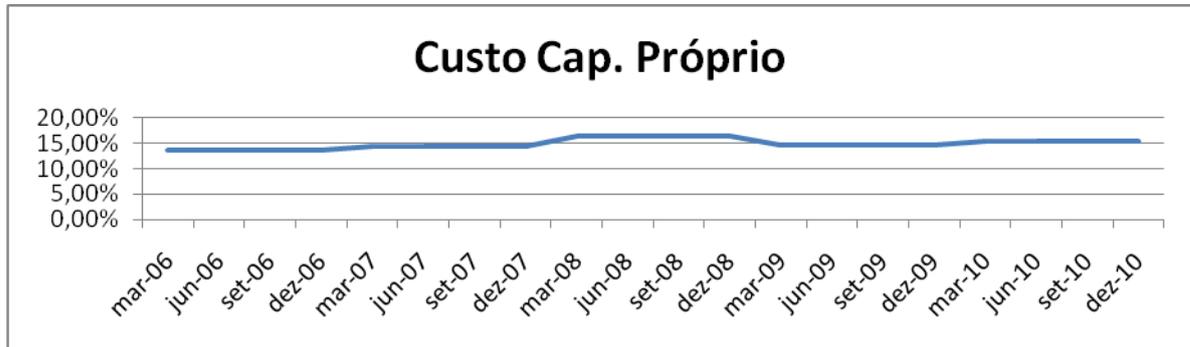


Gráfico 52 - Custo do Capital Próprio - TELEMAR

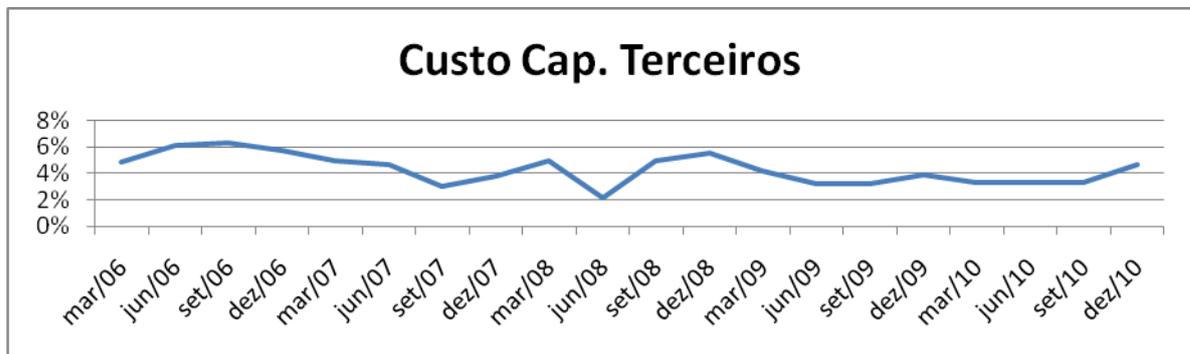


Gráfico 53 - Custo do Capital de Terceiros - TELEMAR

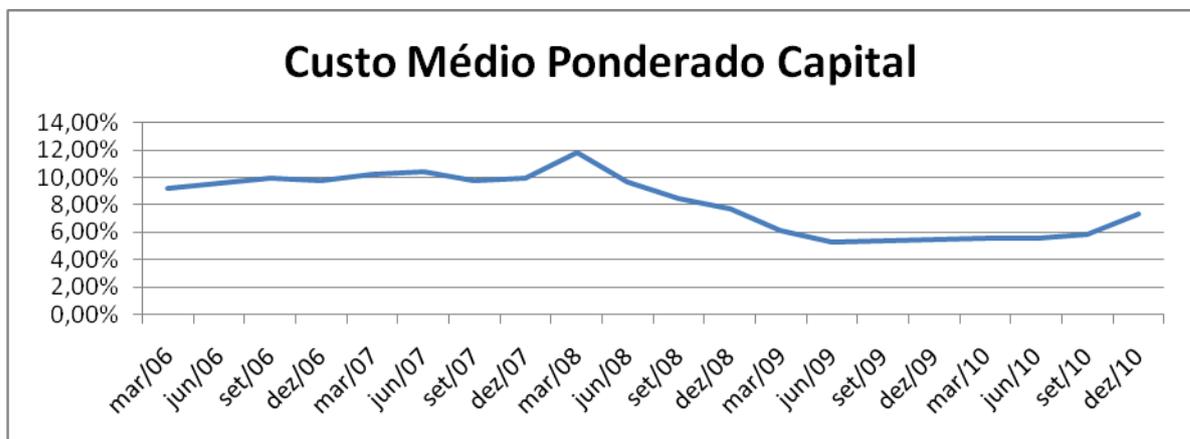


Gráfico 54 - Margem Médio Ponderado de Capital - TELEMAR

4.3.3 Análise Conjunta dos Indicadores da TELEMAR

Embora a Telemar possa ter aumentado o seu Valor Econômico Agregado ao longo do período analisado(Gráfico 37), a criação de valor da Telemar teve uma redução ao longo do período já que em relação ao Valor de Mercado Adicionado(Gráfico 38) a companhia terminou 2010 com nível inferior a 2006.

O índice de Ganho de Capital(Gráfico 40) da Telemar ficou geralmente em nível inferior ao do índice de referência Ibovespa, durante o período analisado.

Os indicadores que mostram a liquidez da empresa não são uniformes(Gráficos 42 e 43), pois o Índice de Caixa após alta nos anos de 2007 e 2008, tiveram queda contínua, chegando a níveis preocupantes em 2010. Já o índice de liquidez corrente, apresentou-se sempre acima de 1, mantendo uma regularidade.

Já o endividamento da companhia teve um grande impacto em 2008, ano em que foram realizadas as negociações de compra da Brasil Telecom.

A Cobertura de Caixa(Gráfico 47) vem caindo ao longo do período, bem como a cobertura de juros(Gráfico 46), porém mantêm-se ainda em níveis moderados.

A sua Margem de Lucro(Gráfico 48) está longe de apresentar um nível adequado a importância da empresa, já que vem apresentando níveis em torno de 7%, inclusive, em alguns períodos, registrando níveis negativos, principalmente em 2009.

Quanto aos índices de operacionalidade da companhia(Gráficos 50 e 51), vê-se uma queda a partir de 2008, apresentando índices negativos em alguns períodos como no 2º trimestre de 2009.

O Custo de Capital(Gráfico 54) não se mostra descompassado das outras empresas analisadas, mas vem conquistando um nível baixo de custo de capital, o que é bom para a empresa.

5 CONSIDERAÇÕES SOBRE O NOVO PADRÃO CONTÁBIL - IFRS

Cabe ainda fazer considerações quanto à aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade(IFRS).

Em 2010 foi o primeiro ano em que as empresas analisadas promoveram a apresentação de suas demonstrações contábeis nos padrões IFRS, especialmente as demonstrações contábeis dos balanços patrimoniais e das demonstrações contábeis, utilizadas como base para índices apresentados nesse estudo. O padrão internacional foi divulgado e publicado apenas a partir do exercício de 2010.

Porém, para fins de dar referência às demonstrações apresentadas no ano de 2010, as companhias tiveram de refazer as demonstrações do exercício de 2009, bem como esclarecer essas alterações. Dessa forma buscou-se, através das alterações promovidas nas contas do exercício de 2009, apresentadas nas Notas Explicativas do exercício de 2010, informações que pudessem dar maior clareza ao estudo promovido, especialmente ao último exercício 2010.

Na **Telemar** os efeitos no Balanço Patrimonial foram bem fortes, como segue descrito abaixo:

Nas contas do Ativo Circulante, não houve grandes alterações, porém, no Ativo Não Circulante, a diferença foi bem marcada, destacando-se as contas de Depósitos e Bloqueios Judiciais, Imobilizado e Intangível, que ajudaram a modificar o Ativo Não Circulante de R\$ 42,50 bilhões para R\$ 55,49 bilhões, registrando m aumento de R\$ 12,89 bilhões, com diferença de 30,25%.

No Passivo Circulante, o impacto foi R\$ 16,48 bilhões para R\$ 17,90 bilhões, com diferença de R\$ 1,42 bilhão, representando 6%. No Passivo Não Circulante, as contas que se mostram determinantes para alterações foram Provisões, Tributos diferidos sobre a Renda e outros tributos que ajudaram o Exigível Total a passar de R\$ 28,65 bilhões para R\$ 35,77 bilhões, representando 24,83% positivamente.

Já no Patrimônio Líquido, que apresentou maior variação pelo novo padrão, que passou de R\$ 9,42 bilhões, R\$ 19,69 bilhões, aumento de R\$ 10,26 bilhões, 47,87%, onde as principais contas que ajudaram a essa alteração foi Patrimônio Líquido - Controlador ai incluído, em Reservas de Capital; e Patrimônio Líquido – Não Controlador.

Dessa forma a diferença, seja no Ativo Total, seja no Passivo Total, entre o que seria divulgado pelas normas que até então vigiam no país e o que foi divulgado no IFRS foi de R\$ 13,15 bilhões no 4º trimestre, portanto com diferença de 21,8 %.

Da análise da Demonstração do Resultado do Exercício, vê-se que a Receita líquida de Vendas ou Serviços não teve alterações, passou de R\$ 29,81 bilhões para R\$ 29,92 bilhões.

Já quanto ao Lucro Bruto foi de R\$ 12,61 bilhões para R\$ 11,54 bilhões, variação portanto de 8,5%. As Despesas Operacionais passam a aumentarem de R\$ (10,98) bilhões para R\$ (3,68) bilhões, com quase R\$ 7,29 bilhões de diferença e variação de 66%.

O Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro e dos Tributos tem um aumento de R\$ 1,63 para R\$ 7,85 bilhões, com o grande aumento de R\$ 6,21 bilhões e variação de 380%. Desta forma modificou-se também profundamente o Lucro/ Prejuízo antes das Tributações passando de prejuízo de R\$ (807,80) milhões para um Lucro de R\$ 5,40 bilhões, com variação de aproximadamente 770 %.

Consequentemente o Lucro Líquido do exercício passou de um prejuízo R\$ (1,107) bilhões para um Lucro de R\$ 5 bilhões, com aumento de R\$ 6,20 bilhões, variação de aproximada de 560 %.

Quanto às ponderações do método IFRS, para a **TOTVS**, em relação ao ano de 2009, tem-se que:

O Ativo Circulante não possui alterações significativas, já para o Ativo Não Circulante houve um acréscimo de R\$ 771,76 milhões para 912,29 milhões, com diferença de R\$ 140,53 milhões, 18% de aumento.

Quanto ao Passivo Circulante houve uma diminuição de R\$ 43,52 milhões, passando de R\$ 218,81 milhões para 175,28 milhões, com variação de 19%. Já para o Passivo Não Circulante houve um aumento de R\$ 144,58 milhões passando de R\$ 450,55 milhões para R\$ 595,13 milhões.

Para o Patrimônio Líquido não houve alterações importantes.

Desta forma a alteração do Ativo Total e do Passivo Total foi de R\$ 124,64 milhões, passando de R\$ 1,17 bilhões para R\$ 1,29 bilhões, com variação total de 10,60 %.

A **Itautec** também teve alterações em suas demonstrações apresentadas em 2010, para o ano de 2009 servir de referência, a seguir analisadas:

No Ativo Circulante da Itautec houve redução de R\$ 69,94 milhões, indo de R\$ 1,0 bilhão para R\$ 931,20 milhões, variando 6%.

Para o Ativo Não Circulante passou de R\$ 292,57 milhões para R\$ 383,57 milhões, tendo um aumento de R\$ 89,99, com variação de 30%.

O Passivo Circulante ficou praticamente igual, como o Passivo Não Circulante e o Patrimônio Líquido. No geral o Passivo Total passou de R\$ 1,29 bilhões para R\$ 1,31 bilhões, com variação de 1,50 %.

Nota-se, assim, que a Itautec não teve grandes alterações com o novo padrão contábil quando analisado o balanço no Ativo Total ou no Passivo Total, mas apenas nota-se a diferença nos ajustes que ocorreram entre o Ativo Circulante, reduzido, e o Não Circulante, aumentado, da Itautec.

Quando se analisa a DRE de 2009 e sua alteração para o padrão IFRS, vê-se que a Receita Líquida de Vendas e Serviços passa de R\$ 1,87 bilhões para R\$ 1,32 bilhões, com decréscimo de R\$ 547 milhões, com variação de 29%.

O Lucro Bruto vai de R\$ 355 milhões para R\$ 269 milhões, com variação de 24,20%. Já o Lucro Operacional passa de R\$ 65 milhões para R\$ 40 milhões, com variação de 38,46%. O Lucro antes do IR e da CS vai de R\$ 65,98 milhões para R\$ 42,88 milhões, com variação de 35%.

Finalmente o Lucro Líquido do Exercício passou de R\$ 53 milhões para R\$ 51 milhões, ficando praticamente estável.

Essas informações ajudam a explicar algumas alterações provocadas nos índices que foram utilizados para o trabalho, também cabe ressaltar que os dados para o cálculo dos índices foram extraídos do sistema Economatica, onde já se encontravam as alterações para o padrão IFRS, porém apenas em relação ao último trimestre de 2010. Desse modo, no capítulo seguinte poderemos analisar os efeitos da Crise do *Subprime* nas empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação com maior clareza.

6 IMPACTO DA CRISE DO *SUBPRIME* NAS EMPRESAS DO SETOR DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO

Para se determinar o impacto da Crise do *Subprime* nas empresas analisadas deve-se, antes de tudo, buscar também informações fora dos limites impostos pelos dados das demonstrações contábeis e financeiras. A análise deve ser complementada com informações extraídas dos Relatórios da Administração e Notas explicativas publicadas pelas companhias, bem como de outras fontes importantes.

Ao longo do período analisado a TOTVS fez referência a crise financeira americana apenas no relatório referente ao exercício de 2008. Em 2009, a companhia mostrou-se mais preocupada, porém afirma que o mercado de TI no Brasil cresceu, ajudado pela obrigatoriedade de as empresas terem de aderir ao Sistema Público de Escrituração Digital (SPED) e a emissão de Nota Fiscal Eletrônica (NF-e), que alavancou as vendas de ERP. Já em 2010 não faz mais menção aos efeitos da crise, dando ênfase aos resultados positivos da companhia.

A Itautec também fez referência à Crise do *Subprime* apenas no ano de 2008. Seguindo a mesma linha da TOTVS a Itautec informa em seu Relatório de Administração de 2009 que apesar dos efeitos da crise as operações se mantiveram estáveis, especialmente as nacionais, tendo em vista que atuação no mercado mexicano e americano foi de baixa. O Relatório de 2010 traz informações sobre a retomada do crescimento, mas já sem menção a efeitos negativos da crise.

Seguindo as outras empresas, a Telemar passa a mencionar a crise apenas em 2008, porém acusando um maior desconforto com a crise, talvez por ser uma empresa de maior porte, pressupondo a crise como sem precedente e com temor de uma recessão global generalizada. Previsão que não consistiu com os RA da companhia em 2009 e 2010, onde já não faz mais referência a crise e sim dá destaque à aquisição da Brasil Telecom.

Para uma maior clareza e concisão, foi elaborado o Quadro Resumo 10, contendo informações resumidas que ajudam a melhor observar os momentos em que ocorreram a crise e outros fatos.

Quadro 10 - Resumo dos Principais Fatos Ocorridos no Período

	Crise Subprime EUA/Mundo	Crise Subprime Brasil	TOTVS	ITAUTEC	TELEMAR
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Início da queda sistemática dos preços de imóveis nos EUA 	<ul style="list-style-type: none"> • Não afeta o Brasil ainda, apenas há notícias de quedas dos preços dos imóveis nos EUA 	<ul style="list-style-type: none"> • IPO da TOTVS 		
2007	<ul style="list-style-type: none"> • O Banco Citigroup anuncia Prejuízo Líquido de US\$ 9,83 bilhões no 4º trimestre 	<ul style="list-style-type: none"> • Queda nos preços das ações IBOVESPA 		<ul style="list-style-type: none"> • Financiamento de R\$ 142 milhões com o BNDES 	
2008	<ul style="list-style-type: none"> • Concordata do Banco Lehman Brothers • Resgate de Bancos Americanos pelo Governo 	<ul style="list-style-type: none"> • BC leiloa <i>swaps</i> cambiais contra falta de liquidez no mercado de câmbio • Governo anuncia Corte de Tributos 	<ul style="list-style-type: none"> • Aquisição da Datasul 	<ul style="list-style-type: none"> • Os maiores clientes (Bancos e Financeiras) congelaram compras de equipamentos 	<ul style="list-style-type: none"> • Processo de compra da Brasil Telecom
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento Negativo do PIB EUA e Zona EURO 	<ul style="list-style-type: none"> • Retração do PIB 0,2 % 			<ul style="list-style-type: none"> • Conclusão da compra da Brasil Telecom
2010		<ul style="list-style-type: none"> • Adoção do IFRS em por todas Companhias Brasileiras 		<ul style="list-style-type: none"> • Reestruturação operacional 	

Fonte: Elaborado pelo Autor (2011).

A partir desse quadro resumo e das análises que foram apresentadas anteriormente, depreende-se que, apesar dos efeitos da Crise do *Subprime* terem atingidos vários setores da economia acentuadamente, nas empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação analisadas, eles se evidenciaram principalmente na queda de alguns índices ligados ao endividamento, pois as três companhias analisadas tiveram quedas nesses índices. Acompanhando esse mesmo raciocínio, observa-se que os Índices de Liquidez e de Caixa também se inclinaram à queda no período, o que mostra o impacto da crise quanto à falta de liquidez nessas empresas.

Como a crise afetou a BM&FBovespa, seu impacto também afetou os Ganhos de Capital de todas as companhias analisadas, já que seguiram a tendência de queda da Bolsa, é interessante observar que apesar dos efeitos da crise no mercado de capitais ter se apresentado com maior intensidade no ano de 2008, ano em que todas as ações das companhias analisadas tiveram desempenho negativo, no ano seguinte, em 2009, foi tamanha a valorização das ações, que parece ter havido apenas uma queda motivada pelo medo que se espalhou pelo mercado de capitais no ano de 2008. Porém, o que causa preocupação é que no último ano estudado, 2010, as empresas, excetuando-se a TOTVS, voltaram a registrar uma queda brusca na cotação de suas ações. Os contratos de Derivativos Financeiros não tomaram importância nas operações dessas empresas.

A Cobertura de Juros, bem como a Margem de Lucro também tiveram decréscimos no período analisado, indicando que a Crise do *Subprime* pode ter afetado essas empresas nesses índices. Analisando a queda na Cobertura de Juros, supõe-se que nessas empresas podem estar iniciando um efeito tesoura em suas operações, isto é, diminuindo a capacidade de caixa e disponibilidades pela necessidade de uso em contas de Juros e Despesas Financeiras, portanto tendo um Saldo de Caixa negativo. Esta observação toma forma a partir de uma análise sumária, mas conjunta com a análise da queda do índice de caixa e da liquidez corrente das três companhias.

As empresas analisadas têm promovido uma série de aquisições de outras empresas menores ou de porte semelhante. Especialmente, a TOTVS e a Telemar realizaram aquisições de grande vulto, no ano de 2008. Nota-se ainda que estas operações continuaram mesmo durante a crise, mostrando que as empresas, mesmo estando em um cenário adverso, estão se voltando ao rápido crescimento para aumento de poder de atuação no mercado. Embora estejam apoiadas na ajuda de financiamentos do BNDES e do Banco do Brasil, as companhias

vem mostrando intenção de crescimento interno, e, principalmente a TOTVS e Itautec, vêm apostando no crescimento externo, direcionando investimentos para países da América Latina.

7 PERSPECTIVA DE DESEMPENHO FUTURO PARA AS EMPRESAS NACIONAIS DE TIC

O estudo apresenta empresas de tamanhos distintos com atuação em áreas que se complementam. Ele revela que as empresas de TIC, pela importância que tomam, vêm obtendo apoio do governo em suas estratégias de crescimento, principalmente através de crédito e participação societária de bancos de fomento.

Pela análise da estrutura financeira dessas empresas, compreende-se que elas necessitam de alguns ajustes em seus índices para obter maior riqueza e assim aumentar seu valor em exercícios futuros.

Se essas empresas não promoverem a reorganização necessária em suas contas que influenciam seu endividamento e liquidez e não darem a devida importância ao aumento de produtividade, representado por seus índices EBITDA, Margem Operacional e Margem de Lucro, exceção feita a TOTVS que, quanto aos indicadores de produtividade, tem promovido o cuidado de mantê-los em patamares altos e em crescimento, elas terão sua capacidade competitiva restringida, tendo que utilizar seus recursos para pagamento de dívidas prejudiciais e redução traumática de seus ativos e quadros operacionais.

O investimento em inovação nas empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação deve ser empreendido continuamente para que essas empresas estejam em condições de criar vantagem competitiva ante seus concorrentes. A consistência do crescimento da produtividade das empresas provem da consistência da aplicação de seus recursos na melhoria do seus sistemas produtivos ou de seus produtos e serviços.

Para que as empresas possam ter perspectivas de aumento de sua riqueza, mais do que promover medidas que exijam alterações em suas demonstrações financeiras, as empresas devem ter uma política forte de investimento em inovação, principalmente na área em que a empresa busca valor e isso deve ser feito dentro das limitações e requisição de cada modelo de negócio.

Em relação à Pesquisa e Desenvolvimento, apenas a TOTVS e a ITAUTEC conseguem demonstrar maior preocupação com essa área. Ainda que se possa supor que, por atuar em mercados no qual a exigência por inovação é menor, a Telemar também não pode fugir de investimentos em P&D para aumentar sua produtividade, e com isso dar sustentabilidade a sua orientação de crescimento.

Extraídos os dados das Notas Explicativas, tem-se que a Itautec investiu R\$ 73 milhões em 2010 na área de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) com taxa de investimento em P&D de 4,65%.

A TOTVS R\$ com investimento de 149 milhões em 2010 em Pesquisa e Desenvolvimento, possui uma taxa de investimento em P&D 13,19%.

Para a Telemar, não foram localizados dados que pudessem dar informações claras sobre investimento em Pesquisa e Desenvolvimento.

Dessa forma, nota-se que a TOTVS é a empresa que mais investe em P&D.

Finalizando, o que se projeta para as empresas que foram objeto de estudo é que elas estão em situação estável, não estando em situação de perigo iminente. A passagem por uma crise financeira sem que tivessem de passar por um momento de desequilíbrio em suas contas e índices financeiros que se desenrolasse em algum tipo de reestruturação operacional aponta que elas têm bases sólidas para enfrentar cenários adversos.

No entanto, a longo prazo, caso estas empresas não empreenderem esforços para melhorar os índices citados que possam restringir seu crescimento, e elas continuarem a promover compras de outras companhias sem dar a devida atenção para a qualidade dos ativos utilizados e não remunerando seus acionistas como lhe são exigidas, tenderão a ser adquiridas ou a caminhar para uma situação adversa que resulte em falência.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo estudar o desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de Tecnologia da Informação e Comunicação nacionais que, por seu porte e importância no mercado, pudessem representar como esse setor se comportou durante a Crise do *Subprime*, também procurou visualizar se elas estão preparadas para os desafios futuros de competição e disputas de mercados, principalmente no plano nacional.

O estudo foi promovido pela importância que o setor de TIC vem tomando, pelo crescimento de seu mercado, bem como por ser um fator de desenvolvimento da produtividade para a economia de tal forma que afeta toda a matriz produtiva, uma vez que os produtos e serviços ofertados por esse setor influenciam na capacidade produtiva de outros setores consumidores de sua tecnologia.

A pesquisa baseou-se na avaliação das empresas pela análise de indicadores financeiros, a partir de informações extraídas de demonstrações financeiras como a Demonstração do Resultado do Exercício e Balanço Patrimonial. Também foi utilizado com base para alguns índices o preços das ações negociadas na BM&FBovespa.

A análise consistiu em estudar os índices isoladamente com uma posterior análise conjunta de todos os índices para cada empresa. Obtendo-se dessa forma uma visualização mais profunda de cada empresa. Por fim, analisou-se de forma integral os resultados obtidos da avaliação das três organizações.

Ao estudar e avaliar essas companhias foi possível concluir que, embora possam ter expandindo suas receitas, bem como seu valor de mercado, existem indicadores que apontam que as dívidas e a alavancagem financeira estão crescendo, já a liquidez para cobrir dívidas de curto prazo está decrescendo.

Desse modo, evidencia-se a necessidade de investigar com maior profundidade a capacidade que essas empresas têm de operar com os níveis de alavancagem e liquidez que têm apresentado, haja vista que o crescimento operacional juntamente a contínua redução de liquidez não é sustentável a longo prazo.

A Crise do *Subprime*, embora aparentemente não tenha provocado grandes transformações nas estruturas das empresas, parece ter catalisado a ajuda governamental, pelo BNDES, para aquisições e fusões de empresas no setor através concessão de crédito subsidiado.

Assim, fica clara, também, a intenção estratégica da política governamental do país de promover a criação de grandes companhias nacionais capazes de moldar uma base sólida no Setor de Tecnologia da Informação e Comunicação. E a forma como vem atuando é promovendo empréstimos a juros subsidiado através de bancos de fomento como o BNDES, bem como aporte de capital como compra de capital social

As empresas analisadas saíram da crise sem ter de modificar profundamente as suas estruturas financeiras, nem mesmo ocorreu algum tipo de enxugamento operacional nessas companhias motivados pelos efeitos da crise. A avaliação indica que elas não se situaram em estado de perigo, mas apenas em situação de atenção quanto ao endividamento que vem promovendo internamente. Os efeitos mais marcantes foram no mercado de capitais, ou seja, na cotação de suas ações, pois acompanharam a volatilidade do índice Bovespa. Essas empresas também não trabalharam de forma significativa com os contratos de Derivativos, o que ajudou a não prejudicá-las em seu desempenho no mercado de capitais, haja vista que a má gestão desses contratos prejudicou outras empresas, como Aracruz e Sadia, a ponto de serem vendidas.

Embora a análise realizada seja dentro de um escopo econômico-financeiro, ao se observar os investimentos em P&D dessas empresas, revela-se a necessidade de promoverem medidas que realmente alcancem o real valor dos investimentos em Pesquisa & Desenvolvimento, tendo em vista que, além de observar as suas demonstrações contábeis, ao observar os relatórios da administração e notas explicativas não se mostra uma real preocupação com essa área, especialmente na Telemar e Itaotec.

Como sugestão de futuras pesquisas, fica exposta a possibilidade de análise de um conjunto de outras empresas que façam parte do mesmo foco de negócios de TIC. Desse modo, deveriam ser realizadas pesquisas em empresas como Positivo Informática S.A., Universo Online S.A. e BW2 – Companhia Global de Varejo para visualizar como está a situação econômico-financeira dessas empresas para complementar o presente trabalho.

Além de analisar outras empresas, sugere-se também, promover a avaliação de riscos envolvidos nas operações dessas empresas para aumentar a extensão da compreensão da sustentabilidade de crescimento desse setor no Brasil.

Por fim, conclui-se que as três empresas seguem caminhos de fortalecimento e crescimento, após a Crise do *Subprime*, indicando que o Setor de Tecnologia da Informação e Comunicação possui boa representação pelas empresas nacionais, bem como base para

crescimento em mercados internacionais, porém devem promover algumas medidas de saneamento em certas contas para manter um crescimento sustentável.

REFERÊNCIAS

Agência do Conselho Nacional de Justiça de Notícias, Brasília, DF, 2010. Disponível em: <http://www.cnj.jus.br/index.php?option=com_content&view=article&id=12139:cnj-investe-mais-de-r-100-milhoes-em-tecnologia-da-informacao-nos-tribunais&catid=1:notas&Itemid=675>. Acesso em: 27 set. 2010.

ANATEL. Disponível em: <<http://www.anatel.gov.br/Portal/exibirPortalInternet.do>> Acesso: em 06 mai 2011

CABRAL, Vanessa. Metodologia 300 Maiores Empresas de TI e Telecom da Computerworld. **Meka Consultoria**. <<http://cw300maiores.com.br/um-retrato-do-mercado-brasileiro-de-tic>>. Acesso em: 09 de out. 2010.

DAMODARAN, Aswath. **A Face Oculta da Avaliação**: Avaliação de Empresas da Velha Tecnologia, da Nova Tecnologia e da Nova Economia. São Paulo: Makron Books, 2002.

ERP News, Disponível em <http://www.erpnews.com.br/v2/vivvo_general/2004.html>. Acessado em: 18 mai 2011.

FAGUNDES, Eduardo. **Planos do setor de TIC no Brasil para 2020**, Disponível em: <<http://efagundes.com/wp-blog/?p=184>>. Acesso em: 25 out. 2010

FILHO, Ernani Teixeira Torres; JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça; Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do Bndes**, Rio de Janeiro, RJ, v. 15, n. 30, p. 129-159, DEZ. 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro; Produtos e Serviços**. 15ª ed.. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FREITAS, Ernani Cesar de, PRODANOV, Cleber Cristiano. **Metodologia do Trabalho Científico**: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico. Novo Hamburgo: Feevale, 2009 – 288 p.

GRINBLATT, Mark e TITMAN Sheridan **MERCADOS FINANCEIROS E ESTRATÉGIA CORPORATIVA**. 2ª Edição Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HIGGINS, C. Robert **ANÁLISE PARA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA**. 8ª ed. Rio de Janeiro :Mc Graw Hill Interamericana do Brasil, 2007.

IBBOTSON SSBI 2010, p. 66 apud CHAGAS, Paulo César Domingues; CERRI, Reinaldo Fernandes; ADVISER AUDITORES INDEPENDENTES. Laudo de Avaliação da Empresa SRC Serviços em Informática Ltda. 31 set. 2010, p. 35. São Paulo – SP Disponível em: <<http://www.totvs.com/ri>>. Acesso em : 28 abr. 2011

IDC - International Data Corporation, São Paulo, SP, set. 2010 Disponível em: <http://www.idclatin.com/news.asp?ctr=bra&id_release=1807>. Acesso em: 26 set. 2010

INFORMAÇÃO ECONÔMICA. O Setor de Tecnologia de Informação no Brasil 2003-2006. IBGE. Série Estudos e Pesquisas. v. 11.

ITAUTEC S.A. Disponível em < <http://www.itautec.com.br/pt-br/relacoes-com-investidores>> Acesso em 25/04/2011.

LINS, Bernardo F. E. **O Setor da Tecnologia da Informação e Comunicação e a Crise.** Nota Técnica : Consultoria Legislativa, 2009. Consultoria Legislativa, Brasília, DF, 2009.

MARION, J. C. **Análise de Demonstrações Contábeis:** Contabilidade Empresarial. São Paulo: Atlas, 2005.

MATARAZZO, Dante Carmine, **Análise Financeira de Balanços:** Abordagem Básica e Gerencial. São Paulo: Atlas, 2007.

O SETOR DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO E COMUNICAÇÃO NO BRASIL. Estudos e Pesquisas Informação Econômica. Rio de Janeiro: IBGE, v.11, 82 p, 2009.

O ESTADO DE S. PAULO, Disponível em: <http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20080826/not_imp230740,0.php>. Acesso em 12/05/2011.

O ESTADO DE S. PAULO, Disponível em: <http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20091119/not_imp468642,0.php>. Acesso em 12/05/2011.

REVISTA FAE, Curitiba, PR: FAE, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez 2003.

REZENDE, Denis Alcides **Tecnologia da Informação Aplicada a Sistemas de Informação Empresariais**: o papel estratégico da informação e dos Sistemas de Informação nas empresas. São Paulo:Atlas – SP- 2000 – 328 p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W; JORDAN, Bradford, **Princípios de Administração Financeira**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2000.

ROSSETTI, José Paschoal et al **Finanças Corporativas**: Teoria e Prática Empresarial no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2008.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 1996.

SCHMIDT, Paulo, Santos, José Luiz dos, Martins, Marco Antônio **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS :FOCO NA ANÁLISE DE DESEMPENHO PARA O USUÁRIO INTERNO**. 1ª Ed. São Paulo: Atlas, 2006 .

TELEMAR Norte Leste S.A., Disponível em:

<http://ri.oi.com.br/oi/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=27891>. Acesso em: 06/05/2011.

TOTVS S.A., Disponível em: <<http://www.totvs.com/ri>>. Acesso em: 01/03/2011.

UNIVERSO ONLINE S.A., Disponível em:

<<http://idgnow.uol.com.br/telecom/2011/05/11/banda-larga-movel-cresceu-138-no-brasil-em-2010>>. Acesso em: 18 mai 2011.

UNIVERSO ONLINE S.A.,. Disponível em <http://tecnologia.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2011/04/20/oi-ganha-mercado-em-telefoniamovel-em-marco.jhtm>. Acesso em 24/04/2011.

IV ENCONTRO IBERO-AMERICANO SOBRE OBJETIVOS DO MILÊNIO DAS NAÇÕES UNIDAS E AS TIC. As TIC, Inovação e Conhecimento:**Estratégias, Políticas Públicas e Boas Práticas**, 2010, Madrid, Espanha

ANEXO A – INDICADORES 2006 A 2008 TOTVS

		2006				2007				2008			
		mar/06	jun/06	set/06	dez/06	mar/07	jun/07	set/07	dez/07	mar/08	jun/08	set/08	dez/08
Indicadores de Valor Agregado													
Valor Econômico Agregado - (milhões R\$)		R\$ (145)				R\$ (33)				R\$ (37)			
Valor de Mercado Adicionado - (milhões R\$)		R\$ 583				R\$ 1.108				R\$ 956			
Avaliação por Ganhos de Capital no Mercado de Ações													
Ganho de Capital Trimestral(%)		0%	-12%	29%	15%	18%	15%	0%	-7%	-7%	-3%	-14%	-16%
Ganho de Capital Anual(%)		31%				7%				-30%			
Índice Preço da Ação/Lucro		895,47	143,11	227,44	96,35	45,61	50,68	44,32	38,63	33,46	31,53	24,69	20,66
Índices de Demonstrações Contábeis													
Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez													
Índice de Caixa		8,13	2,41	2,53	1,59	2,33	2,35	2,56	1,77	2,46	1,67	0,91	0,82
Índice de Liquidez Corrente		9,70	4,30	4,70	3,40	5,40	4,20	4,30	3,00	4,50	3,40	2,10	1,90
Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento													
Índice de Endividamento Geral		11%	10%	9%	12%	8%	11%	11%	17%	11%	15%	48%	55%
Capital de Terceiros sobre Capital Próprio		12%	11%	10%	14%	8%	12%	13%	20%	13%	18%	94%	121%
Cobertura de Juros		-5,18	-2,16	-1,02	0,58	5,03	5,38	5,54	6,40	21,78	14,15	16,35	1,60
Cobertura de Caixa		1,614428369				8,834084039				5,443625163			
Margem de Lucro		-19,78%	-1,62%	2,43%	5,20%	14,49%	11,85%	11,25%	10,71%	10,74%	10,18%	11,11%	9,82%
Retorno do Ativo		-2,52%	-0,42%	0,95%	2,78%	2,19%	4,35%	6,52%	8,69%	2,72%	4,95%	3,98%	4,81%
Margem de EBITDA		13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	26,3%	26,3%	27,0%	25,6%	24,3%	23,7%	24,8%	25,9%
Margem Operacional		-2,60	-2,60	-4,60	-1,10	9,70	10,10	11,60	12,10	12,70	12,40	12,70	5,00
Índice de Custo de Capital													
Custo do Financiamento das Ações		15,49%	15,49%	15,49%	15,49%	16,20%	16,20%	16,20%	16,20%	18,29%	18,29%	18,29%	18,29%
Custo de Capital de Terceiros		0%	0%	0%	0%	116%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	5%
Custo médio Ponderado de Capital- WACC		15,49%	15,49%	15,49%	15,49%	16,45%	16,20%	16,20%	16,20%	18,29%	18,29%	10,61%	11,12%

ANEXO B – INDICADORES 2009 E 2010 TOTVS

	2009				2010			
	mar/09	jun/09	set/09	dez/09	mar/10	jun/10	set/10	dez/10
Indicadores de Valor Agregado								
Valor Econômico Agregado - (milhões R\$)	R\$ 266				R\$ 310			
Valor de Mercado Adicionado - (milhões R\$)	R\$ 1.844				R\$ 3.649			
Avaliação por Ganhos de Capital no Mercado de Ações								
Ganho de Capital Trimestral(%)	12%	64%	30%	36%	-4%	20%	-3%	31%
Ganho de Capital Anual(%)	191%				52%			
Índice Preço da Ação/Lucro	17,51	24,03	26,83	29,62	28,63	31,95	30,40	37,75
Índices de Demonstrações Contábeis								
Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez								
Índice de Caixa	0,98	1,41	1,43	0,84	0,94	1,02	0,72	0,81
Índice de Liquidez Corrente	2,30	2,80	2,80	1,80	2,20	2,70	2,00	1,80
Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento								
Índice de Endividamento Geral	52%	53%	52%	57%	55%	52%	50%	54%
Capital de Terceiros sobre Capital Próprio	109%	114%	110%	134%	120%	110%	99%	120%
Cobertura de Juros	3,41	3,10	3,38	2,63	3,38	3,75	3,36	
Cobertura de Caixa	3,484128118				3,564678708			
Margem de Lucro	16,20%	15,23%	15,21%	15,49%	14,11%	15,28%	14,57%	15,45%
Retorno do Ativo	2,87%	5,12%	7,62%	10,27%	2,51%	5,63%	7,95%	10,14%
Margem de EBITDA	28,0%	29,1%	29,9%	30,2%	29,6%	29,4%	30,4%	31,4%
Margem Operacional	7,40	8,90	11,10	14,50	14,20	14,70	15,20	
Índice de Custo de Capital								
Custo do Financiamento das Ações	16,56%	16,56%	16,56%	16,56%	17,30%	17,30%	17,30%	17,30%
Custo de Capital de Terceiros	3%	6%	10%	10%	3%	5%	12%	16%
Custo médio Ponderado de Capital- WACC	10,19%	10,82%	12,01%	11,50%	10,17%	11,02%	13,47%	14,48%

ANEXO C – INDICADORES 2006 A 2008 ITAUTEC

		2006				2007				2008			
		mar/06	jun/06	set/06	dez/06	mar/07	jun/07	set/07	dez/07	mar/08	jun/08	set/08	dez/08
Indicadores de Valor Agregado													
Valor Econômico Agregado- (milhões R\$)		73				222				103			
Valor de Mercado Adicionado - (milhões R\$)		134				305				44			
Avaliação por Ganhos de Capital no Mercado de Ações													
Ganho de Capital Trimestral(%)		6%	-4%	-15%	36%	13%	39%	-5%	-20%	4%	-13%	-30%	-17%
Ganho de Capital Anual(%)		11%				5%				-49%			
Índice Preço da Ação/Lucro		11,01	12,18	13,40	10,40	6,34	8,50	7,48	6,35	10,89	8,68	6,98	8,21
Índices de Demonstrações Contábeis													
Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez													
Índice de Caixa		0,38	0,20	0,10	0,24	0,36	0,14	0,26	0,19	0,23	0,24	0,11	0,14
Índice de Liquidez Corrente		1,90	1,50	1,40	1,50	1,90	2,30	2,90	2,50	2,60	2,60	2,30	2,20
Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento													
Índice de Endividamento Geral		55%	62%	63%	60%	54%	52%	57%	60%	59%	58%	60%	63%
Capital de Terceiros sobre Capital Próprio		154%	140%	140%	122%	104%	94%	106%	122%	117%	112%	123%	130%
Cobertura de Juros		1,43	1,67	2,61	1,09	4,31	3,92	3,50	2,35	2,45	3,80	1,33	1,12
Cobertura de Caixa		2,46				4,32				1,65			
Margem de Lucro		2,66%	2,35%	2,04%	3,41%	14,53%	8,95%	7,26%	6,60%	3,00%	3,52%	2,78%	2,27%
Retorno do Ativo		1,02%	1,66%	2,37%	5,75%	5,86%	7,49%	8,05%	9,40%	1,14%	2,67%	3,01%	3,35%
Margem de EBITDA		9,9%	5,7%	4,4%	4,9%	23,2%	13,8%	13,4%	11,8%	7,5%	8,2%	8,1%	6,4%
Margem Operacional		4,30	3,70	2,50	2,30	3,30	4,10	5,10	6,20	5,30	5,40	4,30	4,00
Índice de Custo de Capital													
Custo do Financiamento das Ações		13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	14,47%	14,47%	14,47%	14,47%	16,56%	16,56%	16,56%	16,56%
Custo de Capital de Terceiros		15%	7%	6%	11%	4%	16%	8%	8%	2%	2%	12%	17%
Custo médio Ponderado de Capital- WACC		12,83%	10,98%	10,39%	12,01%	11,79%	14,00%	12,19%	11,42%	11,52%	11,99%	13,89%	14,55%

ANEXO D – INDICADORES 2009 A 2010 ITAUTEC

		2009				2010			
		mar/09	jun/09	set/09	dez/09	mar/10	jun/10	set/10	dez/10
Indicadores de Valor Agregado									
	Valor Econômico Agregado (EVA) - (milhões R\$)	83				-7			
	Valor de Mercado Adicionado (MVA) - (milhões R\$)	-33				29			
Avaliação por Ganhos de Capital no Mercado de Ações									
	Ganho de Capital Trimestral(%)	-9%	48%	1%	25%	-8%	1%	7%	-7%
	Ganho de Capital Anual(%)	87%				0%			
	Índice Preço da Ação/Lucro	8,96	16,85	11,53	10,50	9,57	8,64	11,97	45,02
Índices de Demonstrações Contábeis									
Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez									
	Índice de Caixa	0,14	0,16	0,09	0,06	0,08	0,23	0,41	0,03
	Índice de Liquidez Corrente	2,20	2,20	2,20	1,90	2,00	2,00	2,50	2,40
Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento									
	Índice de Endividamento Geral	61%	58%	57%	62%	60%	59%	51%	52%
	Capital de Terceiros sobre Capital Próprio	123%	110%	108%	124%	124%	130%	107%	109%
	Cobertura de Juros	1,23	-5,55	-42,02	1,11	1,29	0,62	0,75	
	Cobertura de Caixa	3,63				0,92			
	Margem de Lucro	1,27%	1,68%	2,49%	2,86%	1,24%	2,07%	1,86%	0,73%
	Retorno do Ativo	0,46%	1,27%	2,90%	4,14%	0,46%	1,74%	2,55%	1,07%
	Margem de EBITDA*	5,4%	3,4%	4,6%	5,1%	5,2%	4,8%	4,7%	3,5%
	Margem Operacional	3,80	2,60	4,30	5,10	5,00	4,70	3,50	
Índice de Custo de Capital									
	Custo do Financiamento das Ações	14,82%	14,82%	14,82%	14,82%	15,56%	15,56%	15,56%	15,56%
	Custo de Capital de Terceiros	4%	0%	0%	3%	3%	5%	11%	10%
	Custo médio Ponderado de Capital- WACC	10,62%	10,45%	10,86%	10,73%	10,37%	10,68%	13,57%	12,90%

ANEXO E – INDICADORES 2006 A 2008 TELEMAR

		2006				2007				2008			
		mar/06	jun/06	set/06	dez/06	mar/07	jun/07	set/07	dez/07	mar/08	jun/08	set/08	dez/08
Indicadores de Valor Agregado													
	Valor Econômico Agregado - (em milhões R\$)	R\$			1.276	R\$			2.596	R\$			3.673
	Valor de Mercado Adicionado - (em milhões R\$)	R\$			4.027	R\$			5.882	R\$			4.827
Avaliação por Ganhos de Capital no Mercado de Ações													
	Ganho de Capital Trimestral(%)	0%	14%	10%	-15%	8%	29%	-1%	-5%	8%	-12%	-5%	-27%
	Ganho de Capital Anual(%)	7%				22%				-39%			
	Índice Preço da Ação/Lucro	43,61	41,71	45,21	26,02	36,05	37,23	26,06	20,45	35,75	48,53	42,01	85,08
Índices de Demonstrações Contábeis													
Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez													
	Índice de Caixa	0,64	0,49	0,49	0,71	0,71	0,72	1,10	0,97	1,02	1,11	0,92	1,08
	Índice de Liquidez Corrente	1,50	1,50	1,50	1,70	1,70	1,80	2,20	1,90	2,00	2,10	1,80	1,80
Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento													
	Índice de Endividamento Geral	59%	56%	55%	55%	53%	51%	51%	53%	50%	57%	70%	75%
	Capital de Terceiros sobre Capital Próprio	146%	129%	122%	123%	114%	103%	103%	112%	101%	131%	228%	302%
	Cobertura de Juros	2,02	1,93	2,13	2,13	2,86	3,53	6,01	4,11	3,43	3,43	1,53	0,99
	Cobertura de Caixa	4,345010415				6,593552038				2,968951776			
	Margem de Lucro	7,64%	9,13%	8,72%	12,56%	10,14%	12,51%	17,39%	20,99%	13,02%	8,06%	8,73%	3,11%
	Retorno do Ativo	1,16%	1,46%	1,50%	2,10%	1,65%	2,08%	2,77%	3,21%	2,01%	1,10%	1,17%	0,37%
	Margem de EBITDA	13,7%	13,7%	13,7%	21,2%	30,1%	30,1%	32,7%	27,6%	28,8%	18,6%	26,3%	24,3%
	Margem Operacional	9,70	10,80	11,70	11,40	15,20	18,50	27,10	20,50	20,30	13,00	9,10	0,00
Índice de Custo de Capital													
	Custo do Financiamento das Ações	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	14,27%	14,27%	14,27%	14,27%	16,36%	16,36%	16,36%	16,36%
	Custo de Capital de Terceiros	5%	6%	6%	6%	5%	5%	3%	4%	5%	2%	5%	6%
	Custo médio Ponderado de Capital- WACC	9,17%	9,60%	9,95%	9,73%	10,26%	10,41%	9,79%	9,98%	11,81%	9,69%	8,42%	7,75%

ANEXO F – INDICADORES 2009 E 2010 TELEMAR

		2009				2010			
		mar/09	jun/09	set/09	dez/09	mar/10	jun/10	set/10	dez/10
Indicadores de Valor Agregado									
Valor Econômico Agregado (EVA) - (em milhões de R\$)		R\$ (264)				R\$ 3.892			
Valor de Mercado Adicionado (MVA) - (em milhões de R\$)		R\$ 4.642				R\$ 1.848			
Avaliação por Ganhos de Capital no Mercado de Ações									
Ganho de Capital Trimestral(%)		0%	11%	1%	17%	-23%	9%	0%	-4%
Ganho de Capital Anual(%)		31%				5%			
Índice Preço da Ação/Lucro		5458,86	-79,58	216,10	-34,24	21,67	25,49	25,22	60,59
Índices de Demonstrações Contábeis									
Índices de Solvência a Curto Prazo ou Liquidez									
Índice de Caixa		0,40	0,37	0,30	0,35	0,33	0,44	0,60	0,49
Índice de Liquidez Corrente		1,20	1,20	0,90	1,10	1,10	1,20	1,50	1,20
Índice de Solvência a Longo Prazo ou Endividamento									
Índice de Endividamento Geral		82%	83%	83%	84%	83%	83%	82%	80%
Capital de Terceiros sobre Capital Próprio		463%	492%	501%	541%	502%	485%	455%	404%
Cobertura de Juros									
		1,23	-0,33	1,43	0,84	1,83	1,99	2,12	
Cobertura de Caixa									
		2,337502939				2,907670625			
Margem de Lucro		0,03%	-2,44%	0,87%	-6,45%	7,90%	7,37%	7,50%	3,02%
Retorno do Ativo		0,00%	-0,31%	0,11%	-0,80%	0,98%	0,88%	0,89%	0,30%
Margem de EBITDA		17,2%	-4,3%	17,1%	13,0%	24,3%	27,0%	28,5%	1,9%
Margem Operacional		3,20	-17,20	5,20	-2,50	11,00	13,40	15,10	-
Índice de Custo de Capital									
Custo do Financiamento das Ações		14,62%	14,62%	14,62%	14,62%	15,36%	15,36%	15,36%	15,36%
Custo de Capital de Terceiros		4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	5%
Custo médio Ponderado de Capital- WACC		6,13%	5,31%	5,38%	5,44%	5,53%	5,56%	5,80%	7,37%