

CARLOS BUZOGANY JÚNIOR

**UTILIZAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO NA
REGULAÇÃO DO MERCADO DE TELECOMUNICAÇÕES**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do Título de Mestre em Gestão de Negócios pelo Programa de Pós-Graduação em Regulação e Gestão de Negócios da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação na Universidade de Brasília.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

BRASILIA (DF)

2011

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E CIÊNCIA
DA INFORMAÇÃO E DOCUMENTAÇÃO - FACE**

Programa de Mestrado Profissional em Regulação e Gestão de Negócios

CARLOS BUZOGANY JÚNIOR

**UTILIZAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO NA REGULAÇÃO DO
MERCADO DE TELECOMUNICAÇÕES**

BRASILIA (DF)

2011



FOLHA DE APROVAÇÃO

Título: *“Utilização do fluxo de caixa descontado na regulação do mercado de telecomunicações”*

Autor: *Carlos Buzogany Júnior*

Área de Concentração: *Administração*

Linha de Pesquisa: *Gestão de Negócios*

Dissertação submetida à Comissão Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Regulação e Gestão de Negócios, da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação na Universidade de Brasília como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Gestão de Negócios.

Dissertação aprovada em 08 de abril de 2011.

Aprovada por:

Prof. Dr. Paulo Cesar Coutinho
Coordenador do Programa

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Presidente - Orientador - Universidade de Brasília

Prof. Dr. Aquiles Rocha de Farias
Membro Interno - Universidade de Brasília

Prof. Dra. Fátima de Souza Freire
Membro Externo - Universidade de Brasília

Prof. Dr. Paulo Cesar Coutinho
Suplente - Universidade de Brasília

A Deus por proporcionar-me a motivação e as condições para a realização deste trabalho.

À minha esposa Mônica e meus filhos Raquel e Arthur, pela eterna compreensão na cessão de nosso tempo em comum.

AGRADECIMENTOS

Meu muito obrigado à **Eng^a. Maria Lúcia Ricci Bardi** – Gerente-Geral de Planos e Autorização do Uso de Radiofrequências na Anatel – e ao **Eng. Paulo Roberto da Costa Silva** – ex-Gerente Operacional de Regulamentação da Gerência de Regulamentação e Acompanhamento Tecno-econômico - pela oportunidade e incentivos proporcionados ao longo deste período de capacitação.

Agradeço também o **Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva** pelas importantes orientações na condução deste trabalho.

E meu obrigado também **a todos os colegas** do Mestrado em Regulação e Gestão de Negócios e **aos professores** da Universidade de Brasília que contribuíram para ampliar meus conhecimentos e tornar agradável o convívio de nosso grupo ao longo desta jornada.

RESUMO

Esta dissertação analisa, utilizando o método de Fluxo de Caixa descontado sob o ponto de vista de uma Agência Reguladora, os potenciais impactos para a Embratel Participações S/A relacionados à aquisição de ações preferenciais, no segundo semestre de 2010, emitidas pela Net Serviços de Comunicação S/A. Este estudo de caso mostra a importância que o método de Fluxo de Caixa descontado pode ter como instrumento de gestão, de tomada de decisão, de avaliação de impactos econômicos e financeiros, e para o estabelecimento de políticas públicas, ao possibilitar avaliar os impactos de fusão e aquisição de empresas em aspectos tais como custo de capital, reduções no custo de uso de redes e participação futura no mercado ao determinar tendências quanto ao crescimento de receitas dos serviços. Um modelo financeiro formado pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa descontado das empresas é utilizado para analisar os possíveis cenários de evolução para os serviços de dados da Embrapar, mantidos os demais serviços estáveis, determinando-se as expectativas mínimas de crescimento das receitas e de reduções dos custos de rede para permitir a recuperação dos investimentos aos *stakeholders*. Consideradas as premissas da modelagem, estima-se que são necessárias taxas de crescimento das receitas de dados em torno de 17% anuais entre 2010 e 2019 para cobrir os 3,4 bilhões de reais investidos pela Embrapar ou que reduções de 1,5% a 3% no custo de rede de 2011, dependendo do tipo de arranjo de controle societário, são também suficientes para alcançar o VPL *target* dentro, respectivamente, das mesmas condições de mercado ou por meio de um crescimento moderado.

Palavras-Chaves:

Custo de Capital -

Finanças -

Fluxo de Caixa Descontado -

Fusão -

Regulação

ABSTRACT

This dissertation analyses, using the method of Discounted Cash Flow from the point of view of a Regulatory Agency, the potential impacts for Embratel Participações S/A related to the acquisition of preferred shares, in the second semester of 2010, emitted by Net Serviços de Comunicação S/A. This case study shows the importance that the method of Discounted Cash Flow can take as an instrument of management, of taking decision, of evaluation of economical and financial impacts, and for the establishment of public policies, while making possible to value the impacts of merger and takeover of enterprises at aspects such as cost of capital, reductions in the cost of use of networks and future participation in the market while determining trends of growth of revenues of the services. A financial model formed by Financial Statement and discounted Cash Flow of the enterprises is used to analyse the possible sceneries of evolution for the data services of Embrapar, when other services were maintained stable, when the minimal expectations of growth of the revenues and of reductions of the costs of net are determined to enable the recuperation of the investments to the stakeholders. When the premises of the modeling were considered, it is estimated to be necessary growth rates of the revenues of data services around 17 % per year between 2010 and 2019 to cover BRL 3,4 billion invested by Embrapar or reductions of 1,5 % to 3 % in the network cost of 2011 are also sufficient to reach the VPL target inside, depending on the type of shareholder control, over even market conditions or through a moderate growth respectively.

Key Words:

Cost of Capital -

Finance -

Discounted Cash Flow -

Merger -

Regulation

SUMÁRIO

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	4
2.1 Fluxo de Caixa Descontado.....	4
2.1.1 Fluxo de Caixa	5
2.1.2 Taxa de Desconto	8
2.2 Fluxo de Caixa e Regulação em Telecomunicações	10
3. Metodologia.....	17
3.1. Custos de Capital resultantes de uma consolidação	24
3.2. Valor Terminal	24
3.3. O modelamento financeiro	25
3.4. A análise pelo órgão regulador.....	25
4. Considerações Finais.....	33
Referências	36
APÊNDICE – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS E FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS.....	39

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Betas estimados para NET e EMBRAPAR.....	19
QUADRO 2 – Variáveis para cálculo do custo de capital próprio	20
QUADRO 3 – Custo de Capital Próprio	20
QUADRO 4 – Dados das empresas e de estimativas de inflação	21
QUADRO 5 - Custo Médio Ponderado de Capital para a Net.....	21
QUADRO 6 - Custo Médio Ponderado de Capital para a Embrapar sem aquisição de ações da Net.....	22
QUADRO 7 - Custo Médio Ponderado de Capital para a Embrapar com aquisição de ações da Net.....	22
QUADRO 8 - Valor de Mercado das empresas	23
QUADRO 9 - Betas segmentados e consolidado	23
QUADRO 10 - Custo de Capital Próprio e Custo Médio Ponderado de Capital para consolidação	24
QUADRO 11 - Taxa de crescimento da receita da Net – Cenário Único	26
QUADRO 12 - Taxa de crescimento das receitas na Embrapar – comum a todos cenários	27
QUADRO 13 - Taxa de crescimento da receita de dados na Embrapar	29
QUADRO 14 - Resultados obtidos	31

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - Passos na realização de uma avaliação por FCD usando planilhas	4
FIGURA 2 - Abordagens para fluxos de caixa descontados	7
FIGURA 3 - Taxa de crescimento da receita de dados na Embrapar	30

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Demonstrações de Resultados para a Net – histórico e previsões	40
TABELA 2 - Demonstrações de Resultados para a Net – histórico e previsões (continuação)	41
TABELA 3 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar sem OPA no cenário 1 – histórico e previsões	42
TABELA 4 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar sem OPA no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)	43
TABELA 5 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net - histórico e previsões.....	44
TABELA 6 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net - histórico e previsões (continuação)	45
TABELA 7 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar sem OPA no cenário 1 - histórico e previsões	46
TABELA 8 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar sem OPA no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)	47
TABELA 9 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 1 – histórico e previsões	48
TABELA 10 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)	49
TABELA 11 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 1 - histórico e previsões	50
TABELA 12 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)	51
TABELA 13 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 2 – histórico e previsões	52
TABELA 14 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 2 – histórico e previsões (continuação)	53
TABELA 15 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 2 - histórico e previsões	54

TABELA 16 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 2- histórico e previsões (continuação)	55
TABELA 17 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 – histórico e previsões (custos de rede -3%)	56
TABELA 18 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 – histórico e previsões (continuação)	57
TABELA 19 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 - histórico e previsões (custos de rede -3%)	58
TABELA 20 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 - histórico e previsões (continuação)	59
TABELA 21 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões (custos de rede -3%)	60
TABELA 22 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões (continuação)	61
TABELA 23 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões (custos de rede -3%)	62
TABELA 24 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões (continuação)	63
TABELA 25 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões	64
TABELA 26 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões (continuação)	65
TABELA 27 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões	66
TABELA 28 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões (continuação)	67
TABELA 29 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões	68
TABELA 30 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)	69

TABELA 31 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões	70
TABELA 32 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)	71
TABELA 33 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões (custos de rede -1,5%)	72
TABELA 34 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)	73
TABELA 35 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões (custos de rede -1,5%)	74
TABELA 36 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)	75
TABELA 37 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões	76
TABELA 38 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões (continuação)	77
TABELA 39 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões	78
TABELA 40 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões (continuação)	79
TABELA 41 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões (custos de rede -3%)	80
TABELA 42 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões (continuação)	81
TABELA 43 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões (custos de rede -3%)	82
TABELA 44 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões (continuação)	83
TABELA 45 - Demonstrações de Resultados para a Net com OPA e consolidação-histórico e previsões	84

TABELA 46 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net com OPA e consolidação-histórico e previsões (continuação)	85
TABELA 47 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net com OPA e consolidação-histórico e previsões (continuação)	86

LISTA DE SIGLAS

Anatel	- Agência Nacional de Telecomunicações
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BT	- <i>British Telecom</i>
CADE	- Conselho Administrativo de Defesa Econômica
ComReg	- <i>Commission for Communications Regulation</i>
FCC	- <i>Federal Communications Commission</i>
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFRS	- <i>International Financial Reporting Standards</i>
LGT	- Lei Geral das Telecomunicações
NCG	- Necessidade de Capital de Giro
OCDE	- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Ofcom	- <i>Office of Communications</i>
OPA	- Oferta Pública de Aquisição de Ações
PL	- Projeto de Lei
PLC	- Projeto de Lei da Câmara dos Deputados
PGO	- Plano Geral de Outorgas
SDE	- Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça
STFC	- Sistema Telefônico Fixo Comutado
TELRIC	- <i>Total Element Long Run Incremental Costs</i>
WACC	- <i>Weighted Average Cost of Capital</i>

1. Introdução

O setor de telecomunicações passa pela convergência de redes e serviços em face da evolução das tecnologias, equipamentos de rede e dispositivos de usuário utilizados na prestação dos serviços nas áreas de Telecom e de Tecnologia da Informação. Novos desenvolvimentos associados à interatividade com o usuário final estão em fase de aprimoramento nos laboratórios de empresas de todo tipo de porte, de maneira a atingirem a qualidade desejada sob condições de operação em larga escala, essencial para a viabilização de preços adequados à capacidade econômica das famílias e uma penetração elevada de produtos e serviços.

Todas essas transformações exigem, no suporte aos serviços, novas plataformas e arquiteturas de rede, *backbones*, *backhauls* e redes de acesso com maior capacidade e velocidade, tanto em centros urbanos com elevada densidade populacional quanto em localidades afastadas, rurais ou de baixa atratividade econômica. Neste ambiente, o Governo ainda precisa fazer uso de políticas públicas e metas de universalização estabelecidas pela Presidência da República e pelo Ministério das Comunicações, as empresas necessitam utilizar de inovação para encontrar soluções técnicas adequadas ao orçamento disponível e a Agência Reguladora, entre outras funções, usando de instrumentos normativos apropriados, avaliar se os níveis adequados de competição estão sendo alcançados nos diversos segmentos de serviços em todos os municípios.

Todos esses empreendimentos têm suas viabilidades financeiras avaliadas pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, muito utilizada também pelo Governo no estabelecimento de preços de outorgas para serviços e direitos de uso do espectro.

O custo de capital, parâmetro importante do modelo, influencia na lucratividade da empresa e, sob a ótica de um órgão regulador, no estabelecimento de preços de varejo e atacado, no cálculo de índices de correção de preços utilizados para serviços regulados - como o Índice de Serviços de Telecomunicações (IST) – e na capacidade da prestadora em exercer seu poder econômico.

A aprovação ou reprovação de operações de concentração de empresas que possam vir a prejudicar a justa competição no mercado é executada no Brasil pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), sendo a avaliação dos aspectos concorrenciais realizada pelas Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça (SDE), Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae) do Ministério da Fazenda e pela Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel) para o setor de telecomunicações. A Agência é responsável pela instrução do processo de análise do ato de concentração e pela avaliação do poder de mercado das prestadoras, momento no qual são analisados aspectos da concorrência que abordam, sob as dimensões *produto* e *geográfica* do serviço comercializado, a participação da empresa no mercado quanto ao número de assinantes e a receita, o controle da cadeia produtiva e da infraestrutura para a prestação do serviço, acordos de exclusividade com fornecedores de equipamentos e até quanto à distribuição de conteúdo audiovisual quando relacionado ao serviço de TV por Assinatura.

A avaliação do impacto econômico futuro no segmento devido à concentração de empresas é uma tarefa complexa, devido à assimetria de informações, tanto para as empresas envolvidas quanto para o órgão regulador. Mas a avaliação pela metodologia de Fluxo de Caixa Descontado proporciona um conjunto de parâmetros que pode possibilitar ao órgão regulador estimar condições e benefícios advindos da integração entre as empresas.

Esta dissertação analisa, utilizando o método de Fluxo de Caixa descontado sob o ponto de vista de uma Agência Reguladora, os potenciais impactos para a Embratel Participações S/A (Embrapar) relacionados à aquisição de ações preferenciais, no segundo semestre de 2010, emitidas pela Net Serviços de Comunicação S/A (Net). Este estudo de caso mostra a importância que o método de Fluxo de Caixa descontado pode ter como instrumento de gestão, de tomada de decisão, de avaliação de impactos econômicos e financeiros, e para o estabelecimento de políticas públicas, ao possibilitar avaliar os impactos de fusão e aquisição de empresas em aspectos tais como custo de capital, reduções no custo de uso de redes e participação futura no mercado ao determinar tendências quanto ao crescimento de receitas dos serviços.

Este e outros processos de concentração em andamento refletem, por um lado, a utilização de redes convergentes, a ampliação da oferta de pacotes de serviços e o crescimento da competição no setor de telecomunicações e, por outro, a intensa disputa entre grupos econômicos que negociam no Congresso Nacional a aprovação do PL-29/2007, transformado em PLC-116/2010. Este Projeto de Lei propõe a abertura do mercado de TV por Assinatura por cabo para empresas estrangeiras e a remoção das barreiras de entrada às concessionárias em suas regiões de outorga na oferta do serviço por cabo. O serviço está presente em cerca de 260 municípios brasileiros e tem apresentado forte crescimento nos últimos dois anos, impulsionado pela oferta de pacotes de serviços contendo acesso Internet pela banda larga.

A expansão das oportunidades neste mercado pode vir a estimular um aumento no número de processos de fusão e aquisição de empresas à medida que as atuais e novas empresas forem ocupando os espaços no mercado, novos modelos de negócio forem sendo introduzidos e evoluções tecnológicas “disruptivas” forem sendo empregadas que, por sua vez, exigem maiores economias de escala e escopo e um maior volume de investimentos.

Para o órgão regulador faz-se necessário, portanto, dispor de uma metodologia que permita quantificar os custos e os benefícios relacionados com esses processos, bem como fundamentar quando necessário compromissos de atendimento à população.

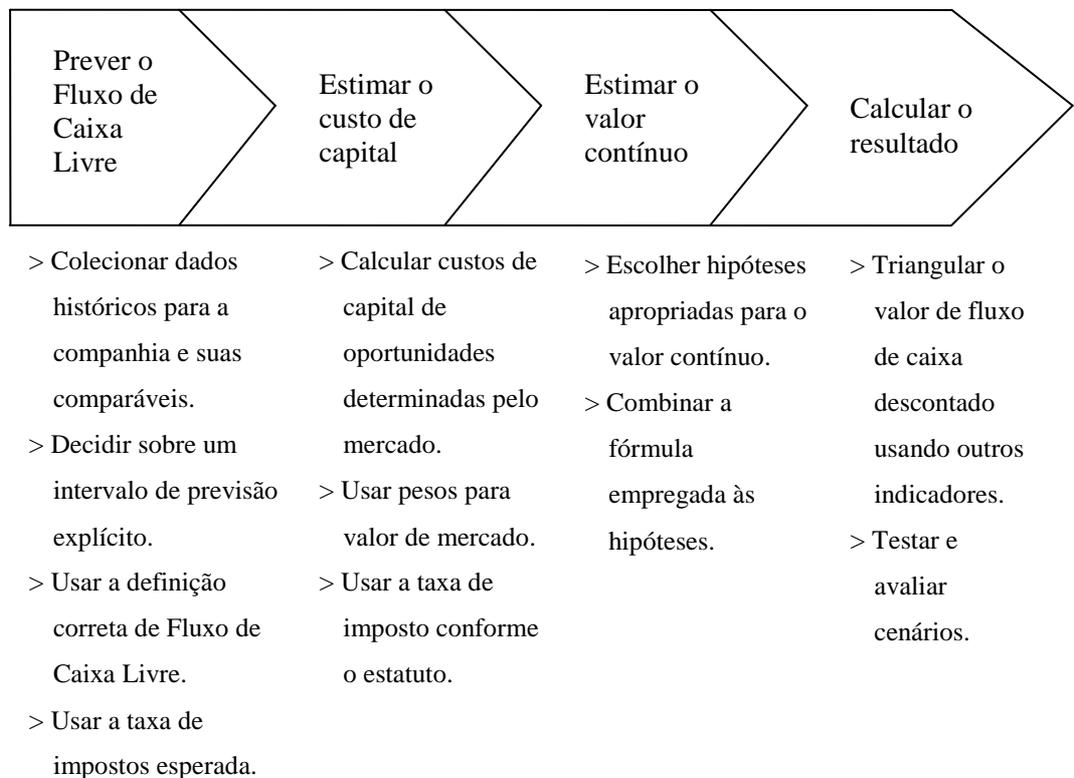
Esta dissertação está organizada da seguinte forma: a seção 2 apresenta uma revisão da bibliografia sobre custo de capital, parâmetro de relevância para a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado; a seção 3 apresenta a metodologia na análise de cenários abrangendo Embrapar e Net; a seção 4 apresenta as considerações finais envolvendo o uso da metodologia por um órgão regulador e na última seção são relacionadas as referências.

2. Revisão da Literatura

2.1. Fluxo de Caixa Descontado

COPELAND, KOLLER e MURRIN (2002) ressaltaram que a medida “resultado do desempenho de uma companhia” é o principal valor para o investidor no mercado de capitais e esse valor tem por base os seus Fluxos de Caixa. Neste sentido, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um instrumento valioso no planejamento estratégico de longo prazo de uma empresa que, juntamente com os dados econômicos do país e do setor, e vetores operacionais internos à empresa, permitem a realização de simulações sobre o seu desempenho futuro. Na literatura de *Valuation* acredita-se que as técnicas derivadas do FCD sejam as mais adequadas (vide, por exemplo, COPELAND, KOLLER e MURRIN (2002); PALEPU, HEALY e BERNARD (2000) e PEREIRO (2002)).

COPELAND, WESTON e SHASTRI (2005) recomendam a realização da avaliação de empresas por FCD por meio da abordagem apresentada na Figura 1.



FONTE: Copeland, Weston e Shastri

FIGURA 1 - Passos na realização de uma avaliação por FCD usando planilhas

O valor é calculado por

$$Valor = \frac{FC_1}{1+k} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_n + VT_n}{(1+k)^n} \quad (1)$$

Sendo

FC_n - fluxo de caixa gerado pela empresa no período n;

k - taxa de desconto apropriada para o risco do fluxo de caixa;

VT_n – Valor Terminal da empresa no ano n.

Percebe-se que o valor depende basicamente de duas variáveis: o fluxo de caixa e a taxa de desconto.

2.1.1 Fluxo de Caixa

No cálculo do valor da empresa para o acionista é possível a utilização tanto do Fluxo de Caixa Livre quanto do Fluxo de Caixa dos Acionistas.

O Fluxo de Caixa Livre é o fluxo de caixa gerado pelas operações após impostos, sem levar em consideração o endividamento da companhia, ou seja, sem subtrair os gastos da companhia com juros de dívidas. Ele é, portanto, o caixa que permanece disponível na companhia após a cobertura das necessidades de investimento de capital e de capital de giro, assumindo a não existência de dívidas. O Fluxo de Caixa Livre é o Fluxo de Caixa do Acionista da companhia assumindo que não existem dívidas.

O Fluxo de Caixa do Acionista representa o caixa disponível na companhia para seus acionistas e que pode ser utilizado para o pagamento de dividendos e a recompra de ações. Ele é o recurso financeiro disponível na companhia após o pagamento de impostos, a cobertura das necessidades de investimento e de capital de giro, o pagamento das despesas financeiras, o pagamento da parte principal das dívidas e a incorporação de recursos financeiros contratados sob novos empréstimos. O Fluxo de Caixa do Acionista em um período é a diferença entre todos os fluxos de caixa de entrada e todos os fluxos de caixa de saída naquele período. Conseqüentemente, o

Fluxo de Caixa do Acionista é calculado pelas seguintes operações (FERNÁNDEZ (2002)):

Fluxo de Caixa do Acionista =

Lucro após impostos

- (+) Depreciação e Amortização
- (-) Aumento nas necessidades de capital de giro
- (-) Pagamento do principal de dívidas financeiras
- (+) Aumento em dívidas financeiras
- (-) Aumento em outros ativos
- (-) Investimento bruto em ativos fixos
- (+) Valores contábeis de ativos fixos colocados à disposição e vendidos

Já o cálculo do Fluxo de Caixa Livre utiliza as seguintes operações (FERNÁNDEZ (2002) com adaptações):

Fluxo de Caixa Livre =

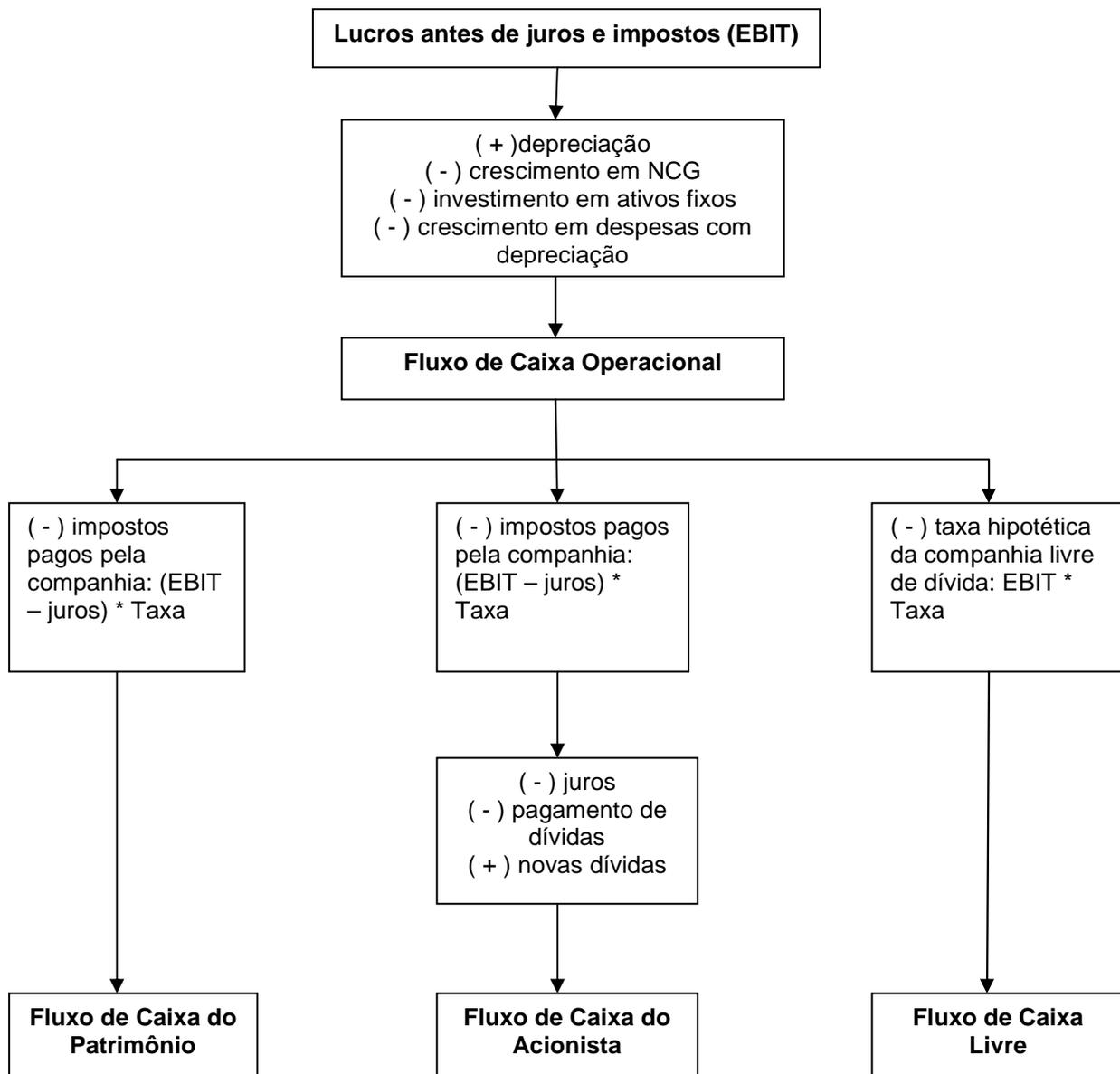
Lucro após impostos (EBIT)

- (+) Depreciação e Amortização
- (-) Aumento nas necessidades de capital de giro
- (-) Aumento em outros ativos
- (-) Investimento bruto em ativos fixos
- (+) Impostos * (1 – Alíquotas de IR e CSLL)
- (+) Valores contábeis de ativos fixos colocados à disposição e vendidos

O diagrama da Figura 2 sintetiza as abordagens de avaliação da companhia usando os dois tipos de fluxos de caixa descontados, sendo a Necessidade de Capital de Giro - NCG definida como a diferença entre os ativos operacionais correntes e as exigibilidades operacionais correntes, ou

$$\text{NCG} = \text{Caixa} + \text{Contas a Receber} + \text{Estoques} - \text{Contas a pagar} \quad (2)$$

Na elaboração das estimativas dos Fluxos de Caixa Livre é importante que seja levado em conta a consistência entre o fluxo histórico e o fluxo projetado de capital próprio, principalmente quando se tratando de companhias maduras, e a lógica, o ambiente macroeconômico, a evolução da indústria e a competição nas hipóteses relacionadas com vendas, custos, preços e margens.



FONTE: Valuations Methods and Shareholder Value Creation (FERNÁNDEZ) com adaptações

FIGURA 2 - Abordagens para fluxos de caixa descontados

2.1.2 Taxa de Desconto

De acordo com o fluxo de caixa que será utilizado, faz-se necessário obter a taxa de desconto que refletirá o custo de oportunidade do capital. Para o capital próprio, o mais comum é determinar a taxa de desconto por meio do CAPM, obtendo o beta de cada empresa. Já para o capital de terceiros, o valor da taxa de juros das operações de passivo oneroso realizada.

O beta é estimado como a covariância padronizada do retorno da empresa com o retorno da carteira de mercado

$$\beta_a = \frac{\text{cov}(R_M, R_a)}{\sigma^2_M} \quad (3)$$

Sendo

R_M - retorno da carteira do Mercado

R_a - retorno da ação da empresa

σ^2_M - variância do mercado

Portanto, pode-se obter o beta por meio da seguinte equação

$$\beta_a = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_{M_i} - \overline{R_M})(R_{a_i} - \overline{R_a})}{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_{M_i} - \overline{R_M})^2} \quad (4)$$

Sendo

n – número de amostras

$\overline{R_M}$ - retorno médio da carteira do Mercado

$\overline{R_a}$ - retorno médio da ação

O custo de capital próprio (K_e) foi estimado pelo Modelo de Precificação de Bens de Capital CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), considerando os indicadores do mercado americano, sistemática amplamente utilizada pelo mercado financeiro.

$$K_e = R_f + \beta(E[R_M] - R_f) + K_p \quad (5)$$

Sendo

K_e – custo de capital próprio

R_f – taxa de retorno para investimentos livres de risco

β – risco sistêmico do capital social

$E[R_M]$ – retorno médio esperado do Mercado

$(E[R_M] - R_f)$ – prêmio ou ágio pelo risco de Mercado

K_p – custo país

A consultoria PricewaterhouseCoopers LLP – PwC (2005) ressalta que o beta patrimonial (*equity beta*) é a variável chave que determina as diferenças no custo de capital entre empresas ou atividades. Ele mede a sensibilidade do retorno de uma companhia em relação a todos os retornos do mercado e captura seu risco não diversificável ou sistemático dentro da carteira de outros investimentos.

O risco sistemático associado com um negócio ou atividade, por sua vez, depende das expectativas da amplitude com que as variações na receita estão correlacionadas com as variações no Mercado ou na demanda agregada. Tais variações na receita têm impacto direto nos lucros e nos fluxos de caixa, os quais por sua vez são determinados em grande parte pelo nível dos custos fixos associados com o negócio ou a atividade (a alavancagem operacional), e o nível dos pagamentos fixos de juros associados com o financiamento da dívida (a alavancagem financeira).

Existindo uma consolidação de duas empresas, o beta resultante da consolidação compreende uma combinação linear ponderada dos betas de ambas:

$$\beta_{U_{total}} = \sum_{i=1}^I x_i \beta_{U_i} \quad (6)$$

$$\beta_{U_{total}} = \frac{VM_1}{VM_1 + VM_2} \beta_{U_1} + \frac{VM_2}{VM_1 + VM_2} \beta_{U_2} \quad (7)$$

β_{U_i} - Beta desalavancado da empresa i

$\beta_{U_{total}}$ - Beta desalavancado resultante da segmentação da empresa

VM_i - Valor de mercado da empresa i que opera no segmento, tendo por base o volume das ações em circulação e seus respectivos preços

$VM_1 + VM_2$ - Valor total de Mercado da empresa consolidada

E os betas desalavancados das empresas são calculados por

$$\beta_U = \beta_L \frac{E}{E + (1 - T_c)D} \quad (8)$$

Sendo β_L o beta alavancado da empresa.

É importante afirmar que o custo de capital próprio deve ser utilizado para descontar o fluxo de caixa dos acionistas (FERNÁNDEZ, 2002). Para descontar o fluxo de caixa livre utiliza-se o custo médio ponderado de capital.

Para a determinação do custo médio ponderado de capital assume-se regra geral que o valor das dívidas da empresa em valor de mercado é igual ao valor contábil. A fórmula do custo médio ponderado de capital é a seguinte:

$$r_{wacc} = K_s \frac{E}{E + D} + K_d(1 - T_c) \frac{D}{E + D} \quad (9)$$

Sendo

K_e = custo do capital próprio

K_d = custo de capital de terceiros (taxa de juros de longo prazo condizente com o *rating* da empresa)

E = valor do capital social

D = valor do endividamento

T_c = alíquota de impostos

2.2. Fluxo de Caixa e Regulação em Telecomunicações

Os governos e os órgãos reguladores precisam periodicamente estimar o custo de capital das operadoras de telecomunicações visando estabelecer valores de referência para tarifas de serviços públicos de uso coletivo, preços para algumas licenças de outorga e de uso do espectro radioeletromagnético. Além disso, estas estimativas podem ser usadas para determinar o poder econômico dos agentes de mercado diante de situações de fusão e aquisição e, simultaneamente, uma taxa de retorno atraente à indústria para promover um clima favorável ao investimento eficiente e oportuno e que também estimule a inovação.

A execução de tais atividades pelos órgãos reguladores envolve:

- Superar as assimetrias de informação entre regulador e entidades reguladas;

- Considerar a evolução dos ambientes empresarial e tecnológico, os objetivos das políticas governamentais e as necessidades dos usuários sob condições de estabilidade regulatória;

- Realizar a parametrização dos dados financeiros e a análise de custo de capital de modo a refletir práticas correntes e confiáveis no mercado.

Críticas à utilização do Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) sob o ponto de vista de órgãos reguladores são apresentadas por Groebel (2011):

- *Übertragung der Aktienmarktvolatilität auf die Kapitalkostenbestimmung*)¹
- *Keine spezielle Berücksichtigung des Sachinvestitionsrisikos*)²
- *Marketbewertung vs. Bilanzbewertung: Bezug zur Investitionsseite fehlt*)³
- *Ansatz zur Unternehmensbewertung* ⇔ *regulatorische Eignung zweifelhaft*)⁴

Uma análise da experiência anterior dos órgãos reguladores do setor de telecomunicações na tentativa de melhor expressar preocupações regulatórias no cálculo do custo médio de capital revela algumas experiências interessantes, entre as quais se destacam as do Reino Unido e da Irlanda.

O *Office of Communications - Ofcom* (2005) no Reino Unido tratou com os segmentos especializados do dimensionamento do risco na avaliação do custo de capital da *British Telecom - BT* e também da possibilidade de desagregação do beta ao propor um beta patrimonial (*equity beta*) diferenciado para a infraestrutura de acesso, à época formada apenas por uma rede em cobre. Esta rede de acesso é administrada totalmente em separado na BT por meio de uma divisão empresarial denominada *Open Reach*, em decorrência de uma medida regulatória assimétrica que estabeleceu a

¹ Transferência da volatilidade do mercado acionário para a determinação do custo de capital

² Nenhuma consideração especial dos riscos dos investimentos

³ Avaliação de mercado vs. avaliação contábil: falta de cobertura pelo lado do investimento

⁴ Abordagem à avaliação da empresa => adoção regulatória duvidosa

separação funcional na entidade com o objetivo de ampliar a competição e a oferta de serviços no mercado.

O Ofcom concluiu sobre os riscos na avaliação do custo de capital que:

- a. A abordagem “*forward looking*” do Prêmio de Risco Patrimonial (*Equity Risk Premium - ERP*) acarreta necessariamente em significativo grau de julgamento e uma ampla faixa de estimativas pode ser derivada das técnicas de estimação comumente utilizadas. O risco negativo associado com um baixo prêmio desencoraja investimentos discricionários por parte das empresas; ele seria mais prejudicial aos interesses dos consumidores do que o risco com um valor demasiadamente alto e que possa conduzir a preços maiores para os consumidores. Consequentemente, diante da necessidade de proteção dos consumidores, há a tendência em estimar um valor na parte superior da faixa;
- b. Nas análises financeiras das corporações, sob certas circunstâncias, pode ser apropriado refletir suas respectivas diferenças de risco relacionadas aos diferentes negócios. Isso significa, no contexto do risco sistemático, admitir diferentes custos de capital em diferentes projetos, o que na prática significa variar ou desagregar o beta no CAPM;
- c. O beta patrimonial da BT deveria ser estimado tendo em vista evidências mais recentes na área;
- d. O beta patrimonial da rede de acesso em cobre foi desagregado do beta do Grupo BT, em valores de 1,1 e 1,23 respectivamente, conduzindo a custos médios ponderados de capital de 10,0% a.a. para a rede de acesso e 11,4% a.a. para o Grupo.

A *Commission for Communications Regulation - ComReg* na Irlanda contratou a consultoria Oxera Consulting Ltd (2007) para estimar o custo de capital do negócio de linha fixa da *eircom*, uma provedora de serviços de telecomunicações. A última revisão do custo de capital da *eircom* tinha sido realizada em março de 2004. Suas ações foram retiradas das Bolsas de Valores de Londres e da Irlanda em agosto de 2006 após serem adquiridas por um grupo de investidores, impossibilitando o uso de técnicas tradicionais para a determinação do beta patrimonial. Para contornar a

dificuldade, a Oxera (2007) empregou diversas metodologias no cálculo do beta dos ativos: estimativas estatísticas diretas, comparação entre pares, decomposição de betas e avaliação de precedentes regulatórios relevantes. Na estimativa do nível de alavancagem real foram investigados vários cenários, cada um usando uma diferente estimativa para o valor da empresa. No cálculo do valor de prêmio da dívida real, a dispersão de cada instrumento de dívida da empresa foi combinada, em proporção ao seu tamanho, em relação ao montante total da dívida. Na escolha do regime de impostos foram avaliadas vantagens e desvantagens do uso da taxa disposta em lei para empresas reguladas ou da taxa de impostos efetiva, considerando a elevada alavancagem praticada pela *eircom* e a respectiva economia no pagamento de impostos que, em monopólios regulados, devem ser compartilhados entre a empresa e seus clientes.

Ofcom e ComReg tentaram utilizar o conceito de segmentação de betas para identificar riscos e custos de capital diferenciados para as prestadoras BT e *eircom* nos segmentos de infraestrutura e rede fixa, respectivamente, em relação aos demais serviços. Mas tiveram dificuldades na obtenção de dados financeiros separados de cada área de negócios de maneira a tornar confiável tal avaliação.

Estas experiências mostram a dificuldade que um órgão regulador enfrenta quando se depara com a missão de tratar aspectos financeiros relacionados aos prestadores e mercados regulados, mesmo em situações onde o uso de instrumentos financeiros já possui uma longa tradição.

Outra situação em que é possível observar problemas enfrentados pelo órgão regulador ocorre com a precificação do capital sob condições de obrigatoriedade de cessão de direito de uso da rede de acesso ao cliente e de compartilhamento de infraestruturas entre concessionárias e operadoras entrantes. A primeira condição tem sido utilizada há anos na maioria dos países que fazem parte da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. A segunda ganhou relevância nos últimos dois anos na Comunidade Européia por conta de políticas públicas para a

disponibilização de redes banda larga com elevadas velocidades de acesso para toda a população.

Essa flexibilidade na alocação de redes é desejável para estimular a competição e uma maior oferta de serviços, e evitar a duplicação de investimentos elevados em áreas sem elevada atratividade econômica. Mas pode também desencorajar a realização de novos investimentos, caso os preços de locação das redes no mercado de atacado fiquem abaixo de níveis que remunerem o capital adequadamente. Além disso, a flexibilização implica que a proprietária da rede, cujos investimentos são em grande parte irreversíveis e tratados como custos afundados, compartilhe parte ou todo o seu capital com as operadoras rivais.

Tratando da flexibilização em relação à TELRIC (*Total Element Long Run Incremental Costs*), que é utilizada para estipular a taxa de locação de elementos de rede e é calculada pela *Federal Communications Commission – FCC* nos Estados Unidos, Pindyck (2005) defendeu que a fórmula não contempla a exposição de riscos financeiros assumidos por uma concessionária. A FCC, na determinação da TELRIC, estipula que a taxa de locação para cada elemento de rede deve ser igual ao custo incremental de criação e disponibilização daquele elemento alugado, se o proprietário estiver projetando e construindo uma rede completamente nova e otimamente configurada no estado da arte da tecnologia. Mas não leva em conta que a entrante tem a opção, que se reflete em um valor financeiro, de investir no negócio apenas nos bons momentos da economia e desistir nos momentos desfavoráveis. Sob a ótica do investidor, ao efetuar um investimento irreversível, a concessionária deve considerar na oportunidade de retornos positivos também uma compensação para perdas que venham a ocorrer numa situação de mercado em crise. Portanto, necessita uma taxa que seja maior do que o seu custo de capital.

Dentro desse contexto, Pindyck (2005) propôs um modelo que corrige a TELRIC por meio de um ajuste no custo de capital utilizado, fazendo uso das variáveis de mercado: preços anuais, custos marginais, elasticidade da demanda para serviços de maior valor agregado, o custo de capital de uma linha e a fração dos custos necessários

ao capital para adicionar os serviços de maior valor agregado a uma linha; e do custo de capital real da operadora, do tempo de vida médio de seu capital ou período de depreciação, da taxa livre de risco e do comportamento e incertezas da demanda. Pindyck (2005) obteve para uma concessionária do mercado americano de telefonia fixa um ajuste de até 4,5 pontos percentuais acima dos custos de capital, estimados à época por volta de 13% a.a. reais e, portanto, totalizando em 17,5 % a.a. reais.

Bragança, Rocha e Moreira (2007) aplicaram o conceito de opções reais para o mercado de telefonia fixa no Brasil e, utilizando um fluxo de caixa típico com custo médio ponderado de capital de 14% a.a. reais, concluíram pela necessidade de um acréscimo de 0,4% no custo médio ponderado de capital estimado para o setor de telefonia fixa.

Bernstein e Mamuneas (2007) elaboraram um outro modelo para o ajuste do custo de capital. Os autores consideraram que a reversibilidade de investimentos em indústrias de rede é praticamente impossível em razão dos elevados custos. Concluíram que o custo de oportunidade para o capital é 70% maior do que seria se os investimentos fossem reversíveis, conduzindo a um custo médio anual real de 14%, ou seja, duas vezes e meia o custo de capital que seria encontrado no mercado para um investimento assumido como reversível.

Amaral e Neves (2001) calcularam o custo médio ponderado de capital para Embratel, Telemar e Telesp Celular em, respectivamente, 10,93%, 12,08% e 9,86% anuais reais, e inferiram que os investidores entendiam que:

- a ausência de uma operadora internacional experiente em telecomunicações no grupo Telemar tornava o negócio mais arriscado;

- a atuação em um mercado competitivo como o móvel, como era o caso da Telesp Celular, era interpretado como menos arriscado, mesmo sob a perspectiva de ampliação da competição;

- a necessidade de diversificação da Embratel após a privatização, aliada à maior concorrência que passaria a enfrentar no segmento de infraestrutura, implicaria em um aumento no respectivo custo de capital.

Bragança, Rocha e Camacho (2006) estimaram o custo médio ponderado de capital para o setor de telecomunicações em 14,22% a.a. reais e ressaltaram que a precisão na sua determinação:

- influencia a eficiência do modelo de custos, base para as reavaliações das tarifas de interconexão e do STFC nas futuras decisões de investimentos e cujos aspectos envolvendo as políticas públicas e o estímulo às operadoras no atingimento de metas foram abordados por Mattos (2005);

- reduz o interesse dos investidores, no caso de uma subestimativa;

- pode inibir a competição, no caso de uma estima elevada.

Constata-se, portanto, que ainda são necessários estudos para consagrar uma metodologia que permita dimensionar o custo de capital para operadoras *incumbents* e alternativas em situações de compartilhamento de rede no setor de telecomunicações e que seja aceita por investidores, operadores de rede e órgãos reguladores.

3. Metodologia

Um estudo de caso fazendo uso da avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado é utilizado para analisar, sob a ótica do regulador, as consequências da aquisição ou fusão de prestadoras de serviços de telecomunicações quanto a modificações no custo de capital, em reduções no custo de uso de redes e na participação futura no mercado, quando da determinação de tendências de crescimento das receitas dos serviços.

Para o desenvolvimento do caso são utilizados os dados das empresas Net Serviços de Comunicação S.A (Net) e Embratel Participações S.A (Embrapar), controladora também da Empresa Brasileira de Telecomunicações (Embratel), considerando que:

- É elevada a probabilidade de que a Embrapar assuma o controle societário da Net se o Congresso remover, por meio do Projeto de Lei PL 29/2007, a exigência legal de controle societário por brasileiros de empresa prestadora do serviço de TV por Assinatura por meio de rede a cabo;

- Ambas abriram o capital na Bolsa de Valores de São Paulo e disponibilizam dados financeiros no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo conseqüentemente menor a assimetria de informações entre as empresas e o órgão regulador;

- Houve em agosto de 2010 uma oferta pública da Embratel para aquisição de ações preferenciais de emissão da Net.

Os Demonstrativos de Resultado e de Fluxo de Caixa Livre projetados para a Net e a Embrapar, contidos no apêndice, foram elaborados tendo por base os respectivos Demonstrativos disponibilizados pelas empresas para 2008 e 2009, o laudo de avaliação preparado pelo Banco Itaú BBA S/A para a oferta pública da Embratel na aquisição de ações preferenciais emitidas pela Net Serviços de Comunicação S/A e alguns cenários que consideram a evolução das receitas e a necessidade de recuperação deste investimento na aquisição das ações preferenciais.

Na determinação do beta de cada empresa, que estima o risco da companhia em relação ao risco de mercado, procurou-se estabelecer para o período de coleta de preços históricos das ações de ambas empresas e do valor do índice de mercado uma condição similar à expectativa de comportamento futuro dos negócios e da evolução tecnológica, bem como alguma proximidade com os betas de empresas do setor divulgados em ofertas públicas de aquisição de ações de companhias de telecomunicações operando no Brasil – GVT (2010) e NET (2010). No contexto do ambiente do setor foram observadas nos últimos anos, por parte da Net, algumas aquisições de empresas menores e a ampliação da base de assinantes nos serviços de TV por assinatura, banda larga e telefone fixo; e pelo lado da Embrapar, reduções nas receitas dos serviços de voz longa distância nacional e internacional, uma ampliação na receita em dados e recentemente o desenvolvimento da oferta de TV por assinatura por satélite (serviço DTH).

Neste contexto, a avaliação dos retornos diários das ações e dos índices compreendeu períodos históricos de 1 a 4 anos finalizados em 30 de junho de 2010, fazendo uso das ações NETC4 e EBT4, comercializadas em maior volume, e dos índices IBrX e IBrX50, calculados pela BM&FBOVESPA respectivamente para as 100 e 50 ações mais negociadas na Bolsa, ITEL (Índice Setorial de Telecomunicações), também calculado pela BM&FBOVESPA, e Nasdaq e S&P 500, pois ambas empresas emitiram ações também em Bolsas de Valores americanas.

Os preços das ações e os valores dos índices para os dias em que as Bolsas de Valores não operaram foram determinados por meio de uma interpolação linear, fazendo uso dos preços no dia imediatamente antes e naquele imediatamente após o fechamento das Bolsas. As distribuições de lucros anuais foram incluídas, quando aplicável, apenas para a Embrapar, visto que a Net não distribui lucros. Os respectivos log-retornos diários foram calculados de maneira a tornar constante a variância dos erros dos retornos de cada empresa ao longo do intervalo selecionado.

$$r_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}} \quad (10)$$

ou

$$r_t = \ln \frac{P_t + D_t}{P_{t-1}} \quad (11)$$

Sendo

r_t - log-retorno diário das ações

P_t - preço da ação na data t

P_{t-1} - preço da ação na data anterior a t

D_t - dividendo da ação na data t

O período escolhido para a determinação do beta foi aquele relativo aos últimos dois anos (01.07.2008 a 30.06.2010), praticamente sem efeitos de volatilidade provocados pela crise financeira mundial deflagrada ao final de 2007; e o índice ITEL foi selecionado para o cálculo do retorno de mercado.

Os betas alavancados para Net e Embrapar são apresentados no Quadro 1.

QUADRO 1 – Betas estimados para NET e EMBRAPAR

	ITEL	NETC4	EBT4
Valores em 30.06.2010	1.379,03	R\$ 17,00	R\$ 11,50
Média (24 meses)	1.226,04	R\$ 18,78	R\$ 10,78
Desvio padrão	183,58	3,41	2,53
Média do log-retorno	0,00017394	-0,000172	-0,000090
cov(r_M, r_a)		0,00023114	0,00018355
σ^2_M	0,206641		
Beta		0,815	0,647

FONTE: elaboração pelo autor

A expectativa de retorno de mercado, a taxa livre de risco, o prêmio de Mercado e o “custo país” aplicados no estudo de caso foram aqueles estimados pelo Banco Itaú BBA para a oferta de aquisição de ações preferenciais da Net conforme Quadro 2.

QUADRO 2 – Variáveis para cálculo do custo de capital próprio

Variável	Valor
Expectativa de Retorno do Mercado	11,30%
Taxa Livre de Risco	4,20% a.a.
Prêmio de Mercado	7,10% a.a.
Risco país	2,30% a.a.

FONTE: Banco Itaú BBA

Os seguintes aspectos foram considerados pelo Banco Itaú BBA:

- a) *A Taxa Livre de Risco baseada na média dos últimos 3 meses do YTM do título do Tesouro americano de 30 anos e tendo por FONTE a Bloomberg;*
- b) *O Prêmio de Mercado baseado na média aritmética da diferença histórica entre os retornos do S&P e dos títulos do Tesouro americano para o período de 1935 a 2009, tendo por FONTE o Ibbotson Associates' Stocks, Bonds, Bills and Inflation 2010 Yearbook;*
- c) *O “custo Brasil” foi estimado tendo por base a média dos últimos 3 meses do índice EMBI Brazil obtidos na Bloomberg.*

As taxas estimadas de Custo de Capital Próprio para Net e Embrapar, assumidas por simplificação como constantes ao longo do tempo, são apresentadas no Quadro 3.

QUADRO 3 – Custo de Capital Próprio

Empresa	Ke
Net	12,29 % a.a.
Embrapar	11,09 % a.a.

FONTE: Banco Itaú BBA e elaboração pelo autor

A inflação precisa também ser considerada, principalmente nos países emergentes, na determinação do fluxo de caixa nominal. A estimativa de inflação futura para o mercado americano é de 2,5% a.a. segundo a *Economist Intelligent Unit* e de 6,5 % a.a., no limite superior da meta de inflação, para o mercado brasileiro, segundo o Banco Central do Brasil (dezembro de 2010).

O Quadro 4 sintetiza os dados de inflação e de cada empresa utilizados para os respectivos cálculos do custo de capital.

QUADRO 4 – Dados das empresas e de estimativas de inflação

	Net	Embrapar
D (R\$)	1.183.199.000	1.087.446.000
E (R\$)	3.507.515.000	8.962.988.000
K_d	4,50% a.a.	2,31% a.a.
T_c		34%
Inflação USA	2,50% a.a.	
Inflação BR	6,50% a.a.	

FONTES: Net, Embrapar, Banco Itaú BBA e Banco Central

A estimativa do custo médio ponderado de capital da Net encontra-se no Quadro 5. Para a obtenção da taxa foi aplicada a seguinte expressão:

$$r_{waccUSA} = K_e \frac{E}{E+D} + K_d(1 - T_c) \frac{D}{E+D} \quad (12)$$

Substituindo na expressão os valores da Net tem-se:

$$r_{waccUSA} = 0,1229 \times \frac{3.507.515.000}{3.507.515.000 + 1.183.199.000} + 0,045 \times (1 - 0,34) \times \frac{1.183.199.000}{3.507.515.000 + 1.183.199.000}$$

$$r_{waccUSA} \cong 0,0994$$

$$r_{waccBRASIL} = (1 + r_{waccUSA}) \times \frac{(1 + INF_{BRASIL})}{(1 + INF_{USA})} - 1 \quad (13)$$

$$r_{waccBRASIL} = (1 + 0,0994) \times \frac{(1 + 0,065)}{(1 + 0,025)} - 1$$

$$r_{waccUSA} \cong 0,1423$$

Assim, a taxa de desconto do Fluxo de Caixa livre para a Net é de 14,23%.

QUADRO 5 - Custo Médio Ponderado de Capital para a Net

Net	
K_e	12,29%
D (R\$)	1.183.199.000
E (R\$)	3.507.515.000
K_d	4,50%
r_{wacc} USA (nominal)	9,94%
r_{wacc} BR (nominal)	14,23%

FONTES: Net, Banco Itaú BBA e Banco Central

Aplicando o mesmo método pode-se obter a taxa de desconto para a Embrapar antes e após a aquisição de ações da Net - Quadros 6 e 7 respectivamente - considerando os valores de dívida da empresa para os dois momentos.

QUADRO 6 - Custo Médio Ponderado de Capital para a Embrapar sem aquisição de ações da Net

Embrapar sem OPA	
K_e	11,09%
D (R\$)	1.087.446.000
E (R\$)	8.962.988.000
K_d	2,31%
r_{wacc} USA (nominal)	10,06%
r_{wacc} BR (nominal)	14,35%

FONTES: Embrapar, Banco Itaú BBA e Banco Central; elaboração pelo autor

QUADRO 7 - Custo Médio Ponderado de Capital para a Embrapar com aquisição de ações da Net

Embrapar com OPA	
K_e	11,09%
D (R\$)	4.503.947.000
E (R\$)	8.962.988.000
K_d	2,31%
r_{wacc} USA (nominal)	7,89%
r_{wacc} BR (nominal)	12,10%

FONTES: Banco Itaú BBA e Banco Central; elaboração pelo autor

Ambas as empresas possuem o capital aberto na Bolsa de Valores Mobiliários e operam em segmentos distintos de mercado: a Net nos segmentos de mercado de varejo associados com TV por assinatura e banda larga por redes de cabo e a Embrapar em serviços diversos, envolvendo chamadas de voz nacional e internacional por redes fixas e satélite, serviços corporativos e de interconexão entre prestadoras, e uma participação de mercado em TV por assinatura em forte crescimento após recente entrada na oferta de serviços via satélite.

A consolidação formal entre elas é uma operação que poderá ser juridicamente concretizada caso o PLC116 no Congresso Nacional seja aprovado e remova a restrição legal que proíbe investidores estrangeiros ou empresas de capital estrangeiro de possuírem o controle societário de empresas de TV por assinatura por cabo. Atualmente a Net é controlada majoritariamente pela Globo Participações, com

participação da Telmex Internacional, uma empresa mexicana e que por sua vez controla a Embrapar.

Os valores de mercado estimados para as empresas são apresentados no Quadro 8, tendo como referência os dados de conclusão da primeira parte do OPA no Brasil em outubro de 2010.

O valor de mercado para as ações contempla o *overprice* verificado no preço de aquisição das ações da Net aceito pela Embrapar por ocasião da conclusão do OPA e o preço da ação da Embrapar na mesma data, refletindo uma das situações padronizadas na teoria de fusões e aquisições.

QUADRO 8 - Valor de Mercado das empresas

	Ação (R\$)	Número de Ações	Valor de mercado (R\$)	Participação no valor consolidado de mercado
Net	23,00	342.963.601	7.888.162.823	41,81%
Embratel	10,45	1.050.508.959	10.977.818.622	58,19%
Consolidado			18.865.981.445	100,00%

FONTES: Net, Embrapar e BM&FBOVESPA; elaboração pelo autor

Os betas desalavancados e alavancados são apresentados no Quadro 9. O beta desalavancado foi calculado por meio da fórmula 8 apresentada na seção 2.1.2 e empregando os dados contábeis de 2009 de cada empresa disponibilizados em seus demonstrativos financeiros, visto que os dados reais de mercado, conforme recomendado por FERNÁNDEZ (2002), não estão disponíveis. Esta é uma limitação do modelamento e poderá ser superada com a adoção completa do *International Financial Reporting Standards - IFRS* nas demonstrações financeiras das empresas.

QUADRO 9 - Betas segmentados e consolidado

	β_L	D (R\$)	E (R\$)	T_c (%)	β_U
Net	0,815	1.183.199.000	3.507.515.000	34,00	0,699
Embratel	0,647	4.503.947.000	8.962.988.000	34,00	0,535
Consolidado	0,725	5.687.146.000	12.470.503.000	34,00	0,601

FONTES: Net e Embrapar; elaboração pelo autor

O beta desalavancado da empresa consolidada foi calculado usando a fórmula 7 de média ponderada por valor de mercado dos betas das empresas, apresentada na

seção 2.1.2, e este valor realavancado pelo uso dos valores contábeis consolidados, novamente uma limitação do modelo conforme mencionado anteriormente.

3.1. Custos de Capital resultantes de uma consolidação

Beta, dívida e patrimônio consolidados possibilitam estimar o Custo de Capital Próprio e o Custo Médio Ponderado de Capital resultantes da simulação de uma consolidação, conforme apresentação no Quadro 10.

O custo da dívida da Net é um pouco maior do que o da Embrapar e foi adotado, por conservadorismo, como o custo da dívida consolidada, visto ser a dívida da Net, em relação ao seu patrimônio líquido, proporcionalmente muito maior e ainda mais antiga do que a dívida da Embrapar. Adicionalmente, as dívidas contraídas pela Embrapar para a aquisição das ações da Net foram efetuadas junto a empresas do grupo Telmex Internacional, segundo informes apresentados à CVM, e podem não refletir as condições típicas praticadas no mercado.

QUADRO 10 - Custo de Capital Próprio e Custo Médio Ponderado de Capital para consolidação

Variáveis	Valores
K_e	11,65%
D (R\$)	5.687.146.000
E (R\$)	12.470.503.000
K_d	4,50%
r_{wacc} USA (nominal)	8,93%
r_{wacc} BR (nominal)	13,18%

FONTE: elaborada pelo autor

3.2. Valor Terminal

O Valor Terminal, assumindo uma taxa constante de crescimento g , é calculado por:

$$VT_n = \frac{FC_n(1 + g)}{r_{wacc} - g} \quad (14)$$

As taxas de crescimento estipuladas para Net e Embrapar foram respectivamente de 7% a.a. e 9% a.a. reais.

3.3. O modelamento financeiro

Para a elaboração das projeções de resultados e fluxos de caixa para cada empresa, apresentadas no apêndice, foram utilizados como referência inicial os Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa apresentados pelas empresas à CVM para os anos de 2008 e 2009 e também as tendências observadas para a Embrapar até setembro de 2010.

Por meio da utilização da técnica de análise vertical nestes demonstrativos e nos detalhes apresentados nas notas explicativas que acompanham os relatórios da administração, tornou-se possível entender de que maneira e em que proporção as receitas e as estruturas de custos e despesas estão distribuídas em cada empresa, e estruturar as tabelas do apêndice para a projeção de resultados das empresas para o período 2010 a 2019.

Na projeção de resultados para a Net para o período 2010 a 2019 foram mantidos os valores atribuídos pelo Banco Itaú BBA, visto terem sido divulgados em agosto de 2010 e refletirem as expectativas das empresas para o período a ser analisado, inclusive em reduções de custos internos da Net.

As evoluções de receitas nos segmentos de atuação da Embrapar foram identificadas pelo uso da técnica de análise horizontal para os anos 2008, 2009 e 2010 (parcialmente) e a proporcionalidade de despesas pela técnica de análise vertical no ano de 2009, sendo a última empregada nas projeções para o período 2010 a 2019. Complementarmente, foram incluídas as novas dívidas contraídas pela Embrapar, por meio da emissão de debêntures e da contratação de empréstimos junto a Claro do Chile, para cobrir as aquisições de ações da Net.

3.4. A análise pelo órgão regulador

Um órgão regulador interpreta a aquisição ou fusão entre empresas como uma etapa de ampliação do Poder de Mercado de um grupo econômico.

A aquisição de ações pela Embratel amplia seu poder de negociação na utilização da rede de cabos da Net para a oferta do serviço de dados, visto que as

empresas já trabalham há algum tempo em conjunto na oferta de serviços de voz. A rede cobre cerca de 100 das cidades economicamente mais desenvolvidas do país e, portanto, favorece o crescimento da receita em um momento de elevadas perspectivas quanto ao crescimento econômico do país em face da realização da Copa do Mundo em 2014 e dos Jogos Olímpicos em 2016. A tecnologia utilizada na rede e a elevada capilaridade nas cidades possibilitam tanto a oferta de serviços corporativos avançados, como *Cloud Computing*, quanto novos serviços multimídia e de Internet por banda larga no mercado de varejo.

Partindo da premissa de que o Valor Presente Líquido (VPL) mínimo desejado pelos investidores é aquele valor que, dentro de um cenário empresarial do tipo “pior caso”, pelo menos mantenha as expectativas de valor da empresa antes da aquisição das ações e ainda recupere o investimento realizado para o período da análise – cerca de 3,416 bilhões de reais investidos pela Embrapar na aquisição das ações preferenciais emitidas pela Net – pode-se neste ponto estimar diversos aspectos por meio dos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa, de interesse de um órgão regulador, como consequência da operação entre as empresas.

O Quadro 11 apresenta a estimativa de evolução do cenário para a Net (onde o período 0 representa o ano de 2010 e assim sucessivamente), mantida a consistência com o crescimento de receita bruta estimado pelo Banco Itaú BBA e a proporcionalidade em relação à receita bruta observada no histórico, ou seja, a maior parte das receitas obtidas pela cobrança de mensalidades na prestação dos serviços de TV por assinatura e banda larga, e pequena parcela relacionada com a oferta de Pay-per-View (PPV) e serviços de voz, o qual tem sido computado em “outras receitas” mesmo apresentando crescimentos significativos nos últimos anos.

QUADRO 11 - Taxa de crescimento da receita da Net – Cenário Único

Período	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Mensalidades	15,00%	12,00%	10,00%	9,50%	9,00%	8,50%	8,00%	7,50%	7,00%	6,50%
Adesões	21,00%	13,00%	10,00%	8,50%	7,00%	6,00%	5,50%	3,50%	2,00%	2,00%
PPV	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	3,50%	2,50%	2,50%
Outras	21,00%	15,50%	11,00%	10,50%	9,50%	8,50%	7,00%	6,00%	5,00%	3,40%

FONTE: elaboração pelo autor

Para a Embrapar, estima-se que as receitas dos serviços de voz longa distância nacional e internacional, serviços locais, TV por assinatura por DTH e “outros serviços” tenham o desenvolvimento conforme o Quadro 12.

QUADRO 12 - Taxa de crescimento das receitas na Embrapar – comum a todos cenários

Período	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Voz longa distância nacional	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%
Voz longa distância internacional	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%	-7,00%
Serviços Locais	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
DTH - TV por assinatura	850,00%	75,00%	50,00%	30,00%	25,00%	20,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Outros serviços	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%

FONTE: elaborada pelo autor

O perfil de desenvolvimento destas receitas leva em consideração o movimento observado para cada serviço entre dezembro de 2008 e setembro de 2010 e também as expectativas para os próximos anos pela ampliação do uso de ferramentas VoIP, como por exemplo o Skype, à medida que cresce a disponibilidade de acessos banda larga pelos municípios brasileiros e aumenta a velocidade do serviço ofertado, ocasionando a substituição dos tradicionais serviços de telefonia de voz. Essas receitas serão consideradas comuns para todos os cenários analisados por este estudo de caso, proporcionando então condições para que o impacto do crescimento estimado para o serviço de dados seja analisado mais detalhadamente em relação ao valor futuro da Embrapar.

Inicialmente, o valor de cada empresa antes da compra das ações foi estimado por meio do cálculo do VPL, considerados:

- WACC de 14,23% e a evolução das receitas conforme o Quadro 11 para a Net;
- WACC de 14,35% e a evolução das receitas conforme o Quadro 12 e o Cenário 1 do Quadro 13, uma continuação da performance observada em 2009, para a Embrapar; e
- perfis de endividamento constante para efeito de simplificação.

Por meio dos modelos formados pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa - Tabelas 14, 15, 18 e 19 para a Net e Tabelas 16, 17, 20 e 21 para

Embrapar - foram calculados os seguintes valores para referência: 8,027 bilhões de reais para a Net e 21,721 bilhões de reais para a Embrapar.

O VPL *target* para a manutenção do valor da empresa no “pior caso” do empreendimento será o VPL calculado dentro do novo contexto e somado aos investimentos realizados pela Embratel (3,416 bilhões de reais) na compra das ações.

Como a operação de compra das ações foi realizada com o aumento da alavancagem financeira, por meio de emissão de debêntures e empréstimos contratados junto à Claro do Chile, o Custo de Capital *forward* deverá refletir esta nova condição, base para a estimativa dos VPLs considerando a transação financeira e os tipos possíveis de controle societário, com ou sem a consolidação entre as empresas. Novamente, para efeito de simplificação, o perfil de endividamento da empresa é mantido constante ao longo do período sob avaliação.

O modelo formado pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa é então estimulado com as taxas de crescimento de receitas que, dentro da lógica empresarial e de mercado, permitam atingir o VPL *target*.

A título de comparação com os VPLs inicialmente calculados e para o estabelecimento de um novo patamar de referência de VPL para a Embrapar, considerando as novas condições e mantendo constante os perfis de endividamento para efeito de simplificação, são então repetidos os cálculos com os cenários anteriores:

- WACC de 12,10% e a evolução das receitas conforme o Quadro 12 e o Cenário 1 do Quadro 13, refletindo a alavancagem financeira sem a tomada do controle societário; e

- WACC de 13,18% e a evolução das receitas conforme o Quadro 12 e o Cenário 1 do Quadro 13, refletindo a alavancagem financeira e a tomada do controle societário (consolidação).

Por meio dos modelos formados pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa - Tabelas 9 a 12 (sem a tomada do controle societário) e Tabelas 29 a 32 (com a tomada do controle societário) - foram calculados os novos valores para referência: 22,050 bilhões de reais e 21,036 bilhões de reais, respectivamente.

Constata-se pelos resultados acima que:

- a maior alavancagem financeira sem tomada do controle societário aumenta o valor futuro da Embrapar em relação ao valor inicial e

- o processo de consolidação leva a um WACC maior (13,18%) do que no caso anterior (12,10%) e reduz o valor da Embrapar em relação ao valor inicial, se visto isoladamente.

Por outro lado, o processo de consolidação que conduz a um WACC de 13,18% aumenta o valor isolado da Net sob as mesmas condições do Quadro 11, conforme pode ser verificado pelos modelos formados pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa nas Tabelas 45 a 47.

O VPL *target* sem a tomada de controle da Net pode ser obtido para a Embrapar considerando o cenário 2 do Quadro 13 – um crescimento mais suave das receitas do serviço de dados nos primeiros 2 anos conforme a Figura 3 - e o Quadro 12 aplicados aos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa das Tabelas 13 a 16.

Na condição de consolidação, o VPL *target* pode ser obtido para a Embrapar considerando o cenário 5 do Quadro 13 - um crescimento mais intenso das receitas no primeiro ano do que no caso anterior (Figura 3) - e o Quadro 12 aplicados aos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa das Tabelas 37 a 40.

O VPL *target* sem a tomada de controle da Net pode ser inclusive superado para a Embrapar e atingir o valor de 26,950 bilhões de reais, conforme Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa nas Tabelas 21 a 24, se o crescimento das receitas para o serviço de dados alcançar os patamares de crescimento observados nos últimos anos para a Net (cenário 4 do Quadro 13) e as taxas de crescimento de receita do Quadro 12.

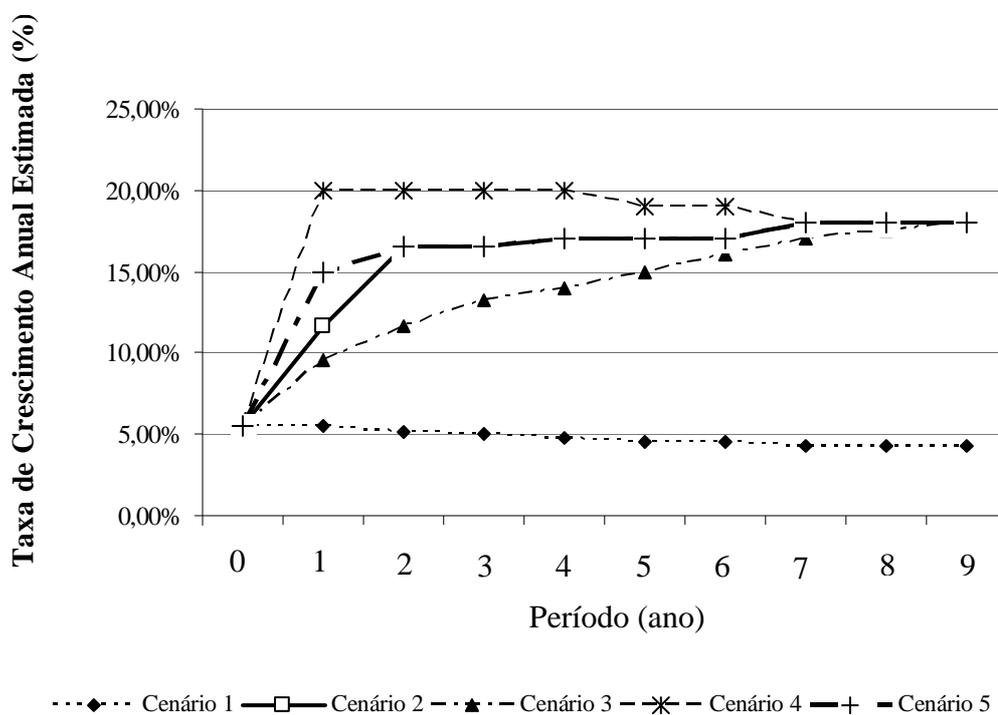
QUADRO 13 - Taxa de crescimento da receita de dados na Embrapar

Ano	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Cenário 1	5,50%	5,50%	5,20%	5,00%	4,80%	4,50%	4,50%	4,30%	4,30%	4,30%
Cenário 2	5,50%	11,60%	16,50%	16,50%	17,00%	17,00%	17,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Cenário 3	5,50%	9,50%	11,60%	13,20%	14,00%	15,00%	16,00%	17,00%	17,50%	18,00%
Cenário 4	5,50%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	19,00%	19,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Cenário 5	5,50%	15,00%	16,50%	16,50%	17,00%	17,00%	17,00%	18,00%	18,00%	18,00%

FONTE: elaboração pelo autor

Estas estimativas de receitas permitem então ao órgão regulador, fazendo uso de informações complementares sobre o mercado, projetar participações futuras de mercado para a empresa quanto a receitas e número de usuários.

Empregando o modelo dentro destes contextos, o órgão regulador pode também estimar o impacto de readequações de custo de algum recurso relevante para as empresas, como consequência ou não de um processo de aquisição ou fusão entre empresas.



FONTE: elaboração pelo autor

FIGURA 3 - Taxa de crescimento da receita de dados na Embrapar

O recurso “uso de redes e facilidades”, por exemplo, pode estar diretamente relacionado ao interesse de investimento da Embratel, visto que este custo representou por volta de 42% da receita líquida da Embrapar nos períodos de 2008 e 2009, e certamente está ligado ao esforço de expansão da oferta de serviços por meio da rede de cabos da Net.

Utilizando o conjunto anterior de variáveis no modelo formado pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa, pode-se então estimar os impactos

no VPL devido a reduções de custos ou ainda a necessidade de crescimento das receitas considerando alternativas de redução de custos e/ou VPLs *target* pré-estabelecidos.

Constata-se pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa nas Tabelas 17 a 20 que o VPL *target* sem a tomada de controle da Net pode ser obtido também por um crescimento mais moderado nas receitas do serviço de dados – conforme cenário 3 do Quadro 13 e Figura 3 - mantidas as demais taxas de crescimento de receita do Quadro 12, se o custo de rede no ano 1 pós aquisição de ações for reduzido em 3,0% (três por cento). Sob condição de consolidação, o VPL *target* no cenário 1 pode ser alcançado com reduções de custo de rede de 1,5% (um e meio por cento) no ano 1 e, para o cenário 5, ultrapassado se forem obtidas as mesmas reduções de custo de rede no ano 1 de 3,0% (três por cento), respectivamente, conforme Tabelas 33 a 36 e Tabelas 41 a 44.

O Quadro 14 contemplando as análises acima resume os resultados obtidos com o uso do modelo formado pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa detalhados no apêndice.

QUADRO 14 - Resultados obtidos

Embrapar	Cenário	r_{Wacc}^{BR} (%)	Custo de Rede no período 1 (%)	VPL (mil R\$)	Tabelas Nº	
					DRE	DFC
Sem OPA	1	14,35	-	21.721.210	3,4	7,8
OPA	1	12,10	mantido	22.050.674	9,10	11,12
	2	12,10	mantido	25.473.566	13,14	15,16
	3	12,10	-3,0	25.470.191	17,18	19,20
	4	12,10	mantido	26.950.196	21,22	23,24
	4	12,10	-3,0	27.993.444	25,26	27,28
OPA + consolidação	1	13,18	mantido	21.036.557	29,30	31,32
	1	13,18	-1,5	24.486.298	33,34	35,36
	5	13,18	mantido	24.471.733	37,38	39,40
	5	13,18	-3,0	25.415.114	41,42	43,44
Net						
Sem OPA	Único	14,23	-	8.027.255	1,2	5,6
OPA + consolidação	Único	13,18	-	8.616.632	45,46	47

FONTE: elaboração pelo autor

Verifica-se, pelo uso do modelo formado pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa, que a alavancagem financeira realizada pela Embrapar tem forte impacto no custo médio ponderado de capital resultante da operação e consequentemente na expectativa do valor da empresa ao final do período.

A redução do WACC de 14,35% para 12,10% proporciona à Embrapar, em uma situação apenas de investimento em participação acionária na Net, um aumento no valor em aproximadamente 329 milhões de reais, não inclusos os benefícios fiscais, uma limitação da modelagem. Mas a redução para apenas 13,18%, sem considerar as eventuais sinergias internas, os benefícios fiscais próprios de uma consolidação de empresas e as receitas da Net, leva a uma redução de valor da empresa em aproximadamente 685 milhões de reais. Mesmo incluindo o aumento de valor da Net em função da redução do WACC devido a consolidação, o retorno do investimento não seria totalmente obtido para a condição analisada.

Sem mudanças nos custos dos recursos utilizados pela Embrapar, verifica-se que há a necessidade de um crescimento muito mais acentuado nas receitas para que o VPL *target* seja alcançado, como pode ser observado na Figura 3 para os cenários 2 e 3, na condição de OPA, e 5 e 1, na condição de consolidação.

A demanda aquecida pelo serviço de dados, com crescimentos da ordem de 20% a.a., pode proporcionar os valores observados nos cenários 4 e 5, na presença ou não de reduções de custos de rede.

Os resultados do Quadro 14 corroboram a proposta de Pindyck (2005) ao propor um modelo para corrigir a TELRIC por meio de um ajuste no custo de capital utilizado, fazendo uso das variáveis de mercado que direta ou indiretamente estão presentes no Fluxo de Caixa Descontado das prestadoras.

4. Considerações Finais

Os modelos de negócio que proporcionam a prestação de todos os serviços de telecomunicações a partir de uma única operadora, fruto da convergência de redes e de serviços, passaram a estimular a fusão e a aquisição de empresas, revertendo o processo de desconcentração iniciado no Brasil no final dos anos 90.

Essas operações proporcionam oportunidades de economia de escala e de escopo para as empresas, que podem refletir em vantagens para os consumidores, mas trazem também uma complexa engenharia financeira que precisa ser muito bem compreendida pelos órgãos encarregados da elaboração e execução das políticas públicas, do acompanhamento econômico das prestadoras e dos mercados, e da defesa da concorrência.

A concentração de empresas tem também estimulado o debate em torno de novos modelos de outorga e de estímulo à competição, e de maior produtividade por meio de separações contábil, funcional ou estrutural, visando aumentar a isonomia de tratamento às empresas alternativas no acesso aos recursos de infraestrutura das empresas com poder de mercado significativo, trazendo a todas reflexos na determinação do custo de capital.

A análise pelo Fluxo de Caixa, usualmente utilizada para a determinação de preços de outorga de concessões e de espectro, é fundamental para o entendimento dos impactos de uma fusão ou aquisição de empresas, propiciando ao órgão regulador assegurar que tais operações não provoquem um aumento nos preços finais aos consumidores, mudanças significativas em tendências de redução de custos dos serviços ao longo da cadeia produtiva, à medida que avança a massificação do uso da tecnologia, ou identificar eventuais desbalanceamentos no poder de mercado das prestadoras.

A Lei Nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que torna obrigatória a apresentação das Demonstrações de Fluxo de Caixa pelas empresas de capital aberto e que determina que a CVM adote em suas normas os padrões internacionais de contabilidade IFRS para a apresentação das demonstrações financeiras pelas empresas,

vem fortalecer a execução dessa tarefa e tornar as análises mais uniformes, tanto por parte dos investidores quanto dos órgãos reguladores.

Empresas maduras possuem, regra geral, processos otimizados e distribuições de custos quase padronizadas em relação à receita líquida, tornando confiável o procedimento de análise pelo Fluxo de Caixa e factível a percepção de alterações significativas em custos devido à adoção de soluções tecnológicas “disruptivas”.

O investimento realizado pela Embrapar proporciona novas oportunidades de desenvolvimento de negócios ao viabilizar o acesso da empresa a outras regiões do mercado por meio da rede de cabos da Net com características de elevada capilaridade.

Por meio do modelo pode-se estimar as necessidades mínimas de crescimento das receitas em diversos cenários para a recuperação dos investimentos e também tentar investigar estratégias de reduções de custos que possam ser adotadas pela empresa para proporcionar maior retorno ou ainda empregadas como alternativas a cenários que não se concretizem por causa de modificações nas condições econômicas do país.

Consideradas as premissas da modelagem, estima-se que são necessárias taxas de crescimento das receitas de dados em torno de 17% anuais entre 2010 e 2019 para cobrir os 3,4 bilhões de reais investidos pela Embrapar ou que reduções de 1,5% a 3% no custo de rede de 2011, dependendo do tipo de arranjo de controle societário, são também suficientes para alcançar o VPL *target* dentro, respectivamente, das mesmas condições de mercado ou por meio de um crescimento moderado.

Portanto, por meio deste estudo de caso, constata-se que um modelo formado pelos Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa pode ser muito útil ao órgão regulador:

- Na avaliação da projeção de receitas necessárias à viabilidade do negócio em situações de fusão e aquisição e, conseqüentemente, nas expectativas de participação da empresa no Mercado e em seu respectivo poder de mercado;

- Para eventualmente identificar mudanças relevantes nos custos de recursos das operadoras, dependendo do cenário envolvido;

- Para dimensionar impactos relacionados a alterações significativas no Custo Médio Ponderado de Capital das prestadoras envolvidas na mudança de controle, que podem interferir em preços para o consumidor final, nos ganhos de produtividade e lucratividade de empresas e influenciar nos índices de correção de preços para serviços controlados pelo órgão regulador.

É importante que, em complemento às análises utilizando o modelo, o órgão regulador também:

- Passe a conhecer com razoável precisão as características e a dimensão do mercado em foco, visando executar com qualidade a simulação de outros cenários também de interesse das prestadoras;

- Proponha uma padronização única e atualizada de apresentação periódica dos Demonstrativos de Resultados e dos Fluxos de Caixa a todas as prestadoras de serviço em regimes público e privado;

- Mantenha-se atualizado com relação aos parâmetros financeiros empregados no modelo financeiro e praticados no mercado, fazendo uso de uma abordagem *forward looking*;

- Faça um acompanhamento das empresas posterior à análise da fusão ou aquisição visando a eventualmente melhorar a base de informações do procedimento de avaliação.

Propostas de evolução para este tema abrangem o modelamento por Monte Carlo, a análise da aquisição complementar de 49.847.863 ações preferências da Net anunciada em 25.01.2011 pela Embrapar, o melhoramento da modelagem abordando benefícios fiscais e tributários proporcionados pelos processos de fusão e aquisição de empresas e outras combinações de cenários e serviços que possam ser úteis ao regulador em sua estimativa de poder de mercado das empresas.

Referências

- AMARAL, S. de M.; NEVES, C. das. **O Custo de Capital: Aplicação ao Setor de Telecomunicações no Brasil**. 2001. Disponível em <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2001_TR34_0228.pdf>. Acesso em: 21.01.2011.
- BERNSTEIN, J. I.; MAMUNEAS, T. P. **Irreversible Investment, Capital Costs and Productivity Growth: Implications for Telecommunications**. NBER Working Paper No. 13269. jul. 2007.
- BM&FBOVESPA. **Embratel**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 04.10.2010.
- _____. **Net Serviços de Comunicação S/A**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 04.10.2010.
- BRAGANÇA, G.; ROCHA, K.; CAMACHO, F. **A taxa de remuneração do capital e a nova regulação das telecomunicações**. BNDES Setorial. Rio de Janeiro, n. 23, p. 151-192, mar. 2006.
- BRAGANÇA, G.; ROCHA, K.; MOREIRA, R. H. R. **Incerteza, opções reais e a nova orientação regulatória das operadoras de telefonia fixa brasileira: o *mark-up* sobre o custo de capital**. Texto para discussão Nº 1294. IPEA. Rio de Janeiro, ago. 2007.
- BRASIL. Presidência da República. **Lei Nº 11.638**. Brasília. 28 de dezembro de 2007. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 05.10.2010.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books. 3ª Ed. São Paulo. 2002.
- COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy**. Pearson Addison Wesley. 4ª Ed. 2005.

CVM. **Embratel**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05.10.2010.

CVM. **GVT**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30.03.2010.

_____. **Net Serviços de Comunicação S/A**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05.10.2010.

FERNÁNDEZ, P. **WACC: Definition, Misconceptions and Errors**. SSRN Working Paper, University of Navarra. IESE Business School. Jun. 2010. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1620871>. Acesso em: 18.03.2010.

_____. **Discounted cash flow valuation methods: perpetuities, constant growth and general case**. SSRN Working Paper. University of Navarra. IESE Business School. Jun. 2004. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=743229>. Acesso em: 18.03.2010.

_____. **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**. Academic Press. Califórnia. EUA. 2002.

GROEBEL, A. (BNetzA). **Europäischer Rechtsrahmen für elektronische Kommunikation (2002), Marktregulierung, Zugangs- und Entgeltregulierung**. Institute für Energie- und Regulierungsrecht Berlin, Workshop zum Telekommunikationsrecht am 17.01.2011. Disponível em <<http://www.enreg.de/content/material/2010/17.01.2011.Groebel.pdf>>. Acesso em: 25.01.2011.

MATTOS, C. C. A. **Interconnection and Unbundling in the Brazilian Telecommunications: The Government Proposal for 2006**. IPEA-USP. SP. 2005. Disponível em <http://www.econ.fea.us.br/seminarios/2005_1/cesar_mattos.pdf>. Acesso em: 21.01.2011.

MORETTIN, P.A. **Econometria Financeira**. Editora Blucher. São Paulo. 2008.

OFCOM. **Ofcom's approach to risk in the assessment of the cost of capital**. Reino Unido. agosto de 2005. Disponível em

<http://www.google.com.br/url?sa=t&source=web&cd=3&ved=0CCsQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.ofcom.org.uk%2Fconsult%2Fcondocs%2Fcost_capital2%2Fstatement%2Ffinal.pdf&ei=tZ9ETf-iO4H88AbNhKztAQ&usg=AFQjCNE6_K11mi2rLaf3hgAoxzWMhHhD9g&sig2=as6QKvqAOP8Q_M5oW4Ixg>. Acesso em: 17.06.2010.

OXERA CONSULTING LTD. eircom's cost of capital. Prepared for Commission for Communications Regulation. Reino Unido. nov. 2007. Disponível em <http://www.comreg.ie/_fileupload/publications/ComReg0788a.pdf>. Acesso em: 04.07.2010.

PÁLEPU, K.; HEALY, P.; BERNARD, V. **Business analysis & valuation.** Cincinnati: South-Western. 2000.

PEREIRO, L. E. **The Valuation of closely-held companies in Latin America.** Emerging Markets Review. Vol.2. 2001.

PINDYCK, R. S. **Pricing Capital under Mandatory Unbundling and Facilities Sharing.** NBER Working Paper No. 11225. mar. 2005.

PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP. **Disaggregating BT's Beta. A report prepared for Ofcom by PricewaterhouseCoopers LLP.** Public Version. Jun. 2005. Disponível em: <http://stakeholders.ofcom.org.uk/binaries/consultations/cost_capital2/annexes/disaggregating.pdf>. Acesso em: 17.06.2010.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira - Corporate Finance.** Editora Atlas S.A. São Paulo. 7a reimpressão. 2008.

**APÊNDICE – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS E FLUXOS DE
CAIXA DESCONTADOS**

TABELA 1 - Demonstrações de Resultados para a Net – histórico e previsões

Ano	2008	AV 2008	2009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	4.852.755	100,00%	6.070.401	100,00%	7.016.059	7.878.828	8.670.707	9.496.776	10.348.153	11.217.472	12.093.131	12.967.472	13.831.389	14.671.669
Mensalidades	4.298.280	88,57%	5.301.314	87,33%	6.096.511	6.828.092	7.510.902	8.224.437	8.964.637	9.726.631	10.504.761	11.292.618	12.083.102	12.868.503
Adesões	77.458	1,60%	117.056	1,93%	141.638	160.051	176.056	191.020	204.392	216.655	228.571	236.571	241.303	246.129
PPV	92.976	1,92%	84.982	1,40%	91.781	98.205	104.098	109.302	114.768	119.358	124.133	128.477	131.689	134.981
Outras (Telefonia)	384.041	7,91%	567.049	9,34%	686.129	792.479	879.652	972.016	1.064.357	1.154.827	1.235.665	1.309.805	1.375.295	1.422.055
(-) Cancelamentos e impostos sobre vendas	(1.162.346)	-23,95%	(1.457.012)	-24,00%	(1.683.988)	(1.891.069)	(2.081.135)	(2.279.407)	(2.483.754)	(2.692.407)	(2.902.582)	(3.112.441)	(3.319.797)	(3.521.480)
Descontos e cancelamentos	(282.656)	-5,82%	(362.345)	-5,97%	(418.792)	(470.291)	(517.558)	(566.867)	(617.686)	(669.576)	(721.844)	(774.034)	(825.602)	(875.759)
Impostos incidentes sobre vendas	(879.690)	-18,13%	(1.094.667)	-18,03%	(1.265.196)	(1.420.778)	(1.563.577)	(1.712.540)	(1.866.068)	(2.022.831)	(2.180.737)	(2.338.406)	(2.494.195)	(2.645.722)
(=) Receita Líquida	3.690.409	100,00%	4.613.389	100,00%	5.332.071	5.987.759	6.589.572	7.217.368	7.864.399	8.525.065	9.190.549	9.855.032	10.511.592	11.150.189
(-) Custos dos Serviços Prestados	(2.153.454)	-58,35%	(2.789.812)	-60,47%	(3.408.140)	(3.794.373)	(4.152.294)	(4.522.905)	(4.904.909)	(5.023.573)	(5.425.590)	(5.834.118)	(6.242.777)	(6.648.662)
Programação e Franquia	(849.006)	-23,01%	(1.037.368)	-22,49%	(1.198.971)	(1.346.409)	(1.481.733)	(1.622.900)	(1.768.391)	(1.916.949)	(2.066.589)	(2.216.005)	(2.363.640)	(2.507.235)
Materiais e manutenção de rede	(44.531)	-1,21%	(53.488)	-1,16%	(61.820)	(69.423)	(76.400)	(83.679)	(91.180)	(98.840)	(106.556)	(114.260)	(121.872)	(129.276)
Pessoal	(224.539)	-6,08%	(319.857)	-6,93%	(369.685)	(415.145)	(456.870)	(500.397)	(545.257)	(591.063)	(637.202)	(683.272)	(728.793)	(773.069)
Aluguel de postes	(55.124)	-1,49%	(78.629)	-1,70%	(90.878)	(102.053)	(112.310)	(123.010)	(134.038)	(145.298)	(156.641)	(167.966)	(179.156)	(190.040)
Depreciações	(322.700)	-8,74%	(496.183)	-10,76%	(804.000)	(870.000)	(934.000)	(998.000)	(1.064.000)	(860.000)	(937.000)	(1.021.000)	(1.109.000)	(1.203.000)
Amortizações	(81.357)	-2,20%	(18.713)	-0,41%										
Guia de programação	(13.782)	-0,37%	(12.976)	-0,28%	(14.997)	(16.842)	(18.534)	(20.300)	(22.120)	(23.978)	(25.850)	(27.719)	(29.566)	(31.362)
Serviços de terceiros	(240.378)	-6,51%	(335.984)	-7,28%	(388.324)	(436.077)	(479.905)	(525.627)	(572.749)	(620.864)	(669.329)	(717.722)	(765.538)	(812.046)
Energia de rede	(34.288)	-0,93%	(39.072)	-0,85%	(45.159)	(50.712)	(55.809)	(61.126)	(66.606)	(72.201)	(77.837)	(83.465)	(89.025)	(94.434)
Veículos	(22.892)	-0,62%	(30.095)	-0,65%	(34.783)	(39.061)	(42.986)	(47.082)	(51.303)	(55.612)	(59.954)	(64.288)	(68.571)	(72.737)
Telecomunicações	(205.381)	-5,57%	(295.350)	-6,40%	(341.360)	(383.337)	(421.866)	(462.057)	(503.480)	(545.776)	(588.381)	(630.921)	(672.954)	(713.837)
Direitos autorais - ECAD	(29.772)	-0,81%	(41.175)	-0,89%	(47.589)	(53.441)	(58.813)	(64.416)	(70.191)	(76.087)	(82.027)	(87.957)	(93.817)	(99.517)
Comissão mercantil	(1.548)	-0,04%	(1.714)	-0,04%	(1.981)	(2.225)	(2.448)	(2.681)	(2.922)	(3.167)	(3.415)	(3.661)	(3.905)	(4.143)
Aluguel de dutos	(7.012)	-0,19%	(7.434)	-0,16%	(8.592)	(9.649)	(10.618)	(11.630)	(12.673)	(13.737)	(14.810)	(15.880)	(16.938)	(17.967)
Outros	(21.144)	-0,57%	(21.774)	-0,47%										
(=) Lucro Bruto	1.536.955	41,65%	1.823.577	39,53%	1.923.930	2.193.386	2.437.278	2.694.464	2.959.490	3.501.492	3.764.959	4.020.914	4.268.815	4.501.526

TABELA 2 - Demonstrações de Resultados para a Net – histórico e previsões (continuação)

Ano	2008	AV 2008	2009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
(-) Despesas Operacionais	(1.051.418)	-28,49%	(1.200.108)	-26,01%	(1.293.743)	(1.437.526)	(1.516.411)	(1.606.141)	(1.738.976)	(1.885.062)	(2.027.054)	(2.165.000)	(2.303.284)	(2.434.563)
Despesas com Vendas	(429.545)	-11,64%	(505.063)	-10,95%	(583.743)	(655.526)	(721.411)	(790.141)	(860.976)	(933.304)	(1.001.000)	(1.065.000)	(1.130.000)	(1.190.000)
Despesas gerais e administrativas	(604.968)	-16,39%	(634.656)	-13,76%	(710.000)	(782.000)	(795.000)	(816.000)	(878.000)	(951.758)	(1.026.054)	(1.100.000)	(1.173.284)	(1.244.563)
Outras despesas	(16.905)	-0,46%	(60.389)	-1,31%										
(=) Lucro Operacional	485.537	13,16%	623.469	13,51%	630.188	755.860	920.867	1.088.323	1.220.514	1.616.429	1.737.904	1.855.914	1.965.531	2.066.963
(-) Resultado Financeiro	(318.527)	-8,63%	65.444	1,42%	107.232	120.419	132.522	145.147	158.159	171.446	184.829	198.193	211.397	224.239
Despesas Financeiras	(432.462)	-11,72%	(27.335)	-0,59%										
Receitas Financeiras	113.935	3,09%	92.779	2,01%	107.232	120.419	132.522	145.147	158.159	171.446	184.829	198.193	211.397	224.239
(=) Resultado antes do IR e CSLL	167.010	4,53%	688.913	14,93%	737.420	876.279	1.053.389	1.233.470	1.378.673	1.787.875	1.922.734	2.054.106	2.176.928	2.291.203
(-) Imposto de Renda e CSLL	(146.756)	-3,98%	47.035	1,02%	(250.723)	(297.935)	(358.152)	(419.380)	(468.749)	(607.878)	(653.729)	(698.396)	(740.155)	(779.009)
(=) Lucro Líquido	20.254	0,55%	735.948	15,95%	486.697	578.344	695.237	814.091	909.924	1.179.998	1.269.004	1.355.710	1.436.772	1.512.194

FONTE: Net Comunicações S/A., Banco Itaú BBA e elaboração pelo autor

TABELA 3 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar sem OPA no cenário 1 – histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.481.320	19.127.763	20.752.824	22.558.604	24.462.431	26.577.078	29.028.620	31.880.641	35.195.220
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.774.018)	(5.223.649)	(5.667.441)	(6.160.586)	(6.680.507)	(7.258.001)	(7.927.499)	(8.706.364)	(9.611.551)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(282.545)	(309.155)	(335.421)	(364.607)	(395.378)	(429.556)	(469.180)	(515.276)	(568.848)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.804.632)	(4.162.964)	(4.516.642)	(4.909.652)	(5.324.001)	(5.784.232)	(6.317.785)	(6.938.499)	(7.659.883)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.226)	(24.320)	(26.386)	(28.682)	(31.103)	(33.791)	(36.908)	(40.534)	(44.749)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(664.614)	(727.210)	(788.992)	(857.645)	(930.026)	(1.010.422)	(1.103.626)	(1.212.055)	(1.338.071)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.707.303	13.904.114	15.085.383	16.398.018	17.781.924	19.319.077	21.101.121	23.174.277	25.583.669
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.373.272	3.548.682	3.726.116	3.904.969	4.080.693	4.264.324	4.447.690	4.638.941	4.838.415
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.707.303	13.904.114	15.085.383	16.398.018	17.781.924	19.319.077	21.101.121	23.174.277	25.583.669
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.428.390)	(9.222.201)	(10.005.703)	(10.876.336)	(11.794.242)	(12.813.791)	(13.995.770)	(15.370.835)	(16.968.915)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.399.438)	(5.907.974)	(6.409.904)	(6.967.654)	(7.555.687)	(8.208.836)	(8.966.041)	(9.846.942)	(10.870.713)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.463.928)	(1.601.805)	(1.737.892)	(1.889.112)	(2.048.543)	(2.225.629)	(2.430.927)	(2.669.762)	(2.947.333)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(384.028)	(420.197)	(455.896)	(495.566)	(537.389)	(583.843)	(637.698)	(700.351)	(773.166)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(516.050)	(564.654)	(612.626)	(665.932)	(722.134)	(784.558)	(856.928)	(941.120)	(1.038.967)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(664.945)	(727.572)	(789.385)	(858.072)	(930.489)	(1.010.925)	(1.104.175)	(1.212.659)	(1.338.737)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.278.912	4.681.913	5.079.680	5.521.682	5.987.683	6.505.286	7.105.351	7.803.442	8.614.753
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.482.821)	(2.716.660)	(2.947.463)	(3.203.932)	(3.474.328)	(3.774.665)	(4.122.850)	(4.527.914)	(4.998.674)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.541.927)	(1.687.150)	(1.830.488)	(1.989.765)	(2.157.691)	(2.344.212)	(2.560.448)	(2.812.009)	(3.104.368)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(466.500)	(510.436)	(553.802)	(601.990)	(652.795)	(709.226)	(774.647)	(850.755)	(939.206)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(577.716)	(632.127)	(685.831)	(745.508)	(808.425)	(878.309)	(959.327)	(1.053.579)	(1.163.118)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(446.852)	(488.937)	(530.477)	(576.635)	(625.300)	(679.354)	(742.020)	(814.922)	(899.648)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.304)	(14.557)	(15.794)	(17.168)	(18.617)	(20.227)	(22.092)	(24.263)	(26.785)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(37.555)	(41.092)	(44.583)	(48.463)	(52.553)	(57.095)	(62.362)	(68.489)	(75.610)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(862.748)	(944.004)	(1.024.205)	(1.113.325)	(1.207.283)	(1.311.646)	(1.432.636)	(1.573.391)	(1.736.974)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(379.134)	(414.842)	(450.087)	(489.250)	(530.541)	(576.403)	(629.572)	(691.426)	(763.313)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(231.906)	(253.747)	(275.305)	(299.261)	(324.517)	(352.569)	(385.091)	(422.926)	(466.897)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(94.613)	(103.524)	(112.320)	(122.093)	(132.397)	(143.842)	(157.110)	(172.546)	(190.486)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(84.229)	(92.162)	(99.992)	(108.692)	(117.865)	(128.054)	(139.866)	(153.608)	(169.578)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(36.814)	(40.282)	(43.704)	(47.507)	(51.516)	(55.969)	(61.132)	(67.138)	(74.118)

TABELA 4 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar sem OPA no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.051)	(39.446)	(42.798)	(46.521)	(50.448)	(54.809)	(59.864)	(65.746)	(72.581)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(78.146)	(85.506)	(92.771)	(100.843)	(109.354)	(118.807)	(129.766)	(142.515)	(157.332)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(131.036)	(143.377)	(155.558)	(169.094)	(183.365)	(199.215)	(217.592)	(238.970)	(263.815)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(38.987)	(42.659)	(46.284)	(50.311)	(54.557)	(59.273)	(64.740)	(71.101)	(78.493)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.478	15.841	17.187	18.683	20.259	22.011	24.041	26.403	29.148
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	593	649	704	766	830	902	985	1.082	1.194
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	41.157	45.033	48.859	53.110	57.593	62.571	68.343	75.058	82.861
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.170)	(16.599)	(18.009)	(19.577)	(21.229)	(23.064)	(25.191)	(27.666)	(30.543)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.458	5.972	6.480	7.044	7.638	8.298	9.064	9.954	10.989
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	35.852	39.229	42.561	46.265	50.169	54.506	59.534	65.383	72.181
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.510	10.405	11.289	12.271	13.307	14.457	15.791	17.342	19.146
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.796.092	1.965.253	2.132.217	2.317.749	2.513.355	2.730.621	2.982.501	3.275.528	3.616.079
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(129.450)	(141.642)	(153.676)	(167.048)	(181.145)	(196.805)	(214.958)	(236.078)	(260.622)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	153.225	167.656	181.900	197.728	214.415	232.950	254.438	279.436	308.489
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	178.647	195.472	212.079	230.533	249.989	271.599	296.652	325.798	359.671
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	326	357	387	421	456	496	542	595	657
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(25.748)	(28.173)	(30.566)	(33.226)	(36.030)	(39.145)	(42.756)	(46.956)	(51.838)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(282.675)	(309.298)	(335.576)	(364.776)	(395.561)	(429.755)	(469.397)	(515.514)	(569.111)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(195.698)	(214.130)	(232.322)	(252.537)	(273.850)	(297.523)	(324.967)	(356.894)	(394.000)
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(21.744)	(23.792)	(25.814)	(28.060)	(30.428)	(33.058)	(36.107)	(39.655)	(43.778)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(65.233)	(71.377)	(77.441)	(84.179)	(91.283)	(99.174)	(108.322)	(118.965)	(131.333)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	326.343	357.079	387.416	421.126	456.667	496.143	541.909	595.151	657.028
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.992.985	2.180.690	2.365.957	2.571.828	2.788.877	3.029.960	3.309.452	3.634.601	4.012.485
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(677.615)	(741.435)	(804.425)	(874.422)	(948.218)	(1.030.187)	(1.125.214)	(1.235.764)	(1.364.245)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(65.559)	(71.733)	(77.827)	(84.600)	(91.739)	(99.670)	(108.863)	(119.559)	(131.990)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.249.811	1.367.522	1.483.704	1.612.807	1.748.919	1.900.104	2.075.375	2.279.278	2.516.250

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 5 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net - histórico e previsões

Ano	2008	AV 2008	2009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	20.254		735.948		486.697	578.344	695.237	814.091	909.924	1.179.998	1.269.004	1.355.710	1.436.772	1.512.194
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	963.844	26,12%	437.305	9,48%	594.291	634.504	674.834	714.143	754.696	524.712	575.539	633.405	695.583	764.467
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	269.259	7,30%	(177.265)	-3,84%	(204.880)	(230.074)	(253.198)	(277.320)	(302.182)	(327.567)	(353.138)	(378.670)	(403.898)	(428.435)
Despesa de juros sobre empréstimos	156.403	4,24%	176.598	3,83%	204.109	229.208	252.245	276.277	301.045	326.335	351.809	377.245	402.378	426.823
Perda (ganho) com derivativos	(4.977)	-0,13%	97.347	2,11%	112.512	126.348	139.046	152.294	165.946	179.887	193.930	207.951	221.805	235.280
Depreciações e amortizações	493.368	13,37%	618.748	13,41%	804.000	870.000	934.000	998.000	1.064.000	860.000	937.000	1.021.000	1.109.000	1.203.000
Imposto de renda e contribuição social diferidos	65.541	1,78%	(158.596)	-3,44%	(183.302)	(205.843)	(226.532)	(248.114)	(270.357)	(293.069)	(315.947)	(338.790)	(361.360)	(383.314)
Resultado na baixa do ativo imobilizado	(6.855)	-0,19%	7.118	0,15%	8.227	9.239	10.167	11.136	12.134	13.153	14.180	15.205	16.218	17.204
Provisões	(8.895)	-0,24%	(126.645)	-2,75%	(146.374)	(164.374)	(180.894)	(198.128)	(215.890)	(234.027)	(252.295)	(270.537)	(288.560)	(306.091)
(+) Variações nos ativos e passivos	307.545	8,33%	(170.598)	-3,70%	(197.174)	(221.421)	(243.675)	(266.890)	(290.817)	(315.247)	(339.856)	(364.428)	(388.707)	(412.322)
(Aumento) redução em contas a receber	(29.323)	-0,79%	(92.010)	-1,99%	(106.343)	(119.421)	(131.423)	(143.944)	(156.849)	(170.025)	(183.297)	(196.550)	(209.644)	(222.381)
(Aumento) redução em estoques e outros créditos	3.617	0,10%	3.224	0,07%	3.726	4.184	4.605	5.044	5.496	5.958	6.423	6.887	7.346	7.792
(Aumento) redução em impostos a recuperar	(62.356)	-1,69%	(12.616)	-0,27%	(14.581)	(16.374)	(18.020)	(19.737)	(21.506)	(23.313)	(25.133)	(26.950)	(28.746)	(30.492)
(Aumento) redução em outros ativos	18.087	0,49%	18.029	0,39%	20.838	23.400	25.752	28.205	30.734	33.316	35.916	38.513	41.079	43.575
(Aumento) redução em despesas antecipadas	7.761	0,21%	(8.728)	-0,19%	(10.088)	(11.328)	(12.467)	(13.654)	(14.879)	(16.128)	(17.387)	(18.645)	(19.887)	(21.095)
Aumento (redução) em fornecedores e programação	128.448	3,48%	(56.156)	-1,22%	(64.904)	(72.885)	(80.211)	(87.853)	(95.729)	(103.770)	(111.871)	(119.959)	(127.951)	(135.725)
Aumento (redução) em obrigações fiscais	77.197	2,09%	(28.983)	-0,63%	(33.498)	(37.617)	(41.398)	(45.342)	(49.407)	(53.558)	(57.738)	(61.913)	(66.038)	(70.050)
Aumento (redução) em salários e encargos sociais	78.931	2,14%	23.218	0,50%	26.835	30.135	33.164	36.323	39.579	42.904	46.254	49.598	52.902	56.116
Aumento (redução) em provisões e outras contas a pagar	85.183	2,31%	(16.576)	-0,36%	(19.158)	(21.514)	(23.676)	(25.932)	(28.257)	(30.631)	(33.022)	(35.409)	(37.768)	(40.063)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	1.291.643	35,00%	1.002.655	21,73%	883.815	991.427	1.126.396	1.261.344	1.373.804	1.389.463	1.504.687	1.624.687	1.743.648	1.864.339

TABELA 6 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net - histórico e previsões (continuação)

Ano	2008	AV 2008	2009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido	(382.687)	-10,37%	(97.943)	-2,12%										
Aquisições de imobilizado e intangível	(992.943)	-26,91%	(1.089.211)	23,61%	(1.181.000)	(1.126.000)	(1.152.000)	(1.151.000)	(1.250.000)	(1.349.000)	(1.449.000)	(1.548.000)	(1.645.000)	(1.738.000)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado	3.099	0,08%	2.530	0,05%										
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.372.531)	-37,19%	(1.184.624)	-	(1.181.000)	(1.126.000)	(1.152.000)	(1.151.000)	(1.250.000)	(1.349.000)	(1.449.000)	(1.548.000)	(1.645.000)	(1.738.000)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	93.503	2,53%	677.009	14,67%	620.000	840.000	932.000	910.000	962.000	978.000	855.000	1.058.000	1.100.000	1.140.000
Pagamentos de principal	(14.298)	-0,39%	(46.090)	-1,00%	(53.270)	(284.097)	(406.461)	(360.084)	(372.778)	(341.772)	(173.250)	(335.751)	(335.751)	(335.771)
Pagamentos de juros	(147.436)	-4,00%	(170.225)	-3,69%	(196.743)									
Partes relacionadas														
Ingressos	316.393	8,57%												
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	248.162	6,72%	460.694	9,99%	369.987	555.903	525.539	549.916	589.222	636.228	681.750	722.249	764.249	804.229
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	1.291.643		1.002.655		883.815	991.427	1.126.396	1.261.344	1.373.804	1.389.463	1.504.687	1.624.687	1.743.648	1.864.339
(+) Valor Terminal														1.860.398
Valor Descontado					883.815	867.947	863.289	846.312	806.964	714.511	677.393	640.320	601.614	1.125.091
Valor Presente Líquido (VPL)					8.027.255									
Capital Cash Flow	(1.124.369)		(723.930)		(811.013)	(570.097)	(626.461)	(601.084)	(660.778)	(712.772)	(767.250)	(825.751)	(880.751)	(933.771)

FONTE: Net Comunicações S/A., Banco Itaú BBA e elaboração pelo autor

TABELA 7 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar sem OPA no cenário 1 - histórico e previsões

Ano	2008	AV 2008	2009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.249.811	1.367.522	1.483.704	1.612.807	1.748.919	1.900.104	2.075.375	2.279.278	2.516.250
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	1.126.889	1.233.023	1.337.778	1.454.183	1.576.909	1.713.224	1.871.257	2.055.105	2.268.771
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(741.624)	(811.472)	(880.414)	(957.022)	(1.037.789)	(1.127.501)	(1.231.504)	(1.352.498)	(1.493.115)
Despesa de juros sobre empréstimos														
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	286.286	313.250	339.863	369.436	400.614	435.245	475.393	522.100	576.382
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.571.846	1.719.887	1.866.006	2.028.374	2.199.558	2.389.698	2.610.130	2.866.572	3.164.604
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	255.995	280.105	303.902	330.346	358.226	389.192	425.092	466.857	515.395
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.170	16.599	18.009	19.577	21.229	23.064	25.191	27.666	30.543
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(326.343)	(357.079)	(387.416)	(421.126)	(456.667)	(496.143)	(541.909)	(595.151)	(657.028)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	65.559	71.733	77.827	84.600	91.739	99.670	108.863	119.559	131.990
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	313.838	343.396	372.571	404.990	439.169	477.132	521.144	572.346	631.852
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	140.393	153.616	166.667	181.169	196.459	213.441	233.130	256.035	282.654
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	146.233	160.005	173.599	188.704	204.630	222.319	242.827	266.684	294.411
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(128.352)	(140.441)	(152.372)	(165.631)	(179.609)	(195.135)	(213.135)	(234.076)	(258.412)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	143.562	157.083	170.429	185.258	200.893	218.259	238.392	261.814	289.034
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(173.602)	(189.952)	(206.091)	(224.023)	(242.930)	(263.930)	(288.275)	(316.598)	(349.514)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	60.267	65.943	71.545	77.771	84.334	91.625	100.076	109.909	121.336
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.630)	(16.008)	(17.368)	(18.879)	(20.472)	(22.242)	(24.294)	(26.680)	(29.454)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	139.968	153.150	166.162	180.620	195.863	212.795	232.423	255.259	281.797
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.690.539	2.943.942	3.194.054	3.471.980	3.764.997	4.090.461	4.467.776	4.906.729	5.416.873

TABELA 8 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar sem OPA no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2008	AV 2008	2009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.823.661)	(1.995.419)	(2.164.946)	(2.353.326)	(2.551.935)	(2.772.536)	(3.028.282)	(3.325.807)	(3.671.585)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(24.995)	(27.349)	(29.673)	(32.255)	(34.977)	(38.000)	(41.506)	(45.584)	(50.323)
Adições de investimento (2) - Ações Net														
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(1.700.363)	(1.848.656)	(2.022.768)	(2.194.619)	(2.385.581)	(2.586.912)	(2.810.536)	(3.069.788)	(3.371.390)	(3.721.908)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.092.818	1.195.743	1.297.332	1.410.217	1.529.232	1.661.426	1.814.680	1.992.970	2.200.176
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(61.290)	(66.943)	(73.520)	(81.164)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(142.608)	(156.039)	(169.296)	(184.027)	(199.558)	(216.809)	(236.808)	(260.074)	(287.113)
Debêntures (Net)														
Empréstimo complementar das debêntures														
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	100.663	110.143	119.501	129.899	140.862	153.039	167.155	183.578	202.665
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.580)	(3.917)	(4.250)	(4.620)	(5.010)	(5.443)	(5.945)	(6.529)	(7.208)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	(500.241)	446.714	757.990	1.016.664	1.295.056	1.409.113	1.530.923	1.672.140	1.836.425	2.027.355
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	274.108	1.288.596	1.679.163	2.016.098	2.381.455	2.587.198	2.810.848	3.070.128	3.371.764	3.722.320
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.690.539	2.943.942	3.194.054	3.471.980	3.764.997	4.090.461	4.467.776	4.906.729	5.416.873
Valor Terminal														5.604.373
Valor Descontado					2.474.713	2.352.830	2.251.292	2.135.975	2.030.404	1.925.401	1.829.280	1.747.232	1.678.041	3.296.041
Valor Presente Líquido (VPL)					21.721.210									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.200.604)	(1.401.943)	(1.264.778)	(1.177.955)	(1.090.525)	(1.177.799)	(1.279.613)	(1.397.648)	(1.534.965)	(1.694.553)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 9 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 1 – histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.481.320	19.127.763	20.752.824	22.558.604	24.462.431	26.577.078	29.028.620	31.880.641	35.195.220
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.774.018)	(5.223.649)	(5.667.441)	(6.160.586)	(6.680.507)	(7.258.001)	(7.927.499)	(8.706.364)	(9.611.551)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(282.545)	(309.155)	(335.421)	(364.607)	(395.378)	(429.556)	(469.180)	(515.276)	(568.848)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.804.632)	(4.162.964)	(4.516.642)	(4.909.652)	(5.324.001)	(5.784.232)	(6.317.785)	(6.938.499)	(7.659.883)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.226)	(24.320)	(26.386)	(28.682)	(31.103)	(33.791)	(36.908)	(40.534)	(44.749)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(664.614)	(727.210)	(788.992)	(857.645)	(930.026)	(1.010.422)	(1.103.626)	(1.212.055)	(1.338.071)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.707.303	13.904.114	15.085.383	16.398.018	17.781.924	19.319.077	21.101.121	23.174.277	25.583.669
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.373.272	3.548.682	3.726.116	3.904.969	4.080.693	4.264.324	4.447.690	4.638.941	4.838.415
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.707.303	13.904.114	15.085.383	16.398.018	17.781.924	19.319.077	21.101.121	23.174.277	25.583.669
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.428.390)	(9.222.201)	(10.005.703)	(10.876.336)	(11.794.242)	(12.813.791)	(13.995.770)	(15.370.835)	(16.968.915)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.399.438)	(5.907.974)	(6.409.904)	(6.967.654)	(7.555.687)	(8.208.836)	(8.966.041)	(9.846.942)	(10.870.713)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.463.928)	(1.601.805)	(1.737.892)	(1.889.112)	(2.048.543)	(2.225.629)	(2.430.927)	(2.669.762)	(2.947.333)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(384.028)	(420.197)	(455.896)	(495.566)	(537.389)	(583.843)	(637.698)	(700.351)	(773.166)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(516.050)	(564.654)	(612.626)	(665.932)	(722.134)	(784.558)	(856.928)	(941.120)	(1.038.967)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(664.945)	(727.572)	(789.385)	(858.072)	(930.489)	(1.010.925)	(1.104.175)	(1.212.659)	(1.338.737)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.278.912	4.681.913	5.079.680	5.521.682	5.987.683	6.505.286	7.105.351	7.803.442	8.614.753
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.482.821)	(2.716.660)	(2.947.463)	(3.203.932)	(3.474.328)	(3.774.665)	(4.122.850)	(4.527.914)	(4.998.674)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.541.927)	(1.687.150)	(1.830.488)	(1.989.765)	(2.157.691)	(2.344.212)	(2.560.448)	(2.812.009)	(3.104.368)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(466.500)	(510.436)	(553.802)	(601.990)	(652.795)	(709.226)	(774.647)	(850.755)	(939.206)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(577.716)	(632.127)	(685.831)	(745.508)	(808.425)	(878.309)	(959.327)	(1.053.579)	(1.163.118)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(446.852)	(488.937)	(530.477)	(576.635)	(625.300)	(679.354)	(742.020)	(814.922)	(899.648)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.304)	(14.557)	(15.794)	(17.168)	(18.617)	(20.227)	(22.092)	(24.263)	(26.785)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(37.555)	(41.092)	(44.583)	(48.463)	(52.553)	(57.095)	(62.362)	(68.489)	(75.610)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(862.748)	(944.004)	(1.024.205)	(1.113.325)	(1.207.283)	(1.311.646)	(1.432.636)	(1.573.391)	(1.736.974)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(379.134)	(414.842)	(450.087)	(489.250)	(530.541)	(576.403)	(629.572)	(691.426)	(763.313)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(231.906)	(253.747)	(275.305)	(299.261)	(324.517)	(352.569)	(385.091)	(422.926)	(466.897)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(94.613)	(103.524)	(112.320)	(122.093)	(132.397)	(143.842)	(157.110)	(172.546)	(190.486)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(84.229)	(92.162)	(99.992)	(108.692)	(117.865)	(128.054)	(139.866)	(153.608)	(169.578)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(36.814)	(40.282)	(43.704)	(47.507)	(51.516)	(55.969)	(61.132)	(67.138)	(74.118)

TABELA 10 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.051)	(39.446)	(42.798)	(46.521)	(50.448)	(54.809)	(59.864)	(65.746)	(72.581)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(78.146)	(85.506)	(92.771)	(100.843)	(109.354)	(118.807)	(129.766)	(142.515)	(157.332)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(131.036)	(143.377)	(155.558)	(169.094)	(183.365)	(199.215)	(217.592)	(238.970)	(263.815)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(38.987)	(42.659)	(46.284)	(50.311)	(54.557)	(59.273)	(64.740)	(71.101)	(78.493)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.478	15.841	17.187	18.683	20.259	22.011	24.041	26.403	29.148
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	593	649	704	766	830	902	985	1.082	1.194
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	41.157	45.033	48.859	53.110	57.593	62.571	68.343	75.058	82.861
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.170)	(16.599)	(18.009)	(19.577)	(21.229)	(23.064)	(25.191)	(27.666)	(30.543)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.458	5.972	6.480	7.044	7.638	8.298	9.064	9.954	10.989
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	35.852	39.229	42.561	46.265	50.169	54.506	59.534	65.383	72.181
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.510	10.405	11.289	12.271	13.307	14.457	15.791	17.342	19.146
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.796.092	1.965.253	2.132.217	2.317.749	2.513.355	2.730.621	2.982.501	3.275.528	3.616.079
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(543.293)	(555.485)	(567.519)	(293.137)	(181.145)	(196.805)	(214.958)	(236.078)	(260.622)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	153.225	167.656	181.900	197.728	214.415	232.950	254.438	279.436	308.489
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	178.647	195.472	212.079	230.533	249.989	271.599	296.652	325.798	359.671
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	326	357	387	421	456	496	542	595	657
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(25.748)	(28.173)	(30.566)	(33.226)	(36.030)	(39.145)	(42.756)	(46.956)	(51.838)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(696.518)	(723.141)	(749.419)	(490.865)	(395.561)	(429.755)	(469.397)	(515.514)	(569.111)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(195.698)	(214.130)	(232.322)	(252.537)	(273.850)	(297.523)	(324.967)	(356.894)	(394.000)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(21.744)	(23.792)	(25.814)	(28.060)	(30.428)	(33.058)	(36.107)	(39.655)	(43.778)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(65.233)	(71.377)	(77.441)	(84.179)	(91.283)	(99.174)	(108.322)	(118.965)	(131.333)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	326.343	357.079	387.416	421.126	456.667	496.143	541.909	595.151	657.028
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.579.142	1.766.847	1.952.114	2.445.739	2.788.877	3.029.960	3.309.452	3.634.601	4.012.485
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(536.908)	(600.728)	(663.719)	(831.551)	(948.218)	(1.030.187)	(1.125.214)	(1.235.764)	(1.364.245)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(65.559)	(71.733)	(77.827)	(84.600)	(91.739)	(99.670)	(108.863)	(119.559)	(131.990)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	976.675	1.094.386	1.210.568	1.529.588	1.748.919	1.900.104	2.075.375	2.279.278	2.516.250

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 11 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 1 - histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	976.675	1.094.386	1.210.568	1.529.588	1.748.919	1.900.104	2.075.375	2.279.278	2.516.250
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	713.046	819.180	923.935	1.328.094	1.576.909	1.713.224	1.871.257	2.055.105	2.268.771
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(741.624)	(811.472)	(880.414)	(957.022)	(1.037.789)	(1.127.501)	(1.231.504)	(1.352.498)	(1.493.115)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	286.286	313.250	339.863	369.436	400.614	435.245	475.393	522.100	576.382
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.571.846	1.719.887	1.866.006	2.028.374	2.199.558	2.389.698	2.610.130	2.866.572	3.164.604
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	255.995	280.105	303.902	330.346	358.226	389.192	425.092	466.857	515.395
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.170	16.599	18.009	19.577	21.229	23.064	25.191	27.666	30.543
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(326.343)	(357.079)	(387.416)	(421.126)	(456.667)	(496.143)	(541.909)	(595.151)	(657.028)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	65.559	71.733	77.827	84.600	91.739	99.670	108.863	119.559	131.990
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	313.838	343.396	372.571	404.990	439.169	477.132	521.144	572.346	631.852
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	140.393	153.616	166.667	181.169	196.459	213.441	233.130	256.035	282.654
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	146.233	160.005	173.599	188.704	204.630	222.319	242.827	266.684	294.411
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(128.352)	(140.441)	(152.372)	(165.631)	(179.609)	(195.135)	(213.135)	(234.076)	(258.412)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	143.562	157.083	170.429	185.258	200.893	218.259	238.392	261.814	289.034
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(173.602)	(189.952)	(206.091)	(224.023)	(242.930)	(263.930)	(288.275)	(316.598)	(349.514)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	60.267	65.943	71.545	77.771	84.334	91.625	100.076	109.909	121.336
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.630)	(16.008)	(17.368)	(18.879)	(20.472)	(22.242)	(24.294)	(26.680)	(29.454)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	139.968	153.150	166.162	180.620	195.863	212.795	232.423	255.259	281.797
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.003.559	2.256.962	2.507.074	3.262.672	3.764.997	4.090.461	4.467.776	4.906.729	5.416.873

TABELA 12 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.823.661)	(1.995.419)	(2.164.946)	(2.353.326)	(2.551.935)	(2.772.536)	(3.028.282)	(3.325.807)	(3.671.585)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(24.995)	(27.349)	(29.673)	(32.255)	(34.977)	(38.000)	(41.506)	(45.584)	(50.323)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.848.656)	(2.022.768)	(2.194.619)	(2.385.581)	(2.586.912)	(2.810.536)	(3.069.788)	(3.371.390)	(3.721.908)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.092.818	1.195.743	1.297.332	1.410.217	1.529.232	1.661.426	1.814.680	1.992.970	2.200.176
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(61.290)	(66.943)	(73.520)	(81.164)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(142.608)	(156.039)	(169.296)	(184.027)	(199.558)	(216.809)	(236.808)	(260.074)	(287.113)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	100.663	110.143	119.501	129.899	140.862	153.039	167.155	183.578	202.665
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.580)	(3.917)	(4.250)	(4.620)	(5.010)	(5.443)	(5.945)	(6.529)	(7.208)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	32.871	344.147	(1.827.179)	182.466	1.409.113	1.530.923	1.672.140	1.836.425	2.027.355
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	187.774	578.341	(1.514.724)	1.059.557	2.587.198	2.810.848	3.070.128	3.371.764	3.722.320
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.003.559	2.256.962	2.507.074	3.262.672	3.764.997	4.090.461	4.467.776	4.906.729	5.416.873
Valor Terminal														5.726.646
Valor Descontado					2.474.713	1.787.235	1.795.905	1.779.532	2.065.816	2.126.485	2.060.864	2.007.928	1.967.108	3.985.090
Valor Presente Líquido (VPL)					22.050.674									
Capital Cash Flow					(2.092.732)	(1.815.786)	(1.678.621)	(4.021.798)	(2.203.115)	(1.177.799)	(1.279.613)	(1.397.648)	(1.534.965)	(1.694.553)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 13 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 2 – histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.749.638	19.964.739	22.289.318	24.981.671	27.968.924	31.381.397	35.501.411	40.356.790	46.071.375
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.847.293)	(5.452.221)	(6.087.046)	(6.822.307)	(7.638.104)	(8.570.024)	(9.695.170)	(11.021.137)	(12.581.747)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(286.881)	(322.683)	(360.255)	(403.770)	(452.052)	(507.207)	(573.797)	(652.273)	(744.636)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.863.029)	(4.345.123)	(4.851.044)	(5.437.008)	(6.087.153)	(6.829.843)	(7.726.523)	(8.783.247)	(10.026.968)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.568)	(25.384)	(28.340)	(31.763)	(35.561)	(39.900)	(45.138)	(51.311)	(58.577)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(674.815)	(759.030)	(847.407)	(949.767)	(1.063.338)	(1.193.075)	(1.349.712)	(1.534.306)	(1.751.566)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.902.345	14.512.518	16.202.272	18.159.364	20.330.820	22.811.372	25.806.242	29.335.653	33.489.627
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.568.314	4.157.086	4.843.005	5.666.316	6.629.589	7.756.619	9.152.811	10.800.317	12.744.374
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.902.345	14.512.518	16.202.272	18.159.364	20.330.820	22.811.372	25.806.242	29.335.653	33.489.627
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.557.756)	(9.625.738)	(10.746.503)	(12.044.587)	(13.484.851)	(15.130.131)	(17.116.542)	(19.457.499)	(22.212.712)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.482.313)	(6.166.489)	(6.884.480)	(7.716.064)	(8.638.734)	(9.692.741)	(10.965.286)	(12.464.962)	(14.230.021)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.486.398)	(1.671.896)	(1.866.562)	(2.092.026)	(2.342.186)	(2.627.955)	(2.972.975)	(3.379.576)	(3.858.129)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(389.923)	(438.584)	(489.650)	(548.795)	(614.419)	(689.384)	(779.892)	(886.555)	(1.012.092)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(523.971)	(589.361)	(657.983)	(737.462)	(825.646)	(926.382)	(1.048.005)	(1.191.337)	(1.360.032)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(675.151)	(759.408)	(847.829)	(950.239)	(1.063.867)	(1.193.669)	(1.350.384)	(1.535.070)	(1.752.438)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.344.589	4.886.780	5.455.769	6.114.777	6.845.969	7.681.242	8.689.700	9.878.154	11.276.916
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.520.929)	(2.835.533)	(3.165.687)	(3.548.074)	(3.972.344)	(4.457.008)	(5.042.162)	(5.731.757)	(6.543.383)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.565.594)	(1.760.975)	(1.966.013)	(2.203.490)	(2.466.978)	(2.767.973)	(3.131.376)	(3.559.641)	(4.063.692)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(473.660)	(532.772)	(594.804)	(666.652)	(746.368)	(837.432)	(947.377)	(1.076.946)	(1.229.443)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(586.583)	(659.787)	(736.609)	(825.585)	(924.306)	(1.037.081)	(1.173.237)	(1.333.696)	(1.522.549)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(453.710)	(510.332)	(569.752)	(638.573)	(714.932)	(802.161)	(907.475)	(1.031.587)	(1.177.661)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.508)	(15.194)	(16.963)	(19.012)	(21.286)	(23.883)	(27.018)	(30.714)	(35.063)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(38.131)	(42.890)	(47.884)	(53.668)	(60.086)	(67.417)	(76.268)	(86.698)	(98.975)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(875.990)	(985.311)	(1.100.035)	(1.232.909)	(1.380.338)	(1.548.752)	(1.752.085)	(1.991.710)	(2.273.740)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(384.954)	(432.995)	(483.410)	(541.802)	(606.589)	(680.599)	(769.954)	(875.257)	(999.195)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(235.465)	(264.851)	(295.688)	(331.405)	(371.033)	(416.303)	(470.959)	(535.370)	(611.179)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(96.066)	(108.054)	(120.636)	(135.207)	(151.375)	(169.844)	(192.143)	(218.421)	(249.350)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(85.522)	(96.195)	(107.395)	(120.367)	(134.761)	(151.203)	(171.054)	(194.448)	(221.982)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(37.379)	(42.044)	(46.940)	(52.610)	(58.900)	(66.087)	(74.763)	(84.988)	(97.023)

TABELA 14 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA no cenário 2 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.604)	(41.172)	(45.966)	(51.518)	(57.679)	(64.716)	(73.213)	(83.226)	(95.011)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(79.346)	(89.248)	(99.639)	(111.675)	(125.028)	(140.283)	(158.701)	(180.406)	(205.951)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(133.047)	(149.651)	(167.075)	(187.257)	(209.648)	(235.227)	(266.110)	(302.505)	(345.340)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(39.586)	(44.526)	(49.710)	(55.715)	(62.377)	(69.988)	(79.176)	(90.005)	(102.750)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.700	16.534	18.460	20.689	23.163	25.989	29.401	33.423	38.155
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	602	678	756	848	949	1.065	1.205	1.370	1.564
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	41.789	47.004	52.476	58.815	65.848	73.882	83.582	95.013	108.467
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.403)	(17.326)	(19.343)	(21.679)	(24.272)	(27.233)	(30.808)	(35.022)	(39.981)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.542	6.234	6.960	7.800	8.733	9.798	11.085	12.601	14.385
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	36.402	40.945	45.712	51.234	57.361	64.359	72.809	82.766	94.486
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.655	10.860	12.125	13.590	15.215	17.071	19.312	21.953	25.062
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.823.660	2.051.247	2.290.082	2.566.704	2.873.624	3.224.234	3.647.538	4.146.397	4.733.533
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(545.280)	(561.683)	(578.896)	(311.079)	(207.111)	(232.381)	(262.890)	(298.844)	(341.161)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	155.577	174.993	195.368	218.966	245.150	275.061	311.173	353.731	403.819
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	181.389	204.026	227.781	255.295	285.823	320.696	362.800	412.418	470.817
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	331	372	416	466	522	586	662	753	860
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.143)	(29.406)	(32.829)	(36.795)	(41.195)	(46.221)	(52.289)	(59.441)	(67.858)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(700.857)	(736.675)	(774.264)	(530.046)	(452.261)	(507.441)	(574.062)	(652.575)	(744.980)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(198.702)	(223.499)	(249.522)	(279.662)	(313.104)	(351.306)	(397.428)	(451.782)	(515.756)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(22.078)	(24.833)	(27.725)	(31.074)	(34.789)	(39.034)	(44.159)	(50.198)	(57.306)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(66.234)	(74.500)	(83.174)	(93.221)	(104.368)	(117.102)	(132.476)	(150.594)	(171.919)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	331.352	372.704	416.099	466.360	522.127	585.831	662.744	753.384	860.065
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.609.732	1.862.268	2.127.285	2.721.985	3.188.640	3.577.684	4.047.393	4.600.937	5.252.437
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(547.309)	(633.171)	(723.277)	(925.475)	(1.084.138)	(1.216.413)	(1.376.113)	(1.564.319)	(1.785.829)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(66.565)	(74.872)	(83.590)	(93.687)	(104.889)	(117.687)	(133.138)	(151.347)	(172.777)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	995.858	1.154.225	1.320.418	1.702.823	1.999.613	2.243.585	2.538.141	2.885.272	3.293.831

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 15 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 2 - histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	995.858	1.154.225	1.320.418	1.702.823	1.999.613	2.243.585	2.538.141	2.885.272	3.293.831
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	730.343	873.134	1.022.982	1.484.291	1.802.946	2.022.923	2.288.509	2.601.499	2.969.875
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(753.007)	(846.980)	(945.598)	(1.059.818)	(1.186.548)	(1.331.318)	(1.506.105)	(1.712.089)	(1.954.523)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	290.681	326.957	365.026	409.118	458.039	513.924	581.396	660.911	754.497
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.595.972	1.795.144	2.004.161	2.246.246	2.514.847	2.821.682	3.192.136	3.628.711	4.142.542
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	259.924	292.362	326.403	365.829	409.574	459.546	519.879	590.981	674.665
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.403	17.326	19.343	21.679	24.272	27.233	30.808	35.022	39.981
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(331.352)	(372.704)	(416.099)	(466.360)	(522.127)	(585.831)	(662.744)	(753.384)	(860.065)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	66.565	74.872	83.590	93.687	104.889	117.687	133.138	151.347	172.777
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	318.655	358.422	400.155	448.490	502.120	563.383	637.349	724.516	827.109
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	142.548	160.338	179.006	200.629	224.619	252.025	285.113	324.107	370.001
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	148.477	167.007	186.452	208.974	233.962	262.508	296.972	337.588	385.391
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(130.322)	(146.586)	(163.654)	(183.422)	(205.355)	(230.410)	(260.660)	(296.310)	(338.267)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	145.766	163.957	183.047	205.157	229.690	257.714	291.549	331.423	378.353
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(176.267)	(198.264)	(221.349)	(248.086)	(277.752)	(311.640)	(352.555)	(400.772)	(457.522)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	61.192	68.829	76.843	86.124	96.423	108.188	122.391	139.130	158.831
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.854)	(16.708)	(18.654)	(20.907)	(23.407)	(26.263)	(29.711)	(33.774)	(38.556)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	142.116	159.852	178.464	200.021	223.939	251.261	284.249	323.125	368.879
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.044.856	2.385.781	2.743.555	3.635.605	4.304.679	4.829.890	5.463.999	6.211.287	7.090.815

TABELA 16 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA no cenário 2- histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.851.652)	(2.082.733)	(2.325.234)	(2.606.102)	(2.917.734)	(3.273.725)	(3.703.527)	(4.210.043)	(4.806.192)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.379)	(28.546)	(31.870)	(35.719)	(39.991)	(44.870)	(50.761)	(57.703)	(65.874)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.877.031)	(2.111.279)	(2.357.104)	(2.641.822)	(2.957.725)	(3.318.595)	(3.754.288)	(4.267.746)	(4.872.066)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.109.592	1.248.066	1.393.383	1.561.692	1.748.435	1.961.761	2.219.317	2.522.844	2.880.083
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.296)	(71.606)	(81.399)	(92.925)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(144.797)	(162.867)	(181.830)	(203.794)	(228.163)	(256.001)	(289.611)	(329.220)	(375.838)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Claro Chile														
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	102.208	114.963	128.348	143.852	161.053	180.703	204.428	232.386	265.293
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.635)	(4.089)	(4.565)	(5.116)	(5.728)	(6.427)	(7.271)	(8.265)	(9.435)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	48.946	394.290	(1.735.129)	327.630	1.619.184	1.816.740	2.055.257	2.336.346	2.667.176
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	216.770	668.791	(1.348.678)	1.321.414	2.966.138	3.328.035	3.764.968	4.279.887	4.885.925
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.044.856	2.385.781	2.743.555	3.635.605	4.304.679	4.829.890	5.463.999	6.211.287	7.090.815
Valor Terminal														7.496.315
Valor Descontado					2.474.713	1.824.073	1.898.408	1.947.387	2.301.944	2.431.299	2.433.405	2.455.655	2.490.106	5.216.576
Valor Presente Líquido (VPL)					25.473.566									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.828.086)	(1.716.989)	(4.092.233)	(2.314.191)	(1.338.540)	(1.501.855)	(1.699.031)	(1.931.400)	(2.204.890)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 17 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 – histórico e previsões (custos de rede -3%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.657.266	19.621.116	21.711.614	24.123.215	26.825.797	29.964.167	33.736.546	38.220.115	43.550.099
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.822.067)	(5.358.380)	(5.929.279)	(6.587.869)	(7.325.924)	(8.182.990)	(9.213.198)	(10.437.627)	(11.893.206)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(285.388)	(317.129)	(350.917)	(389.895)	(433.576)	(484.300)	(545.272)	(617.738)	(703.885)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.842.925)	(4.270.337)	(4.725.313)	(5.250.174)	(5.838.363)	(6.521.398)	(7.342.418)	(8.318.221)	(9.478.238)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.450)	(24.947)	(27.605)	(30.671)	(34.107)	(38.098)	(42.894)	(48.595)	(55.371)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(671.303)	(745.966)	(825.444)	(917.129)	(1.019.878)	(1.139.194)	(1.282.614)	(1.453.073)	(1.655.711)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.835.199	14.262.736	15.782.335	17.535.346	19.499.873	21.781.178	24.523.348	27.782.488	31.656.893
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.501.168	3.907.304	4.423.068	5.042.297	5.798.642	6.726.424	7.869.917	9.247.152	10.911.639
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.835.199	14.262.736	15.782.335	17.535.346	19.499.873	21.781.178	24.523.348	27.782.488	31.656.893
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.349.607)	(9.278.254)	(10.266.790)	(11.407.166)	(12.685.138)	(14.169.182)	(15.953.030)	(18.073.179)	(20.593.573)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.290.169)	(5.878.544)	(6.504.864)	(7.227.387)	(8.037.088)	(8.977.353)	(10.107.569)	(11.450.859)	(13.047.738)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.478.662)	(1.643.120)	(1.818.183)	(2.020.137)	(2.246.458)	(2.509.272)	(2.825.180)	(3.200.645)	(3.646.991)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(387.893)	(431.035)	(476.959)	(529.937)	(589.307)	(658.250)	(741.122)	(839.616)	(956.705)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(521.244)	(579.217)	(640.929)	(712.120)	(791.900)	(884.545)	(995.906)	(1.128.262)	(1.285.603)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(671.638)	(746.337)	(825.855)	(917.586)	(1.020.385)	(1.139.761)	(1.283.253)	(1.453.796)	(1.656.535)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.485.592	4.984.482	5.515.545	6.128.180	6.814.735	7.611.996	8.570.318	9.709.309	11.063.320
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.507.810)	(2.786.730)	(3.083.637)	(3.426.150)	(3.809.990)	(4.255.723)	(4.791.503)	(5.428.291)	(6.185.293)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.557.446)	(1.730.666)	(1.915.057)	(2.127.770)	(2.366.150)	(2.642.967)	(2.975.707)	(3.371.177)	(3.841.304)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(471.195)	(523.602)	(579.388)	(643.743)	(715.863)	(799.613)	(900.281)	(1.019.928)	(1.162.162)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(583.531)	(648.431)	(717.517)	(797.215)	(886.529)	(990.244)	(1.114.913)	(1.263.084)	(1.439.227)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(451.349)	(501.548)	(554.985)	(616.630)	(685.712)	(765.934)	(862.362)	(976.970)	(1.113.213)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.438)	(14.933)	(16.524)	(18.359)	(20.416)	(22.804)	(25.675)	(29.088)	(33.144)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(37.933)	(42.152)	(46.643)	(51.824)	(57.630)	(64.372)	(72.476)	(82.108)	(93.559)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(871.431)	(968.352)	(1.071.523)	(1.190.542)	(1.323.921)	(1.478.808)	(1.664.984)	(1.886.260)	(2.149.308)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(382.950)	(425.542)	(470.881)	(523.184)	(581.797)	(649.862)	(731.677)	(828.917)	(944.513)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(234.240)	(260.292)	(288.025)	(320.017)	(355.869)	(397.502)	(447.546)	(507.025)	(577.732)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(95.566)	(106.195)	(117.509)	(130.561)	(145.188)	(162.174)	(182.591)	(206.857)	(235.704)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(85.077)	(94.539)	(104.611)	(116.231)	(129.253)	(144.374)	(162.550)	(184.153)	(209.834)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(37.185)	(41.321)	(45.723)	(50.802)	(56.493)	(63.102)	(71.047)	(80.489)	(91.713)

TABELA 18 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.414)	(40.464)	(44.775)	(49.748)	(55.321)	(61.794)	(69.573)	(78.819)	(89.811)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(78.933)	(87.712)	(97.057)	(107.837)	(119.918)	(133.948)	(150.811)	(170.854)	(194.680)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(132.355)	(147.075)	(162.745)	(180.822)	(201.080)	(224.604)	(252.881)	(286.489)	(326.441)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(39.380)	(43.760)	(48.422)	(53.800)	(59.828)	(66.827)	(75.240)	(85.240)	(97.127)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.623	16.250	17.981	19.978	22.217	24.816	27.940	31.653	36.067
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	599	666	737	819	910	1.017	1.145	1.297	1.478
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	41.571	46.195	51.116	56.794	63.157	70.546	79.427	89.983	102.531
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.323)	(17.027)	(18.841)	(20.934)	(23.280)	(26.003)	(29.277)	(33.168)	(37.793)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.513	6.126	6.779	7.532	8.376	9.356	10.534	11.934	13.598
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	36.213	40.240	44.528	49.474	55.016	61.453	69.189	78.384	89.316
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.605	10.674	11.811	13.123	14.593	16.300	18.352	20.791	23.690
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.977.782	2.197.752	2.431.908	2.702.030	3.004.745	3.356.273	3.778.815	4.281.018	4.878.027
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(544.596)	(559.138)	(574.619)	(304.723)	(198.646)	(221.886)	(249.821)	(283.022)	(322.491)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	154.767	171.981	190.304	211.442	235.130	262.638	295.704	335.003	381.720
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	180.445	200.514	221.878	246.522	274.141	306.213	344.764	390.583	445.052
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	329	366	405	450	501	559	629	713	813
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.007)	(28.900)	(31.979)	(35.531)	(39.511)	(44.134)	(49.690)	(56.294)	(64.144)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(699.363)	(731.119)	(764.923)	(516.165)	(433.777)	(484.525)	(545.524)	(618.024)	(704.211)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(197.668)	(219.653)	(243.055)	(270.052)	(300.307)	(335.440)	(377.671)	(427.863)	(487.531)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(21.963)	(24.406)	(27.006)	(30.006)	(33.367)	(37.271)	(41.963)	(47.540)	(54.170)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(65.889)	(73.218)	(81.018)	(90.017)	(100.102)	(111.813)	(125.890)	(142.621)	(162.510)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	329.628	366.289	405.315	450.335	500.787	559.374	629.797	713.497	812.997
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.762.814	2.004.903	2.262.604	2.847.642	3.306.886	3.693.761	4.158.792	4.711.493	5.368.534
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(599.357)	(681.667)	(769.285)	(968.198)	(1.124.341)	(1.255.879)	(1.413.989)	(1.601.908)	(1.825.301)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(66.218)	(73.583)	(81.423)	(90.467)	(100.602)	(112.372)	(126.519)	(143.334)	(163.322)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.097.239	1.249.653	1.411.896	1.788.977	2.081.942	2.325.510	2.618.283	2.966.252	3.379.910

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 19 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 - histórico e previsões (custos de rede -3%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.097.239	1.249.653	1.411.896	1.788.977	2.081.942	2.325.510	2.618.283	2.966.252	3.379.910
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	724.388	850.983	985.741	1.428.953	1.729.257	1.931.564	2.174.741	2.463.763	2.807.347
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(749.088)	(832.402)	(921.089)	(1.023.399)	(1.138.052)	(1.271.194)	(1.431.233)	(1.621.443)	(1.847.561)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	289.168	321.329	355.565	395.059	439.318	490.714	552.494	625.920	713.207
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.587.666	1.764.247	1.952.216	2.169.057	2.412.062	2.694.250	3.033.447	3.436.590	3.915.840
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	258.571	287.330	317.943	353.258	392.834	438.792	494.035	559.692	637.744
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.323	17.027	18.841	20.934	23.280	26.003	29.277	33.168	37.793
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(329.628)	(366.289)	(405.315)	(450.335)	(500.787)	(559.374)	(629.797)	(713.497)	(812.997)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	66.218	73.583	81.423	90.467	100.602	112.372	126.519	143.334	163.322
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	316.997	352.253	389.784	433.079	481.598	537.940	605.665	686.157	781.845
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	141.806	157.578	174.367	193.734	215.439	240.643	270.939	306.947	349.752
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	147.704	164.132	181.619	201.793	224.400	250.653	282.209	319.714	364.300
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(129.644)	(144.063)	(159.412)	(177.119)	(196.962)	(220.004)	(247.702)	(280.622)	(319.756)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	145.007	161.135	178.303	198.107	220.302	246.075	277.055	313.876	357.647
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(175.349)	(194.852)	(215.612)	(239.561)	(266.400)	(297.566)	(335.028)	(379.553)	(432.484)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	60.874	67.644	74.851	83.165	92.482	103.302	116.307	131.764	150.139
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.777)	(16.421)	(18.170)	(20.188)	(22.450)	(25.077)	(28.234)	(31.986)	(36.446)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	141.376	157.100	173.838	193.147	214.786	239.914	270.118	306.017	348.692
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.138.624	2.452.889	2.787.421	3.651.009	4.292.797	4.795.014	5.398.689	6.116.172	6.969.103

TABELA 20 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 3 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.842.016)	(2.046.886)	(2.264.968)	(2.516.548)	(2.798.482)	(3.125.879)	(3.519.416)	(3.987.144)	(4.543.171)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.247)	(28.055)	(31.044)	(34.492)	(38.356)	(42.843)	(48.237)	(54.648)	(62.269)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.867.263)	(2.074.941)	(2.296.012)	(2.551.039)	(2.836.839)	(3.168.722)	(3.567.653)	(4.041.792)	(4.605.440)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.103.817	1.226.585	1.357.269	1.508.026	1.676.974	1.873.165	2.108.989	2.389.273	2.722.469
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.013)	(70.946)	(80.375)	(91.583)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(144.043)	(160.064)	(177.118)	(196.791)	(218.838)	(244.440)	(275.214)	(311.790)	(355.270)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	101.676	112.984	125.022	138.909	154.471	172.543	194.265	220.083	250.774
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.616)	(4.018)	(4.447)	(4.940)	(5.494)	(6.137)	(6.909)	(7.827)	(8.919)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	43.412	373.703	(1.769.738)	276.201	1.550.700	1.732.118	1.950.185	2.209.364	2.517.471
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.138.624	2.452.889	2.787.421	3.651.009	4.292.797	4.795.014	5.398.689	6.116.172	6.969.103
Valor Terminal														7.367.642
Valor Descontado					2.474.713	1.907.717	1.951.807	1.978.523	2.311.697	2.424.588	2.415.834	2.426.303	2.451.974	5.127.035
Valor Presente Líquido (VPL)					25.470.191									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.823.851)	(1.701.237)	(4.065.750)	(2.274.839)	(1.286.138)	(1.436.604)	(1.617.468)	(1.832.428)	(2.087.969)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 21 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões (custos de rede -3%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	18.119.125	20.579.935	23.227.713	26.307.620	29.702.705	33.627.001	38.151.224	43.483.569	49.760.974
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.948.197)	(5.620.226)	(6.343.314)	(7.184.414)	(8.111.586)	(9.183.282)	(10.418.814)	(11.875.037)	(13.589.349)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(292.853)	(332.626)	(375.421)	(425.201)	(480.075)	(543.502)	(616.625)	(702.810)	(804.269)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.943.444)	(4.479.014)	(5.055.277)	(5.725.587)	(6.464.493)	(7.318.576)	(8.303.228)	(9.463.759)	(10.829.972)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(23.037)	(26.166)	(29.533)	(33.449)	(37.765)	(42.755)	(48.507)	(55.287)	(63.268)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(688.863)	(782.419)	(883.084)	(1.000.177)	(1.129.253)	(1.278.449)	(1.450.454)	(1.653.182)	(1.891.839)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.170.928	14.959.709	16.884.398	19.123.206	21.591.118	24.443.719	27.732.411	31.608.532	36.171.625
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.836.897	4.604.276	5.525.131	6.630.157	7.889.887	9.388.966	11.078.980	13.073.196	15.426.371
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.170.928	14.959.709	16.884.398	19.123.206	21.591.118	24.443.719	27.732.411	31.608.532	36.171.625
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.735.900)	(9.922.347)	(11.198.938)	(12.683.875)	(14.320.771)	(16.212.819)	(18.394.114)	(20.965.035)	(23.991.604)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.596.436)	(6.356.504)	(7.174.321)	(8.125.609)	(9.174.245)	(10.386.339)	(11.783.731)	(13.430.727)	(15.369.623)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.517.340)	(1.723.414)	(1.945.145)	(2.203.064)	(2.487.377)	(2.816.007)	(3.194.876)	(3.641.420)	(4.167.105)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(398.039)	(452.098)	(510.264)	(577.924)	(652.507)	(738.715)	(838.103)	(955.243)	(1.093.145)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(534.878)	(607.522)	(685.685)	(776.604)	(876.827)	(992.673)	(1.126.228)	(1.283.640)	(1.468.949)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(689.206)	(782.808)	(883.523)	(1.000.675)	(1.129.815)	(1.279.086)	(1.451.176)	(1.654.005)	(1.892.781)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.435.028	5.037.362	5.685.460	6.439.331	7.270.347	8.230.900	9.338.296	10.643.497	12.180.021
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.573.406)	(2.922.908)	(3.298.964)	(3.736.394)	(4.218.588)	(4.775.945)	(5.418.507)	(6.175.844)	(7.067.406)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.598.184)	(1.815.238)	(2.048.783)	(2.320.444)	(2.619.905)	(2.966.045)	(3.365.101)	(3.835.436)	(4.389.130)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(483.520)	(549.188)	(619.846)	(702.035)	(792.635)	(897.358)	(1.018.089)	(1.160.386)	(1.327.903)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(598.794)	(680.118)	(767.621)	(869.404)	(981.604)	(1.111.292)	(1.260.807)	(1.437.029)	(1.644.482)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(463.155)	(526.057)	(593.739)	(672.467)	(759.251)	(859.562)	(975.209)	(1.111.512)	(1.271.973)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.790)	(15.662)	(17.678)	(20.022)	(22.605)	(25.592)	(29.035)	(33.093)	(37.871)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(38.925)	(44.212)	(49.900)	(56.517)	(63.810)	(72.241)	(81.960)	(93.416)	(106.901)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(894.225)	(1.015.672)	(1.146.347)	(1.298.348)	(1.465.904)	(1.659.578)	(1.882.860)	(2.146.025)	(2.455.831)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(392.967)	(446.337)	(503.762)	(570.559)	(644.191)	(729.301)	(827.423)	(943.070)	(1.079.215)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(240.367)	(273.012)	(308.137)	(348.995)	(394.034)	(446.093)	(506.111)	(576.850)	(660.125)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(98.065)	(111.384)	(125.714)	(142.384)	(160.759)	(181.998)	(206.484)	(235.344)	(269.319)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(87.302)	(99.159)	(111.916)	(126.756)	(143.114)	(162.022)	(183.821)	(209.514)	(239.760)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(38.158)	(43.340)	(48.916)	(55.402)	(62.552)	(70.816)	(80.344)	(91.573)	(104.793)

TABELA 22 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(37.366)	(42.441)	(47.901)	(54.253)	(61.254)	(69.347)	(78.677)	(89.674)	(102.620)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(80.997)	(91.998)	(103.834)	(117.602)	(132.779)	(150.322)	(170.546)	(194.383)	(222.445)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(135.817)	(154.262)	(174.109)	(197.196)	(222.644)	(252.060)	(285.972)	(325.942)	(372.996)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(40.410)	(45.898)	(51.803)	(58.672)	(66.244)	(74.996)	(85.086)	(96.978)	(110.978)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	15.006	17.044	19.237	21.787	24.599	27.849	31.596	36.012	41.211
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	615	698	788	893	1.008	1.141	1.295	1.476	1.689
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	42.658	48.452	54.686	61.937	69.930	79.169	89.821	102.375	117.154
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.724)	(17.859)	(20.157)	(22.830)	(25.776)	(29.182)	(33.108)	(37.735)	(43.183)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.657	6.426	7.253	8.214	9.274	10.500	11.912	13.577	15.537
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	37.160	42.207	47.637	53.953	60.916	68.965	78.243	89.179	102.053
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.856	11.195	12.635	14.311	16.158	18.292	20.754	23.654	27.069
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.861.622	2.114.454	2.386.496	2.702.936	3.051.759	3.454.955	3.919.789	4.467.653	5.112.615
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(548.016)	(566.238)	(585.845)	(320.898)	(219.950)	(249.010)	(282.512)	(321.998)	(368.482)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	158.816	180.385	203.593	230.588	260.347	294.743	334.399	381.137	436.159
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	185.165	210.313	237.371	268.846	303.541	343.645	389.879	444.372	508.523
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	338	384	433	491	554	627	712	811	928
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.687)	(30.312)	(34.212)	(38.748)	(43.748)	(49.528)	(56.192)	(64.046)	(73.292)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(706.832)	(746.623)	(789.438)	(551.487)	(480.297)	(543.753)	(616.910)	(703.135)	(804.642)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(202.838)	(230.386)	(260.027)	(294.506)	(332.513)	(376.444)	(427.092)	(486.786)	(557.060)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(22.538)	(25.598)	(28.892)	(32.723)	(36.946)	(41.827)	(47.455)	(54.087)	(61.896)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(67.613)	(76.795)	(86.676)	(98.169)	(110.838)	(125.481)	(142.364)	(162.262)	(185.687)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	338.250	384.188	433.617	491.113	554.493	627.752	712.211	811.755	928.943
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.651.855	1.932.404	2.234.268	2.873.151	3.386.302	3.833.698	4.349.488	4.957.411	5.673.076
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(561.631)	(657.017)	(759.651)	(976.871)	(1.151.343)	(1.303.457)	(1.478.826)	(1.685.520)	(1.928.846)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(67.951)	(77.179)	(87.109)	(98.659)	(111.391)	(126.108)	(143.075)	(163.073)	(186.614)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.022.274	1.198.207	1.387.508	1.797.621	2.123.568	2.404.132	2.727.587	3.108.818	3.557.616

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 23 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões (custos de rede -3%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.022.274	1.198.207	1.387.508	1.797.621	2.123.568	2.404.132	2.727.587	3.108.818	3.557.616
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	754.161	912.791	1.083.473	1.569.765	1.914.710	2.167.680	2.459.322	2.803.059	3.207.716
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(768.682)	(873.079)	(985.408)	(1.116.069)	(1.260.102)	(1.426.585)	(1.618.520)	(1.844.738)	(2.111.050)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	296.732	337.032	380.393	430.832	486.433	550.700	624.791	712.118	814.921
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.629.195	1.850.460	2.088.537	2.365.469	2.670.741	3.023.597	3.430.396	3.909.857	4.474.295
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	265.335	301.371	340.144	385.246	434.964	492.431	558.683	636.769	728.695
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.724	17.859	20.157	22.830	25.776	29.182	33.108	37.735	43.183
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(338.250)	(384.188)	(433.617)	(491.113)	(554.493)	(627.752)	(712.211)	(811.755)	(928.943)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	67.951	77.179	87.109	98.659	111.391	126.108	143.075	163.073	186.614
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	325.289	369.467	417.002	472.295	533.246	603.698	684.920	780.651	893.348
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	145.515	165.278	186.543	211.277	238.543	270.060	306.394	349.218	399.632
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	151.568	172.153	194.302	220.065	248.465	281.292	319.138	363.743	416.254
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(133.035)	(151.103)	(170.544)	(193.157)	(218.085)	(246.898)	(280.116)	(319.267)	(365.357)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	148.800	169.009	190.753	216.047	243.928	276.156	313.310	357.101	408.653
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(179.936)	(204.374)	(230.668)	(261.254)	(294.969)	(333.940)	(378.869)	(431.823)	(494.162)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	62.466	70.949	80.078	90.696	102.400	115.929	131.527	149.910	171.551
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(15.164)	(17.223)	(19.439)	(22.016)	(24.858)	(28.142)	(31.928)	(36.391)	(41.644)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	145.074	164.777	185.977	210.637	237.821	269.241	305.465	348.160	398.421
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.101.723	2.480.465	2.887.983	3.839.681	4.571.524	5.175.510	5.871.830	6.692.528	7.658.679

TABELA 24 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.890.197)	(2.146.911)	(2.423.128)	(2.744.426)	(3.098.603)	(3.507.988)	(3.979.957)	(4.536.231)	(5.191.093)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.907)	(29.426)	(33.211)	(37.615)	(42.470)	(48.081)	(54.549)	(62.174)	(71.149)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.916.105)	(2.176.336)	(2.456.340)	(2.782.041)	(3.141.073)	(3.556.069)	(4.034.507)	(4.598.404)	(5.262.242)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.132.690	1.286.524	1.452.045	1.644.581	1.856.820	2.102.141	2.384.966	2.718.310	3.110.732
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.866)	(72.459)	(82.586)	(94.509)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(147.811)	(167.886)	(189.486)	(214.611)	(242.307)	(274.320)	(311.228)	(354.728)	(405.937)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	104.335	118.505	133.752	151.487	171.037	193.634	219.686	250.391	286.538
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.711)	(4.215)	(4.757)	(5.388)	(6.083)	(6.887)	(7.813)	(8.905)	(10.191)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	71.081	431.145	(1.678.910)	407.067	1.723.054	1.950.702	2.213.152	2.522.482	2.886.634
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	256.700	735.274	(1.247.267)	1.464.707	3.153.505	3.570.143	4.050.475	4.616.605	5.283.070
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.101.723	2.480.465	2.887.983	3.839.681	4.571.524	5.175.510	5.871.830	6.692.528	7.658.679
Valor Terminal														8.096.653
Valor Descontado					2.474.713	1.874.801	1.973.750	2.049.902	2.431.158	2.582.014	2.607.536	2.638.944	2.683.035	5.634.343
Valor Presente Líquido (VPL)					26.950.196									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.845.023)	(1.745.191)	(4.135.250)	(2.374.974)	(1.418.019)	(1.605.366)	(1.821.355)	(2.075.923)	(2.375.609)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 25 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	18.119.125	20.579.935	23.227.713	26.307.620	29.702.705	33.627.001	38.151.224	43.483.569	49.760.974
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.948.197)	(5.620.226)	(6.343.314)	(7.184.414)	(8.111.586)	(9.183.282)	(10.418.814)	(11.875.037)	(13.589.349)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(292.853)	(332.626)	(375.421)	(425.201)	(480.075)	(543.502)	(616.625)	(702.810)	(804.269)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.943.444)	(4.479.014)	(5.055.277)	(5.725.587)	(6.464.493)	(7.318.576)	(8.303.228)	(9.463.759)	(10.829.972)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(23.037)	(26.166)	(29.533)	(33.449)	(37.765)	(42.755)	(48.507)	(55.287)	(63.268)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(688.863)	(782.419)	(883.084)	(1.000.177)	(1.129.253)	(1.278.449)	(1.450.454)	(1.653.182)	(1.891.839)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.170.928	14.959.709	16.884.398	19.123.206	21.591.118	24.443.719	27.732.411	31.608.532	36.171.625
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.836.897	4.604.276	5.525.131	6.630.157	7.889.887	9.388.966	11.078.980	13.073.196	15.426.371
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.170.928	14.959.709	16.884.398	19.123.206	21.591.118	24.443.719	27.732.411	31.608.532	36.171.625
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.568.006)	(9.731.652)	(10.983.709)	(12.440.107)	(14.045.544)	(15.901.229)	(18.040.603)	(20.562.113)	(23.530.515)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.428.543)	(6.165.809)	(6.959.091)	(7.881.841)	(8.899.018)	(10.074.749)	(11.430.219)	(13.027.806)	(14.908.535)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.517.340)	(1.723.414)	(1.945.145)	(2.203.064)	(2.487.377)	(2.816.007)	(3.194.876)	(3.641.420)	(4.167.105)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(398.039)	(452.098)	(510.264)	(577.924)	(652.507)	(738.715)	(838.103)	(955.243)	(1.093.145)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(534.878)	(607.522)	(685.685)	(776.604)	(876.827)	(992.673)	(1.126.228)	(1.283.640)	(1.468.949)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(689.206)	(782.808)	(883.523)	(1.000.675)	(1.129.815)	(1.279.086)	(1.451.176)	(1.654.005)	(1.892.781)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.602.921	5.228.057	5.900.690	6.683.099	7.545.575	8.542.490	9.691.808	11.046.419	12.641.110
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.573.406)	(2.922.908)	(3.298.964)	(3.736.394)	(4.218.588)	(4.775.945)	(5.418.507)	(6.175.844)	(7.067.406)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.598.184)	(1.815.238)	(2.048.783)	(2.320.444)	(2.619.905)	(2.966.045)	(3.365.101)	(3.835.436)	(4.389.130)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(483.520)	(549.188)	(619.846)	(702.035)	(792.635)	(897.358)	(1.018.089)	(1.160.386)	(1.327.903)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(598.794)	(680.118)	(767.621)	(869.404)	(981.604)	(1.111.292)	(1.260.807)	(1.437.029)	(1.644.482)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(463.155)	(526.057)	(593.739)	(672.467)	(759.251)	(859.562)	(975.209)	(1.111.512)	(1.271.973)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.790)	(15.662)	(17.678)	(20.022)	(22.605)	(25.592)	(29.035)	(33.093)	(37.871)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(38.925)	(44.212)	(49.900)	(56.517)	(63.810)	(72.241)	(81.960)	(93.416)	(106.901)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(894.225)	(1.015.672)	(1.146.347)	(1.298.348)	(1.465.904)	(1.659.578)	(1.882.860)	(2.146.025)	(2.455.831)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(392.967)	(446.337)	(503.762)	(570.559)	(644.191)	(729.301)	(827.423)	(943.070)	(1.079.215)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(240.367)	(273.012)	(308.137)	(348.995)	(394.034)	(446.093)	(506.111)	(576.850)	(660.125)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(98.065)	(111.384)	(125.714)	(142.384)	(160.759)	(181.998)	(206.484)	(235.344)	(269.319)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(87.302)	(99.159)	(111.916)	(126.756)	(143.114)	(162.022)	(183.821)	(209.514)	(239.760)

TABELA 26 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(37.366)	(42.441)	(47.901)	(54.253)	(61.254)	(69.347)	(78.677)	(89.674)	(102.620)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(80.997)	(91.998)	(103.834)	(117.602)	(132.779)	(150.322)	(170.546)	(194.383)	(222.445)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(135.817)	(154.262)	(174.109)	(197.196)	(222.644)	(252.060)	(285.972)	(325.942)	(372.996)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(40.410)	(45.898)	(51.803)	(58.672)	(66.244)	(74.996)	(85.086)	(96.978)	(110.978)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	15.006	17.044	19.237	21.787	24.599	27.849	31.596	36.012	41.211
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	615	698	788	893	1.008	1.141	1.295	1.476	1.689
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	42.658	48.452	54.686	61.937	69.930	79.169	89.821	102.375	117.154
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.724)	(17.859)	(20.157)	(22.830)	(25.776)	(29.182)	(33.108)	(37.735)	(43.183)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.657	6.426	7.253	8.214	9.274	10.500	11.912	13.577	15.537
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	37.160	42.207	47.637	53.953	60.916	68.965	78.243	89.179	102.053
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.856	11.195	12.635	14.311	16.158	18.292	20.754	23.654	27.069
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	2.029.515	2.305.149	2.601.726	2.946.705	3.326.986	3.766.545	4.273.301	4.870.575	5.573.704
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(548.016)	(566.238)	(585.845)	(320.898)	(219.950)	(249.010)	(282.512)	(321.998)	(368.482)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	158.816	180.385	203.593	230.588	260.347	294.743	334.399	381.137	436.159
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	185.165	210.313	237.371	268.846	303.541	343.645	389.879	444.372	508.523
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	338	384	433	491	554	627	712	811	928
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.687)	(30.312)	(34.212)	(38.748)	(43.748)	(49.528)	(56.192)	(64.046)	(73.292)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(706.832)	(746.623)	(789.438)	(551.487)	(480.297)	(543.753)	(616.910)	(703.135)	(804.642)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(202.838)	(230.386)	(260.027)	(294.506)	(332.513)	(376.444)	(427.092)	(486.786)	(557.060)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(22.538)	(25.598)	(28.892)	(32.723)	(36.946)	(41.827)	(47.455)	(54.087)	(61.896)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(67.613)	(76.795)	(86.676)	(98.169)	(110.838)	(125.481)	(142.364)	(162.262)	(185.687)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	338.250	384.188	433.617	491.113	554.493	627.752	712.211	811.755	928.943
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.819.749	2.123.099	2.449.497	3.116.920	3.661.529	4.145.288	4.703.000	5.360.332	6.134.164
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(618.715)	(721.854)	(832.829)	(1.059.753)	(1.244.920)	(1.409.398)	(1.599.020)	(1.822.513)	(2.085.616)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(67.951)	(77.179)	(87.109)	(98.659)	(111.391)	(126.108)	(143.075)	(163.073)	(186.614)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.133.083	1.324.066	1.529.559	1.958.508	2.305.218	2.609.781	2.960.905	3.374.747	3.861.934

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 27 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.133.083	1.324.066	1.529.559	1.958.508	2.305.218	2.609.781	2.960.905	3.374.747	3.861.934
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	754.161	912.791	1.083.473	1.569.765	1.914.710	2.167.680	2.459.322	2.803.059	3.207.716
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(768.682)	(873.079)	(985.408)	(1.116.069)	(1.260.102)	(1.426.585)	(1.618.520)	(1.844.738)	(2.111.050)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	296.732	337.032	380.393	430.832	486.433	550.700	624.791	712.118	814.921
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.629.195	1.850.460	2.088.537	2.365.469	2.670.741	3.023.597	3.430.396	3.909.857	4.474.295
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	265.335	301.371	340.144	385.246	434.964	492.431	558.683	636.769	728.695
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.724	17.859	20.157	22.830	25.776	29.182	33.108	37.735	43.183
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(338.250)	(384.188)	(433.617)	(491.113)	(554.493)	(627.752)	(712.211)	(811.755)	(928.943)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	67.951	77.179	87.109	98.659	111.391	126.108	143.075	163.073	186.614
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	325.289	369.467	417.002	472.295	533.246	603.698	684.920	780.651	893.348
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	145.515	165.278	186.543	211.277	238.543	270.060	306.394	349.218	399.632
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	151.568	172.153	194.302	220.065	248.465	281.292	319.138	363.743	416.254
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(133.035)	(151.103)	(170.544)	(193.157)	(218.085)	(246.898)	(280.116)	(319.267)	(365.357)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	148.800	169.009	190.753	216.047	243.928	276.156	313.310	357.101	408.653
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(179.936)	(204.374)	(230.668)	(261.254)	(294.969)	(333.940)	(378.869)	(431.823)	(494.162)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	62.466	70.949	80.078	90.696	102.400	115.929	131.527	149.910	171.551
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(15.164)	(17.223)	(19.439)	(22.016)	(24.858)	(28.142)	(31.928)	(36.391)	(41.644)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	145.074	164.777	185.977	210.637	237.821	269.241	305.465	348.160	398.421
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.212.533	2.606.324	3.030.034	4.000.568	4.753.174	5.381.159	6.105.148	6.958.456	7.962.998

TABELA 28 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 4 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.890.197)	(2.146.911)	(2.423.128)	(2.744.426)	(3.098.603)	(3.507.988)	(3.979.957)	(4.536.231)	(5.191.093)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.907)	(29.426)	(33.211)	(37.615)	(42.470)	(48.081)	(54.549)	(62.174)	(71.149)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.916.105)	(2.176.336)	(2.456.340)	(2.782.041)	(3.141.073)	(3.556.069)	(4.034.507)	(4.598.404)	(5.262.242)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.132.690	1.286.524	1.452.045	1.644.581	1.856.820	2.102.141	2.384.966	2.718.310	3.110.732
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.866)	(72.459)	(82.586)	(94.509)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(147.811)	(167.886)	(189.486)	(214.611)	(242.307)	(274.320)	(311.228)	(354.728)	(405.937)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	104.335	118.505	133.752	151.487	171.037	193.634	219.686	250.391	286.538
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.711)	(4.215)	(4.757)	(5.388)	(6.083)	(6.887)	(7.813)	(8.905)	(10.191)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	71.081	431.145	(1.678.910)	407.067	1.723.054	1.950.702	2.213.152	2.522.482	2.886.634
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	367.509	861.133	(1.105.216)	1.625.594	3.335.155	3.775.793	4.283.793	4.882.533	5.587.389
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.212.533	2.606.324	3.030.034	4.000.568	4.753.174	5.381.159	6.105.148	6.958.456	7.962.998
Valor Terminal														8.418.375
Valor Descontado					2.474.713	1.973.646	2.073.898	2.150.731	2.533.027	2.684.611	2.711.147	2.743.803	2.789.646	5.858.224
Valor Presente Líquido (VPL)					27.993.444									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.845.023)	(1.745.191)	(4.135.250)	(2.374.974)	(1.418.019)	(1.605.366)	(1.821.355)	(2.075.923)	(2.375.609)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 29 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.481.320	19.127.763	20.752.824	22.558.604	24.462.431	26.577.078	29.028.620	31.880.641	35.195.220
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.774.018)	(5.223.649)	(5.667.441)	(6.160.586)	(6.680.507)	(7.258.001)	(7.927.499)	(8.706.364)	(9.611.551)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(282.545)	(309.155)	(335.421)	(364.607)	(395.378)	(429.556)	(469.180)	(515.276)	(568.848)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.804.632)	(4.162.964)	(4.516.642)	(4.909.652)	(5.324.001)	(5.784.232)	(6.317.785)	(6.938.499)	(7.659.883)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.226)	(24.320)	(26.386)	(28.682)	(31.103)	(33.791)	(36.908)	(40.534)	(44.749)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(664.614)	(727.210)	(788.992)	(857.645)	(930.026)	(1.010.422)	(1.103.626)	(1.212.055)	(1.338.071)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.707.303	13.904.114	15.085.383	16.398.018	17.781.924	19.319.077	21.101.121	23.174.277	25.583.669
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.373.272	3.548.682	3.726.116	3.904.969	4.080.693	4.264.324	4.447.690	4.638.941	4.838.415
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.707.303	13.904.114	15.085.383	16.398.018	17.781.924	19.319.077	21.101.121	23.174.277	25.583.669
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.428.390)	(9.222.201)	(10.005.703)	(10.876.336)	(11.794.242)	(12.813.791)	(13.995.770)	(15.370.835)	(16.968.915)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.399.438)	(5.907.974)	(6.409.904)	(6.967.654)	(7.555.687)	(8.208.836)	(8.966.041)	(9.846.942)	(10.870.713)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.463.928)	(1.601.805)	(1.737.892)	(1.889.112)	(2.048.543)	(2.225.629)	(2.430.927)	(2.669.762)	(2.947.333)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(384.028)	(420.197)	(455.896)	(495.566)	(537.389)	(583.843)	(637.698)	(700.351)	(773.166)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(516.050)	(564.654)	(612.626)	(665.932)	(722.134)	(784.558)	(856.928)	(941.120)	(1.038.967)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(664.945)	(727.572)	(789.385)	(858.072)	(930.489)	(1.010.925)	(1.104.175)	(1.212.659)	(1.338.737)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.278.912	4.681.913	5.079.680	5.521.682	5.987.683	6.505.286	7.105.351	7.803.442	8.614.753
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.482.821)	(2.716.660)	(2.947.463)	(3.203.932)	(3.474.328)	(3.774.665)	(4.122.850)	(4.527.914)	(4.998.674)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.541.927)	(1.687.150)	(1.830.488)	(1.989.765)	(2.157.691)	(2.344.212)	(2.560.448)	(2.812.009)	(3.104.368)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(466.500)	(510.436)	(553.802)	(601.990)	(652.795)	(709.226)	(774.647)	(850.755)	(939.206)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(577.716)	(632.127)	(685.831)	(745.508)	(808.425)	(878.309)	(959.327)	(1.053.579)	(1.163.118)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(446.852)	(488.937)	(530.477)	(576.635)	(625.300)	(679.354)	(742.020)	(814.922)	(899.648)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.304)	(14.557)	(15.794)	(17.168)	(18.617)	(20.227)	(22.092)	(24.263)	(26.785)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(37.555)	(41.092)	(44.583)	(48.463)	(52.553)	(57.095)	(62.362)	(68.489)	(75.610)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(862.748)	(944.004)	(1.024.205)	(1.113.325)	(1.207.283)	(1.311.646)	(1.432.636)	(1.573.391)	(1.736.974)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(379.134)	(414.842)	(450.087)	(489.250)	(530.541)	(576.403)	(629.572)	(691.426)	(763.313)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(231.906)	(253.747)	(275.305)	(299.261)	(324.517)	(352.569)	(385.091)	(422.926)	(466.897)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(94.613)	(103.524)	(112.320)	(122.093)	(132.397)	(143.842)	(157.110)	(172.546)	(190.486)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(84.229)	(92.162)	(99.992)	(108.692)	(117.865)	(128.054)	(139.866)	(153.608)	(169.578)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(36.814)	(40.282)	(43.704)	(47.507)	(51.516)	(55.969)	(61.132)	(67.138)	(74.118)

TABELA 30 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.051)	(39.446)	(42.798)	(46.521)	(50.448)	(54.809)	(59.864)	(65.746)	(72.581)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(78.146)	(85.506)	(92.771)	(100.843)	(109.354)	(118.807)	(129.766)	(142.515)	(157.332)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(131.036)	(143.377)	(155.558)	(169.094)	(183.365)	(199.215)	(217.592)	(238.970)	(263.815)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(38.987)	(42.659)	(46.284)	(50.311)	(54.557)	(59.273)	(64.740)	(71.101)	(78.493)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.478	15.841	17.187	18.683	20.259	22.011	24.041	26.403	29.148
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	593	649	704	766	830	902	985	1.082	1.194
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	41.157	45.033	48.859	53.110	57.593	62.571	68.343	75.058	82.861
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.170)	(16.599)	(18.009)	(19.577)	(21.229)	(23.064)	(25.191)	(27.666)	(30.543)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.458	5.972	6.480	7.044	7.638	8.298	9.064	9.954	10.989
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	35.852	39.229	42.561	46.265	50.169	54.506	59.534	65.383	72.181
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.510	10.405	11.289	12.271	13.307	14.457	15.791	17.342	19.146
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.796.092	1.965.253	2.132.217	2.317.749	2.513.355	2.730.621	2.982.501	3.275.528	3.616.079
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(543.293)	(555.485)	(567.519)	(293.137)	(181.145)	(196.805)	(214.958)	(236.078)	(260.622)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	153.225	167.656	181.900	197.728	214.415	232.950	254.438	279.436	308.489
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	178.647	195.472	212.079	230.533	249.989	271.599	296.652	325.798	359.671
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	326	357	387	421	456	496	542	595	657
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(25.748)	(28.173)	(30.566)	(33.226)	(36.030)	(39.145)	(42.756)	(46.956)	(51.838)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(696.518)	(723.141)	(749.419)	(490.865)	(395.561)	(429.755)	(469.397)	(515.514)	(569.111)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(195.698)	(214.130)	(232.322)	(252.537)	(273.850)	(297.523)	(324.967)	(356.894)	(394.000)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(21.744)	(23.792)	(25.814)	(28.060)	(30.428)	(33.058)	(36.107)	(39.655)	(43.778)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(65.233)	(71.377)	(77.441)	(84.179)	(91.283)	(99.174)	(108.322)	(118.965)	(131.333)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	326.343	357.079	387.416	421.126	456.667	496.143	541.909	595.151	657.028
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.579.142	1.766.847	1.952.114	2.445.739	2.788.877	3.029.960	3.309.452	3.634.601	4.012.485
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(536.908)	(600.728)	(663.719)	(831.551)	(948.218)	(1.030.187)	(1.125.214)	(1.235.764)	(1.364.245)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(65.559)	(71.733)	(77.827)	(84.600)	(91.739)	(99.670)	(108.863)	(119.559)	(131.990)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	976.675	1.094.386	1.210.568	1.529.588	1.748.919	1.900.104	2.075.375	2.279.278	2.516.250

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 31 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	976.675	1.094.386	1.210.568	1.529.588	1.748.919	1.900.104	2.075.375	2.279.278	2.516.250
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	713.046	819.180	923.935	1.328.094	1.576.909	1.713.224	1.871.257	2.055.105	2.268.771
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(741.624)	(811.472)	(880.414)	(957.022)	(1.037.789)	(1.127.501)	(1.231.504)	(1.352.498)	(1.493.115)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	286.286	313.250	339.863	369.436	400.614	435.245	475.393	522.100	576.382
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.571.846	1.719.887	1.866.006	2.028.374	2.199.558	2.389.698	2.610.130	2.866.572	3.164.604
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	255.995	280.105	303.902	330.346	358.226	389.192	425.092	466.857	515.395
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.170	16.599	18.009	19.577	21.229	23.064	25.191	27.666	30.543
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(326.343)	(357.079)	(387.416)	(421.126)	(456.667)	(496.143)	(541.909)	(595.151)	(657.028)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	65.559	71.733	77.827	84.600	91.739	99.670	108.863	119.559	131.990
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	313.838	343.396	372.571	404.990	439.169	477.132	521.144	572.346	631.852
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	140.393	153.616	166.667	181.169	196.459	213.441	233.130	256.035	282.654
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	146.233	160.005	173.599	188.704	204.630	222.319	242.827	266.684	294.411
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(128.352)	(140.441)	(152.372)	(165.631)	(179.609)	(195.135)	(213.135)	(234.076)	(258.412)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	143.562	157.083	170.429	185.258	200.893	218.259	238.392	261.814	289.034
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(173.602)	(189.952)	(206.091)	(224.023)	(242.930)	(263.930)	(288.275)	(316.598)	(349.514)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	60.267	65.943	71.545	77.771	84.334	91.625	100.076	109.909	121.336
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.630)	(16.008)	(17.368)	(18.879)	(20.472)	(22.242)	(24.294)	(26.680)	(29.454)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	139.968	153.150	166.162	180.620	195.863	212.795	232.423	255.259	281.797
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.003.559	2.256.962	2.507.074	3.262.672	3.764.997	4.090.461	4.467.776	4.906.729	5.416.873

TABELA 32 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.823.661)	(1.995.419)	(2.164.946)	(2.353.326)	(2.551.935)	(2.772.536)	(3.028.282)	(3.325.807)	(3.671.585)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(24.995)	(27.349)	(29.673)	(32.255)	(34.977)	(38.000)	(41.506)	(45.584)	(50.323)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.848.656)	(2.022.768)	(2.194.619)	(2.385.581)	(2.586.912)	(2.810.536)	(3.069.788)	(3.371.390)	(3.721.908)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.092.818	1.195.743	1.297.332	1.410.217	1.529.232	1.661.426	1.814.680	1.992.970	2.200.176
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(61.290)	(66.943)	(73.520)	(81.164)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(142.608)	(156.039)	(169.296)	(184.027)	(199.558)	(216.809)	(236.808)	(260.074)	(287.113)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	100.663	110.143	119.501	129.899	140.862	153.039	167.155	183.578	202.665
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.580)	(3.917)	(4.250)	(4.620)	(5.010)	(5.443)	(5.945)	(6.529)	(7.208)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	32.871	344.147	(1.827.179)	182.466	1.409.113	1.530.923	1.672.140	1.836.425	2.027.355
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.003.559	2.256.962	2.507.074	3.262.672	3.764.997	4.090.461	4.467.776	4.906.729	5.416.873
Valor Terminal														5.667.551
Valor Descontado					2.474.713	1.770.259	1.761.949	1.729.302	1.988.436	2.027.390	1.946.164	1.878.163	1.822.504	3.637.677
Valor Presente Líquido (VPL)					21.036.557									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.815.786)	(1.678.621)	(4.021.798)	(2.203.115)	(1.177.799)	(1.279.613)	(1.397.648)	(1.534.965)	(1.694.553)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 33 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões (custos de rede -1,5%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.749.638	19.964.739	22.289.318	24.981.671	27.968.924	31.381.397	35.501.411	40.356.790	44.035.843
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.847.293)	(5.452.221)	(6.087.046)	(6.822.307)	(7.638.104)	(8.570.024)	(9.695.170)	(11.021.137)	(12.025.859)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(286.881)	(322.683)	(360.255)	(403.770)	(452.052)	(507.207)	(573.797)	(652.273)	(711.736)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.863.029)	(4.345.123)	(4.851.044)	(5.437.008)	(6.087.153)	(6.829.843)	(7.726.523)	(8.783.247)	(9.583.955)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.568)	(25.384)	(28.340)	(31.763)	(35.561)	(39.900)	(45.138)	(51.311)	(55.989)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(674.815)	(759.030)	(847.407)	(949.767)	(1.063.338)	(1.193.075)	(1.349.712)	(1.534.306)	(1.674.178)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.902.345	14.512.518	16.202.272	18.159.364	20.330.820	22.811.372	25.806.242	29.335.653	32.009.984
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.568.314	4.157.086	4.843.005	5.666.316	6.629.589	7.756.619	9.152.811	10.800.317	11.264.730
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	12.902.345	14.512.518	16.202.272	18.159.364	20.330.820	22.811.372	25.806.242	29.335.653	32.009.984
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.475.522)	(9.533.241)	(10.643.236)	(11.928.846)	(13.355.270)	(14.984.740)	(16.952.063)	(19.270.525)	(21.027.287)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.400.079)	(6.073.992)	(6.781.213)	(7.600.324)	(8.509.153)	(9.547.350)	(10.800.807)	(12.277.988)	(13.397.288)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.486.398)	(1.671.896)	(1.866.562)	(2.092.026)	(2.342.186)	(2.627.955)	(2.972.975)	(3.379.576)	(3.687.669)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(389.923)	(438.584)	(489.650)	(548.795)	(614.419)	(689.384)	(779.892)	(886.555)	(967.376)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(523.971)	(589.361)	(657.983)	(737.462)	(825.646)	(926.382)	(1.048.005)	(1.191.337)	(1.299.943)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(675.151)	(759.408)	(847.829)	(950.239)	(1.063.867)	(1.193.669)	(1.350.384)	(1.535.070)	(1.675.012)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.426.823	4.979.277	5.559.036	6.230.518	6.975.550	7.826.633	8.854.179	10.065.128	10.982.697
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.520.929)	(2.835.533)	(3.165.687)	(3.548.074)	(3.972.344)	(4.457.008)	(5.042.162)	(5.731.757)	(6.254.282)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.565.594)	(1.760.975)	(1.966.013)	(2.203.490)	(2.466.978)	(2.767.973)	(3.131.376)	(3.559.641)	(3.884.149)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(473.660)	(532.772)	(594.804)	(666.652)	(746.368)	(837.432)	(947.377)	(1.076.946)	(1.175.124)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(586.583)	(659.787)	(736.609)	(825.585)	(924.306)	(1.037.081)	(1.173.237)	(1.333.696)	(1.455.280)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(453.710)	(510.332)	(569.752)	(638.573)	(714.932)	(802.161)	(907.475)	(1.031.587)	(1.125.630)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.508)	(15.194)	(16.963)	(19.012)	(21.286)	(23.883)	(27.018)	(30.714)	(33.514)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(38.131)	(42.890)	(47.884)	(53.668)	(60.086)	(67.417)	(76.268)	(86.698)	(94.602)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(875.990)	(985.311)	(1.100.035)	(1.232.909)	(1.380.338)	(1.548.752)	(1.752.085)	(1.991.710)	(2.173.281)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(384.954)	(432.995)	(483.410)	(541.802)	(606.589)	(680.599)	(769.954)	(875.257)	(955.048)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(235.465)	(264.851)	(295.688)	(331.405)	(371.033)	(416.303)	(470.959)	(535.370)	(584.176)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(96.066)	(108.054)	(120.636)	(135.207)	(151.375)	(169.844)	(192.143)	(218.421)	(238.333)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(85.522)	(96.195)	(107.395)	(120.367)	(134.761)	(151.203)	(171.054)	(194.448)	(212.175)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(37.379)	(42.044)	(46.940)	(52.610)	(58.900)	(66.087)	(74.763)	(84.988)	(92.736)

TABELA 34 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.604)	(41.172)	(45.966)	(51.518)	(57.679)	(64.716)	(73.213)	(83.226)	(90.813)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(79.346)	(89.248)	(99.639)	(111.675)	(125.028)	(140.283)	(158.701)	(180.406)	(196.852)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(133.047)	(149.651)	(167.075)	(187.257)	(209.648)	(235.227)	(266.110)	(302.505)	(330.082)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(39.586)	(44.526)	(49.710)	(55.715)	(62.377)	(69.988)	(79.176)	(90.005)	(98.210)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.700	16.534	18.460	20.689	23.163	25.989	29.401	33.423	36.469
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	602	678	756	848	949	1.065	1.205	1.370	1.495
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	41.789	47.004	52.476	58.815	65.848	73.882	83.582	95.013	103.675
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.403)	(17.326)	(19.343)	(21.679)	(24.272)	(27.233)	(30.808)	(35.022)	(38.215)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.542	6.234	6.960	7.800	8.733	9.798	11.085	12.601	13.750
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	36.402	40.945	45.712	51.234	57.361	64.359	72.809	82.766	90.312
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.655	10.860	12.125	13.590	15.215	17.071	19.312	21.953	23.955
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.905.894	2.143.744	2.393.349	2.682.445	3.003.205	3.369.625	3.812.018	4.333.371	4.728.415
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(545.280)	(561.683)	(578.896)	(311.079)	(207.111)	(232.381)	(262.890)	(298.844)	(326.088)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	155.577	174.993	195.368	218.966	245.150	275.061	311.173	353.731	385.978
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	181.389	204.026	227.781	255.295	285.823	320.696	362.800	412.418	450.016
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	331	372	416	466	522	586	662	753	822
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.143)	(29.406)	(32.829)	(36.795)	(41.195)	(46.221)	(52.289)	(59.441)	(64.859)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(700.857)	(736.675)	(774.264)	(530.046)	(452.261)	(507.441)	(574.062)	(652.575)	(712.065)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(198.702)	(223.499)	(249.522)	(279.662)	(313.104)	(351.306)	(397.428)	(451.782)	(492.968)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(22.078)	(24.833)	(27.725)	(31.074)	(34.789)	(39.034)	(44.159)	(50.198)	(54.774)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(66.234)	(74.500)	(83.174)	(93.221)	(104.368)	(117.102)	(132.476)	(150.594)	(164.323)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	331.352	372.704	416.099	466.360	522.127	585.831	662.744	753.384	822.065
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.691.966	1.954.765	2.230.552	2.837.726	3.318.221	3.723.075	4.211.872	4.787.912	5.224.393
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(575.269)	(664.620)	(758.388)	(964.827)	(1.128.195)	(1.265.846)	(1.432.036)	(1.627.890)	(1.776.294)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(66.565)	(74.872)	(83.590)	(93.687)	(104.889)	(117.687)	(133.138)	(151.347)	(165.144)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.050.133	1.215.273	1.388.575	1.779.212	2.085.136	2.339.543	2.646.698	3.008.675	3.282.956

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 35 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões (custos de rede -1,5%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.050.133	1.215.273	1.388.575	1.779.212	2.085.136	2.339.543	2.646.698	3.008.675	3.282.956
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	730.343	873.134	1.022.982	1.484.291	1.802.946	2.022.923	2.288.509	2.601.499	2.838.659
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(753.007)	(846.980)	(945.598)	(1.059.818)	(1.186.548)	(1.331.318)	(1.506.105)	(1.712.089)	(1.868.168)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	290.681	326.957	365.026	409.118	458.039	513.924	581.396	660.911	721.162
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.595.972	1.795.144	2.004.161	2.246.246	2.514.847	2.821.682	3.192.136	3.628.711	3.959.516
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	259.924	292.362	326.403	365.829	409.574	459.546	519.879	590.981	644.857
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.403	17.326	19.343	21.679	24.272	27.233	30.808	35.022	38.215
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(331.352)	(372.704)	(416.099)	(466.360)	(522.127)	(585.831)	(662.744)	(753.384)	(822.065)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	66.565	74.872	83.590	93.687	104.889	117.687	133.138	151.347	165.144
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	318.655	358.422	400.155	448.490	502.120	563.383	637.349	724.516	790.566
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	142.548	160.338	179.006	200.629	224.619	252.025	285.113	324.107	353.653
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	148.477	167.007	186.452	208.974	233.962	262.508	296.972	337.588	368.363
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(130.322)	(146.586)	(163.654)	(183.422)	(205.355)	(230.410)	(260.660)	(296.310)	(323.322)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	145.766	163.957	183.047	205.157	229.690	257.714	291.549	331.423	361.636
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(176.267)	(198.264)	(221.349)	(248.086)	(277.752)	(311.640)	(352.555)	(400.772)	(437.308)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	61.192	68.829	76.843	86.124	96.423	108.188	122.391	139.130	151.814
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.854)	(16.708)	(18.654)	(20.907)	(23.407)	(26.263)	(29.711)	(33.774)	(36.853)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	142.116	159.852	178.464	200.021	223.939	251.261	284.249	323.125	352.582
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.099.131	2.446.829	2.811.711	3.711.994	4.390.202	4.925.848	5.572.555	6.334.690	6.912.181

TABELA 36 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 1 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.851.652)	(2.082.733)	(2.325.234)	(2.606.102)	(2.917.734)	(3.273.725)	(3.703.527)	(4.210.043)	(4.593.844)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.379)	(28.546)	(31.870)	(35.719)	(39.991)	(44.870)	(50.761)	(57.703)	(62.963)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.877.031)	(2.111.279)	(2.357.104)	(2.641.822)	(2.957.725)	(3.318.595)	(3.754.288)	(4.267.746)	(4.656.808)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.109.592	1.248.066	1.393.383	1.561.692	1.748.435	1.961.761	2.219.317	2.522.844	2.752.834
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.296)	(71.606)	(81.399)	(88.820)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(144.797)	(162.867)	(181.830)	(203.794)	(228.163)	(256.001)	(289.611)	(329.220)	(359.233)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	102.208	114.963	128.348	143.852	161.053	180.703	204.428	232.386	253.571
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.635)	(4.089)	(4.565)	(5.116)	(5.728)	(6.427)	(7.271)	(8.265)	(9.018)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	48.946	394.290	(1.735.129)	327.630	1.619.184	1.816.740	2.055.257	2.336.346	2.549.335
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	271.045	729.839	(1.280.521)	1.397.803	3.051.662	3.423.994	3.873.524	4.403.290	4.804.708
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.099.131	2.446.829	2.811.711	3.711.994	4.390.202	4.925.848	5.572.555	6.334.690	6.912.181
Valor Terminal														7.232.057
Valor Descontado					2.474.713	1.854.702	1.910.173	1.939.431	2.262.275	2.364.053	2.343.626	2.342.590	2.352.891	4.641.844
Valor Presente Líquido (VPL)					24.486.298									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.828.086)	(1.716.989)	(4.092.233)	(2.314.191)	(1.338.540)	(1.501.855)	(1.699.031)	(1.931.400)	(2.107.473)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 37 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.899.192	20.138.970	22.492.296	25.219.157	28.246.782	31.706.490	35.885.021	40.809.450	46.605.513
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.888.135)	(5.499.802)	(6.142.478)	(6.887.163)	(7.713.984)	(8.658.805)	(9.799.931)	(11.144.755)	(12.727.617)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(289.298)	(325.499)	(363.535)	(407.608)	(456.543)	(512.461)	(579.997)	(659.589)	(753.269)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.895.578)	(4.383.043)	(4.895.221)	(5.488.694)	(6.147.626)	(6.900.597)	(7.810.012)	(8.881.764)	(10.143.218)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.758)	(25.605)	(28.598)	(32.065)	(35.914)	(40.313)	(45.626)	(51.887)	(59.256)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(680.501)	(765.654)	(855.124)	(958.795)	(1.073.901)	(1.205.434)	(1.364.296)	(1.551.516)	(1.771.873)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.011.057	14.639.168	16.349.819	18.331.994	20.532.797	23.047.685	26.085.091	29.664.695	33.877.897
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.677.026	4.283.735	4.990.551	5.838.945	6.831.566	7.992.932	9.431.660	11.129.359	13.132.643
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.011.057	14.639.168	16.349.819	18.331.994	20.532.797	23.047.685	26.085.091	29.664.695	33.877.897
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.629.862)	(9.709.741)	(10.844.367)	(12.159.087)	(13.618.817)	(15.286.870)	(17.301.494)	(19.675.743)	(22.470.240)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.528.506)	(6.220.304)	(6.947.174)	(7.789.416)	(8.724.556)	(9.793.153)	(11.083.772)	(12.604.775)	(14.394.999)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.498.922)	(1.686.486)	(1.883.560)	(2.111.914)	(2.365.454)	(2.655.179)	(3.005.099)	(3.417.483)	(3.902.859)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(393.208)	(442.411)	(494.109)	(554.012)	(620.523)	(696.526)	(788.319)	(896.499)	(1.023.826)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(528.386)	(594.504)	(663.975)	(744.472)	(833.848)	(935.979)	(1.059.330)	(1.204.699)	(1.375.800)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(680.840)	(766.035)	(855.550)	(959.273)	(1.074.436)	(1.206.034)	(1.364.975)	(1.552.288)	(1.772.755)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.381.195	4.929.427	5.505.452	6.172.907	6.913.980	7.760.815	8.783.596	9.988.951	11.407.657
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.542.170)	(2.860.279)	(3.194.515)	(3.581.803)	(4.011.808)	(4.503.180)	(5.096.645)	(5.796.047)	(6.619.245)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.578.785)	(1.776.343)	(1.983.916)	(2.224.437)	(2.491.487)	(2.796.648)	(3.165.212)	(3.599.568)	(4.110.805)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(477.651)	(537.421)	(600.221)	(672.989)	(753.783)	(846.108)	(957.614)	(1.089.026)	(1.243.697)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(591.526)	(665.545)	(743.317)	(833.433)	(933.489)	(1.047.824)	(1.185.915)	(1.348.655)	(1.540.201)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(457.533)	(514.786)	(574.941)	(644.644)	(722.035)	(810.471)	(917.281)	(1.043.158)	(1.191.315)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.622)	(15.327)	(17.118)	(19.193)	(21.497)	(24.130)	(27.310)	(31.058)	(35.469)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(38.453)	(43.264)	(48.320)	(54.178)	(60.682)	(68.115)	(77.092)	(87.671)	(100.122)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(883.371)	(993.909)	(1.110.052)	(1.244.630)	(1.394.051)	(1.564.796)	(1.771.017)	(2.014.050)	(2.300.101)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(388.197)	(436.773)	(487.812)	(546.952)	(612.615)	(687.649)	(778.273)	(885.074)	(1.010.779)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(237.449)	(267.162)	(298.381)	(334.555)	(374.720)	(420.616)	(476.048)	(541.375)	(618.265)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(96.875)	(108.997)	(121.734)	(136.493)	(152.879)	(171.604)	(194.219)	(220.871)	(252.241)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(86.242)	(97.034)	(108.373)	(121.512)	(136.099)	(152.769)	(172.902)	(196.629)	(224.556)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(37.694)	(42.411)	(47.367)	(53.110)	(59.486)	(66.771)	(75.571)	(85.942)	(98.148)

TABELA 38 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.913)	(41.532)	(46.385)	(52.008)	(58.252)	(65.387)	(74.004)	(84.159)	(96.112)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(80.014)	(90.027)	(100.547)	(112.736)	(126.271)	(141.736)	(160.416)	(182.429)	(208.339)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(134.168)	(150.957)	(168.597)	(189.037)	(211.731)	(237.664)	(268.986)	(305.898)	(349.344)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(39.919)	(44.915)	(50.163)	(56.245)	(62.997)	(70.713)	(80.032)	(91.014)	(103.941)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.824	16.679	18.628	20.886	23.393	26.259	29.719	33.797	38.598
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	607	683	763	856	959	1.076	1.218	1.385	1.582
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	42.141	47.414	52.954	59.374	66.502	74.648	84.485	96.079	109.725
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.533)	(17.477)	(19.519)	(21.885)	(24.513)	(27.515)	(31.141)	(35.415)	(40.445)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.589	6.288	7.023	7.874	8.820	9.900	11.205	12.742	14.552
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	36.709	41.302	46.129	51.721	57.930	65.026	73.595	83.695	95.582
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.737	10.955	12.235	13.719	15.366	17.248	19.521	22.200	25.353
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	1.839.025	2.069.148	2.310.937	2.591.104	2.902.173	3.257.635	3.686.952	4.192.905	4.788.412
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(546.387)	(562.973)	(580.400)	(312.838)	(209.169)	(234.788)	(265.730)	(302.196)	(345.116)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	156.888	176.520	197.147	221.048	247.585	277.910	314.535	357.698	408.501
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	182.917	205.806	229.856	257.722	288.662	324.018	366.720	417.044	476.276
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	334	376	420	471	527	592	670	761	870
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.363)	(29.662)	(33.128)	(37.145)	(41.604)	(46.700)	(52.854)	(60.107)	(68.644)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(703.275)	(739.493)	(777.546)	(533.886)	(456.754)	(512.698)	(580.266)	(659.894)	(753.617)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(200.376)	(225.450)	(251.795)	(282.321)	(316.214)	(354.945)	(401.722)	(456.850)	(521.735)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(22.264)	(25.050)	(27.977)	(31.369)	(35.135)	(39.438)	(44.636)	(50.761)	(57.971)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(66.792)	(75.150)	(83.932)	(94.107)	(105.405)	(118.315)	(133.907)	(152.283)	(173.912)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	334.144	375.956	419.888	470.794	527.314	591.900	669.905	761.835	870.036
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.626.782	1.882.131	2.150.426	2.749.059	3.220.317	3.614.747	4.091.127	4.652.544	5.313.333
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(553.106)	(639.925)	(731.145)	(934.680)	(1.094.908)	(1.229.014)	(1.390.983)	(1.581.865)	(1.806.533)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(67.126)	(75.525)	(84.351)	(94.577)	(105.931)	(118.906)	(134.576)	(153.044)	(174.781)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.006.550	1.166.681	1.334.930	1.719.802	2.019.478	2.266.827	2.565.567	2.917.635	3.332.019

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 39 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.006.550	1.166.681	1.334.930	1.719.802	2.019.478	2.266.827	2.565.567	2.917.635	3.332.019
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	739.983	884.365	1.036.066	1.499.600	1.820.858	2.043.879	2.313.237	2.630.678	3.004.307
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(759.352)	(854.372)	(954.209)	(1.069.893)	(1.198.336)	(1.345.110)	(1.522.379)	(1.731.292)	(1.977.183)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	293.130	329.810	368.350	413.007	462.589	519.248	587.679	668.324	763.245
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.609.419	1.810.810	2.022.412	2.267.599	2.539.830	2.850.913	3.226.628	3.669.412	4.190.569
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	262.114	294.913	329.375	369.307	413.643	464.307	525.497	597.610	682.487
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.533	17.477	19.519	21.885	24.513	27.515	31.141	35.415	40.445
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(334.144)	(375.956)	(419.888)	(470.794)	(527.314)	(591.900)	(669.905)	(761.835)	(870.036)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	67.126	75.525	84.351	94.577	105.931	118.906	134.576	153.044	174.781
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	321.340	361.550	403.799	452.754	507.108	569.219	644.236	732.643	836.698
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	143.749	161.737	180.636	202.536	226.851	254.636	288.194	327.742	374.291
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	149.728	168.464	188.150	210.960	236.286	265.227	300.181	341.374	389.859
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(131.420)	(147.865)	(165.144)	(185.165)	(207.395)	(232.797)	(263.477)	(299.633)	(342.189)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	146.994	165.388	184.714	207.108	231.972	260.384	294.699	335.140	382.739
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(177.752)	(199.994)	(223.365)	(250.444)	(280.511)	(314.868)	(356.364)	(405.267)	(462.826)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	61.708	69.429	77.542	86.943	97.381	109.308	123.714	140.691	160.673
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.980)	(16.854)	(18.823)	(21.106)	(23.639)	(26.535)	(30.032)	(34.153)	(39.003)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	143.313	161.247	180.089	201.922	226.163	253.864	287.320	326.749	373.156
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.067.874	2.412.596	2.774.795	3.672.156	4.347.444	4.879.925	5.523.040	6.280.956	7.173.024

TABELA 40 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.867.254)	(2.100.909)	(2.346.409)	(2.630.877)	(2.946.720)	(3.307.639)	(3.743.546)	(4.257.265)	(4.861.914)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.593)	(28.795)	(32.160)	(36.059)	(40.388)	(45.335)	(51.309)	(58.350)	(66.638)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.892.847)	(2.129.704)	(2.378.569)	(2.666.936)	(2.987.108)	(3.352.974)	(3.794.855)	(4.315.615)	(4.928.551)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.118.941	1.258.957	1.406.072	1.576.538	1.765.805	1.982.083	2.243.298	2.551.141	2.913.473
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.323)	(71.668)	(81.503)	(93.078)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(146.017)	(164.288)	(183.486)	(205.731)	(230.430)	(258.653)	(292.741)	(332.913)	(380.196)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	103.069	115.966	129.517	145.219	162.653	182.575	206.637	234.993	268.368
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.666)	(4.124)	(4.606)	(5.165)	(5.785)	(6.493)	(7.349)	(8.358)	(9.545)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	57.905	404.728	(1.722.968)	341.858	1.635.831	1.836.190	2.078.177	2.363.361	2.699.023
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	232.932	687.620	(1.326.742)	1.347.078	2.996.166	3.363.141	3.806.362	4.328.702	4.943.496
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.067.874	2.412.596	2.774.795	3.672.156	4.347.444	4.879.925	5.523.040	6.280.956	7.173.024
Valor Terminal														7.504.971
Valor Descontado					2.474.713	1.827.084	1.883.449	1.913.968	2.237.996	2.341.029	2.321.777	2.321.775	2.332.932	4.817.012
Valor Presente Líquido (VPL)					24.471.733									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.834.941)	(1.724.976)	(4.101.538)	(2.325.078)	(1.351.278)	(1.516.784)	(1.716.678)	(1.952.254)	(2.229.528)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 41 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões (custos de rede -3%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	13.431.344	100,00%	14.585.043	100,00%	16.079.028	17.899.192	20.138.970	22.492.296	25.219.157	28.246.782	31.706.490	35.885.021	40.809.450	46.605.513
(-) Descontos, cancelamentos e impostos sobre vendas	(3.654.038)	-27,21%	(3.983.066)	-27,31%	(4.391.062)	(4.888.135)	(5.499.802)	(6.142.478)	(6.887.163)	(7.713.984)	(8.658.805)	(9.799.931)	(11.144.755)	(12.727.617)
Descontos, cancelamentos e devoluções	(206.874)	-1,54%	(235.733)	-1,62%	(259.880)	(289.298)	(325.499)	(363.535)	(407.608)	(456.543)	(512.461)	(579.997)	(659.589)	(753.269)
Impostos Estaduais	(2.919.594)	-21,74%	(3.174.287)	-21,76%	(3.499.438)	(3.895.578)	(4.383.043)	(4.895.221)	(5.488.694)	(6.147.626)	(6.900.597)	(7.810.012)	(8.881.764)	(10.143.218)
Impostos Municipais	(20.069)	-0,15%	(18.544)	-0,13%	(20.444)	(22.758)	(25.605)	(28.598)	(32.065)	(35.914)	(40.313)	(45.626)	(51.887)	(59.256)
Outros	(507.501)	-3,78%	(554.502)	-3,80%	(611.301)	(680.501)	(765.654)	(855.124)	(958.795)	(1.073.901)	(1.205.434)	(1.364.296)	(1.551.516)	(1.771.873)
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.011.057	14.639.168	16.349.819	18.331.994	20.532.797	23.047.685	26.085.091	29.664.695	33.877.897
Voz longa distância nacional	4.481.229	45,83%	4.501.440	42,46%	4.411.411	4.323.183	4.236.719	4.151.985	4.068.945	3.987.566	3.907.815	3.829.659	3.753.066	3.678.004
Voz longa distância internacional	475.436	4,86%	425.541	4,01%	395.753	368.050	342.287	318.327	296.044	275.321	256.048	238.125	221.456	205.954
Dados	2.490.620	25,47%	3.030.724	28,59%	3.197.414	3.677.026	4.283.735	4.990.551	5.838.945	6.831.566	7.992.932	9.431.660	11.129.359	13.132.643
Serviços Locais	1.709.492	17,48%	2.126.032	20,05%	2.413.046	2.738.808	3.108.547	3.528.200	4.004.507	4.545.116	5.158.707	5.855.132	6.645.575	7.542.727
DTH - TV por assinatura			98.362	0,93%	934.439	1.635.268	2.452.902	3.188.773	3.985.966	4.783.160	5.644.128	6.660.071	7.858.884	9.273.484
Outros serviços	620.529	6,35%	419.878	3,96%	335.902	268.722	214.978	171.982	137.586	110.068	88.055	70.444	56.355	45.084
(=) Receita Líquida	9.777.306	100,00%	10.601.977	100,00%	11.687.966	13.011.057	14.639.168	16.349.819	18.331.994	20.532.797	23.047.685	26.085.091	29.664.695	33.877.897
(-) Custos dos Serviços Prestados	(6.376.961)	-65,22%	(7.031.988)	-66,33%	(7.752.293)	(8.464.007)	(9.523.132)	(10.635.952)	(11.925.404)	(13.357.080)	(14.993.076)	(16.968.981)	(19.297.600)	(22.038.390)
Remuneração pelo uso de redes/facilidades	(4.090.339)	-41,84%	(4.504.868)	-42,49%	(4.966.314)	(5.362.651)	(6.033.695)	(6.738.758)	(7.555.734)	(8.462.819)	(9.499.358)	(10.751.258)	(12.226.632)	(13.963.149)
Depreciação e amortização	(1.101.861)	-11,27%	(1.221.387)	-11,52%	(1.346.497)	(1.498.922)	(1.686.486)	(1.883.560)	(2.111.914)	(2.365.454)	(2.655.179)	(3.005.099)	(3.417.483)	(3.902.859)
Pessoal	(302.164)	-3,09%	(320.403)	-3,02%	(353.223)	(393.208)	(442.411)	(494.109)	(554.012)	(620.523)	(696.526)	(788.319)	(896.499)	(1.023.826)
Serviços de terceiros	(401.189)	-4,10%	(430.552)	-4,06%	(474.655)	(528.386)	(594.504)	(663.975)	(744.472)	(833.848)	(935.979)	(1.059.330)	(1.204.699)	(1.375.800)
Outros (FUST, FUNTTEL, taxa de renovação da concessão)	(481.408)	-4,92%	(554.778)	-5,23%	(611.605)	(680.840)	(766.035)	(855.550)	(959.273)	(1.074.436)	(1.206.034)	(1.364.975)	(1.552.288)	(1.772.755)
(=) Lucro Bruto	3.400.345	34,78%	3.569.989	33,67%	3.935.673	4.547.050	5.116.036	5.713.867	6.406.589	7.175.717	8.054.610	9.116.110	10.367.095	11.839.507
(-) Despesas Operacionais	(2.178.280)	-22,28%	(2.071.471)	-19,54%	(2.283.657)	(2.542.170)	(2.860.279)	(3.194.515)	(3.581.803)	(4.011.808)	(4.503.180)	(5.096.645)	(5.796.047)	(6.619.245)
Despesas com Vendas	(1.295.936)	-13,25%	(1.286.463)	-12,13%	(1.418.239)	(1.578.785)	(1.776.343)	(1.983.916)	(2.224.437)	(2.491.487)	(2.796.648)	(3.165.212)	(3.599.568)	(4.110.805)
Devedores duvidosos	(358.439)	-3,67%	(389.211)	-3,67%	(429.079)	(477.651)	(537.421)	(600.221)	(672.989)	(753.783)	(846.108)	(957.614)	(1.089.026)	(1.243.697)
Serviços de terceiros (comissões, marketing e propaganda, faturamento e postagem, assessoria e consultoria)	(540.210)	-5,53%	(482.001)	-4,55%	(531.374)	(591.526)	(665.545)	(743.317)	(833.433)	(933.489)	(1.047.824)	(1.185.915)	(1.348.655)	(1.540.201)
Pessoal	(381.718)	-3,90%	(372.818)	-3,52%	(411.007)	(457.533)	(514.786)	(574.941)	(644.644)	(722.035)	(810.471)	(917.281)	(1.043.158)	(1.191.315)
Depreciação e Amortização	(6.205)	-0,06%	(11.100)	-0,10%	(12.237)	(13.622)	(15.327)	(17.118)	(19.193)	(21.497)	(24.130)	(27.310)	(31.058)	(35.469)
Outros	(9.364)	-0,10%	(31.333)	-0,30%	(34.543)	(38.453)	(43.264)	(48.320)	(54.178)	(60.682)	(68.115)	(77.092)	(87.671)	(100.122)
Despesas gerais e administrativas	(782.264)	-8,00%	(719.809)	-6,79%	(793.541)	(883.371)	(993.909)	(1.110.052)	(1.244.630)	(1.394.051)	(1.564.796)	(1.771.017)	(2.014.050)	(2.300.101)
Serviços de terceiros (manutenção, conservação e limpeza, serviços públicos e de informática, auditoria, assessoria e consultoria)	(335.620)	-3,43%	(316.320)	-2,98%	(348.722)	(388.197)	(436.773)	(487.812)	(546.952)	(612.615)	(687.649)	(778.273)	(885.074)	(1.010.779)
Pessoal	(183.057)	-1,87%	(193.484)	-1,82%	(213.303)	(237.449)	(267.162)	(298.381)	(334.555)	(374.720)	(420.616)	(476.048)	(541.375)	(618.265)
Depreciação e Amortização	(105.392)	-1,08%	(78.938)	-0,74%	(87.024)	(96.875)	(108.997)	(121.734)	(136.493)	(152.879)	(171.604)	(194.219)	(220.871)	(252.241)
Participação dos empregados nos resultados	(69.849)	-0,71%	(70.274)	-0,66%	(77.472)	(86.242)	(97.034)	(108.373)	(121.512)	(136.099)	(152.769)	(172.902)	(196.629)	(224.556)
Tributos	(40.095)	-0,41%	(30.715)	-0,29%	(33.861)	(37.694)	(42.411)	(47.367)	(53.110)	(59.486)	(66.771)	(75.571)	(85.942)	(98.148)

TABELA 42 - Demonstrações de Resultados para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 – histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Outros	(48.251)	-0,49%	(30.078)	-0,28%	(33.159)	(36.913)	(41.532)	(46.385)	(52.008)	(58.252)	(65.387)	(74.004)	(84.159)	(96.112)
Outras despesas	(100.080)	-1,02%	(65.199)	-0,61%	(71.878)	(80.014)	(90.027)	(100.547)	(112.736)	(126.271)	(141.736)	(160.416)	(182.429)	(208.339)
Provisão para contingências	(58.232)	-0,60%	(109.326)	-1,03%	(120.525)	(134.168)	(150.957)	(168.597)	(189.037)	(211.731)	(237.664)	(268.986)	(305.898)	(349.344)
Despesas com multas, líquidas	(35.929)	-0,37%	(32.528)	-0,31%	(35.860)	(39.919)	(44.915)	(50.163)	(56.245)	(62.997)	(70.713)	(80.032)	(91.014)	(103.941)
Direito de uso de passagem	6.121	0,06%	12.079	0,11%	13.316	14.824	16.679	18.628	20.886	23.393	26.259	29.719	33.797	38.598
Cessão de redes de telecom	3.082	0,03%	495	0,00%	546	607	683	763	856	959	1.076	1.218	1.385	1.582
Recuperação de crédito	26.754	0,27%	34.338	0,32%	37.855	42.141	47.414	52.954	59.374	66.502	74.648	84.485	96.079	109.725
Baixas de imobilizado	(46.030)	-0,47%	(12.657)	-0,12%	(13.953)	(15.533)	(17.477)	(19.519)	(21.885)	(24.513)	(27.515)	(31.141)	(35.415)	(40.445)
Receita co-faturamento pós-pago e repasse pré-pago	3.967	0,04%	4.554	0,04%	5.020	5.589	6.288	7.023	7.874	8.820	9.900	11.205	12.742	14.552
Compensação de prejuízos			29.912	0,28%	32.976	36.709	41.302	46.129	51.721	57.930	65.026	73.595	83.695	95.582
Outros	187	0,00%	7.934	0,07%	8.747	9.737	10.955	12.235	13.719	15.366	17.248	19.521	22.200	25.353
(=) Lucro Operacional	1.222.065	12,50%	1.498.518	14,13%	1.652.015	2.004.880	2.255.757	2.519.352	2.824.786	3.163.909	3.551.430	4.019.465	4.571.048	5.220.262
(-) Resultado Financeiro	(396.091)	-4,05%	294.785	2,78%	(119.066)	(546.387)	(562.973)	(580.400)	(312.838)	(209.169)	(234.788)	(265.730)	(302.196)	(345.116)
Receitas Financeiras	145.408	1,49%	128.349	1,21%	140.934	156.888	176.520	197.147	221.048	247.585	277.910	314.535	357.698	408.501
Receitas com operações financeiras	109.743	1,12%	149.049	1,41%	164.316	182.917	205.806	229.856	257.722	288.662	324.018	366.720	417.044	476.276
Variações monetárias ativas	676	0,01%	782	0,01%	300	334	376	420	471	527	592	670	761	870
Variações cambiais - contas ativas	34.989	0,36%	(21.482)	-0,20%	(23.682)	(26.363)	(29.662)	(33.128)	(37.145)	(41.604)	(46.700)	(52.854)	(60.107)	(68.644)
Despesas Financeiras	(541.499)	-5,54%	166.436	1,57%	(260.000)	(703.275)	(739.493)	(777.546)	(533.886)	(456.754)	(512.698)	(580.266)	(659.894)	(753.617)
Despesas com operações financeiras	(218.397)	-2,23%	(228.917)	-2,16%	(180.000)	(200.376)	(225.450)	(251.795)	(282.321)	(316.214)	(354.945)	(401.722)	(456.850)	(521.735)
Juros sobre empréstimos e debêntures						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Variações monetárias passivas	(27.141)	-0,28%	4.500	0,04%	(20.000)	(22.264)	(25.050)	(27.977)	(31.369)	(35.135)	(39.438)	(44.636)	(50.761)	(57.971)
Variações cambiais - contas passivas	(295.961)	-3,03%	390.853	3,69%	(60.000)	(66.792)	(75.150)	(83.932)	(94.107)	(105.405)	(118.315)	(133.907)	(152.283)	(173.912)
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	(152.988)	-1,56%	272.275	2,57%	300.165	334.144	375.956	419.888	470.794	527.314	591.900	669.905	761.835	870.036
Outros ganhos de participações societárias, líquidos	4.066	0,04%												
(=) Resultado antes do IR, CSLL e participações minoritárias	677.052	6,92%	2.065.578	19,48%	1.833.114	1.792.637	2.068.740	2.358.841	2.982.742	3.482.054	3.908.541	4.423.640	5.030.687	5.745.183
(-) Imposto de Renda e CSLL	(57.112)	-0,58%	(718.172)	-6,77%	(623.259)	(609.497)	(703.372)	(802.006)	(1.014.132)	(1.183.898)	(1.328.904)	(1.504.038)	(1.710.434)	(1.953.362)
(-) Participações minoritárias	(7.237)	-0,07%	(54.697)	-0,52%	(60.300)	(67.126)	(75.525)	(84.351)	(94.577)	(105.931)	(118.906)	(134.576)	(153.044)	(174.781)
(=) Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.116.015	1.289.843	1.472.484	1.874.032	2.192.224	2.460.731	2.785.026	3.167.209	3.617.040

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 43 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões (custos de rede -3%)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	612.703	6,27%	1.292.709	12,19%	1.149.556	1.116.015	1.289.843	1.472.484	1.874.032	2.192.224	2.460.731	2.785.026	3.167.209	3.617.040
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	1.697.688	17,36%	940.188	8,87%	1.036.494	739.983	884.365	1.036.066	1.499.600	1.820.858	2.043.879	2.313.237	2.630.678	3.004.307
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	682.402	6,98%	(618.753)	-5,84%	(682.134)	(759.352)	(854.372)	(954.209)	(1.069.893)	(1.198.336)	(1.345.110)	(1.522.379)	(1.731.292)	(1.977.183)
Despesa de juros sobre empréstimos						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Perda (ganho) com derivativos	(451.013)	-4,61%	238.855	2,25%	263.322	293.130	329.810	368.350	413.007	462.589	519.248	587.679	668.324	763.245
Depreciações e amortizações	1.213.458	12,41%	1.311.425	12,37%	1.445.758	1.609.419	1.810.810	2.022.412	2.267.599	2.539.830	2.850.913	3.226.628	3.669.412	4.190.569
Imposto de renda e contribuição social diferidos	54.133	0,55%	213.582	2,01%	235.460	262.114	294.913	329.375	369.307	413.643	464.307	525.497	597.610	682.487
Resultado na baixa do ativo imobilizado	46.030	0,47%	12.657	0,12%	13.953	15.533	17.477	19.519	21.885	24.513	27.515	31.141	35.415	40.445
Provisões														
Ganho de participação, líquido	(4.066)	-0,04%												
Equivalência patrimonial e amortização de ágio	152.988	1,56%	(272.275)	-2,57%	(300.165)	(334.144)	(375.956)	(419.888)	(470.794)	(527.314)	(591.900)	(669.905)	(761.835)	(870.036)
Participações minoritárias	7.237	0,07%	54.697	0,52%	60.300	67.126	75.525	84.351	94.577	105.931	118.906	134.576	153.044	174.781
Outras atividades operacionais	(3.481)	-0,04%												
(+) Variações nos ativos e passivos	(176.050)	-1,80%	261.842	2,47%	288.663	321.340	361.550	403.799	452.754	507.108	569.219	644.236	732.643	836.698
(Aumento) redução em contas a receber	(423.824)	-4,33%	117.133	1,10%	129.131	143.749	161.737	180.636	202.536	226.851	254.636	288.194	327.742	374.291
(Aumento) redução em estoques e outros créditos														
(Aumento) redução em impostos a recuperar	349.746	3,58%	122.005	1,15%	134.502	149.728	168.464	188.150	210.960	236.286	265.227	300.181	341.374	389.859
(Aumento) redução em outros ativos														
(Aumento) redução em despesas antecipadas														
(Aumento) redução da provisão para devedores duvidosos	8.036	0,08%	(107.087)	-1,01%	(118.056)	(131.420)	(147.865)	(165.144)	(185.165)	(207.395)	(232.797)	(263.477)	(299.633)	(342.189)
Aumento de juros provisionados	150.143	1,54%	119.777	1,13%	132.046	146.994	165.388	184.714	207.108	231.972	260.384	294.699	335.140	382.739
Aumento (redução) de contas a pagar e despesas provisionadas	249.072	2,55%	(144.840)	-1,37%	(159.676)	(177.752)	(199.994)	(223.365)	(250.444)	(280.511)	(314.868)	(356.364)	(405.267)	(462.826)
Aumento (redução) de impostos, taxas e contribuições circulante e não-circulante	122.587	1,25%	50.282	0,47%	55.433	61.708	69.429	77.542	86.943	97.381	109.308	123.714	140.691	160.673
Aumento (redução) em salários e encargos sociais														
Aumento (redução) de contingências	(552.890)	-5,65%	(12.206)	-0,12%	(13.456)	(14.980)	(16.854)	(18.823)	(21.106)	(23.639)	(26.535)	(30.032)	(34.153)	(39.003)
Outras variações no capital circulante e não circulante, líquidas	(78.920)	-0,81%	116.778	1,10%	128.740	143.313	161.247	180.089	201.922	226.163	253.864	287.320	326.749	373.156
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341	21,83%	2.494.739	23,53%	2.474.713	2.177.338	2.535.758	2.912.349	3.826.387	4.520.190	5.073.830	5.742.499	6.530.530	7.458.045

TABELA 44 - Fluxo de Caixa Descontado para a Embrapar com OPA e consolidação no cenário 5 - histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido														
Aquisições de imobilizado e intangível (exceto ágio)	(1.802.567)	-18,44%	(1.521.520)	-14,35%	(1.677.373)	(1.867.254)	(2.100.909)	(2.346.409)	(2.630.877)	(2.946.720)	(3.307.639)	(3.743.546)	(4.257.265)	(4.861.914)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado														
Adições de investimento (1)	(28.021)	-0,29%	(20.854)	-0,20%	(22.990)	(25.593)	(28.795)	(32.160)	(36.059)	(40.388)	(45.335)	(51.309)	(58.350)	(66.638)
Adições de investimento (2) - Ações Net					(3.308.629)									
Adições de ágio	(6.591)	-0,07%												
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.837.179)	-18,79%	(1.542.374)	-14,55%	(5.008.992)	(1.892.847)	(2.129.704)	(2.378.569)	(2.666.936)	(2.987.108)	(3.352.974)	(3.794.855)	(4.315.615)	(4.928.551)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	899.529	9,20%	911.762	8,60%	1.005.156	1.118.941	1.258.957	1.406.072	1.576.538	1.765.805	1.982.083	2.243.298	2.551.141	2.913.473
Pagamentos de principal	(843.895)	-8,63%	(1.327.540)	-12,52%	(1.463.523)	(600.579)	(387.940)	(226.622)	(56.413)	(56.413)	(63.323)	(71.668)	(81.503)	(93.078)
Pagamentos de juros	(152.448)	-1,56%	(118.981)	-1,12%	(131.169)	(146.017)	(164.288)	(183.486)	(205.731)	(230.430)	(258.653)	(292.741)	(332.913)	(380.196)
Debêntures (Net)					2.430.000			(2.430.000)						
Empréstimo complementar das debêntures					986.501				(986.501)					
Pagamento juros debêntures e empréstimo Claro Chile						(413.843)	(413.843)	(413.843)	(126.089)					
Partes relacionadas														
Ingressos														
Liquidação de "swap" e "forward"	(87.442)	-0,89%	83.985	0,79%	92.588	103.069	115.966	129.517	145.219	162.653	182.575	206.637	234.993	268.368
Dividendos e juros sobre capital próprio pagos	(245.380)	-2,51%	(2.987)	-0,03%	(3.293)	(3.666)	(4.124)	(4.606)	(5.165)	(5.785)	(6.493)	(7.349)	(8.358)	(9.545)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	(429.636)	-4,39%	(453.761)	-4,28%	2.916.260	57.905	404.728	(1.722.968)	341.858	1.635.831	1.836.190	2.078.177	2.363.361	2.699.023
(=) AUMENTO (REDUÇÃO) NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	(132.474)	-1,35%	498.604	4,70%	381.980	342.397	810.782	(1.189.188)	1.501.309	3.168.912	3.557.045	4.025.821	4.578.276	5.228.517
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	2.134.341		2.494.739		2.474.713	2.177.338	2.535.758	2.912.349	3.826.387	4.520.190	5.073.830	5.742.499	6.530.530	7.458.045
Valor Terminal														7.803.182
Valor Descontado					2.474.713	1.923.802	1.979.598	2.008.848	2.331.992	2.434.050	2.414.033	2.414.031	2.425.632	5.008.416
Valor Presente Líquido (VPL)					25.415.114									
Capital Cash Flow	(2.266.815)		(1.996.135)		(2.092.732)	(1.834.941)	(1.724.976)	(4.101.538)	(2.325.078)	(1.351.278)	(1.516.784)	(1.716.678)	(1.952.254)	(2.229.528)

FONTE: Embratel Participações S/A e elaboração pelo autor

TABELA 45 - Demonstrações de Resultados para a Net com OPA e consolidação- histórico e previsões

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Receita Bruta	4.852.755	100,00%	6.070.401	100,00%	7.016.059	7.878.828	8.670.707	9.496.776	10.348.153	11.217.472	12.093.131	12.967.472	13.831.389	14.671.669
Mensalidades	4.298.280	88,57%	5.301.314	87,33%	6.096.511	6.828.092	7.510.902	8.224.437	8.964.637	9.726.631	10.504.761	11.292.618	12.083.102	12.868.503
Adesões	77.458	1,60%	117.056	1,93%	141.638	160.051	176.056	191.020	204.392	216.655	228.571	236.571	241.303	246.129
PPV	92.976	1,92%	84.982	1,40%	91.781	98.205	104.098	109.302	114.768	119.358	124.133	128.477	131.689	134.981
Outras (Telefonia)	384.041	7,91%	567.049	9,34%	686.129	792.479	879.652	972.016	1.064.357	1.154.827	1.235.665	1.309.805	1.375.295	1.422.055
(-) Cancelamentos e impostos sobre vendas	(1.162.346)	-23,95%	(1.457.012)	-24,00%	(1.683.988)	(1.891.069)	(2.081.135)	(2.279.407)	(2.483.754)	(2.692.407)	(2.902.582)	(3.112.441)	(3.319.797)	(3.521.480)
Descontos e cancelamentos	(282.656)	-5,82%	(362.345)	-5,97%	(418.792)	(470.291)	(517.558)	(566.867)	(617.686)	(669.576)	(721.844)	(774.034)	(825.602)	(875.759)
Impostos incidentes sobre vendas	(879.690)	-18,13%	(1.094.667)	-18,03%	(1.265.196)	(1.420.778)	(1.563.577)	(1.712.540)	(1.866.068)	(2.022.831)	(2.180.737)	(2.338.406)	(2.494.195)	(2.645.722)
(=) Receita Líquida	3.690.409	100,00%	4.613.389	100,00%	5.332.071	5.987.759	6.589.572	7.217.368	7.864.399	8.525.065	9.190.549	9.855.032	10.511.592	11.150.189
(-) Custos dos Serviços Prestados	(2.153.454)	-58,35%	(2.789.812)	-60,47%	(3.408.140)	(3.794.373)	(4.152.294)	(4.522.905)	(4.904.909)	(5.023.573)	(5.425.590)	(5.834.118)	(6.242.777)	(6.648.662)
Programação e Franquia	(849.006)	-23,01%	(1.037.368)	-22,49%	(1.198.971)	(1.346.409)	(1.481.733)	(1.622.900)	(1.768.391)	(1.916.949)	(2.066.589)	(2.216.005)	(2.363.640)	(2.507.235)
Materiais e manutenção de rede	(44.531)	-1,21%	(53.488)	-1,16%	(61.820)	(69.423)	(76.400)	(83.679)	(91.180)	(98.840)	(106.556)	(114.260)	(121.872)	(129.276)
Pessoal	(224.539)	-6,08%	(319.857)	-6,93%	(369.685)	(415.145)	(456.870)	(500.397)	(545.257)	(591.063)	(637.202)	(683.272)	(728.793)	(773.069)
Aluguel de postes	(55.124)	-1,49%	(78.629)	-1,70%	(90.878)	(102.053)	(112.310)	(123.010)	(134.038)	(145.298)	(156.641)	(167.966)	(179.156)	(190.040)
Depreciações	(322.700)	-8,74%	(496.183)	-10,76%	(804.000)	(870.000)	(934.000)	(998.000)	(1.064.000)	(860.000)	(937.000)	(1.021.000)	(1.109.000)	(1.203.000)
Amortizações	(81.357)	-2,20%	(18.713)	-0,41%	(14.997)	(16.842)	(18.534)	(20.300)	(22.120)	(23.978)	(25.850)	(27.719)	(29.566)	(31.362)
Guia de programação	(13.782)	-0,37%	(12.976)	-0,28%	(388.324)	(436.077)	(479.905)	(525.627)	(572.749)	(620.864)	(669.329)	(717.722)	(765.538)	(812.046)
Serviços de terceiros	(240.378)	-6,51%	(335.984)	-7,28%	(45.159)	(50.712)	(55.809)	(61.126)	(66.606)	(72.201)	(77.837)	(83.465)	(89.025)	(94.434)
Energia de rede	(34.288)	-0,93%	(39.072)	-0,85%	(34.783)	(39.061)	(42.986)	(47.082)	(51.303)	(55.612)	(59.954)	(64.288)	(68.571)	(72.737)
Veículos	(22.892)	-0,62%	(30.095)	-0,65%	(341.360)	(383.337)	(421.866)	(462.057)	(503.480)	(545.776)	(588.381)	(630.921)	(672.954)	(713.837)
Telecomunicações	(205.381)	-5,57%	(295.350)	-6,40%	(47.589)	(53.441)	(58.813)	(64.416)	(70.191)	(76.087)	(82.027)	(87.957)	(93.817)	(99.517)
Direitos autorais - ECAD	(29.772)	-0,81%	(41.175)	-0,89%	(1.981)	(2.225)	(2.448)	(2.681)	(2.922)	(3.167)	(3.415)	(3.661)	(3.905)	(4.143)
Comissão mercantil	(1.548)	-0,04%	(1.714)	-0,04%	(8.592)	(9.649)	(10.618)	(11.630)	(12.673)	(13.737)	(14.810)	(15.880)	(16.938)	(17.967)
Aluguel de dutos	(7.012)	-0,19%	(7.434)	-0,16%										
Outros	(21.144)	-0,57%	(21.774)	-0,47%										
(=) Lucro Bruto	1.536.955	41,65%	1.823.577	39,53%	1.923.930	2.193.386	2.437.278	2.694.464	2.959.490	3.501.492	3.764.959	4.020.914	4.268.815	4.501.526
(-) Despesas Operacionais	(1.051.418)	-28,49%	(1.200.108)	-26,01%	(1.293.743)	(1.437.526)	(1.516.411)	(1.606.141)	(1.738.976)	(1.885.062)	(2.027.054)	(2.165.000)	(2.303.284)	(2.434.563)
Despesas com Vendas	(429.545)	-11,64%	(505.063)	-10,95%	(583.743)	(655.526)	(721.411)	(790.141)	(860.976)	(933.304)	(1.001.000)	(1.065.000)	(1.130.000)	(1.190.000)
Despesas gerais e administrativas	(604.968)	-16,39%	(634.656)	-13,76%	(710.000)	(782.000)	(795.000)	(816.000)	(878.000)	(951.758)	(1.026.054)	(1.100.000)	(1.173.284)	(1.244.563)
Outras despesas	(16.905)	-0,46%	(60.389)	-1,31%										
(=) Lucro Operacional	485.537	13,16%	623.469	13,51%	630.188	755.860	920.867	1.088.323	1.220.514	1.616.429	1.737.904	1.855.914	1.965.531	2.066.963
(-) Resultado Financeiro	(318.527)	-8,63%	65.444	1,42%	107.232	120.419	132.522	145.147	158.159	171.446	184.829	198.193	211.397	224.239
Despesas Financeiras	(432.462)	-11,72%	(27.335)	-0,59%										
Receitas Financeiras	113.935	3,09%	92.779	2,01%	107.232	120.419	132.522	145.147	158.159	171.446	184.829	198.193	211.397	224.239
(=) Resultado antes do IR e CSLL	167.010	4,53%	688.913	14,93%	737.420	876.279	1.053.389	1.233.470	1.378.673	1.787.875	1.922.734	2.054.106	2.176.928	2.291.203
(-) Imposto de Renda e CSLL	(146.756)	-3,98%	47.035	1,02%	(250.723)	(297.935)	(358.152)	(419.380)	(468.749)	(607.878)	(653.729)	(698.396)	(740.155)	(779.009)
(=) Lucro Líquido	20.254	0,55%	735.948	15,95%	486.697	578.344	695.237	814.091	909.924	1.179.998	1.269.004	1.355.710	1.436.772	1.512.194

FONTE: Net Comunicações S/A., Banco Itaú BBA e elaboração pelo autor

TABELA 46 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net com OPA e consolidação- histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS														
Lucro Líquido	20.254		735.948		486.697	578.344	695.237	814.091	909.924	1.179.998	1.269.004	1.355.710	1.436.772	1.512.194
(+) Ajustes para reconciliar o lucro ao caixa gerado pelas atividades operacionais	963.844	26,12%	437.305	9,48%	594.291	634.504	674.834	714.143	754.696	524.712	575.539	633.405	695.583	764.467
Juros, variações cambiais e monetárias, líquidos	269.259	7,30%	(177.265)	-3,84%	(204.880)	(230.074)	(253.198)	(277.320)	(302.182)	(327.567)	(353.138)	(378.670)	(403.898)	(428.435)
Despesa de juros sobre empréstimos	156.403	4,24%	176.598	3,83%	204.109	229.208	252.245	276.277	301.045	326.335	351.809	377.245	402.378	426.823
Perda (ganho) com derivativos	(4.977)	-0,13%	97.347	2,11%	112.512	126.348	139.046	152.294	165.946	179.887	193.930	207.951	221.805	235.280
Depreciações e amortizações	493.368	13,37%	618.748	13,41%	804.000	870.000	934.000	998.000	1.064.000	860.000	937.000	1.021.000	1.109.000	1.203.000
Imposto de renda e contribuição social diferidos	65.541	1,78%	(158.596)	-3,44%	(183.302)	(205.843)	(226.532)	(248.114)	(270.357)	(293.069)	(315.947)	(338.790)	(361.360)	(383.314)
Resultado na baixa do ativo imobilizado	(6.855)	-0,19%	7.118	0,15%	8.227	9.239	10.167	11.136	12.134	13.153	14.180	15.205	16.218	17.204
Provisões	(8.895)	-0,24%	(126.645)	-2,75%	(146.374)	(164.374)	(180.894)	(198.128)	(215.890)	(234.027)	(252.295)	(270.537)	(288.560)	(306.091)
(+) Variações nos ativos e passivos	307.545	8,33%	(170.598)	-3,70%	(197.174)	(221.421)	(243.675)	(266.890)	(290.817)	(315.247)	(339.856)	(364.428)	(388.707)	(412.322)
(Aumento) redução em contas a receber	(29.323)	-0,79%	(92.010)	-1,99%	(106.343)	(119.421)	(131.423)	(143.944)	(156.849)	(170.025)	(183.297)	(196.550)	(209.644)	(222.381)
(Aumento) redução em estoques e outros créditos	3.617	0,10%	3.224	0,07%	3.726	4.184	4.605	5.044	5.496	5.958	6.423	6.887	7.346	7.792
(Aumento) redução em impostos a recuperar	(62.356)	-1,69%	(12.616)	-0,27%	(14.581)	(16.374)	(18.020)	(19.737)	(21.506)	(23.313)	(25.133)	(26.950)	(28.746)	(30.492)
(Aumento) redução em outros ativos	18.087	0,49%	18.029	0,39%	20.838	23.400	25.752	28.205	30.734	33.316	35.916	38.513	41.079	43.575
(Aumento) redução em despesas antecipadas	7.761	0,21%	(8.728)	-0,19%	(10.088)	(11.328)	(12.467)	(13.654)	(14.879)	(16.128)	(17.387)	(18.645)	(19.887)	(21.095)
Aumento (redução) em fornecedores e programação	128.448	3,48%	(56.156)	-1,22%	(64.904)	(72.885)	(80.211)	(87.853)	(95.729)	(103.770)	(111.871)	(119.959)	(127.951)	(135.725)
Aumento (redução) em obrigações fiscais	77.197	2,09%	(28.983)	-0,63%	(33.498)	(37.617)	(41.398)	(45.342)	(49.407)	(53.558)	(57.738)	(61.913)	(66.038)	(70.050)
Aumento (redução) em salários e encargos sociais	78.931	2,14%	23.218	0,50%	26.835	30.135	33.164	36.323	39.579	42.904	46.254	49.598	52.902	56.116
Aumento (redução) em provisões e outras contas a pagar	85.183	2,31%	(16.576)	-0,36%	(19.158)	(21.514)	(23.676)	(25.932)	(28.257)	(30.631)	(33.022)	(35.409)	(37.768)	(40.063)
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	1.291.643	35,00%	1.002.655	21,73%	883.815	991.427	1.126.396	1.261.344	1.373.804	1.389.463	1.504.687	1.624.687	1.743.648	1.864.339

TABELA 47 - Fluxo de Caixa Descontado para a Net com OPA e consolidação- histórico e previsões (continuação)

Ano	2.008	AV 2008	2.009	AV 2009	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS														
Aquisições de subsidiária, líquido de caixa recebido	(382.687)	-10,37%	(97.943)	-2,12%										
Aquisições de imobilizado e intangível	(992.943)	-26,91%	(1.089.211)	-23,61%	(1.181.000)	(1.126.000)	(1.152.000)	(1.151.000)	(1.250.000)	(1.349.000)	(1.449.000)	(1.548.000)	(1.645.000)	(1.738.000)
Caixa apurado na venda de bens de imobilizado	3.099	0,08%	2.530	0,05%										
(=) Disponibilidades líquidas aplicadas nas atividades de investimento	(1.372.531)	-37,19%	(1.184.624)	-25,68%	(1.181.000)	(1.126.000)	(1.152.000)	(1.151.000)	(1.250.000)	(1.349.000)	(1.449.000)	(1.548.000)	(1.645.000)	(1.738.000)
FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS														
Empréstimos e Financiamentos														
Empréstimos obtidos	93.503	2,53%	677.009	14,67%	620.000	840.000	932.000	910.000	962.000	978.000	855.000	1.058.000	1.100.000	1.140.000
Pagamentos de principal	(14.298)	-0,39%	(46.090)	-1,00%	(53.270)	(284.097)	(406.461)	(360.084)	(372.778)	(341.772)	(173.250)	(335.751)	(335.751)	(335.771)
Pagamentos de juros	(147.436)	-4,00%	(170.225)	-3,69%	(196.743)									
Partes relacionadas														
Ingressos	316.393	8,57%												
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades de financiamentos	248.162	6,72%	460.694	9,99%	369.987	555.903	525.539	549.916	589.222	636.228	681.750	722.249	764.249	804.229
(=) FLUXO DE CAIXA	167.274	4,53%	278.725	6,04%	72.802	421.330	499.935	660.260	713.026	676.691	737.437	798.936	862.897	930.568
(=) Disponibilidades líquidas geradas pelas atividades operacionais	1.291.643		1.002.655		883.815	991.427	1.126.396	1.261.344	1.373.804	1.389.463	1.504.687	1.624.687	1.743.648	1.864.339
Valor Terminal														1.878.757
Valor Descontado					883.815	875.982	1.126.396	870.036	837.265	748.203	715.902	682.986	647.642	1.228.406
Valor Presente Líquido (VPL)					8.616.632									
Capital Cash Flow	(1.124.369)		(723.930)		(811.013)	(570.097)	(626.461)	(601.084)	(660.778)	(712.772)	(767.250)	(825.751)	(880.751)	(933.771)

FONTE: Net Comunicações S/A., Banco Itaú BBA e elaboração pelo autor