

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA**

LETÍCIA RODRIGUES RICARDO

APLICAÇÃO DO MODELO FLEURIET:
Um estudo do desempenho financeiro das empresas do segmento de telefonia
móvel

RIO DE JANEIRO
2020

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA**

LETÍCIA RODRIGUES RICARDO

APLICAÇÃO DO MODELO FLEURIET:

Um estudo do desempenho financeiro das empresas do segmento de telefonia
móvel

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da
Universidade Federal do Rio de Janeiro como
exigência para aprovação.

Orientador: Prof. Pedro Hemsley

RIO DE JANEIRO
2020

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo estudar, de forma comparativa, o desempenho financeiro das principais empresas do segmento de telefonia móvel entre 2016 e 2019. Foram selecionadas as demonstrações financeiras das empresas Claro, Tim, Oi e Vivo, disponibilizadas no site da CVM. A partir dessas informações, foi feita a reorganização do balanço patrimonial e o cálculo dos índices do modelo Fleuriet. Em seguida, foram calculados os índices de lucratividade e endividamento. Ao término do estudo, constatou-se que as empresas Claro, Telefônica e Tim mantiveram índice de liquidez real próximo a 1, índices de lucratividade crescentes ou dentro da média do setor e índices de endividamento dentro do limite geralmente considerado pelo mercado. Por outro lado, a Oi obteve índice de liquidez real significativamente inferior a 1 nos dois primeiros anos e índices de lucratividade e endividamento ruins em relação as outras empresas do segmento. Esses resultados evidenciam os problemas financeiros da empresa. Além disso, através do estudo puderam ser feitas recomendações as companhias e aos usuários da contabilidade sobre o uso equivocado de apenas um grupo de indicadores.

Palavras-chave: Análise financeira, Modelo Fleuriet, Operadoras de Telefonia Móvel

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	5
2	ANÁLISE FINANCEIRA DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	7
2.1	Crítica aos índices tradicionais de liquidez.....	7
2.2	Reorganização do balanço patrimonial.....	9
2.2.1	Contas permanentes ou não cíclicas.....	9
2.2.2	Contas cíclicas.....	10
2.2.3	Contas erráticas.....	10
2.3	Principais indicadores.....	10
2.3.1	Necessidade de capital de giro.....	11
2.3.2	Capital de giro.....	11
2.3.3	Saldo de tesouraria.....	11
2.3.4	Índice de liquidez real.....	12
2.4	Outros índices.....	13
2.4.1	Análise da lucratividade.....	13
2.4.2	Análise do endividamento.....	14
2.5	Estudos Anteriores.....	14
3	METODOLOGIA	17
4	RESULTADOS.....	19
4.1	Segmento de Telefonia Móvel.....	19
4.1.1	Claro.....	20
4.1.2	OI S.A.....	20
4.1.3	TELEFÔNICA BRASIL S.A (VIVO).....	21
4.1.4	TIM Participações S.A.....	22
4.2	Índices do Modelo Fleuriet.....	22
4.3	Lucratividade.....	25
4.4	Índices de endividamento e inadimplência.....	26
4.5	Análise dos resultados.....	28
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	31
	REFERÊNCIAS.....	32
	ANEXO A – Índices do Modelo Fleuriet.....	34
	ANEXO B – Índices de Lucratividade.....	35

1 INTRODUÇÃO

Atualmente, o uso de celulares faz parte do cotidiano de grande parte dos brasileiros. A criação de modelos com valores mais acessíveis e o melhor custo-benefício tornou possível a compra dos aparelhos por consumidores de diversas classes sociais. A popularização do aparelho móvel facilita a comunicação em relações pessoais e profissionais. Além disso, a criação de novos aplicativos o tornou útil para atividades de entretenimento. A maioria dessas funcionalidades, no entanto, depende dos serviços fornecidos por operadoras de telefonia móvel.

Nos últimos anos, apenas quatro operadoras, Claro, Oi, Telefônica (Vivo) e Tim, possuíam aproximadamente 98% ¹ de participação no segmento. Contudo, em dezembro de 2017, a aprovação do plano de recuperação judicial da Oi demonstrou que até as grandes empresas de telefonia podem enfrentar dificuldades econômico-financeiras. Nesse contexto, a análise da situação financeira, que “corresponde a capacidade de pagamento da empresa” (MARION, 2018, p. 1), em conjunto com outros fatores, é importante para subsidiar a tomada de decisão dos gestores acerca de financiamento e aplicação de recursos. Ademais, a análise é relevante aos usuários externos, que precisam decidir se devem investir ou conceder crédito para determinada empresa.

Frequentemente, a análise financeira é realizada por meio de índices tradicionais de liquidez (corrente, seca, geral, imediata e capital circulante líquido), calculados com os dados contidos no balanço patrimonial. Contudo, Hoppe e Leite (1989) e Fleuriet e Zeidan (2015) criticam o uso dos índices por não considerarem adequadamente a movimentação das contas e pela inconsistência matemática. O índice de liquidez corrente, por exemplo, calculado através da razão entre ativo circulante e passivo circulante, mede quantas vezes o ativo de curto prazo da empresa é capaz de cobrir o passivo de curto prazo. Assim, sugere de forma equivocada, que algumas contas do ativo circulante, necessariamente repostas para a manutenção da atividade da empresa, como estoques e contas a receber, podem ser completamente utilizadas para a liquidação de passivos.

Diante das críticas, o uso dos índices do modelo dinâmico de capital de giro, também chamado de modelo Fleuriet, apresenta-se como uma alternativa. Porque modelo propõe a reorganização do balanço patrimonial conforme a dinâmica de cada conta. Para que em seguida, possa ser calculado o capital de giro, necessidade de capital de giro, saldo de tesouraria e

¹ Dado fornecido pela consultoria Teleco. Disponível em: <https://www.teleco.com.br/mshare.asp>

liquidez real; que são os principais indicadores do modelo. Dessa forma, é possível identificar se recursos de curto prazo estão sendo utilizados para financiar ativos de prazo mais longo, o que pode resultar em problemas financeiros.

Baseados nesse modelo, Silva, Mendonça e Almeida (2018) fizeram a análise financeira das empresas Oi e Telefônica, entre os anos de 2012 e 2016. Além dos índices do modelo dinâmico, foram analisadas as margens e índices de liquidez convencionais. Os autores mostraram, basicamente, que a situação financeira da Oi apresentou deterioração ao longo dos anos. Enquanto a Telefônica, mesmo com o crescimento do uso de recursos de curto prazo, apresentou uma situação mais favorável durante o período. Prosseguindo o estudo do modelo Fleuriet, Guariglia (2019) elaborou a análise financeira da empresa Oi, no período de 2008 a 2017. Foi registrada pouca diferença em relação aos resultados obtidos anteriormente. Contudo, um ano pode não ser tempo suficiente para refletir uma mudança significativa na situação financeira da empresa.

Observa-se que empresas com grande participação no segmento de telefonia móvel, durante o período, não foram consideradas nas pesquisas citadas. Assim, esse trabalho tem como finalidade entender a atual situação das principais empresas que atuam nesse ramo. Além disso, será possível “identificar se a queda na Telefônica foi apenas momentânea”; sugerir “se a Oi vai conseguir se restabelecer no mercado apoiada em seu processo de recuperação judicial”, como foi proposto Silva, Mendonça e Almeida (2018), e verificar se há algum padrão de estrutura financeira nas empresas desse segmento. Para atingir esses objetivos, foram utilizadas as principais demonstrações financeiras das empresas Claro, Oi, Telefônica e Tim entre os anos de 2016 e 2019. Em posse dessas informações, puderam ser calculados e interpretados os índices do modelo Fleuriet e outros índices, para a análise da lucratividade e endividamento.

A monografia está estruturada em cinco capítulos. O primeiro capítulo contextualiza o problema e apresenta o objetivo. O segundo capítulo explicará reorganização do balanço, índices do modelo dinâmico de capital de giro e os outros índices utilizados na análise. O terceiro capítulo apresentará a metodologia utilizada. Em seguida, serão interpretados os resultados dos índices para as quatro maiores operadoras brasileiras de telefonia móvel, revelando assim, quais foram seus desempenhos de forma comparativa. O último capítulo será dedicado as considerações finais.

2 ANÁLISE FINANCEIRA DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Diante das críticas feitas ao modelo estático de liquidez, surge a necessidade da utilização de um novo modelo, capaz de superar as limitações dos indicadores tradicionais. Fleuriet (2015), relata que em sua vinda ao Brasil, em 1975, observou que o modelo de liquidez dinâmico, que já ensinava na França, forneceria uma melhor análise de liquidez em um contexto em que ela era fundamental. Visto que naquele momento, as empresas brasileiras tinham dificuldades para captar recursos. Na atualidade, a queda na taxa básica de juros e o maior desenvolvimento do mercado financeiro, em comparação a 1975, ainda não foram capazes de modificar a situação completamente. Por esse motivo, o uso do modelo dinâmico representa uma alternativa viável.

Assim, para melhor compreensão do modelo dinâmico, serão explicadas nesse capítulo: as críticas feitas aos índices tradicionais, a reorganização do balanço patrimonial, os índices utilizados na análise financeira e os resultados obtidos em trabalhos anteriores.

2.1 Crítica aos índices tradicionais de liquidez

Comumente, os estudos que realizam a análise financeira utilizam índices de liquidez tradicionais: capital circulante líquido (CCL), índice de liquidez corrente, seca, geral e imediata. Os três primeiros estão diretamente relacionados aos ativos e passivos circulantes. Considera-se que os ativos e passivos, assim classificados, serão convertidos em dinheiro ou pagos dentro de um ano. Dessa forma, o CCL, calculado pela diferença entre o ativo e passivo circulante, verifica se a empresa tem mais ativos a serem realizados do que obrigações vencíveis no curto prazo. Então, à primeira vista, basta que a empresa tenha o CCL maior que zero, para que tenha uma boa situação de liquidez.

No entanto, agrupamento das contas como circulantes não é um consenso para fim gerencial. Alguns autores argumentam que há tipos de ativos que devem ser continuamente repostos e por isso possuem caráter permanente. Hopp e Leite (1989) afirmam que “a venda de um item do estoque (realização), usualmente, obriga a empresa a repô-lo no mesmo exercício social”. Assim, caso a empresa mantenha o nível de funcionamento, não seria possível a utilização desses ativos para pagamento de obrigações no curto prazo, como assume implicitamente o CCL.

O CCL e o índice de liquidez corrente possuem conceitos semelhantes. O índice de liquidez corrente é a razão entre o ativo circulante e passivo circulante (Marion, 2018). Logo, se o CCL for maior que 0, o quociente entre ativo e passivo circulante será maior 1. Assim, por também ignorar a existência de ativos indispensáveis, que precisam ser renovados de forma contínua, como contas a receber e estoques, a mesma crítica feita ao CCL pode ser estendida ao índice de liquidez corrente.

Há ainda limitações matemáticas relacionadas aos índices. Hopp e Leite (1989) mostram a ambiguidade do cálculo do índice de liquidez corrente, especialmente no caso em que é menor que 1. Assim, em um cenário hipotético, uma empresa que possua R\$50.000,00 em ativo circulante e R\$100.000,00 em passivo circulante terá o índice de liquidez corrente igual a 0,5. Contudo, supondo que essa empresa obtenha um empréstimo de curto prazo, no valor de R\$50.000,00, para investimento em estoques, o novo ativo circulante da empresa será R\$100.000,00 e o novo passivo circulante será R\$150.000,00; como resultado, o índice de liquidez corrente será 0,67, mais próximo de 1. Essa situação pode gerar a falsa impressão de que uma empresa melhore a sua situação de liquidez usando recursos de curtíssimo prazo para fazer aplicações de prazos maiores.

Parte do problema, que envolve o CCL e o índice de liquidez corrente, é resolvido através do índice de liquidez seca. O índice de liquidez seca exclui os estoques do cálculo (Marion, 2018). Nesse sentido, pode tornar a análise mais condizente com a realidade. Porém, existem outros ativos circulantes, além dos estoques, que também possuem caráter permanente.

Os índices de liquidez geral e imediata também são pouco eficazes para averiguar a liquidez (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). O índice de liquidez geral, mostra se a soma do ativo circulante com o realizável a longo prazo é superior ao total das dívidas, medindo assim, a solvência (ASSAF, 2020). Por outro lado, o índice de liquidez imediata considera o curtíssimo prazo, e verifica se as contas caixa e equivalentes são suficientes para saldar o passivo circulante. De acordo com Fleuriet e Zeidan (2015), esse índice é baixo na maioria das vezes e apresenta flutuações que pouco contribuem na análise. Diante das dificuldades geradas pelo uso desses índices, é razoável a busca por outras formas de análise.

Através do modelo Fleuriet, é possível verificar se a empresa financia parte dos ativos de caráter permanente com dívidas de curto prazo. A dependência desse tipo de passivo aumenta o risco de que o tomador de empréstimo não consiga acessar os fundos que são necessários (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). Logicamente, esse risco é maior para empresas

menores, que possuem menor poder de negociação com seus credores. Porém, diante de crises que afetam o mercado de crédito, como ocorreu em 2008, é possível que grandes empresas sejam afetadas. Desse modo, o acompanhamento dos indicadores desse modelo, em conjunto com outros, colabora para verificar a possibilidade de que uma empresa tenha uma crise financeira.

2.2 Reorganização do balanço patrimonial

Para a utilização do modelo Fleuriet, as contas do balanço tradicional devem ser reclassificadas com base na movimentação em relação ao ciclo operacional. Dessa forma, contas do ativo, que correspondem as aplicações da empresa, e do passivo, equivalentes as fontes de recursos, podem ser divididas quanto a movimentação em erráticas, cíclicas e não-cíclicas (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Quadro 1 – Reorganização do Balanço patrimonial

Ativo	Passivo
Ativo Errático	Passivo Errático
Disponível	Empréstimos e financiamentos
Outros	Outros
Ativo Cíclico	Passivo Cíclico
Clientes	Fornecedores
Estoques	Salários e Encargos a Pagar
Adiantamento a fornecedores	Impostos a Pagar
	Outros
Ativo Não Circulante	Fontes de Longo Prazo
Realizável a Longo Prazo	Provisão para contingências
Investimento	Empréstimos e Financiamentos
Imobilizado	Capital Social
Intangível	Lucros Acumulados

Fonte: Fleuriet e Zeindan (2015)

Como pode ser observado, as contas que antes formavam o ativo circulante, foram divididas em ativo errático e cíclico. De forma análoga, o mesmo aconteceu com o passivo. O critério utilizado para essa divisão será explicado a seguir.

2.2.1 Contas permanentes ou não cíclicas

São contas apresentam movimentação lenta em relação ao ciclo operacional (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). As contas não cíclicas do ativo ou ativo não cíclico é representado pelo realizável a longo prazo, investimento, imobilizado e intangível. Pois, provavelmente, não serão convertidos em dinheiro no curto prazo.

Os passivos não cíclicos, que também apresentam esse tipo de dinâmica, constituem fontes de financiamento de longo prazo e são representados pelas contas do Patrimônio Líquido e Passivo não circulante.

2.2.2 Contas cíclicas

Os ativos e passivos cíclicos apresentam movimentação diretamente relacionada ao ciclo operacional (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). Sobre a dinâmica dessas contas, Ross et al. (2015, p. 957) explicam que “uma conta recebida deve ser repostada por outra conta a receber de nova venda” e “um item do estoque vendido é repostado por outro item para manter o nível do estoque”. Dessa forma, é possível observar que a variação ocorre conforme o nível de atividade da empresa. Os ativos cíclicos podem ser exemplificados pelas contas duplicatas a receber, estoques e adiantamentos. Enquanto, salários e fornecedores, são fontes de financiamento que se renovam mediante a operação e por isso são exemplos de contas do passivo cíclico.

2.2.3 Contas erráticas

Contas erráticas apresentam natureza financeira e movimentação descontínua em relação ao ciclo operacional (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). Os ativos erráticos são os valores disponíveis a curto prazo, como as contas caixa e aplicações financeiras. No caso dos passivos, são aqueles que não possuem renovação relacionada a operação e normalmente são fontes onerosas de recursos, estas contas correspondem aos empréstimos de curto prazo.

2.3 Principais indicadores

A nova interpretação, proposta por Fleuriet, impacta na definição do capital de giro. Além disso, permite a criação de novos conceitos, como a Necessidade do Capital de Giro e Saldo de Tesouraria. Esses são os principais indicadores e a partir deles são observadas outras formas de avaliar a liquidez.

2.3.1 Necessidade de capital de giro

A necessidade do capital de giro é a diferença entre os ativos cíclicos (AC_i) e os passivos cíclicos (PC_i). Portanto, pode ser calculada através da seguinte fórmula (FLEURIET; ZEIDAN, 2015):

$$NCG = AC_i - PC_i$$

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) positiva indica que uma parte dos ativos cíclicos deverá ser financiada por passivos de outra natureza. Ainda que menos comum, a NCG pode ser negativa, quando isso acontecer, ela deve ser interpretada como uma fonte de recursos. Visto que nessa ocasião, os passivos cíclicos, que são fontes de financiamento não onerosas, conseguem financiar outros tipos de ativos da empresa.

2.3.2 Capital de giro

No modelo dinâmico, o capital de giro é definido pelas contas de longo prazo do balanço patrimonial, ativo não cíclico (ANC_i) e passivo não cíclico (PNC_i) (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). A nova definição faz do capital de giro uma fonte permanente de fundos, que deve ser usada para financiar a NCG, se necessário. O CDG é calculado através da fórmula:

$$CDG = PNC_i - ANC_i$$

Quando o capital de giro assumir valores maiores que zero, significa que os recursos de longo prazo superam as aplicações de longo prazo. Nesse caso, é possível financiar a necessidade de capital de giro com esses recursos. Se o CDG for menor que zero, as aplicações de longo prazo superam os recursos de longo prazo e parte dos investimentos de longo prazo é financiada através dos recursos de curto prazo ou pela necessidade de capital de giro negativa.

2.3.3 Saldo de Tesouraria

O Saldo de Tesouraria (ST) mede a diferença entre o CDG e a NCG, e pode ser calculado através dessa definição, com foco no capital de giro (ROSS et al., 2015):

$$ST = CDG - NCG$$

Quando o ST for positivo, os ativos de longo prazo e necessidades operacionais da empresa não precisam ser financiados pelos passivos onerosos de curto prazo. Quando for negativo, a empresa depende desses passivos, seja para financiamento da NCG ou CDG.

Existe uma situação destacada por diversos autores, relacionada ao saldo de tesouraria, conhecida como efeito tesoura (FLEURIET; ZEIDAN, 2015; ROSS et al; 2010; SILVA; MENDONÇA; ALMEIDA, 2015). O efeito tesoura acontece, se ao longo dos anos analisados, for registrado crescimento da NCG em relação ao CDG. Quando esse descompasso ocorre, revela a incapacidade dos recursos de longo prazo para financiar a continuidade da operação, o que torna a empresa dependente da renovação dos passivos erráticos.

2.3.4 Índice de Liquidez Real

O índice de liquidez real reflete a diferença entre o CDG e a NCG. Porque mostra se os recursos de longo prazo da empresa são suficientes para financiar o ativo de longo prazo e as necessidades operacionais, ele é definido por (FLEURIET; ZEIDAN, 2015):

$$ILR = \frac{\text{Fontes de Longo Prazo}}{\text{Ativo Não Circulante} + NCG}$$

Quando o ILR for menor que 1, as empresas utilizam empréstimos de curto prazo para financiar as suas operações. Logo, o ideal para reduzir o risco de liquidez, é que o índice seja no mínimo igual a um. Visto que se o índice assumir valores mais baixos, significa que os recursos de longo prazo são insuficientes, e “a empresa está usando recursos de curto prazo para financiar investimentos de longo prazo” (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p.158). O que pode representar problemas financeiros, caso não ocorra a renovação dos empréstimos de curto prazo. Por esses motivos, deve ser analisado se o índice é próximo ao valor de referência e a evolução.

Contudo, é importante ressaltar que a contratação de fontes onerosas de curto prazo para financiamento da NCG, ainda que aumente o risco, não representará necessariamente problemas financeiros. Algumas empresas, por terem grande possibilidade de renovação de

empréstimos, optam pelos que oferecem as melhores condições, ainda que sejam de curto prazo, e ao utilizar esse tipo de recurso, apresentam maior lucratividade.

Por exemplo, a Natura, em 2012, não apresentava fontes de longo prazo para financiar parte da NCG. Entretanto, não teve grandes problemas financeiros, pois apresentava lucro que compensava os riscos provenientes da estrutura de balanço (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). Assim, para saber o impacto gerado pelo saldo de tesouraria negativo, é necessário considerar além da estrutura, o contexto da empresa. É importante atentar se está listada na bolsa de valores, se gera lucro, o ramo de atuação e acesso a linhas de crédito. Visto que esses fatores podem reduzir a importância ou justificar o Saldo de Tesouraria negativo.

2.4 Outros índices

Marion (2018) afirma que a análise não deve ser baseada apenas no aspecto da liquidez. Inclusive, o autor argumenta que a liquidez, rentabilidade e endividamento são cruciais para as decisões do gestor. O uso de outros índices, nesse trabalho, permite também a comparação com estudos anteriores, visto que Silva, Mendonça e Almeida (2018) e Guariglia (2019) analisam a lucratividade.

2.4.1 Análise da lucratividade

O lucro pode estar associado ao risco de liquidez, como uma estratégia arriscada de financiamento. Sobre isso, Fleuriet e Zeidan (2015, p.181) argumentam que “Algumas empresas podem absorver mais riscos ou ter menor liquidez, enquanto outras são mais lucrativas se forem mais líquidas”. Logo, justifica-se a análise da lucratividade, por meio das margens bruta, líquida e operacional.

Quadro 2 – Índices de Lucratividade

Índices	Sigla	Fórmula	Conceito
Margem Bruta	MB	$\frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita O. Líquida}}$	Indica o percentual restante de vendas após o pagamento do custo das mercadorias vendidas.
Margem Operacional	MO	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita O. Líquida}}$	Mede o lucro decorrente da atividade operacional. Antes dos pagamentos dos juros e IR.
Margem Líquida	ML	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita O. Líquida}}$	Mede a margem de lucro final, ou seja, após os efeitos dos juros e imposto de renda.

Fonte: Idícbus (2017) e Silva, Mendonça e Almeida (2018)

2.4.2 Análise do endividamento

O endividamento também se relaciona com a situação financeira da empresa. Sobre o assunto, é possível argumentar que:

Deve-se reconhecer que a escolha entre financiamento de curto prazo ou de longo prazo está associada às oportunidades de financiamento a baixo custo. Uma empresa com acesso a eventuais fontes de baixo custo poderia apresentar maior endividamento de curto prazo. Para essa empresa, isso não seria um sintoma de dificuldades financeiras. Entretanto, é preciso prestar atenção à evolução desse endividamento. (ROSS et al., 2015, p.959)

Desse modo, é importante a análise do endividamento e risco de inadimplência, realizada por meio do índice de cobertura de juros e da razão EBITDA/ dívida líquida.

A tabela a seguir apresenta os índices utilizados para avaliar endividamento e inadimplência. No conceito são incluídos os valores comumente utilizados como referência pelo mercado.

Quadro 3 – Índices de Endividamento

Índices	Sigla	Fórmula	Conceito
Índice de Cobertura de Juros	ICJ	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Despesas financeiras}}$	Relaciona o potencial de geração caixa com os encargos gerados pela dívida. Se menor que 1, o potencial de caixa não cobre as despesas financeiras da dívida.
Dívida líquida sobre EBTIDA	DL/ EBTIDA	$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$	O número de períodos necessários para amortizar a dívida líquida. Se for maior que 3, o mercado considera o índice elevado.

Fonte: Idícibus (2017) e Silva, Mendonça e Almeida (2018)

2.5 Estudos Anteriores

Alguns estudos, reconhecendo as críticas feitas aos índices tradicionais liquidez, utilizam os principais índices do modelo dinâmico (Capital de Giro, Necessidade de Capital de Giro e Saldo de tesouraria). Entre eles, existem os que enfatizam os setores e nacionalidades ao invés das empresas. Neves Jr. Et al. (2011), utilizando exclusivamente esses índices, analisaram 45 empresas brasileiras de 9 setores, e observam que 67% delas possuem “risco comprometedor (insatisfatórias, alto risco, muito ruins ou péssimas)”.

Bahury (2008) fez o mesmo tipo de estudo para empresas Argentinas, Brasileiras, Chilenas e Mexicanas de energia e tecnologia e incluiu os índices de liquidez tradicionais. O trabalho mostra que no grupo de empresas argentinas, a maioria apresenta situação de liquidez inadequada de acordo com os dois tipos de índices. Observa-se que as conclusões obtidas, nesse tipo de trabalho, são gerais e nos casos citados não identificaram situações específicas que implicaram em recomendações para as empresas. O que mostra que uma explicação mais eficiente da situação financeira das empresas requer o conhecimento do contexto em que elas estão inseridas.

Nesse sentido, o trabalho de Silva, Mendonça e Almeida (2018) se direciona especificamente ao segmento de telefonia móvel. Os autores contextualizam a situação das empresas Oi e Telefônica entre 2012 e 2016. Por meio do cálculo de índices de lucratividade (margem bruta, líquida e operacional) e liquidez, afirmam que a Telefônica consegue manter a rentabilidade, ainda que apresente ST decrescente e negativo em 2016. A Oi, além da margem líquida negativa desde 2014, apresentou ST negativo em 2013, 2014 e 2016. Dessa forma, a diferença entre as duas companhias ocorre quando analisada a magnitude do ST e índices de lucratividade. Segundo o autor, o resultado da análise elaborada justifica o plano de recuperação judicial da Oi em 2016.

Guariglia (2019) reforça os resultados encontrados por Silva; Mendonça e Almeida (2018). O autor analisa a evolução dos indicadores do modelo dinâmico (CDG, NCG e ST) e índices de lucratividade (margem bruta e operacional) entre 2008 e 2017. Observa-se que o ST era positivo entre os anos de 2008 e 2012. Assim, durante cinco anos a empresa não teve dificuldade em financiar suas necessidades operacionais com recursos de longo prazo. Quanto a lucratividade, observa-se a queda da margem operacional e da margem bruta a partir de 2013. Ainda que o autor não estabeleça uma relação, nesse mesmo ano ocorreu a conturbada fusão com a Portugal Telecom.

Esses trabalhos conseguem ter uma visão mais ampla da situação financeira das empresas do segmento de telefonia, no entanto, não consideram os índices relacionados ao endividamento. Para Marion (2018), os índices dos grupos de liquidez, endividamento e rentabilidade seriam fundamentais para análise. Assim, o uso apenas de grupo de indicadores isolados pode levar a conclusões equivocadas. Baseada apenas nos índices de liquidez, Ichikawa (2014) afirma que empresas que apresentam NCG positiva e CDG negativa estariam necessariamente próximas a falência. Contudo, o exemplo da Natura, mostra que não.

Assim, são importantes os artigos de Cavalcanti; Longuini (2016) e Ozório (2015) por utilizarem todos os grupos de indicadores recomendados. Embora voltados para o ramo de

siderurgia e setor elétrico, respectivamente, esses autores consideram maior número de empresas dentro do mesmo segmento, incluem os principais índices de liquidez no modelo dinâmico e calculam índices de rentabilidade e endividamento. Por esses motivos, a metodologia desses artigos foi considerada.

3 METODOLOGIA

Uma pesquisa pode ser classificada relação aos objetivos, procedimentos técnicos e a forma de abordagem. Essa pesquisa teve como finalidade descrever e avaliar a situação financeira das empresas. Assim, quanto aos objetivos, ela é caracterizada como descritiva; e quanto a forma de abordagem, é caracterizada como qualitativa. Em relação aos procedimentos técnicos, por abordar as principais companhias do setor, pode ser enquadrada como um estudo de caso.

Primeiramente, foi realizada a revisão bibliográfica sobre análise financeira e devido as limitações dos índices de liquidez tradicionais, optou-se por utilizar os índices de liquidez do modelo Fleuriet; lucratividade e endividamento. Foram selecionados os índices mais recorrentes na literatura sobre modelo Fleuriet, o CDG, NCG e ST, e para facilitar a comparação entre as empresas em relação ao ST, foi utilizado o ILR. Os índices de lucratividades utilizados foram a margem bruta; líquida e operacional, esses indicadores estão presentes em Silva; Mendonça e Almeida (2018). Para a análise de endividamento e inadimplência foram utilizados os índices de cobertura de juros e dívida líquida sobre EBTIDA (Ozório ,2015).

A importância da análise financeira, relevância das operadoras e a atual situação financeira da Oi motivaram a análise das empresas do segmento de telefonia móvel. Com o objetivo de comparação, foi escolhido um número maior de empresas em relação aos trabalhos identificados destinados a esse segmento. Assim, foram selecionadas as empresas Claro SA, OI S.A., Telefônica Brasil S.A. e Tim SA. O período de análise, 2016 a 2019, permitirá a atualização de alguns indicadores.

No final do ano de 2020, a Oi iniciou a venda seus ativos móveis para um consorcio formado pela Claro, Tim e Telefônica². Ainda assim, o trabalho optou por incluí-la na pesquisa, visto que durante o período analisado, a empresa fazia parte do segmento de telefonia móvel. Além disso, o estudo poderá futuramente ser utilizado para responder se houve melhora no desempenho financeiro após essa operação.

Feitas essas definições, foram pesquisadas informações relevantes sobre as empresas. Em seguida, foram utilizadas as demonstrações financeiras padronizadas (balanço patrimonial; Demonstração do resultado e Relatório da Administração), acessados através site da CVM.

² Como exposto em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/oi-vende-ativos-moveis-por-r-165-bi-para-vivo-tim-claro-e-da-importante-passo-para-sair-da-recuperacao-judicial-confira-a-linha-do-tempo/>

Após a coleta dos dados, foram registrados alguns fatores que mais impactaram o setor, por meio do relatório; Reorganizados os balanços patrimoniais e calculados os indicadores do modelo Fleuriet; e a partir dos dados da Demonstração do resultado, foram calculados os indicadores de endividamento e lucratividade, apresentados na parte do referencial teórico. Assim, puderam ser analisados os resultados de forma comparativa e, a partir deles, foram elaboradas as considerações finais.

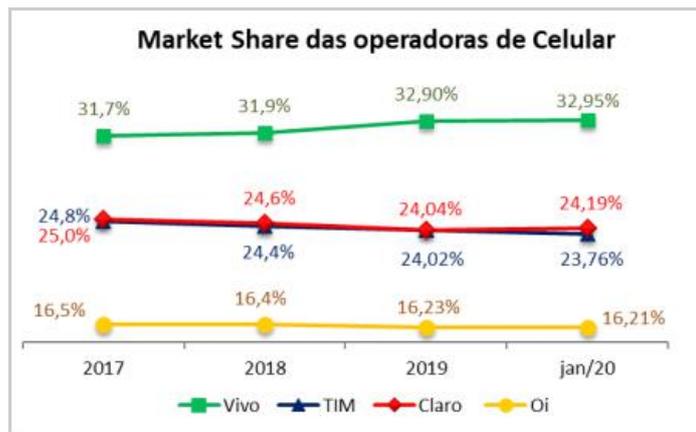
4 RESULTADOS

O capítulo apresenta, de forma breve, as empresas estudadas. Essas informações estão contidas nos sites das empresas. Em seguida, são apresentados os resultados obtidos para os cálculos dos índices do modelo dinâmico, lucratividade e endividamento.

4.1 Segmento de Telefonia Móvel

O setor de telecomunicações, desde o surgimento, passou por diversas transformações. Pode-se destacar a substituição dos telefones fixos pelos móveis. Em 2018, existiam “235,5 milhões de linhas de celular ativas (mais do que os 208,5 milhões de brasileiros) e 40,8 milhões de linhas de telefonia fixa” (WARTH, 2018). Atualmente, os usuários desse serviço são atendidos por quatro grandes empresas, que juntas representam 98% do mercado.

Gráfico 1 – Market Share das Operadoras de Celular



Fonte: TELECO Consultoria

Mesmo que sejam grandes, essas empresas também são afetadas pelo ambiente no qual estão inseridas. Os relatórios de administração das empresas mostram diversos fatores que impactaram o setor de telecomunicações. Durante o período analisado, o impeachment do Presidente da República e a incerteza sobre as diretrizes econômicas do próximo governo geraram instabilidade. Além disso, a manutenção do alto índice de desemprego e condições de crédito pouco favoráveis reduziram o consumo das famílias.

Esse contexto impulsionou o acirramento da concorrência. Com objetivo de ampliar a base de clientes, as empresas disputaram através dos preços. O que até certo ponto, se tornou

um empecilho para o repasse dos custos e pressionou a margem. Em contrapartida, ocorreu o aumento da migração dos planos pré-pagos para pós-pagos. Esse tipo de fidelização é benéfico, porque tende a aumentar a recorrência das receitas.

Ainda assim, cenários econômicos adversos podem afetar diretamente a concessão de crédito para as empresas. Além disso, podem impactar nas vendas, prazo concedidos por fornecedores e dificultar novos investimentos. Diante do exposto, é ainda mais importante o conhecimento e acompanhamento dos índices, com o objetivo de identificar possíveis melhorias na forma como a empresa capta e aplica seus recursos.

4.1.1 Claro

A Claro Telecom Participações S.A, controlada pela empresa mexicana América Móvil, foi inicialmente constituída através da união de diversas empresas, entre elas a ATL, Tess, BCP Nordeste, Claro Digital e Americel, oficializada em 2003. A unificação desses grupos, resultou, no ano de 2005, em 18,6 milhões de clientes atendidos pela mesma marca. A empresa também buscou ampliar sua cobertura. Atualmente, a Claro está presente em quase 3800 cidades.

Nos últimos anos, a empresa tem trabalhado na maior consolidação da marca Claro. Recentemente, a Net, adquirida pela Claro, desde 2015, foi finalizada como marca e teve seus portais substituídos por endereços da Claro. A companhia está tentando também fortalecer a posição no mercado. Em 2019, foi concluída a compra da Nextel pelo grupo Claro.

4.1.2 OI S.A

A empresa Oi surge em 2002, através da unificação das 16 empresas: a TELEMIG, a TELERJ, a TELEST, a TELERGIPE, a TELASA, a TELPE, a TELPA, a TELERN, a TELECEARÁ, a TELEPISA, a TELMA, a TELEPARÁ, a TELAMAZON, a TELEAMAPÁ, a TELAIMA e a TELEBAHIA (MONTENEGRO, 2011). O crescimento ao longo dos anos aconteceu, principalmente, por meio de aquisições, inclusive de empresas bastante endividadas, o que pode ter influenciado no atual momento da Oi.

Em junho de 2016, a Oi iniciou seu pedido de recuperação judicial, que teve grande destaque por ser o maior do Brasil. As dívidas atingiam o valor de 65,4 bilhões de reais. Em

2017, o plano foi aprovado, contudo não houve o fim das dificuldades financeiras da empresa. O que resultou na venda de alguns ativos na tentativa de melhorar a situação do caixa.

São apontadas algumas justificativas para o declínio da empresa Oi. São citadas a aquisição de empresas que não tinham como pagar seus credores e o desejo do governo Lula de criar uma supertele nacional. Em 2003, quando ainda era chamada de Telemar, ao comprar a TNL, a companhia adquiriu também 4,7 bilhões em dívidas. A situação piorou em 2009, devido a aquisição da Brasil Telecon pela Oi, para que assim conseguisse atingir a todo o território nacional. A aquisição não era permitida pela legislação, pois seriam duas concessionárias de telefonia fixa com o mesmo controlador, mas se tornou possível via decreto emitido pelo governo. Como consequência, uniram-se duas empresas bastante endividadas. Outras decisões equivocadas, como a fusão com a Portugal Telecom, arriscaram a sustentabilidade do negócio.

A fusão com a Portugal Telecom, poderia ter ajudado a Oi a ter maior representatividade dentro e fora do Brasil, mas não foi o que aconteceu. Durante a fusão, em abril de 2013, a Portugal Telecom comprou 897 milhões de euros de papéis do Banco português Espírito Santo, sem que os sócios brasileiros soubessem. O banco, por sua vez, declarou a incapacidade de pagar a dívida dentro do período estipulado. As complicações financeiras, derivadas da fusão acentuaram o endividamento da Oi.³

4.1.3 TELEFÔNICA BRASIL S.A (VIVO)

A empresa tem origem na constituição de uma joint venture entre a empresa espanhola Telefônica e a Portugal Telecon. O objetivo era criar uma empresa líder em operações de telefonia celular. Dessa forma, a empresa reuniu os ativos da Portugal Telecon e da Telefônica, que havia adquirido na década de 90, parte importante da Telebrás: a Telesp Celular, Global Telecom Santa Catarina e Paraná), Tele Sudeste Celular (Rio de Janeiro e Espírito Santo), CRT Celular (Rio Grande do Sul) e Tele Leste Celular (Bahia e Sergipe) (AGÊNCIA ESTADO, 2002).

A união entre as duas empresas, que juntas formavam a Vivo, encerra em 2010, quando a Telefônica compra a participação da Portugal Telecon. Consequentemente, a Telefônica se

³ Como exposto em: <https://epoca.globo.com/tempo/noticia/2016/06/trajetoria-da-oi-do-posto-de-supertele-ruina-financeira.html>.

tornou controladora da vivo e pode integrar as operações de telefonia fixa com a telefonia móvel.

Atualmente, é a empresa líder no serviço móvel pessoal. Além disso, parece ter boas perspectivas. No início de 2018, a Telefônica, controladora da Vivo, declarou a intenção de investir 24 bilhões, até o final de 2020, para a expansão e melhoria da qualidade das redes móvel e fixa. Assim, diante de um cenário mais competitivo, a empresa tem feito esforços para manter a sua posição no mercado.

4.1.4 TIM Participações S.A

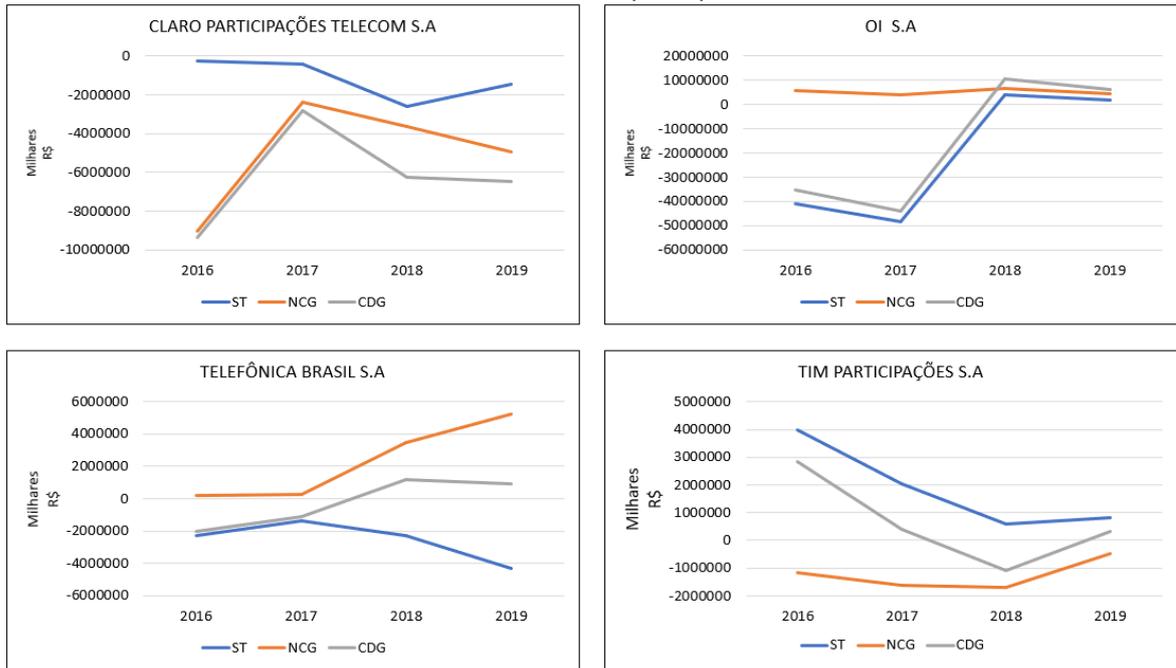
Algumas empresas do sistema Telebrás foram agrupadas durante o processo de privatização formando a Tele Celular Sul e Tele Nordeste Celular. Essas foram, em 1998, adquiridas pelo consórcio formado pela UGB Participações Ltda. ("UGB") e pela Bitel Participações S.A. ("Bitel"). Um ano depois, a UGB vendeu a participação acionária para a Bitel, e a companhia passou a ser controlada pela Telecom Italia Mobile ("TIM").

Em 2002, a Tim foi a primeira operadora a atuar em todos os estados brasileiros. Atualmente, possui a cobertura mais ampla de 4G no Brasil. De acordo com o site da empresa, os principais serviços oferecidos são os planos para celulares e de internet. Entre 2018 a 2020, a empresa espera investir 12 bilhões de reais. Algumas das possíveis justificativas são EBTIDA satisfatório e perspectiva de crescimento. Parte desse valor, deve ser dedicada a modernização no sistema de internet fixa e telefonia móvel, ampliação da internet de fibra ótica e da rede 4g.

4.2 Índices do Modelo Fleuriet

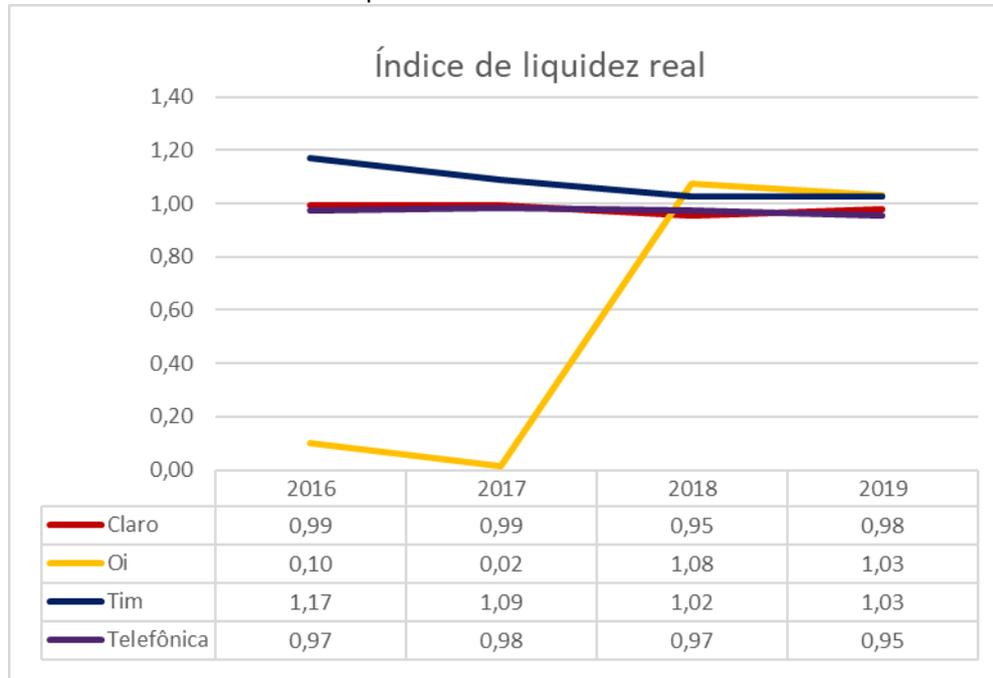
As empresas tiveram grande variação em relação aos valores do capital de giro, necessidade de capital de giro e saldo de tesouraria. No entanto, todas as empresas, exceto a Oi, apresentaram índice de liquidez real próximo a 1, em todos os anos analisados, como pode ser visualizado nos gráficos a seguir:

Gráfico 2 – Modelo dinâmico e suas variáveis principais entre os anos 2016 E 2019



Fonte: Cálculos da Autora baseado nos dados da CVM

Gráfico 3 – Índice de Liquidez Real entre os anos 2016 e 2019



Fonte: Cálculos da autora baseados nos dados da CVM

- Claro

É possível verificar que o CDG representou uma aplicação de recursos, e a NCG, por ser negativa, uma fonte de fundos. Ainda assim, a NCG não foi capaz de financiar completamente o CDG em nenhum dos anos, principalmente em 2018, quando a empresa apresenta o menor ST. Conseqüentemente, nesse ano, apresenta também, o menor ILR do período. Em 2019, houve o crescimento desse indicador, no entanto, não atingiu o mesmo nível dos anos de 2016 e 2017.

- Oi

Nos anos de 2016 e 2017, a Oi apresentou o CDG negativo e NCG positiva, assim, ambos tiveram que ser financiados por recursos de curto prazo. No entanto, em 2018 e 2019, após o processo de recuperação judicial, houve o aumento das fontes de longo prazo, mudando a estrutura de balanço da empresa. Essa mudança afetou de forma positiva o índice de liquidez real.

- Telefônica

A telefônica e a Oi em 2016 e 2017 mantiveram a estrutura de balanço, apresentando, portanto, o CDG negativo e NCG positiva. Mas, em 2018 e 2019, no caso da telefônica, o crescimento do CDG não foi suficiente para financiar a NCG. É importante ressaltar que o menor ST apresentado pela Oi é inferior em 10 vezes ao ST da Telefônica em 2019, o ILR reflete essa diferença.

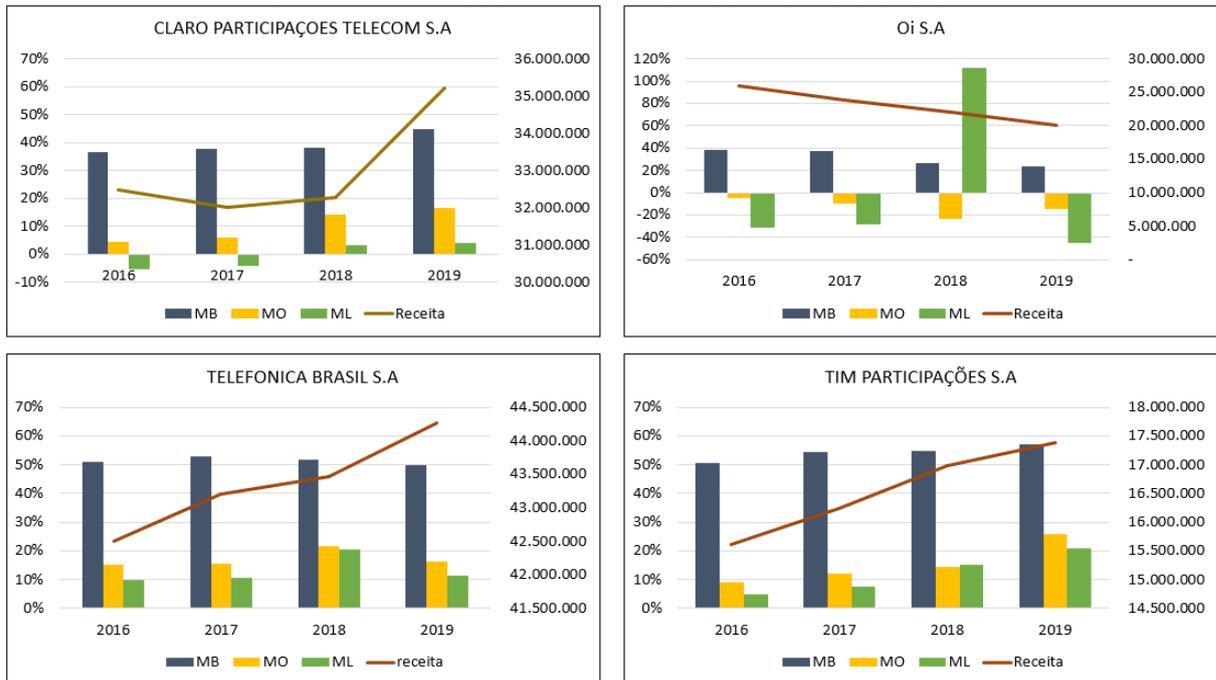
- Tim

Em relação a Tim, é possível observar o decréscimo do saldo de tesouraria ao longo dos anos analisados. O que é justificado principalmente pela redução, durante o período, em 88% do uso de empréstimos e financiamentos de longo prazo e pelo aumento em aproximadamente em 30% do ativo não circulante. No entanto, a empresa ainda mantém a sua capacidade de autofinanciamento, e o seu índice de liquidez real superior a 1.

4.3 Lucratividade

Em relação a lucratividade, todas as empresas, exceto a Oi, mantiveram a margem operacional positiva e geraram maior receita ao final do período analisado, como pode ser visto nos gráficos a seguir:

Gráfico 4 – Índices de lucratividade entre os anos 2016 e 2019



Fonte: Cálculos da autora baseados nos dados da CVM

- Claro

A Claro em 2018 e 2019, apresentou melhor desempenho, em relação a receita e margens de 2016 e 2017. Contudo, de forma diferente do que ocorre com a Tim e Telefônica, o excesso de despesas financeiras afeta significativamente o lucro líquido da empresa. Por esse motivo, a margem líquida não acompanha o crescimento da receita.

- Oi

Em relação a Oi, observa-se a queda da receita, e margens operacional e líquida negativa em todos os anos analisados. A exceção ocorre em 2018, quando as receitas financeiras tornaram a margem líquida positiva. No entanto, as receitas financeiras tendem a ser menos

recorrentes do que as receitas geradas pela operação, e por isso, o resultado não se repete no ano seguinte.

- Telefônica

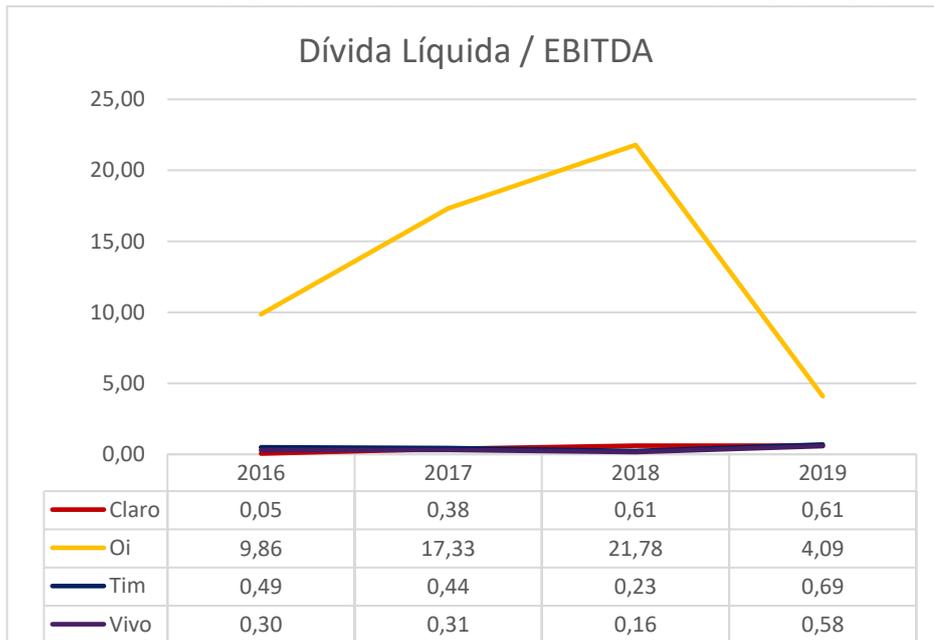
Além do aumento da receita, a Telefônica manteve margens satisfatórias, quando comparadas as outras empresas do setor. Vale destacar que aumento da receita operacional, entre outros fatores, é justificado pelas “maiores receitas de dados e serviços digitais móveis”, que ocorre em todos os anos do período analisado.

- Tim

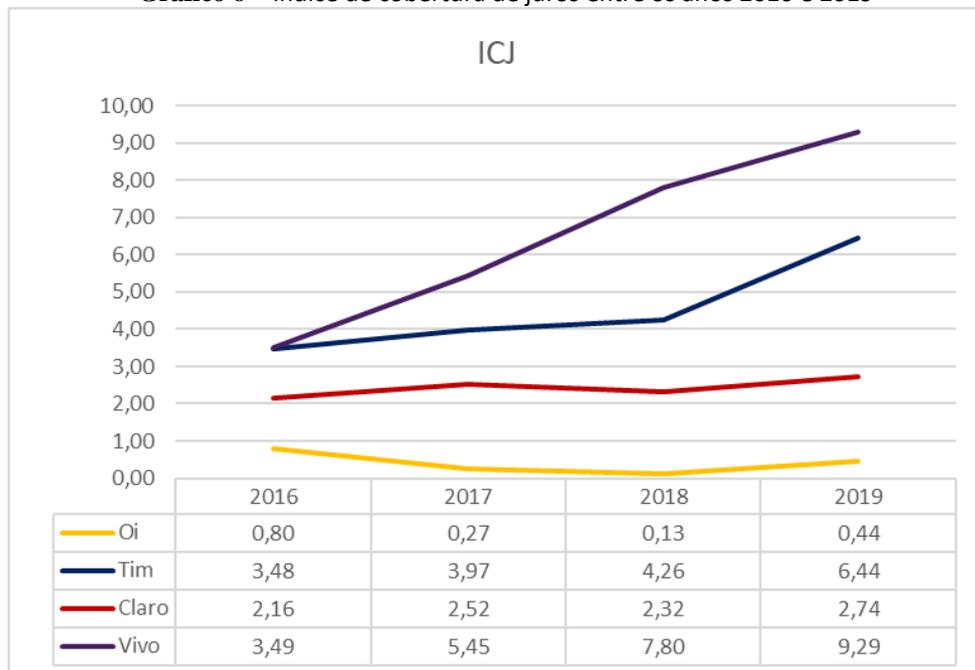
A receita da Tim cresceu em 11% durante o período. Além disso, houve aumento das margens, em especial a operacional, justificada principalmente pela redução dos custos operacionais em relação a receita, portanto diz-se que houve uma melhora na eficiência operacional da empresa. A proximidade entre a margem operacional e a margem líquida mostra que as despesas financeiras não afetam demasiadamente o lucro da empresa.

4.4 Índices de endividamento e inadimplência

Em relação aos índices de endividamento e inadimplência, é possível visualizar que todas as empresas, exceto a Oi, mantiveram resultados dentro do valor de referência estabelecido.

Gráfico 5 – Índice de endividamento entre os anos 2016 e 2019

Fonte: Cálculos da autora baseados nos dados da CVM

Gráfico 6 – Índice de cobertura de juros entre os anos 2016 e 2019

Fonte: Cálculos da autora baseados nos dados da CVM

- Claro

A Claro conseguiu manter os índices de endividamento e capacidade de pagamento dentro dos padrões esperados. No entanto, atenta-se ao fato de que possui despesas financeiras

bastante elevadas, quando comparadas as da TIM e Telefônica, por esse, motivo mantém o ICJ mais próximo a 1.

- Oi

Observa-se, no caso da Oi a tendência de aumento da dívida líquida em relação ao EBITDA, entre 2016 e 2018. Após o plano de recuperação judicial, em 2019, é observada a queda do indicador, justificada principalmente pela redução de empréstimos e financiamentos de curto prazo. Contudo, o ICJ permanece inferior a 1, em todos os anos analisados, o que revela a incapacidade da empresa de arcar com as despesas financeiras.

- Telefônica

A Telefônica apresentou o crescimento em 29% do EBITDA, quando comparado ao início do período analisado, dessa forma, mesmo com aumento da dívida líquida não houve alteração significativa da relação EBITDA/Dívida Líquida. Além disso, a redução das despesas financeiras em aproximadamente 51%, em relação a 2016, fizeram com que a empresa mantivesse o maior ICJ do setor.

- Tim

A Tim apresentou o crescimento significativo do EBITDA, o que impactou de forma positiva nos indicadores de capacidade de pagamento e endividamento. Assim, a razão entre a dívida líquida e EBITDA é próxima a 0 e o ICJ é crescente e o segundo maior do setor.

4.5 Análise dos resultados

Através do cálculo e análise dos índices é possível verificar se as empresas operam com estrutura financeira semelhante; entender melhor as dificuldades financeiras da Oi e verificar a situação financeira das outras empresas, atingindo ao objetivo do trabalho.

As empresas analisadas operaram com estruturas financeiras significativamente diferentes. Contudo, é possível identificar algumas similaridades entre a Claro, Telefônica e

Tim. Ambas mantiveram o ILR próximo a 1 em todos os anos, índices adequados de endividamento e o aumento das margens e da receita.

Entre as particularidades, destaca-se a Tim. Por conseguir manter, ao mesmo tempo, uma boa situação de liquidez, bons índices de rentabilidade e endividamento entre os anos de 2016 e 2019. Dessa forma, a empresa gera potencial de caixa suficiente para cobrir os empréstimos e financiamentos; consegue financiamento derivado da operação, que tende a ser não oneroso; e gera lucro, que pode ser direcionado a novos investimentos ou distribuído entre os acionistas.

A Telefônica manteve o saldo de tesouraria negativo. Contudo, apresentou bom desempenho em relação as margens. Por ser grande, publicar informações confiáveis e gerar lucro, em condições normais, a empresa provavelmente não terá dificuldade em acessar fontes. Ainda assim, se ampliasse as fontes de longo prazo poderia reduzir o risco de liquidez. Além disso, poderia aumentar o passivo cíclico, visto que possui poder de mercado para tentar ampliar os prazos de pagamento com fornecedores.

Situação similar acontece com a Claro, que também possui ST negativo, mas a estrutura poderá não resultar em grandes problemas financeiros. Visto que, aumentou as margens, principalmente a margem operacional e a receita. Por isso, em certo aspecto, se assemelha ao caso da Telefônica, que mesmo com ST negativo, consegue continuar suas operações. No entanto, para Claro, diante dos outros resultados obtidos, inferiores aos da Telefônica, é mais importante reduzir as despesas financeiras e aumentar o capital de giro, o que pode ocorrer por meio da alteração das fontes de financiamento e renegociação prazos.

Os resultados indicam que a Oi terá dificuldades de se reestabelecer no mercado. Dado que apresentou o menor saldo de tesouraria em 2016 e 2017, ICJ menor que 1 e as menores margens do setor em todos os anos, exceto em 2018. Assim, o quadro apresentado justifica o recente plano reestruturação. Com a venda da Oi móvel e de outros ativos será possível continuar reduzindo o endividamento da empresa. Além disso, ao se concentrar em sua principal atividade atual, fibra ótica, é esperado o aumento da geração de lucro. Portanto, essas ações tenderiam a aumentar as margens e reduzir as dívidas, o que resultará em uma melhor condição financeira da empresa. É importante destacar que o aumento do ILR nos últimos anos reflete a maior utilização de empréstimos e financiamentos de longo prazo. Para essa empresa é mais importante ter o ST positivo, dada a menor capacidade de geração de caixa operacional, que reduz a possibilidade da renovação de empréstimos, principalmente durante períodos de restrição.

Alguns autores optam por analisar somente o CDG, NCG e ST e relacionar os resultados com problemas financeiros e falência, sem considerar outros fatores. Se essa forma de análise fosse realizada nesse trabalho, seria possível inferir que a situação financeira da Oi é sólida, por ter CDG para financiar a NCG, enquanto a da Telefônica é péssima, por usar fontes de curto prazo para financiar ativos cíclicos e não circulantes. No entanto, essa afirmação não é razoável quando analisados os outros indicadores (rentabilidade e ICJ). Portanto, além de responder as perguntas a que se propõe, os resultados reforçam a visão de Iudícibus (2017) de que os quocientes percam a significação quando analisados de forma isolada e de Ross et al. quando afirmam que o uso de fontes de curto prazo não indica necessariamente problemas financeiros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como finalidade a análise financeira das empresas pertencentes ao segmento de telefonia móvel entre 2016 e 2019. Por isso é justificada pela importância do tema para os usuários da contabilidade. Para realizar a análise, utilizou-se os índices do modelo dinâmico, lucratividade e endividamento. Quatro empresas foram analisadas através dos resultados dos índices. Os resultados encontrados sugeriram que a companhia Tim teve o melhor desempenho entre as empresas. A Telefônica e a Claro apresentaram saldo de tesouraria negativo, porém, não terão necessariamente problemas financeiros, devido a evolução dos outros indicadores. Por sua vez, os resultados da Oi apontam que será difícil recuperação. Nota-se que as estruturas financeiras dessas empresas possuem poucas similaridades. Devidos as diferentes características, puderam ser feitas recomendações específicas para cada uma.

Os resultados indicaram que a análise financeira não deve ser limitada aos índices de liquidez do modelo dinâmico, visto que pode gerar conclusões equivocadas. Além disso, verificou-se que de acordo com a situação das empresas, elas podem operar com menor saldo de tesouraria, sem que isso implique necessariamente em falência. No entanto, diante de um cenário econômico pouco favorável é importante que as empresas atentem a questão do financiamento.

REFERÊNCIAS

CAVALCANTI, Joyce Mariella Medeiros; LONGHINI, Tatielle Menolli. Modelo dinâmico e modelo tradicional para avaliação do capital de giro: um estudo de caso das empresas do setor de siderurgia listadas na bm&fbovespa durante o período de 2010 a 2014. *Revista de Administração de Roraima - RARR*, [S.l.], v. 6, n. 1, p. 90-113, aug. 2016. ISSN 2237-8057. Disponível em: <<https://revista.ufr.br/adminrr/article/view/3185>>. Acesso em: 14 apr. 2020. doi:<http://dx.doi.org/10.18227/2237-8057rarr.v6i1.3185>

Centro de estudos de mercado de capitais. Nota CEMEC 01 - Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento das empresas não financeiras. jul. 2017. disponível em: <http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/nota-cemec-06-2017.pdf>

FLEURIET, Michel; ZEIDAN, Rodrigo. **O Modelo Dinâmico de Gestão Financeira**. 1 ed. Rio de Janeiro: Alta Books Editora, 2015.

FERREIRA, Luis. **Análise Dinâmica da Gestão do Capital de Giro Como Fator de Sustentabilidade para o Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas: O Caso do APL do Setor de Turismo em Pernambuco**. Tese (mestrado em administração), Universidade Federal de Pernambuco. Recife, p. 261. 2015.

GUARIGLIA, Victor. **Análise da Saúde Financeira da Oi S.A. pela Ótica do Modelo Dinâmico de Capital de Giro. 2019**. Trabalho de conclusão de curso, Universidade Federal de Alfenas, Varginha, 2019.

HOPP, João Carlos; LEITE, Helio de Paula. **O mito da liquidez**. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, [S.l.], v. 29, n. 4, p. 63-69, out. 1989. ISSN 2178-938X. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/38876>>. Acesso em: 31 Mar. 2020.

IUDÍCIBUS, Sergio. **Análise de Balanços**. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

IUDÍCIBUS, Sérgio; MARION José Carlos. **Curso de Contabilidade para não Contadores**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Básica**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MESQUITA, Gustavo Bahury. **Gestão de capital de giro: uma aplicação do modelo Fleuriet a empresas argentinas, brasileiras, chilenas e mexicanas**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

MUSSA, Adriano; BARRETO, Eric. **Contabilidade Fundamental**. 2017. Notas de aula. LIT Saint Paul Escola de Negócios

ROSA, B. Raio-X da telefonia no Brasil. **O Globo**, 29 de jul. de 2018. Disponível em: <https://infograficos.oglobo.globo.com/economia/raio-x-da-telefonia-no-brasil.html?utm_source=Twitter&utm_medium=Social&utm_campaign=O%20Globo> Acesso em: 02 de dez. de 2019

OZÓRIO, Luiz de Magalhães. **Análise do Desempenho Econômico Financeiro de Distribuidoras de Energia Elétrica no Brasil**. Texto de Discussão do Setor Elétrico nº 66. GESEL-UFRJ. 2015

ROSS, S.A. et al. **Administração financeira**. 10a ed. Porto Alegre : AMGH, 2015.

Silva, A. F. S.; MENDONÇA, F. M.; ALMEIDA M. S. A eficiência dos modelos tradicional e Fleuriet de análise do capital de giro para detectar o risco de insolvência técnica. In: Simpósio de excelência em Gestão e Tecnologia, 2018, Rio De Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: AEDB, 2018.

ANEXO A – Índices do Modelo Fleuriet

		Índices do Modelo Fleuriet			
		2016	2017	2018	2019
	CDG	1.151.552	1.636.280	1.682.715	486.767
	NCG	3.975.380	2.017.214	603.444	821.398
	ST	-2.823.828	-380.934	1.079.271	-334.631
	CDG	-35.074.032	-44.143.859	10.624.025	6.157.364
	NCG	5.811.873	4.060.594	6.742.809	4.290.342
	ST	-40.885.905	-48.204.453	3.881.216	1.867.022
 	CDG	-5.811.873	-4.060.594	-6.742.809	-4.290.342
	NCG	-40.887.921	-48.206.470	3.879.198	1.865.003
	ST	35.076.048	44.145.876	-10.622.007	-6.155.345
	CDG	2.825.844	382.951	-1.077.253	336.650
	NCG	-1.151.552	-1.636.280	-1.682.715	-486.767
	ST	3.977.396	2.019.231	605.462	823.417

Fonte: Cálculos da autora baseados nos dados da CVM

ANEXO B – Índices de Lucratividade

		Índices de Lucratividade			
		2016	2017	2018	2019
	MB	36,79%	37,90%	38,16%	44,64%
	MO	4,36%	6,03%	14,22%	16,77%
	ML	-5,17%	-4,28%	3,26%	4,27%
	MB	38,39%	37,01%	26,66%	23,94%
	MO	-5,35%	-9,92%	-23,88%	-14,79%
	ML	-31,56%	-27,98%	111,58%	-45,17%
 	MB	51,01%	53,08%	51,62%	49,94%
	MO	14,98%	15,35%	21,74%	16,30%
	ML	9,61%	10,67%	20,54%	11,30%
	MB	50,74%	54,41%	54,65%	57,22%
	MO	9,12%	11,91%	14,24%	25,98%
	ML	4,81%	7,60%	14,99%	20,84%

Fonte: Cálculos da autora baseados nos dados da CVM