

Serviços técnicos que compõem o Serviço B para a avaliação, estruturação e implementação de projeto de participação da iniciativa privada para administração e exploração do Porto Organizado de Santos e do Porto Organizado de São Sebastião.

Nº DOCUMENTO CONSÓRCIO:**ECOF003 – Relatório Final de
Avaliação Econômico Financeira
CDSS_RevI****PORTO DE SÃO SEBASTIÃO/CDSS****ETAPA 02 – FASE 01****RELATÓRIO FINAL DE AVALIAÇÃO ECONÔMICO
FINANCEIRA SÃO SEBASTIÃO**

REVISÃO I

FOLHA
01/22

REV.	DATA	POR	VER.	APR.	TE	DESCRIÇÃO DAS REVISÕES
A	28/03/21	TB	PV	RM	B	EMISSÃO INICIAL
B	05/04/21	TB	PV	RM	B	REVISÃO COM BASE NOS COMENTÁRIOS DO BNDES
C	19/04/21	TB	PV	RM	B	REVISÃO COM BASE NOS COMENTÁRIOS DO BNDES
D	21/04/21	TB	PV	RM	B	REVISÃO COM BASE NOS COMENTÁRIOS DO BNDES
E	22/04/21	TB	PV	RM	B	REVISÃO COM BASE NOS COMENTÁRIOS DO BNDES
F	15/06/21	TB	PV	RM	B	REVISÃO COM BASE NOS COMENTÁRIOS DO BNDES E MINFRA
G	28/06/21	TB	PV	RM	B	REVISÃO COM BASE NOS COMENTÁRIOS DO BNDES
I	23/07/2021	TB	PV	RM	B	REVISÃO DO IPTU
J	08/10/2021	TB	PV	RM	B	Mudança na forma de pagamento da outorga e zerado reembolso dos estudos, conforme definições da Etapa 3
TE – TIPO DE EMISSÃO						
(A) PRELIMINAR					(E) PARA CONSTRUÇÃO	
(B) PARA APROVAÇÃO					(F) PARA COTAÇÃO	
(C) PARA REVISÃO / COMENTADA PARA REVISÃO					(G) CONFORME CONSTRUÍDO	
(D) APROVADA / PARA CONHECIMENTO					(H) CANCELADO	

SUMÁRIO

1	OBJETIVO	3
2	INTRODUÇÃO	4
3	METODOLOGIA	4
4	PRINCIPAIS PREMISSAS	4
5	DEFINIÇÕES	5
6	PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA	5
6.1	Premissas	5
6.1.1	Premissas Gerais	5
6.1.4	Tributos.....	8
6.1.5	Receitas.....	9
6.1.6	Custos e Despesas	10
6.1.7	Investimentos	12
6.1.8	Capital de Giro.....	13
6.2	Resultados e Indicadores	13
6.2.1	Fluxo de Caixa.....	13
6.2.2	Principais Indicadores do Fluxo de Caixa	14
6.2.3	Resultados e Indicadores por Tabela.....	15
6.3	Análise de Sensibilidade	16
7	CONCLUSÃO	18
7.1	Valor do Ativo.....	18
7.2	Ressalvas	18
8	ANEXOS	19

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Premissas Macroeconômicas	7
Figura 2 WACC Setor Portos - Fonte: Nota Conjunta.....	8
Figura 3 Projeção de Receita Anual Bruta Durante Período de Concessão (real).....	9
Figura 4 FCFF em milhares de reais (real).....	14
Figura 5 FCFF Acumulado em milhares de reais (real)	14
Figura 6 Margens EBITDA e Líquida	14
Figura 7 Margem EBITDA por Tabela	15
Figura 8 <i>Share</i> de Receitas por Tabela	16
Figura 9 Sensibilidade do VPL por Taxa de Desconto (real)	16
Figura 10 Sensibilidade do VPL por Prazo de Concessão	17
Figura 11 Sensibilidade do VPL por Incremento de Receita	17
Figura 12 Sensibilidade do VPL por Variação no Opex	18

LISTA DE TABELAS

Tabela 6-1 Premissas Gerais	6
Tabela 6-2 WACC adotado	8
Tabela 6-3 Alíquotas Tributos	9
Tabela 6-4 EAP de Custos e Despesas	10
Tabela 6-5 Outorga Vairável e Verba de Fiscalização	11
Tabela 6-6 Custos Pré Operacionais.....	12
Tabela 6-7 Premissas de Capital de Giro	13
Tabela 6-8 Indicadores Financeiros	15

1 OBJETIVO

Em 11 de setembro de 2020 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) contratou o Consórcio DAGNL (“Consórcio”), por meio do Contrato OCS nº 195/2020 (“Contrato”), cujo objeto é o estudo da desestatização dos portos de Santos e de São Sebastião.

Em atendimento ao item 3.2.10 do Anexo I ao Contrato, referente à Avaliação Econômico-Financeira, o Consórcio vem, por meio deste, apresentar o Relatório Final de Projeções da Avaliação Econômico-Financeira do Porto de São Sebastião.

O objetivo deste relatório final é consolidar grande parte dos trabalhos realizados até aqui pelas demais frentes, bem como as discussões realizadas sobre a versão preliminar do relatório a fim de valorar o direito à exploração das atividades da autoridade portuária de São Sebastião. Os *outputs* deste relatório devem subsidiar os trabalhos ainda em desenvolvimento, em especial o relativo à Modelagem de Desestatização, item 3.2.11 do Anexo I ao Contrato.

2 INTRODUÇÃO

A programação para desenvolvimento das atividades da Frente de Avaliação Econômico-Financeira foi dividida em dois entregáveis, o relatório preliminar e o relatório final.

O relatório preliminar cobriu a maior parte do escopo previsto e é um marco para uma primeira avaliação consolidada dos parâmetros desenvolvidos pelas outras frentes (receitas, custos, despesas e condições de exploração).

Já o relatório final apresenta premissas revisadas em razão dos resultados apresentados no relatório preliminar bem como definições quanto à obrigação do investidor privado, fruto de discussões e alinhamento de interesses entre os vários *stakeholders* do projeto.

3 METODOLOGIA

Para a valoração do direito de exploração das atividades da autoridade portuária, foi utilizado o método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), baseado na projeção da geração de caixa desse ativo.

O fluxo de caixa foi modelado até o nível do Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF) e descontado a valor presente pela estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) do investidor.

O FCFF foi calculado pelo método indireto, ou seja, a partir da Demonstração do Resultado no Exercício (DRE) e ajustado pela variação nas contas do Balanço Patrimonial.

Para realização dos cálculos, foi elaborado modelo financeiro por meio de planilha eletrônica, disponível como anexo a este trabalho.

4 PRINCIPAIS PREMISSAS

Tendo em vista as discussões que vem sendo realizadas no âmbito do Serviço B do Contrato, considerou-se para modelagem financeira que a desestatização será feita por meio da licitação de concessão dos direitos de exploração do ativo pelo critério de maior valor de investimentos.

Modelou-se a possibilidade de pagamento de bonificação pela outorga de três formas distintas:

- i. Parcela fixa inicial a ser paga no mês anterior ao início da concessão;
- ii. Parcela fixa mensal; e
- iii. Parcela variável mensal proporcional à Receita Operacional Bruta (ROB).

O presente relatório **considerou todas as parcelas acima nulas**, por entender que o objetivo da desestatização é maximizar investimentos para o Porto de São Sebastião (Porto) em detrimento de remunerar o Poder Concedente.

Foi assumido como premissa que a nova concessão se inicie em **junho de 2022**, e que uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), recém constituída, assumira a função de autoridade portuária como nova concessionária. Dessa forma não são considerados nenhum tipo de passivo ou ativo prévios ao início da concessão.

Os documentos das demais frentes que alimentaram os valores aqui adotados foram:

- I. EM021_BNDES – Relatório Mercado CDSS_RevK, datado de 09 de junho de 2021 e produzido pela consorciada Garin Investimentos.
- II. TECOP002_RL-Relatório de Avaliação Técnico-Operacional CDSS_RevR, datado de 14 de julho de 2021 e produzido pela consorciada DTA Engenharia.

Os documentos acima listados produzidos pelo Consórcio estão todos disponíveis na pasta de registro de emissões oficiais da nuvem virtual para troca de documentos do projeto.

5 DEFINIÇÕES

- I. Valores monetários são apresentados em milhares de reais, exceto quando indicado de outra forma.
- II. Cenário Base: conjunto de projeções resultante do uso das premissas transcritas no capítulo de premissas deste trabalho no modelo financeiro. Exceto quando indicado em contrário, todos *outputs* apresentados referem-se a este cenário.

6 PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA

6.1 Premissas

6.1.1 Premissas Gerais

Segue premissas gerais adotadas:

Tabela 6-1 Premissas Gerais

Início da Concessão	jun/22
Prazo da Concessão (anos)	25
Último Mês da Concessão	mai/47

Com relação às datas, acredita-se ser possível iniciar tal concessão em junho de 2022, considerando a publicação do edital prevista para dezembro de 2021. É certo que revisões nestes prazos são possíveis no decorrer do processo, contudo tais alterações não impactam a avaliação de forma relevante.

Já com relação ao prazo da concessão, convencionalmente adota-se prazos entre 30 e 35 anos em projetos de infraestrutura. Entretanto o consórcio propôs para o Cenário Base prazo de 25 anos por entender que:

- i. No caso de do Porto de São Sebastião há pouca visibilidade de demanda por investimentos intensos que justifiquem um prazo mais longo para serem amortizados. Essa constatação vem dos estudos de mercado que indicaram falta de evidência para o Cenário Base de que haveria uma demanda reprimida que seria desencadeada por meio de investimentos em infraestrutura. Ainda assim o prazo de 25 anos é proposto para possibilitar a participação de empreendedores que busquem capturar novos clientes e alavancar novos negócios por meio da adoção de suas visões ao projeto não capturadas no Cenário Base.
- ii. Mitiga riscos de subvalorização do ativo nos estudos e antecipa uma eventual nova licitação do mesmo já dispondo de histórico qualificado da concessão anterior.
- iii. Conforme Figura 11 – Sensibilidade do VPL ao prazo de concessão, o ganho de ampliar em 5 anos a mais o prazo total é da ordem de R\$ 1,3 milhão, enquanto a perda em reduzir o prazo total em 5 anos é próxima a R\$ 2 milhões. Logo, o prazo proposto parece ser o mais eficiente sob a perspectiva de geração de valor.

Ainda assim, o relatório apresenta em 6.3 uma análise de sensibilidade com relação ao prazo da concessão.

6.1.2 Premissas Macroeconômicas

Para avaliação das premissas macroeconômicas nacionais foi utilizado o Boletim Focus de 30 de março de 2021¹, disponibilizado pelo Banco Central. Tais referências serão revistas conforme atualizações no estudo para a Consulta Pública e o EVTE.

Já com relação aos indicadores macroeconômicos utilizou-se o U.S. Bureau of Labor Statistics e a Bloomberg² para avaliação do da inflação americana (CPI US) e do T-Bond, respectivamente. Para o T-Bond foi adotado a referência do de vencimento de 30 anos.

Na Figura 1 Premissas Macroeconômicas, os valores adotados até o ano de 2024. A partir daí manteve-se as premissas de 2025 perpetuamente.

Figura 1 Premissas Macroeconômicas



Cabe destacar que a modelagem fez a correção monetária com base no IPCA projetado, entretanto todas as premissas aqui listadas estão na base real referente a janeiro de 2021.

6.1.3 Custo de Capital

Para avaliação do custo de capital foi utilizado o recomendado conforme Nota Conjunta SEI nº 2/2018/SEPRAC/STN/SEFEL-MF (Nota Conjunta). A Nota Conjunta utiliza o método CAPM (Capital Asset Pricing Model), em acordo as diretrizes do Ministério da Fazenda, cálculo da taxa de desconto de referência para os estudos dos leilões de concessão de terminais portuários. O detalhamento da metodologia pode ser consultado no site do próprio Ministério da Fazenda³ (atualmente Ministério da Economia). A figura abaixo traz a avaliação do custo de capital conforme referida nota.

¹ <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/30032021>.

² <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us> , consultado em 13 de janeiro de 2021

³ <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/guias-e-manuais/metodologia-de-calculo-do-wacc2018.pdf>.

Figura 2 WACC Setor Portos - Fonte: Nota Conjunta

Resultado	Portos
Estrutura de Capital	
(A) Participação Capital Próprio	58,5%
(B) Participação Capital Terceiros	41,5%
Custo do Capital Próprio (CAPM)	
(1) Taxa Livre de Risco	2,74%
(2) Taxa Livre de Risco'	4,03%
(3) Taxa de Retorno do Mercado	10,17%
(4) Prêmio de Risco de Mercado	5,93%
(5) Beta Desalavancado	0,882
(6) IR + CSLL	34,0%
(7) Beta Alavancado = $\{(A) + (B) * [1 - (6)]\} / (A) * (5)$	1,294
(8) Prêmio de Risco do Negócio = (4) * (7)	7,67%
(9) Prêmio de Risco Brasil	2,99%
(10) Multiplicador CDS	1,11
(11) Prêmio de Risco Brasil Ajustado = (9) * (10)	3,33%
(12) Custo de Capital Próprio Nominal = (1) + (8) + (11)	13,75%
(13) Taxa de Inflação Americana	2,04%
(14) Custo Real do Capital Próprio (CAPM) = $[1 + (12)] / [1 + (13)] - 1$	11,47%
Custo do Capital de Terceiros	
(15) Custo Real da Dívida	7,46%
(16) Taxa Real Livre de Impostos = (15) * [1 - (6)]	4,92%
WACC	
(17) WACC = (A) x (14) + (B) x (16) - Percentil 50	8,75%
(18) Percentil 69,15 (percentil 50 + meio desvio)	9,38%
(19) Percentil 84,13 (percentil 50 + um desvio)	10,02%

Sendo assim, o presente relatório optou por adotar o WACC real de 9,38% a.a., tendo em vista que o setor portuário de uma forma geral utiliza este valor de forma a manter a avaliação isonômica com o resto do setor. Eventualmente a metodologia adotada pode ser revista conforme evolução das discussões em curso.

Tabela 6-2 WACC adotado

WACC Adotado	Anual	Mensal
WACC Nominal BR	12,93%	1,02%
WACC Real	9,38%	0,75%

6.1.4 Tributos

O patamar de receita projetado permite que a nova concessionária opte por ser tributada pelo lucro presumido, entretanto, dada a baixa margem de lucro identificada ao longo desta avaliação econômico-financeira, há benefício maior em optar pelo lucro real. Portanto, considerou-se no Cenário Base que a nova concessionária operará sob o regime do lucro real, com PIS/Cofins no sistema não cumulativo.

Segue abaixo as alíquotas incidentes sobre a operação.

Tabela 6-3 Alíquotas Tributos

Impostos Indiretos	
PIS/Cofins	9,25%
ISS	5,00%
ICMS	18,00%
Impostos Diretos	
Base de Cálculo (lucro presumido)	32,00%
IR+CSLL	34,00%

Cabe ressaltar que o ISS não incide sobre a receita de fornecimento de água, enquanto o ICMS incide somente sobre a venda de energia.

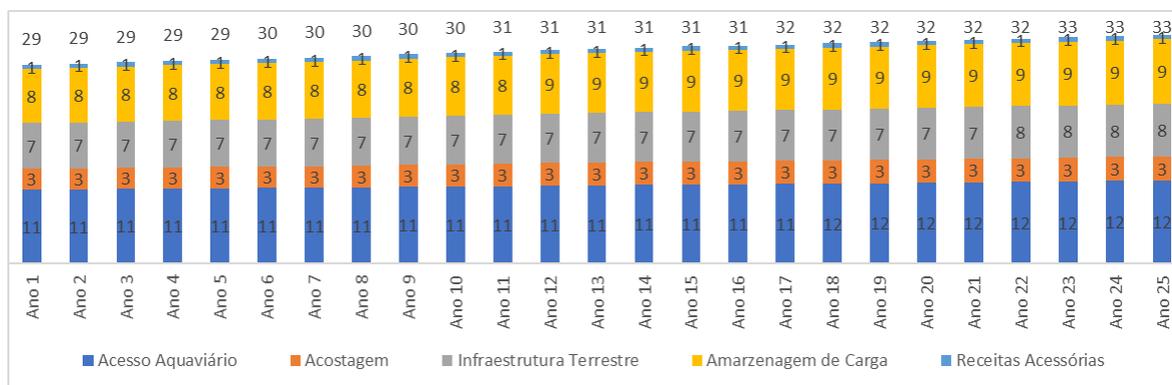
Para avaliação de créditos tributários de PIS/Cofins, diante da limitação de informações históricas por conta de não realização de Due Diligence Contábil-Patrimonial, considerou-se 50% de aproveitamento sobre os custos com terceiros e manutenções apontados na Tabela 6-4 EAP de Custos e Despesas, tomando como referência a premissa adotada no edital de desestatização do Porto de Vitória (CODESA).

6.1.5 Receitas

O Cenário Base da avaliação econômico financeira adotou a projeção de receita apresentada no Relatório de Mercado EM021.

Cabe destacar que para a autoridade portuária do porto de São Sebastião não foram previstas receitas de arrendamento de áreas ou da operação direta.

Figura 3 Projeção de Receita Anual Bruta Durante Período de Concessão (real)



Fonte: EM021_BNCES – Relatório Mercado CDSS_Revk, ajustado para o período da concessão

O crescimento anual (CAGR) da receita alcançado é de 0,588% real durante o período de concessão. Tal crescimento deve-se exclusivamente às premissas de evolução de demanda consideradas no Estudo de Mercado, tendo em vista que não foi considerado aumento real de preço.

6.1.6 Custos e Despesas

6.1.6.1 Custos Fixos

Os custos e despesas foram assumidos com base no **relatório final da frente de Técnico-Operacional**.

Tabela 6-4 EAP de Custos e Despesas

Descrição	Custo Anual (R\$)
Total	19.968.064
Folha de Pagamento	9.812.214
Funcionários	9.620.297
Conselho de Administração	191.917
Manutenção	3.027.504
Cais de Atracação	675.000
Pavimentação	26.468
Edificações	156.115
Dragagem	1.962.518
Sinalização Náutica	171.692
Manutenções Diversos	35.711
Custos Diversos	7.128.346
Monitoramento Ambiental	1.043.403
Segurança Patrimonial e Portaria	266.040
Telecomunicações	176.000
Consultoria Jurídica	147.000
Guarda Portuária	729.798
Acompanhamento Ambiental	1.620.000
Seguros	376.056
Contas de Consumo	1.088.094
IPTU	1.500.498
Outros	181.459

Fonte: Consórcio DAGNL. Elaborado a partir de dados de CDSS e dos estudos realizados.

Não se considerou nenhum tipo de crescimento real sobre os custos acima apontados durante o período de concessão, tendo em vista a evidente prevalência de custos e despesas de natureza fixa e o baixo crescimento de demanda identificado.

6.1.6.2 Outorga Variável, Outorga Parcelada e Taxa de Fiscalização

Conforme anteriormente citado o modelo financeiro elaborado permite formas distintas para remunerar o poder concedente, contudo assumiu-se no cenário base deste relatório como nulos os pagamentos de outorga que não no início da concessão.

Foi proposto por essa avaliação para a Modelagem de Desestatização (Etapa 3 do Contrato) que eventual pagamento de Outorga Variável fosse feito a partir de patamar de receita acima no observado no Cenário Base, tendo em vista não penalizar este cenário que já apresentou margem baixa conforme evidenciado adiante.

Tabela 6-5 Outorga Variável e Verba de Fiscalização

Outorga e Obrigações Contrato de Concessão	
Parcela Fixa na Assinatura do Contrato (R\$.mil)	0
Parcela Fixa Mensal (R\$.mil/ano)	0
Parcela Variável (% ROB)	0%
Verba de Fiscalização	447

Há previsão de pagamento de taxa à agência reguladora (Antaq) a fim de reembolsar os custos com a fiscalização das operações. Em reunião específica com a Antaq, orientou-se por metodologia que resulta em R\$ 446.514,41⁴.

6.1.6.3 Custos pré-Operacionais

Além dos custos desenvolvidos pelas demais frentes, o Consórcio foi informado que o Contrato nº 01/2020 celebrado entre o MINFRA e o BNDDES, de 28 de abril de 2020, estabeleceu determinadas condições de remuneração e ressarcimento quando da realização da primeira operação bem sucedida. Após esta, deveriam ser descontados: i) o reembolso das despesas incorridas nos trabalhos até o momento da venda, o qual se aproxima aqui pelo valor da contratação do consórcio DAGNL – da ordem de R\$ 7 milhões; e ii) a remuneração do BNDDES, composta por um valor fixo e um valor variável. A respeito do valor a ser ressarcido, a previsão de execução física de 94% dos trabalhos do Porto de Santos, em julho de 2022, é o que justifica aproximar o valor pelo teto previsto contratualmente para o presente exercício. O valor fixo de remuneração do BNDDES, a despeito de ser para contemplar a carteira de projetos, apresenta previsão contratual para ser descontado na primeira venda bem sucedida. Há ainda um componente de remuneração variável, o qual é estimado em função

⁴ Valor orientado a ser considerado pelo Superintendente de Regulação da Antaq em reunião com o Consórcio realizada em 22/02/2021

do valor de outorga ou do volume de investimentos. A equipe do BNDDES informou ao Consórcio que essa remuneração fixa total e variável aplicável ao Porto de São Sebastião estaria sendo estimada preliminarmente em R\$ 4,82 milhões. Assim, a título de atendimento das condições contratualmente previstas haveria que ser descontado o valor de R\$ 11,82 milhões na presunção de que haja receitas suficientes para a União para cobrir esse valor. Ainda que tal valor seja devido de ser reembolsado pelo projeto, discute-se aditivo contratual que revise o valor dos a ser reembolsado pelo projeto de São Sebastião, tendo em vista a capacidade financeira do Porto. Sendo assim, a presente avaliação está considerando valor nulo para o reembolso. Conforme defina-se o valor que será reembolso, caberá redução do valor de Outorga na mesma proporção.

Adicionalmente também se considerou custos pré operacionais relativos ao reembolso dos custos da licitação e da garantia de proposta exigida. Essas despesas estão sendo consideradas no primeiro mês da concessão. A tabela abaixo resume os custos pré-operacionais aqui abordados.

Tabela 6-6 Custos Pré Operacionais

Descrição	Custo (R\$.mil)
Reembolso Estudos	-
Reembolso Leilão	842
Garantia de Proposta	19
Total	860

6.1.7 Investimentos

6.1.7.1 Pagamento de Outorga

Foi considerado pagamento de Bonificação pela Outorga no valor total de **33,262 milhões de reais** a ser pagos no início da concessão.

O valor foi definido neste relatório por ser aquele investimento máximo que mantém o projeto financeiramente viável, com as premissas adotadas.

6.1.7.2 Outros Investimentos

O Contrato de Concessão não prevê obrigação de execução de outros investimentos, entretanto para cumprimento das obrigações operacionais o Relatório Técnico Operacional entendeu ser necessário investimento em licenciamento para as atividades de dragagem, valorado em **3,263 milhões de reais**.

Tais investimentos estão com desembolso considerado em 24 parcelas mensais ao longo dos anos 3 e 4.

6.1.7.3 Depreciação e Amortização

Foi considerado que os investimentos descritos neste capítulo os custos pré-operacionais são *ativados*⁵ e têm sua amortização linear até o fim da concessão.

6.1.8 Capital de Giro

Com base nos trabalhos em andamento para avaliação econômico-financeira do porto de Santos, também em estudo por este Consórcio, na ausência de dados próprios para São Sebastião e entendendo ser um bom *benchmark* para operação de São Sebastião, considerou-se os Prazos Médios de Recebimento (PMR) e Prazos Médios de Pagamento (PMP) de SPA na Tabela 6-7 Premissas de Capital de Giro.

Adicionalmente considerou-se a manutenção de uma posição de caixa mínima para garantir liquidez para que companhia possa manter suas operações na proporção de 1 mês das suas obrigações a pagar. A proporção de autosuficiência de caixa de 1 (hum) mês de custo é razoável para empresas de pequeno porte, com base na experiência dos membros do consórcio em gestão financeira de empresas de porte correlato.

Tabela 6-7 Premissas de Capital de Giro

PMR (dias)	20
PMP (dias)	20
Caixa Mínimo Liquidez em relação ao desembolso mês (mês)	1

6.2 Resultados e Indicadores

6.2.1 Fluxo de Caixa

Com base nas premissas descritas em 6.1, obtém-se os resultados abaixo representados. As Demonstrações Financeiras (DFs) completas encontram-se no Anexo I

⁵ Termo utilizado quando o desembolso não vai diretamente para o resultado, mas passa a integrar o ativo da companhia. Nesses casos o fluxo que vai a resultado é aquele oriundo da depreciação ou amortização daquele ativo.

Figura 4 FCFF em milhares de reais (real)

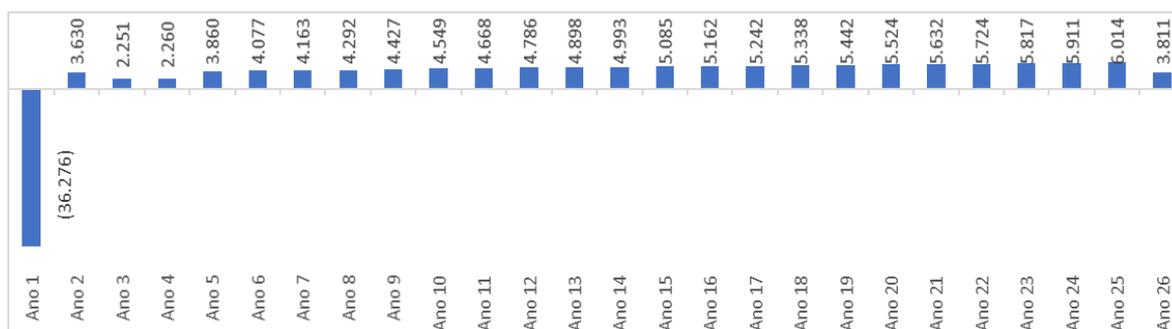


Figura 5 FCFF Acumulado em milhares de reais (real)

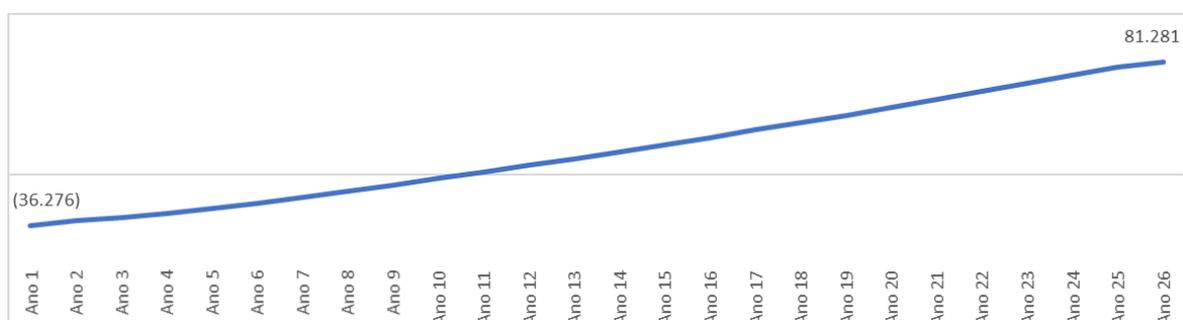
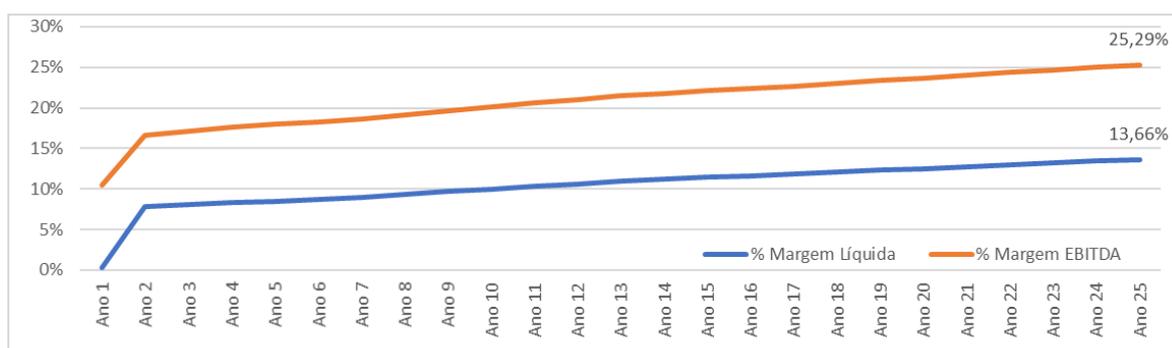


Figura 6 Margens EBITDA e Líquida



A exposição de caixa apontada na Figura 5, poderia ser suprida tanto por linha crédito específica, ou aporte de capital. A depender da estrutura de capital adotada, o retorno do investidor pode ser afetado.

6.2.2 Principais Indicadores do Fluxo de Caixa

Com base no fluxo de obtido para o cenário base, pode-se avaliar seus principais indicadores, conforme abaixo:

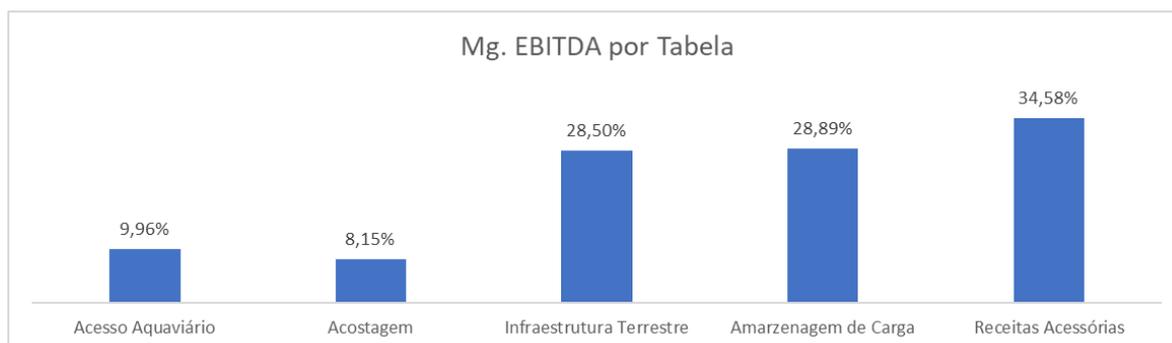
Tabela 6-8 Indicadores Financeiros

VPL (R\$.mil) - database	0
VPL (R\$.mil) - início concessão	0
TIR Real	9,38%
Mg. EBITDA	21,08%
Mg. Líquida	10,62%
Exposição Máxima de Caixa ⁶	(37.977)
Data Exposição Máxima	jan/23

6.2.3 Resultados e Indicadores por Tabela

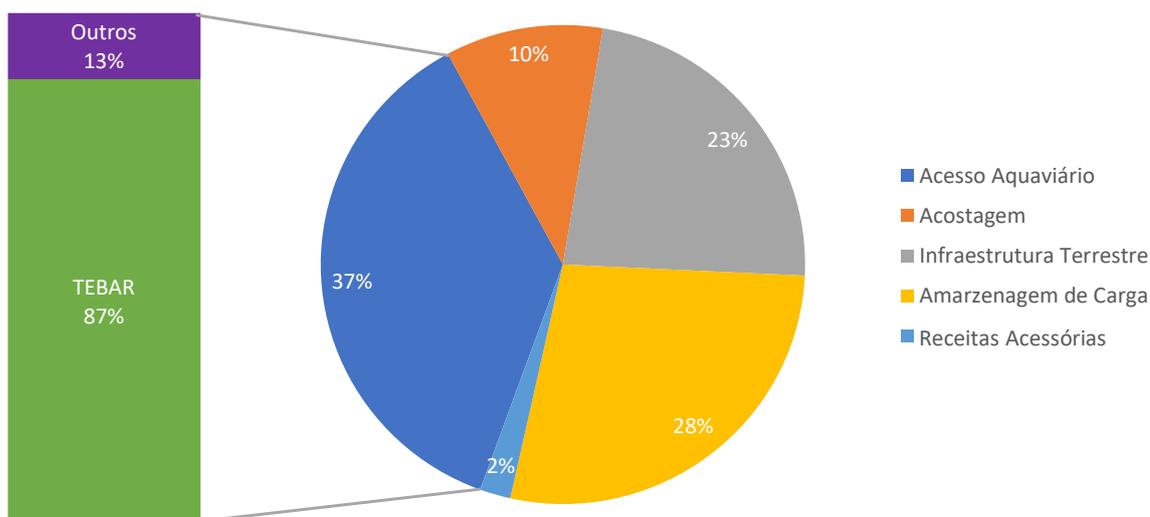
Em antecedimento às resoluções normativas da Antaq e para fins de avaliação da sustentabilidade financeira de cada tipo de serviço prestado, realizou-se apropriação de custos e receitas por cada item da tabela (já na nova estrutura proposta pelo Relatório de Mercado EM021). Segue abaixo os indicadores dessa avaliação.

Figura 7 Margem EBITDA por Tabela



⁶ Somatório de investimentos necessários até a inversão do fluxo de caixa. Representa a necessidade de capital do projeto até que este se torne auto sustentável financeiramente

Figura 8 *Share* de Receitas por Tabela



6.3 Análise de Sensibilidade

De forma não exaustiva, sensibilizou-se o comportamento do VPL, entendido como principal indicador econômico financeiro da análise, obtido no Cenário Base em função das variáveis identificadas como críticas na presente avaliação, sendo estas:

- i. Taxa de Desconto aplicada;
- ii. Prazo de Concessão;
- iii. Revisão tarifária;
- iv. Variação do Opex.

As Figuras abaixo apresentam o comportamento do VPL perante diferentes premissas para tais variáveis.

Figura 9 Sensibilidade do VPL por Taxa de Desconto (real)

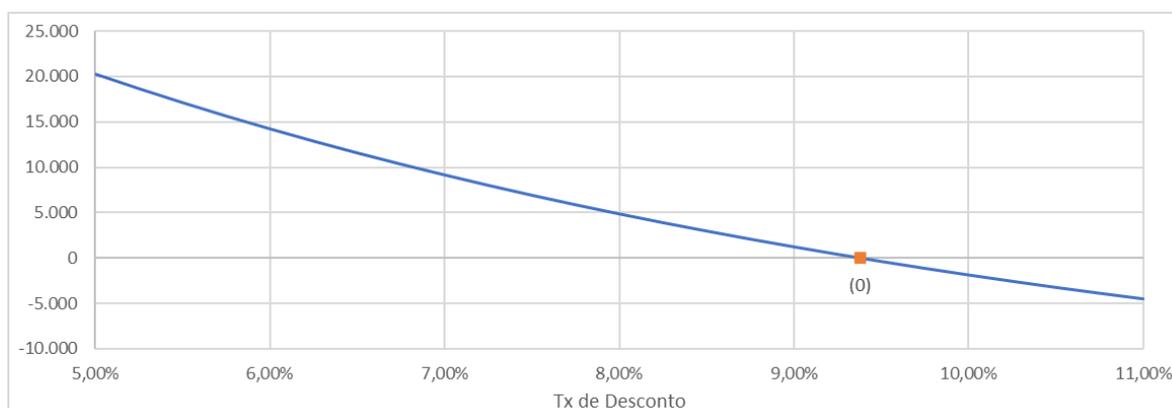


Figura 10 Sensibilidade do VPL por Prazo de Concessão

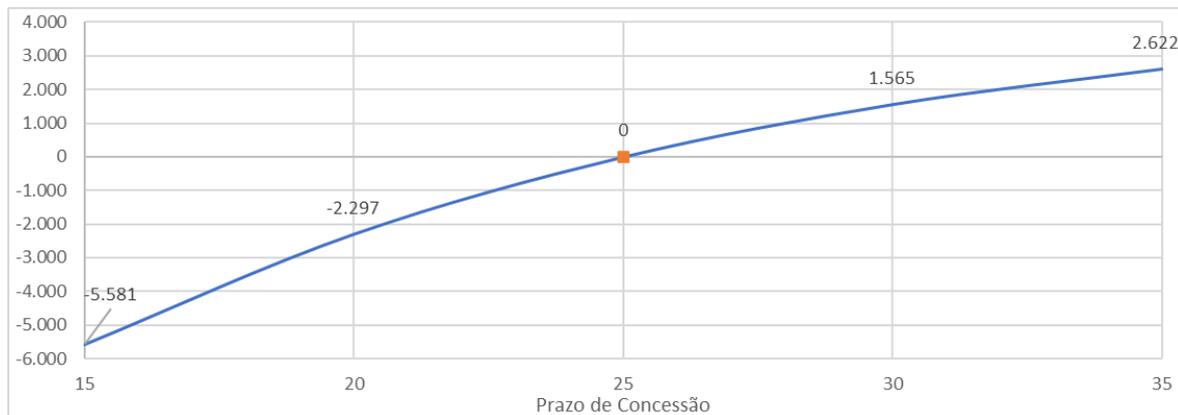


Figura 11 Sensibilidade do VPL por Incremento de Receita

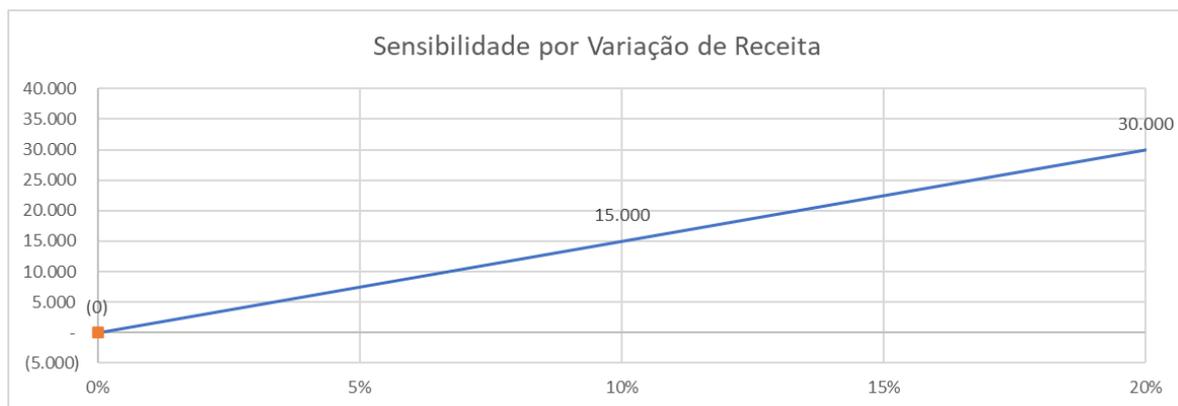
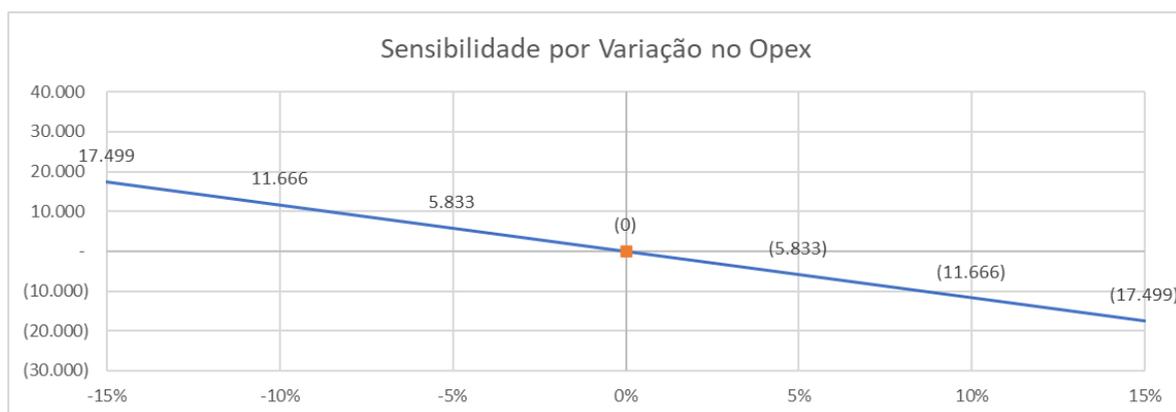


Figura 12 Sensibilidade do VPL por Variação no Opex

7 CONCLUSÃO

7.1 Valor do Ativo

Conforme indicado pela Tabela 6-8 Indicadores Financeiros, o VPL do projeto, já considerando o pagamento de outorga de **33,262 milhões** (conforme **Erro! Fonte de referência não encontrada.**), é nulo, avaliado pelo método DCF no Cenário Base, tendo em vista as premissas adotadas, portanto viável sob o ponto de vista financeiro, ao mesmo tempo que remunera o investidor conforme metodologia oficial.

Cabe destacar ainda outras avaliações feitas com base nos resultados encontrados:

- i. Baixa margem EBITDA (aproximadamente 20% no Cenário Base), o que traz grande risco operacional, tendo em vista que impactos no Opex tem proporcionalmente impacto maior na geração de caixa do negócio em relação a operações com margem maior. A Figura 12 ilustra bem tal sensibilidade.
- ii. Alta dependência das receitas oriundas do TEBAR, conforme explicitado na Figura 8.

7.2 Ressalvas

Além daquelas ressalvas apontadas ao longo do trabalho, cabe destacar as abaixo listadas:

- i. Custos relativos ao encerramento das atividades, liquidação da SPE e devolução da concessão ao Poder Concedente ao término dela ou indenizações em favor da SPE em razão de ativos não depreciados/amortizados não foram considerados nos exercícios apresentados;
- ii. Variação real de Custos e Despesas ao longo do período da concessão não foram considerados;

- iii. Não foram avaliadas mudanças em receitas e custos, frutos da operação direta.

8 ANEXOS

Lista de Anexos:

- I. Demonstrações Financeiras Projetadas



ANEXO I – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PROJETADAS

DESESTATIZAÇÃO DOS PORTOS SANTOS E SÃO SEBASTIÃO

Produto 03 | Frente Avaliação Econômico-Financeira



DFs	TOTAL	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13
DRE	TOTAL	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13
Receita Bruta	765.411	21.554	28.874	29.066	29.272	29.430	29.570	29.731	29.963	30.199	30.414	30.623	30.831	31.025
(-) Deduções da Receita	(109.166)	(3.074)	(4.118)	(4.146)	(4.175)	(4.198)	(4.218)	(4.241)	(4.273)	(4.307)	(4.338)	(4.368)	(4.397)	(4.425)
PIS/COFINS	(70.800)	(1.994)	(2.671)	(2.689)	(2.708)	(2.722)	(2.735)	(2.750)	(2.772)	(2.793)	(2.813)	(2.833)	(2.852)	(2.870)
ISS	(37.797)	(1.063)	(1.425)	(1.434)	(1.444)	(1.452)	(1.459)	(1.467)	(1.479)	(1.491)	(1.502)	(1.512)	(1.522)	(1.532)
ICMS	(568)	(17)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
(=) Receita Líquida	656.245	18.479	24.756	24.920	25.097	25.233	25.352	25.491	25.689	25.892	26.076	26.255	26.434	26.600
(-) Custos e Despesas (ex D&A)	(494.888)	(16.211)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)
Folha de Pagamento	(243.993)	(8.500)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)
Manutenção	(74.931)	(2.271)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)
Diversos	(176.427)	(5.346)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)
Obrigações Contrato de Concessão	(11.163)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)
Créditos Tributários	11.625	352	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470
(=) EBITDA	161.357	2.268	4.811	4.976	5.152	5.288	5.407	5.546	5.744	5.947	6.131	6.310	6.489	6.655
% Margem EBITDA	21,08%	10,52%	16,66%	17,12%	17,60%	17,97%	18,29%	18,65%	19,17%	19,69%	20,16%	20,61%	21,05%	21,45%
(-) Depreciação e Amortização	(37.385)	(1.362)	(1.365)	(1.398)	(1.472)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)
Amortização Outorga	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pré Operacional e Garantias	(860)	(32)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)
Capex	(3.263)	-	-	(33)	(107)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)
Conta Vinculada	(33.262)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)
(=) EBIT	123.972	906	3.446	3.578	3.680	3.774	3.894	4.032	4.230	4.433	4.617	4.797	4.976	5.142
(-) IRPJ e CSLL	(42.691)	(849)	(1.172)	(1.216)	(1.251)	(1.283)	(1.324)	(1.371)	(1.438)	(1.507)	(1.570)	(1.631)	(1.692)	(1.748)
(=) Lucro Líquido	81.281	57	2.274	2.361	2.429	2.491	2.570	2.661	2.792	2.926	3.047	3.166	3.284	3.393
% Margem Líquida	10,62%	0,27%	7,88%	8,12%	8,30%	8,46%	8,69%	8,95%	9,32%	9,69%	10,02%	10,34%	10,65%	10,94%
BP		Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13
Ativo		36.898	35.542	35.652	35.820	34.451	32.944	31.443	29.943	28.441	26.939	25.437	23.935	22.431
Contas de Capital de Giro		4.138	4.147	4.160	4.169	4.177	4.184	4.196	4.210	4.222	4.234	4.245	4.257	4.266
Caixa		1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662
Contas a Receber		1.600	1.609	1.622	1.631	1.640	1.647	1.659	1.673	1.685	1.697	1.708	1.720	1.729
IPTU Antecipado		875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875
Imobilizado e Intangível		32.760	31.395	31.493	31.652	30.274	28.760	27.247	25.733	24.219	22.705	21.192	19.678	18.164
Outorga		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pré Operacional		860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860
Capex		-	-	1.495	3.127	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263
Pagamentos Conta Vinculada		33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262
Depreciação e Amortização Acumulada		(1.362)	(2.727)	(4.125)	(5.597)	(7.111)	(8.625)	(10.138)	(11.652)	(13.166)	(14.680)	(16.193)	(17.707)	(19.221)
Passivo e PL		36.898	35.542	35.652	35.820	34.451	32.944	31.443	29.943	28.441	26.939	25.437	23.935	22.431
Contas de Capital de Giro		564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564
Contas a Pagar		564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564
Patrimônio Líquido		36.334	34.978	35.088	35.256	33.887	32.380	30.878	29.379	27.877	26.375	24.873	23.371	21.866
FCFF Acumulado		(36.276)	(32.646)	(30.395)	(28.135)	(24.275)	(20.198)	(16.035)	(11.743)	(7.316)	(2.767)	1.902	6.687	11.585
Capital de Giro		3.574	3.582	3.596	3.605	3.613	3.620	3.632	3.646	3.658	3.670	3.681	3.693	3.702
DFC	TOTAL	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13
(=) EBITDA	161.357	2.268	4.811	4.976	5.152	5.288	5.407	5.546	5.744	5.947	6.131	6.310	6.489	6.655
(-) Atividades de Investimento	(37.385)	(34.122)	-	(1.495)	(1.631)	(136)	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Outorga	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pré Operacional	(860)	(860)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capex	(3.263)	-	-	(1.495)	(1.631)	(136)	-	-	-	-	-	-	-	-
Investimentos Obrigatórios	(33.262)	(33.262)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação do Capital de Giro	(0)	(3.574)	(9)	(13)	(9)	(8)	(7)	(12)	(14)	(12)	(12)	(11)	(12)	(9)
(-) IRPJ e CSLL	(42.691)	(849)	(1.172)	(1.216)	(1.251)	(1.283)	(1.324)	(1.371)	(1.438)	(1.507)	(1.570)	(1.631)	(1.692)	(1.748)
(=) FCFF	81.281	(36.276)	3.630	2.251	2.260	3.860	4.077	4.163	4.292	4.427	4.549	4.668	4.786	4.898

DESESTATIZAÇÃO DOS PORTOS SANTOS E SÃO SEBASTIÃO

Produto 03 | Frente Avaliação Econômico-Financeira



DFs	TOTAL	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26
DRE	TOTAL	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26
Receita Bruta	765.411	31.194	31.352	31.490	31.631	31.808	31.982	32.135	32.321	32.485	32.647	32.819	32.995	-
(-) Deduções da Receita	(109.166)	(4.449)	(4.472)	(4.491)	(4.511)	(4.536)	(4.561)	(4.583)	(4.610)	(4.633)	(4.656)	(4.681)	(4.706)	-
PIS/COFINS	(70.800)	(2.885)	(2.900)	(2.913)	(2.926)	(2.942)	(2.958)	(2.972)	(2.990)	(3.005)	(3.020)	(3.036)	(3.052)	-
ISS	(37.797)	(1.541)	(1.549)	(1.555)	(1.562)	(1.571)	(1.580)	(1.588)	(1.597)	(1.605)	(1.613)	(1.622)	(1.631)	-
ICMS	(568)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	-
(=) Receita Líquida	656.245	26.745	26.881	26.998	27.120	27.272	27.421	27.552	27.712	27.852	27.991	28.138	28.289	-
(-) Custos e Despesas (ex D&A)	(494.888)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	(19.945)	-
Folha de Pagamento	(243.993)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	(9.812)	-
Manutenção	(74.931)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	(3.028)	-
Diversos	(176.427)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	(7.128)	-
Obrigações Contrato de Concessão	(11.163)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	(447)	-
Créditos Tributários	11.625	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470	-
(=) EBITDA	161.357	6.800	6.936	7.054	7.175	7.327	7.476	7.607	7.767	7.907	8.046	8.194	8.344	-
% Margem EBITDA	21,08%	21,80%	22,12%	22,40%	22,68%	23,03%	23,38%	23,67%	24,03%	24,34%	24,65%	24,97%	25,29%	0,00%
(-) Depreciação e Amortização	(37.385)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	(1.514)	-
Amortização Outorga	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pré Operacional e Garantias	(860)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	(35)	-
Capex	(3.263)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	(149)	-
Conta Vinculada	(33.262)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	(1.330)	-
(=) EBIT	123.972	5.287	5.422	5.540	5.662	5.813	5.962	6.093	6.253	6.393	6.533	6.680	6.830	-
(-) IRPJ e CSLL	(42.691)	(1.797)	(1.844)	(1.884)	(1.925)	(1.976)	(2.027)	(2.072)	(2.126)	(2.174)	(2.221)	(2.271)	(2.322)	-
(=) Lucro Líquido	81.281	3.489	3.579	3.656	3.737	3.837	3.935	4.022	4.127	4.220	4.311	4.409	4.508	-
% Margem Líquida	10,62%	11,19%	11,41%	11,61%	11,81%	12,06%	12,30%	12,51%	12,77%	12,99%	13,21%	13,43%	13,66%	0,00%
BP		Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26
Ativo		20.927	19.421	17.914	16.409	14.907	13.400	11.898	10.393	8.889	7.383	5.881	4.375	(0)
Contas de Capital de Giro		4.276	4.284	4.291	4.299	4.311	4.318	4.329	4.338	4.348	4.356	4.367	4.375	-
Caixa		1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	1.662	-
Contas a Receber		1.739	1.746	1.754	1.762	1.774	1.780	1.792	1.801	1.810	1.819	1.830	1.838	-
IPTU Antecipado		875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	875	-
Imobilizado e Intangível		16.651	15.137	13.623	12.110	10.596	9.082	7.568	6.055	4.541	3.027	1.514	(0)	(0)
Outorga		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pré Operacional		860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860
Capex		3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263	3.263
Pagamentos Conta Vinculada		33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262	33.262
Depreciação e Amortização Acumulada		(20.734)	(22.248)	(23.762)	(25.275)	(26.789)	(28.303)	(29.817)	(31.330)	(32.844)	(34.358)	(35.871)	(37.385)	(37.385)
Passivo e PL		20.927	19.421	17.914	16.409	14.907	13.400	11.898	10.393	8.889	7.383	5.881	4.375	(0)
Contas de Capital de Giro		564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	-
Contas a Pagar		564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	564	-
Patrimônio Líquido		20.362	18.856	17.350	15.845	14.343	12.836	11.334	9.829	8.324	6.819	5.317	3.811	(0)
FCFF Acumulado		16.579	21.663	26.826	32.068	37.406	42.848	48.372	54.004	59.728	65.545	71.456	77.470	81.281
Capital de Giro		3.712	3.719	3.727	3.735	3.747	3.754	3.765	3.774	3.783	3.792	3.803	3.811	-
DFC	TOTAL	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26
(=) EBITDA	161.357	6.800	6.936	7.054	7.175	7.327	7.476	7.607	7.767	7.907	8.046	8.194	8.344	-
(-) Atividades de Investimento	(37.385)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Outorga	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pré Operacional	(860)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capex	(3.263)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investimentos Obrigatórios	(33.262)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação do Capital de Giro	(0)	(10)	(8)	(8)	(8)	(12)	(6)	(11)	(9)	(9)	(8)	(11)	(8)	3.811
(-) IRPJ e CSLL	(42.691)	(1.797)	(1.844)	(1.884)	(1.925)	(1.976)	(2.027)	(2.072)	(2.126)	(2.174)	(2.221)	(2.271)	(2.322)	-
(=) FCFF	81.281	4.993	5.085	5.162	5.242	5.338	5.442	5.524	5.632	5.724	5.817	5.911	6.014	3.811