

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 Santos.

Nº DOCUMENTO CONSÓRCIO:

ECOF004 – Relatório Final de Avaliação Econômico-Financeira SPA_Rev0

PORTO DE SANTOS/SPA

ETAPA 02 – FASE 01

RELATÓRIO FINAL DE AVALIAÇÃO ECONÔMICO FINANCEIRA SANTOS

REVISÃO 0

FOLHA
01/57

REV.	DATA	POR	VER.	APR.	TE	DESCRIÇÃO DAS REVISÕES
A	26/05/21	TB	PV			EMISSÃO INICIAL
B	23/06/21	TB	PV			Revisão conforme comentários do BNDES
C	06/07/21	TB	PV			Revisão conforme comentários do BNDES
D	21/07/21	TB	PV			Revisão conforme comentários do BNDES
E	28/07/21	TB	PV			Revisão conforme comentários do BNDES
F	01/11/21	GS	TB			Mudanças nas premissas de investimentos e desdobramentos
G	12/11/21	GS	TB			Mudanças nas premissas de investimentos e desdobramentos
H	17/11/21	GS	TB			Revisão conforme comentários do BNDES
0	24/11/21	TB				Retirada de marcas de revisão
1/CP0	08/12/2021	TB				Retirada da Conta de Investimentos
2/CP1	19/01/2022	GS	TB			Inclusão de pagamento de 2,25% da ROB na Conta de Garantias e redução da CV na mesma proporção
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

SUMÁRIO

1	OBJETIVO	5
2	INTRODUÇÃO	5
3	METODOLOGIA	6
4	PRINCIPAIS PREMISSAS	7
5	DEFINIÇÕES	7
6	SUMÁRIO EXECUTIVO	8
7	PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA	10
7.1	Premissas	10
7.1.1	Premissas Gerais	10
7.1.2	Premissas Macroeconômicas	10
7.1.3	Custo de Capital.....	12
7.1.4	Tributos.....	16
7.1.5	Estrutura de Receitas.....	16
7.1.6	Custos e Despesas	26
7.1.7	Investimentos	27
7.1.8	Financiamento.....	30
7.1.9	Depreciação e Amortização	33
7.1.10	Capital de Giro	34
7.1.11	Receita Financeira	34
7.1.12	Distribuição de Dividendos e Chamadas de Aportes	34
7.1.13	Equivalentes de Dívida	35
7.1.14	Valor de Aquisição das Ações.....	38
7.1.15	Mutações do Patrimônio Líquido pré-Desestatização	39

7.1.16	Custos Pré e Pós Operacionais	41
7.2	Resultados e Indicadores	42
7.2.1	Pagamento de Outorga e Outros Encargos	42
7.2.2	Fluxo de Caixa do Investidor Privado.....	46
7.2.3	Principais Indicadores de Alavancagem Financeira	49
8	CONCLUSÃO	51
8.1	Valor do Ativo.....	51
8.2	Financiabilidade.....	51
9	ANEXOS	52

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Premissas Macroeconômicas	11
Figura 2:	Receita projetada para Tarifa I (Elaboração: DAGNL).....	18
Figura 3:	Receita projetada para Tarifa II (Elaboração: DAGNL)	19
Figura 4:	Receita projetada de Tabela III (Elaboração: DAGNL).....	20
Figura 5:	Potencial de valor gerado com receitas patrimoniais (Elaboração: DAGNL)	21
Figura 6:	Área greenfield a ser incorporada à concessão.....	22
Figura 7:	Projeção de receitas com áreas <i>greenfield</i> no Porto de Santos (Elaboração: DAGNL).....	23
Figura 8:	Receita projetada para Demais fontes de Receitas não tarifárias (Elaboração DAGNL).....	25
Figura 9:	Projeção de receitas com base na nova estrutura tarifária e exploração de áreas operacionais (Elaboração: DAGNL)	25
Figura 10	Projeção de Receitas Nominais (R\$.mi).....	26
Figura 11	Custos e Despesas Operacionais Reais Período de Concessão (R\$.mi) – base jan/21.....	26
Figura 12	Custos e Despesas Operacionais Nominais Período de Concessão (R\$.mi)	27
Figura 13	Fluxo de Desembolso Investimentos Obrigatórios base real (R\$.mil) – jan/21.....	27
Figura 14	Fluxo de Desembolso Investimentos Obrigatórios Nominais (R\$.mil)	28
Figura 15	Fluxo de Desembolso Sustaining Capex base real (R\$.mil) – jan/21.....	29
Figura 16	Fluxo de Desembolso Sustaining Capex (R\$.mil).....	29
Figura 17	Fluxo de Aportes Obrigatórios Reais na Túnel S/A (R\$.mil)	30

Figura 18 Fluxo de Aportes Obrigatórios Nominais na Túnel S/A (R\$.mil)	30
Figura 19 Spread debentures x NTN-B.....	32
Figura 20 Fórmula ICSD	33
Figura 21 Esquema de Mutações do PL SPA	40
Figura 22 Fluxo de Pagamento da Outorgas (R\$.mi)	44
Figura 23 <i>Share</i> de Outorga por Natureza (R\$.mil)	45
Figura 24 <i>Share</i> de Outorga e Outros Encargos por Natureza (R\$.mil)	46
Figura 25 FC Investidor Privado em milhões de reais (real)	47
Figura 26 FC Acumulado Investidor Privado em milhões de reais (real).....	47
Figura 27 Estratificação do VPL sob a perspectiva do Investidor Privado (R\$.mil)	48
Figura 28 Projeção ICSD	50
Figura 29 Projeção de Estrutura de Capital e PL/Ativo.....	50
Figura 30 Projeção de Net Debt/EBITDA.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Prazos e Data de Início da Concessão	10
Tabela 2 Fatores Acumulados de Inflação Anuais Real x Nominal	12
Tabela 3 Beta Desalavancado <i>Peers</i> Setor – apurado no período de 10 anos	14
Tabela 4 Custo de Capital Avaliado CAPM.....	15
Tabela 5 Alíquotas Tributos	16
Tabela 6 Premissas de Capital de Giro.....	34
Tabela 7 Equivalente de Dívida	35
Tabela 8 BP Sintetizado SPA Ano 0	37
Tabela 9 Custo de Contratação Seguros Proposta e Garantia pós Vigência do Contrato	42
Tabela 10 Resumo Custos Pré e Pós Operacionais	42
Tabela 11 Comparativo Outorga Variável (OV) em % x Outorga Fixa (OF) (em milhões de reais)	43
Tabela 12 Premissas de Pagamento de Outorga Fixa	44
Tabela 13 Indicadores Financeiros Investidor Privado	47

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 Santos.

O objetivo deste relatório é valorar o direito à exploração das atividades da autoridade portuária de Santos e a transferência de controle da empresa *Santos Port Authority* (SPA), que se dará por meio da alienação das ações que constituem seu capital social. A Avaliação Econômico-Financeira consolida grande parte dos trabalhos realizados até então pelas demais frentes como fonte de suas premissas (inputs), de tal forma que mudanças futuras nos relatórios usados que impliquem alteração das premissas implicarão necessidade de revisão deste. Além disso, os resultados (*outputs*) deste relatório também podem retroalimentar trabalhos já desenvolvidos além de subsidiar os trabalhos ainda não desenvolvidos, em especial o relativo à Modelagem de Desestatização, item 3.2.11 do Anexo I ao Contrato, referente à Etapa 3 do processo.

Tendo em vista que este produto antecede definições e fornece subsídios para discussões fundamentadas e definições da Etapa 3 – Modelagem de Desestatização, que geram impacto no fluxo econômico-financeiro do projeto, serão apresentados o cenário base e cenários alternativos do modelo financeiro desenvolvido por esta frente, o qual poderá sofrer revisões a partir das decisões das secretarias do Ministério da Infraestrutura e do Ministério da Economia, incluindo premissas operacionais relativas aos parâmetros da concessão portuária. Ao fim desse processo de revisões será produzido o Estudo de Viabilidade Técnica e Econômica (EVTE) que integrará os documentos da futura licitação, consolidando ainda outros produtos elaborados pelo Consórcio.

2 INTRODUÇÃO

O presente relatório consolida todas as análises realizadas ao longo da estruturação do modelo financeiro e das premissas já desenvolvidas pelas outras frentes com relação às receitas, custos, despesas e condições de exploração, bem como as premissas adotadas pelos consultores nesta frente tal como custo de capital, tributos, capital de giro, entre outros. Também se analisa temas como financiabilidade do projeto, pagamento de outorga ao Poder Concedente, cenários alternativos e análises de sensibilidade.

Espera-se ter absorvido de forma tempestiva as considerações de todos os agentes envolvidos no processo ao longo da elaboração do estudo, de forma que as premissas aqui assumidas já foram previamente alinhadas e debatidas nas discussões suscitadas durante o processo.

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 valor justo do patrimônio líquido da companhia (*Equity Value*) pode ser avaliado pelo método do DCF pelas formas abaixo descritas:

1. Pelo Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF) descontado a valor presente pela estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) do investidor, que resulta no *Enterprise Value*, e subtraído da posição de dívida líquida. O FCFF é composto pelas linhas operacionais do fluxo de caixa, como receitas, custos, tributos, variação do capital de giro e investimentos.
2. Pelo Fluxo de Caixa Livre do Equity (FCFE) descontado a valor presente pelo Custo de Capital Próprio (K_e). O FCFE é determinado a partir do FCFF acrescido do fluxo de caixa de financiamento.
3. Pelo Fluxo Caixa do Acionista (FCA) descontado pelo K_e . O FCA consiste no conjunto de operações de aportes, distribuição de dividendos e redução de capital entre a companhia e seu acionista (aqui também chamado de *Holding*) e é determinado a partir do FCFE considerando os critérios legais, contábeis, contratuais e de liquidez para distribuição de dividendos e redução de capital. Esse método também é conhecido pelo termo DDM (*Discounted Dividend Model*).

O presente relatório utiliza a metodologia pelo FCA, tendo em vista que desta forma é possível ter: (i) uma melhor análise dos impactos da alavancagem; (ii) refinamento de premissas relacionadas aos critérios de mutação do Patrimônio Líquido, chamada de aporte e distribuição de dividendos; (iii) refinamento nas premissas amortização de dívida financeira e de equivalente de dívida, inclusive da posição de caixa necessário para o capital de giro ou comprometido para investimentos futuros; (iv) avaliação do *tax shield* efetivo, tendo em vista que, em razão de haver créditos tributários na companhia em razão de prejuízos em períodos anteriores, o *tax shield* gerado pela alavancagem ocorre futuramente no fluxo de caixa, situação não considerada pelo fluxo de caixa para aplicação do WACC; e (v) avaliar precisamente o caixa gerado que pode ser utilizado pelo investidor, por avaliar exatamente o caixa a ele disponibilizado. Portanto, com base nos argumentos aqui apresentados, optou-se por avaliar a companhia pelo Fluxo de Caixa do Acionista (FCA).

O DFC 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 (BP).

Para realização dos cálculos, foi elaborado modelo financeiro por meio de planilha eletrônica, disponível em adição e complemento 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 pela alienação das ações da *Santos Port Authority* (SPA), empresa pública da União que exerce a atividade de autoridade portuária. De forma consecutiva à alienação das ações, será firmado contrato de concessão para regularizar a prestação do serviço, tendo em vista a alteração da natureza da SPA, que deixará de ser uma empresa pública.

Neste cenário, o investidor privado que adquirir as ações da companhia deverá ser o vencedor de licitação do ativo pelo critério de maior outorga a ser paga ao Poder Concedente, critério avaliado pelo Consórcio e ratificado pelo Poder Concedente como mais aderente ao projeto ao longo da estruturação.

Cabe destacar que esse formato de desestatização faz com que o investidor privado assuma direitos e obrigações anteriores à mudança do controle da companhia, representados pelas posições de ativo e passivo no Balanço Patrimonial da companhia. Por conta disso, foi necessário modelar a operação da SPA a partir de julho de 2020 no presente estudo (Anexo I), data de corte e ajuste da Due Diligence Contábil-Patrimonial (DDCP). Está prevista a revisão e atualização desta data de corte previamente à data de publicação do Edital, oportunidade na qual também caberá revisão no presente relatório.

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

- I. DDCP002 – Relatório de Due Diligence Contábil Patrimonial_RevG, datado de 05 de março de 2021, produzido pela consorciada Alvarez & Marsal.
- II. EM020_BNDES – Relatório Mercado SPA produzido pela consorciada Garin Investimentos;
- III. TECOP001_RL-Relatório de Avaliação Técnico-Operacional SPA produzido pela consorciada DTA Engenharia;

Os documentos acima listados produzidos pelo Consórcio já tiveram suas emissões oficiais realizadas.

5 DEFINIÇÕES

- I. Cenário Base: conjunto de projeções resultante do uso das premissas transcritas no capítulo de premissas deste trabalho no modelo financeiro. Exceto quando indicado o contrário, todos *outputs* apresentados referem-se a este cenário.
- II. Tabelas com valores monetários, gráficos de fluxos, premissas e demais projeções estão apresentados sem a correção monetária projetada, portanto **em valores reais**, exceto as Demonstrações Financeiras, constantes no Anexo I, estão apresentadas com a correção monetária projetada, portanto **em valores nominais**¹.

¹ As DFs foram projetadas considerando os efeitos inflacionários para que fosse possível avaliar os efeitos da deflação virtual da depreciação e amortização e do caixa dentro do capital de giro da companhia.

- III. **A data base do relatório é janeiro de 2021.** Portanto todos os valores monetários (quando reais e não nominais) referem-se a esta data base.

6 SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente capítulo traz de forma resumida o desenvolvimento do trabalho que se segue para permitir ao leitor uma visão ampla ou mesmo viabilizar uma leitura mais dinâmica e executiva do estudo. Portanto, aqui se apresentam de forma resumida as premissas e principais resultados obtidos no decorrer do trabalho.

A fim de atender seu objetivo principal de valorar o ativo, a avaliação econômico-financeira do Porto de Santos dedicou-se a projetar o fluxo de caixa da operação de forma a avaliar a capacidade financeira do projeto para pagamento da outorga, mantendo a justa remuneração do capital empregado.

Nesse sentido, o Capítulo 6 é iniciado apresentado as premissas utilizadas para tal projeção e encerrado com a apresentação do fluxo de caixa resultante, tanto relativo ao pagamento de outorga em favor do Poder Concedente quanto daquele fluxo de caixa vislumbrado pelo investidor privado.

Das premissas utilizadas, cabe aqui sumarizar as principais:

- **Custo de Capital:** O estudo avaliou o custo de capital próprio para investidor privado (K_e), bem como o custo médio ponderado de capital (WACC) com base na metodologia do CAPM, utilizando premissas macroeconômicas e de risco compatíveis com o projeto. Os resultados obtidos para K_e e WACC foram respectivamente 12,34 % a.a. e 7,95% a.a., em base real, o que significa retorno real acima do indicador de taxa de inflação, sendo adotado o IPCA como referência.
- **Receitas:** Utilizou-se como base para projeção das receitas da concessão o trabalho desenvolvido pela frente de Estudo de Mercado, no qual são apresentadas as estimativas para demanda pelos serviços ofertados pelo Porto de Santos, bem como as tarifas nele calculadas para vigorar na Concessão. A Receita Operacional Bruta (ROB) anual resultante projetada parte de um patamar de 1.116 milhões de reais no ano 1 da concessão para 3.079 milhões de reais ao final dela, portanto um CAGR² observado de 3,3% a.a.. Cabe destacar ainda que 68% da receita projetada para a concessão deriva de receita patrimonial, ou seja, resultante dos contratos de arrendamentos.
- **Tributos:** Em razão na natureza das receitas operacionais e da legislação tributária vigente, o estudo projetou a incidência dos impostos indiretos (ISS, PIS/COFINS e ICMS), o que resultou

² Compound annual growth rate: razão de progressão geométrica que garante retornos constantes ao longo do período.

em uma alíquota média de 10,75% de impostos indiretos deduzidos da receita bruta. Com relação aos impostos diretos, considerou-se alíquota de 34% sobre o lucro. Maiores detalhes em 7.1.4.

- **Custos e Despesas:** Com base nos estudos desenvolvidos pelo Consórcio, em especial o de Técnico Operacional, projetou-se patamar de custos fixos inicialmente em 511 milhões de reais por ano, sendo incrementados em razão de adicional de manutenção de investimentos previstos, até o patamar de 636 milhões de reais por ano. Considerou-se ainda taxa de inadimplência de 0,60%, com base no histórico da companhia. Maiores detalhes em 7.1.6.
- **Investimentos:** O projeto está sendo estruturado de forma a prever a realização de investimentos de 1.408 milhões de reais em infraestrutura portuária, além da obrigação da Concessionária em aportar 2.988 milhões de reais em subsidiária que será futuramente responsável por executar com tais recursos um túnel submerso que ligue as cidades de Santos e Guarujá, em projeto que deverá ser estruturado separadamente. Maiores detalhes em 7.1.7.
- **Financiamento:** Considerou-se financiamento de 70% do valor do Capex³, da Bonificação pela Outorga e dos Aportes na Túnel S/A. As condições das linhas de financiamento foram adotadas com base em referências públicas e de mercado. A taxa de juros média paga pelo projeto ficou estimada em 6,60% a.a. real. Maiores detalhes em 7.1.8.
- **Capital de Giro:** A necessidade de capital de giro foi estimada com base nos prazos médios de pagamento e recebimento já praticados pela companhia levantados pela Due Diligence Contábil Patrimonial (DDCP). Ainda dentro do conceito de capital de giro, avaliaram-se critérios para distribuição (ou postergação) de dividendos, tendo em vista a manutenção de liquidez mínima na companhia e a previsão de necessidade futura de caixa. Maiores detalhes em 7.1.10 e 7.1.12.
- **Equivalente de Dívida:** Com base no trabalho desenvolvido pela DDCP, avaliou-se haver uma posição de equivalente de dívida de 1.213 milhões de reais na companhia. Esse valor não contempla a posição de caixa que foi avaliada em conjunto com as contas de capital de giro. Maiores detalhes em 7.1.13.
- **Valor de Aquisição das Ações:** Adotou-se como premissa que ao início da concessão as ações da companhia seriam adquiridas pelo seu valor contábil projetado naquele momento. Para tal, estimou-se a geração de caixa da SPA e as mutações do patrimônio líquido que devem ser feitas na SPA enquanto empresa pública até a data da alienação do controle. Com base nisso, definiu-se o valor de 574 milhões de reais a ser pago pela aquisição das ações da companhia no processo de desestatização, valor este que foi definido no Edital. Maiores detalhes em 7.1.14 e 7.1.15.

Após a consideração das premissas acima descritas, trabalhou-se na definição para a forma de pagamento de Outorgas com base em três aspectos:

- a) compartilhamento dos riscos e resultados entre Poder Concedente e Concessionária;

³ *Capital Expenditures*, engloba gastos com investimentos em infraestrutura, incluindo dragagem.

- b) remuneração justa do capital investido; e
- c) financiabilidade do projeto.

Por fim foi considerado ainda pagamentos previstos em contas de garantia e de investimentos do contrato de concessão que, por conta de serem valores revertidos em outorga caso não utilizados, são apresentados de forma conjunta ao pagamento de outorga.

Com base nessas diretrizes, sugeriu-se o pagamento da outorga da seguinte forma.

- **Bonificação pela Outorga:** R\$ 1.383.172.500 (lance mínimo) a ser acrescido de eventual ágio, a ser pago no início do período de concessão;
- **Contribuição Fixa:** 25 parcelas anuais no valor de R\$ 63.326.900 cada uma, a serem pagas a partir do 8º ano até o 32º ano de vigência do Contrato de Concessão;
- **Contribuição Variável:** no valor de 2,25% sobre a receita bruta consolidada recolhida anualmente no início de cada ano referente à receita apurada no ano anterior.

Cabe destacar que os parâmetros descritos acima estão associados a premissas de encargo da Concessionária de pagamentos na Conta de Garantia de 200 milhões de reais, ao início da concessão, e de 2,25% da Receita Operacional Bruta, recolhido anualmente.

Esta sugestão da forma de pagamento de outorgas foi ratificada durante a Etapa 3 do projeto e absorvida como obrigações do contrato de concessão e lance mínimo do Edital. Maiores detalhes do processo de definição do pagamento de outorgas se encontram em 7.2.1.

7 PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA

7.1 Premissas

7.1.1 Premissas Gerais

Seguem as premissas gerais adotadas:

Tabela 1 Prazos e Data de Início da Concessão

Início da Concessão	jan/23
Prazo da Concessão (anos)	35
Último Mês da Concessão	dez/57

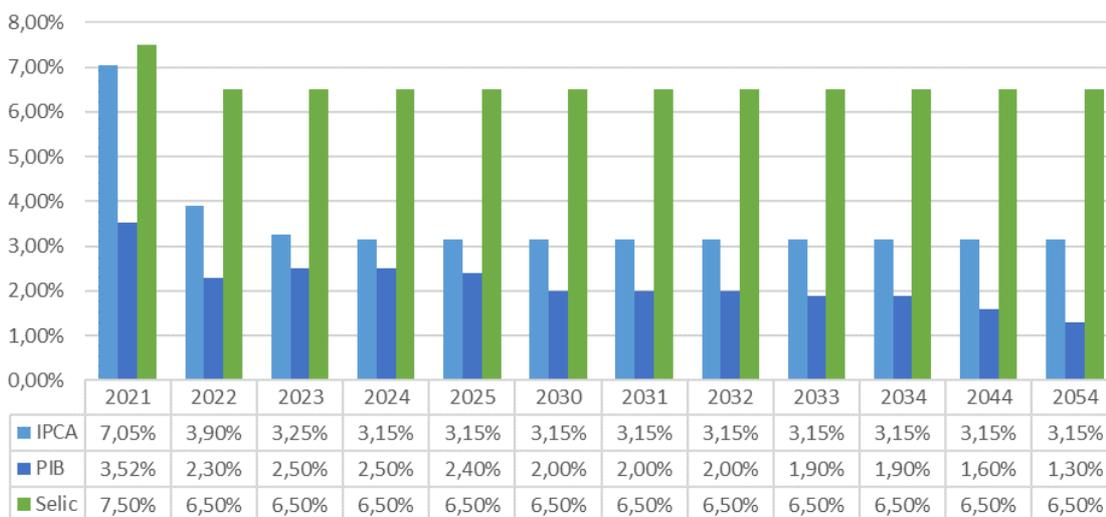
Com relação às datas, acredita-se possível iniciar a nova concessão privada em janeiro de 2023, considerando a publicação do edital prevista para julho de 2022. Portanto, trata-se de referência hipotética para a data de assunção do controle por ente privado que pode ser ajustada se necessário.

7.1.2 Premissas Macroeconômicas

Para avaliação da inflação e da taxa básica de juros nacionais foi utilizado o Boletim Focus de 21 de agosto de 2021⁴. Já para projeção de crescimento do PIB foi utilizado também o Boletim Focus até 2024 e a partir daí adotou-se a projeção da OCDE⁵, por possuir um horizonte mais longo de projeção e ter sido a mesma premissa adotada no Estudo de Mercado.

Na Figura 1 Premissas Macroecômicas, são apresentados os valores adotados até o ano de 2025. A partir daí mantiveram-se as premissas de 2025 perpetuamente.

Figura 1 Premissas Macroecômicas



Para fins do presente estudo de longo prazo, adotou-se o IPCA como o referencial para projeção da inflação de receitas e custos. Tal consideração atende ao propósito de avaliar os efeitos financeiros da inflação, especialmente na redução dos impactos financeiros de eventos contábeis com valor histórico, tais como uso de créditos tributários, depreciação e amortização.

Considerou-se, ao menos no cenário base, que não haverá descolamento na correção monetária verificada por custos e despesas e daquela verificada nas receitas. Tal consideração é uma simplificação para fins do caso base. Em paralelo o Consórcio avaliará índice(s) de revisão tarifária compatível(is) com a estrutura de custos do Projeto ao longo da concessão, de forma a mitigar ao máximo o risco de descasamento entre receita e custos.

Cabe destacar que a modelagem fez a correção monetária com base no IPCA projetado. Tal consideração atende ao propósito de avaliar os efeitos financeiros da inflação, especialmente na redução dos impactos financeiros de eventos contábeis com valor histórico, tais como uso de créditos tributários, depreciação

⁴ <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/13082021>

⁵ <https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm> , visitado em 27/11/2020

e amortização. Sendo assim, as Demonstrações Financeiras projetadas no Anexo I encontram-se em base nominal.

Tendo em vista que os valores das premissas como de receitas, custos, investimentos e pagamento de outorgas são apresentados ao longo deste capítulo em base real, a tabela abaixo apresenta os fatores pelos quais foram convertidos os valores da base real para a nominal.

Tabela 2 Fatores Acumulados de Inflação Anuais Real x Nominal

Ano	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Fator de Inflação	1,0705	1,1122	1,1484	1,1846	1,2219	1,2604	1,3001	1,3410	1,3833	1,4268	1,4718
Ano	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18	Ano 19	Ano 20	Ano 21
Fator de Inflação	1,5182	1,5660	1,6153	1,6662	1,7187	1,7728	1,8287	1,8863	1,9457	2,0070	2,0702
Ano	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26	Ano 27	Ano 28	Ano 29	Ano 30	Ano 31	Ano 32
Fator de Inflação	2,1354	2,2027	2,2720	2,3436	2,4174	2,4936	2,5721	2,6531	2,7367	2,8229	2,9119
Ano	Ano 33	Ano 34	Ano 35	Ano 36							
Fator de Inflação	3,0036	3,0982	3,1958	3,2964							

7.1.3 Custo de Capital

7.1.3.1 Aspectos Metodológicos

Para avaliação do custo de capital próprio (K_e) foi utilizado o método do CAPM (Capital Asset Pricing Model), metodologia mais difundida no mercado para tal. O método parte do princípio de que os retornos devam ser linearmente proporcionais ao risco não diversificável do ativo, ou risco sistêmico, (Prêmio de Risco) acrescido ainda da taxa livre de risco (*Risk Free*). O risco por sua vez é medido pela variável Beta (β), que mede a volatilidade do ativo em relação à volatilidade de uma carteira que represente o mercado e, por definição, é plenamente diversificada, portanto, exposta somente ao risco sistêmico. O Prêmio de Risco do ativo é então produto do Beta do ativo pelo Prêmio de Risco de Mercado (Market Risk Premium), calculado como a diferença do retorno da carteira de mercado em relação à taxa livre de risco.

A metodologia do CAPM acima descrita pode ser sintetizada pela fórmula abaixo:

$$K_e = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

Maior detalhamento da metodologia pode ser consultado em bibliografia técnica ou no site do próprio Ministério da Economia capítulo 4⁶.

7.1.3.2 Risk Free

Na escolha da taxa livre de risco, deve-se considerar um ativo que atenda aos seguintes requisitos:

- seja virtualmente livre de risco,
- tenha liquidez; e
- seja livremente negociado no mercado.

É considerado um ativo livre de risco aquele sem risco de default, ou seja, sem risco de crédito. Na prática, uma vez que não existe um ativo com essa característica absoluta, utiliza-se como proxy um ativo com risco de crédito muito baixo. Os títulos do Tesouro norte-americano de longo prazo atendem a esses requisitos e por isso são considerados proxies do ativo livre de risco.

De maneira geral, quando se utiliza o CAPM para fazer a valoração de companhias, os títulos com vencimento de 10 anos são os mais utilizados. Embora os títulos de 30 anos possam se ajustar melhor ao ciclo dos projetos de infraestrutura, por serem menos negociados, eles podem embutir um prêmio de liquidez na sua taxa, distorcendo o preço do ativo livre de risco.

Dadas as ressalvas, a taxa livre de risco mais apropriada segue o modelo mais utilizado, sendo ela resultante da média dos últimos 10 anos (07/2021) dos títulos públicos americanos de vencimento de 10 anos.

Taxa Livre de Risco (Rf): 2,07% a.a.⁷

7.1.3.3 Inflação

A taxa de inflação americana é utilizada no modelo para deflacionar o custo de capital próprio obtido através do CAPM. A exemplo da taxa livre de risco, busca-se também a melhor forma de aferição da expectativa futura para o comportamento desse parâmetro. Desse modo, mantendo a lógica de utilização das variáveis dependentes da situação geral atual do mercado, para o cálculo da inflação americana foi apurada a inflação implícita, a partir da rentabilidade da Treasury nominal de 10 anos (UST10Y) e da Treasury real de 10 anos (Treasury Inflation-Protected Securities - TIPS). Conforme explicitado em Damodaran (2008), os cálculos serão feitos a partir da equação:

$$US\ CPI = \frac{\sum_1^n R_{T10Y} - R_{TIP}}{n}$$

⁶ <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/guias-e-manuais/metodologia-de-calculo-do-wacc2018.pdf>.

⁷ <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>

Sendo n o número de períodos que se deseja utilizar a inflação implícita no caso 11 anos, R_{T10Y} o retorno da Treasury nominal de 10 anos e R_{TIP} o retorno real da treasury de 10 anos.

US CPI: 1,76% a.a.⁸

7.1.3.4 Beta

O beta utilizado é chamado de beta setorial, no qual se calcula a média dos betas de empresas abertas do setor em um determinado país, no caso os Estados Unidos. Para o cálculo dos betas de cada empresa o método mais utilizado se utiliza da covariância entre o retorno de mercado e o retorno da empresa seguindo a seguinte fórmula:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Sendo R_i o retorno da empresa i e R_m o retorno do mercado.

Risco não diversificável (β): 0,94

O beta utilizado na avaliação foi tomado com base no benchmark abaixo indicado, composto por *peers* do setor no cenário global.

Tabela 3 Beta Desalavancado Peers Setor – apurado no período de 10 anos

Empresa	Beta Desalavancado
THESSALONIKI PORT AUTHORITY	0,54
PIRAEUS PORT AUTHORITY SA	0,81
TALINNA SADAMAS	0,81
SANTOS BRASIL PARTICIPA-UNIT	1,15
COSCO SHIPPING PORTS LTD	1,07
SHANGAI INTERNATIONAL PORT AUTHORITY	1,02
LUKA KOPER	1,34
TIAJIN PORT CO LTD	0,97
SOCIEDAD MATRIZ SAAM AS	0,78
Média	0,94

Fonte: Factset levantado em 19/07/21

Cabe destacar que o benchmark utilizado para avaliação do beta desalavancado neste trabalho é o mesmo que foi utilizado nos estudos para a desestatização do Porto de Vitória. O entendimento convergente dos trabalhos é esperado, tendo em vista que este é o grupo que dispõe das empresas que exercem função de autoridade portuária no mundo, além de incluir uma companhia que opera Terminal Portuário no Brasil (Santos Brasil). Dessa forma, o presente relatório endossa a escolha de tais empresas como referências de beta para avaliar o projeto em questão.

7.1.3.5 Prêmio de Risco de Mercado

⁸ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

O Prêmio de Risco de Mercado (PRM) representa a remuneração a maior que o investidor faz jus em razão do risco assumido. O presente estudo utilizou a referência publicada pela consultoria Duff & Phelps para avaliação do PRM⁹.

Prêmio de Risco do Mercado (US Market Risk Premium): 5,5% a.a.

7.1.3.6 Prêmio de Risco País

O prêmio de risco país utilizado se refere ao spread entre o retorno do mercado brasileiro e o mercado americano, desta forma seu cálculo se dá pela diferença entre o prêmio de risco do mercado brasileiro, calculado pela média de retorno durante um ano do índice IBOV, e o prêmio de risco do mercado americano¹⁰.

Prêmio de Risco País: 2,91% a.a.

7.1.3.7 Custo de Capital de Terceiros (Kd) e Alavancagem

O custo de capital de terceiros foi estimado em função do custo médio das linhas de financiamento que compõe a dívida do projeto apresentados em 7.1.8.

O grau de alavancagem média utilizado resulta da média dos graus de alavancagem ao longo do projeto, sendo esses estimados visando minimizar o custo de capital de terceiros.

Alavancagem média identificada no projeto conforme apresentado em 7.2.3

7.1.3.8 Resultado do Custo de Capital

A Tabela 4 Custo de Capital Avaliado CAPM traz as considerações e parâmetros assumidas nesta avaliação, bem como o resultado.

Tabela 4 Custo de Capital Avaliado CAPM

Premissas para Avaliação do Custo de Capital por CAPM	
Risk Free US	2,07%
US Market Risk Premium	5,50%
Country Risk Premium	2,91%
US CPI	1,76%
Beta Desalavancado	0,94

⁹ <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital>, extraído em 02/07/21

¹⁰ pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

D/(E+D)	55,00%
Beta Alavancado	1,698
Kd	6,60%
Tax Shield	34,00%
Custos de Capital	
Ke Real	12,34%
WACC Real	7,95%

7.1.4 Tributos

O patamar de receita projetado obriga a SPA ser tributada pelo lucro real, com PIS/Cofins no sistema não cumulativo.

Seguem abaixo as alíquotas incidentes sobre a operação, conforme legislação tributária vigente.

Tabela 5 Alíquotas Tributos

Impostos Indiretos	
PIS/Cofins ¹¹	9,25%
ISS ¹²	5,00%
ICMS	18,00%
Impostos Diretos	
IR+CSLL	34,00%

Cabe ressaltar que o ISS não incide sobre a receita de fornecimento de água¹³ nem sobre receita patrimonial, enquanto o ICMS incide somente sobre a venda de energia.

Com relação a créditos tributários, segue avaliação por tipo de tributo:

- PIS/COFINS: Considerou-se 30% de aproveitamento sobre os custos com terceiros e Opex¹⁴ projetados no DRE, em razão do sistema não cumulativo. Tal proporção foi levantada com base nos balancetes históricos da SPA¹⁵.
- IR/CSLL: A SPA possui 473 milhões de reais de créditos tributários¹⁶ em razão de prejuízos acumulados em períodos anteriores, dos quais se considera utilização desses créditos até um valor de 30% do lucro fiscal ao ano no período, conforme legislação Brasileira.¹⁷

7.1.5 Estrutura de Receitas

¹¹ Lei nº 9.718/98

¹² Lei nº 11.438/1997 e LC 116/2003

¹³ Mensagem nº 362 de 31 de julho de 2003

¹⁴ *Operating Expenses*, engloba custos de manutenção e operação

¹⁵ Os balancetes foram objeto de revisão por parte da auditoria independente da empresa e devidamente avaliados no processo de due diligence contábil, financeira e tributária realizado pelo Consórcio.

¹⁶ DDCP002, Tabela 2

¹⁷ Art. 15 da Lei nº 9.065/1995

A projeção de receitas para o Porto Organizado de Santos foi elaborada com base (i) na estrutura de receitas tarifárias definida no Anexo III da Minuta do Contrato de Concessão, (ii) nas receitas patrimoniais vigentes e estimadas da Autoridade Portuária de Santos, (iii) no impacto das projeções de demanda e frota em cada linha de receita e (iv) nos parâmetros e premissas específicas adotadas para cada linha de receita, considerando que parte das receitas serão originadas a partir de serviços tarifados com regulação prescrita contratualmente (Tarifas de Infraestrutura de Acesso Aquaviário, de Infraestrutura de Acesso Terrestre e de Infraestrutura de Acostagem), enquanto outras receitas originam-se de serviços não sujeitos às tarifas portuárias prescritas contratualmente, para as quais buscou-se refletir nas premissas informações de mercado acerca de valores praticados.

As receitas tarifárias consideradas na modelagem serão todas reguladas *ex ante*, isto é, prevendo-se mecanismos de regulação explícita dos valores a serem praticados pela concessionária e o monitoramento da ANTAQ no cumprimento dessas diretrizes. Para receitas patrimoniais, foi desenvolvido um modelo que busca apurar o valor de mercado para as áreas portuárias com base nas mais recentes licitações de arrendamentos do Porto Organizado de Santos, levando em consideração as particularidades de cargas movimentadas, o nível de investimentos demandado, e o valor de outorga oferecido pelo vencedor de cada uma dessas áreas.

7.1.5.1 Receitas Operacionais dos Serviços Portuários Tarifados

7.1.5.1.1 Tarifas de Utilização da infraestrutura de acesso aquaviário (Tarifa I)

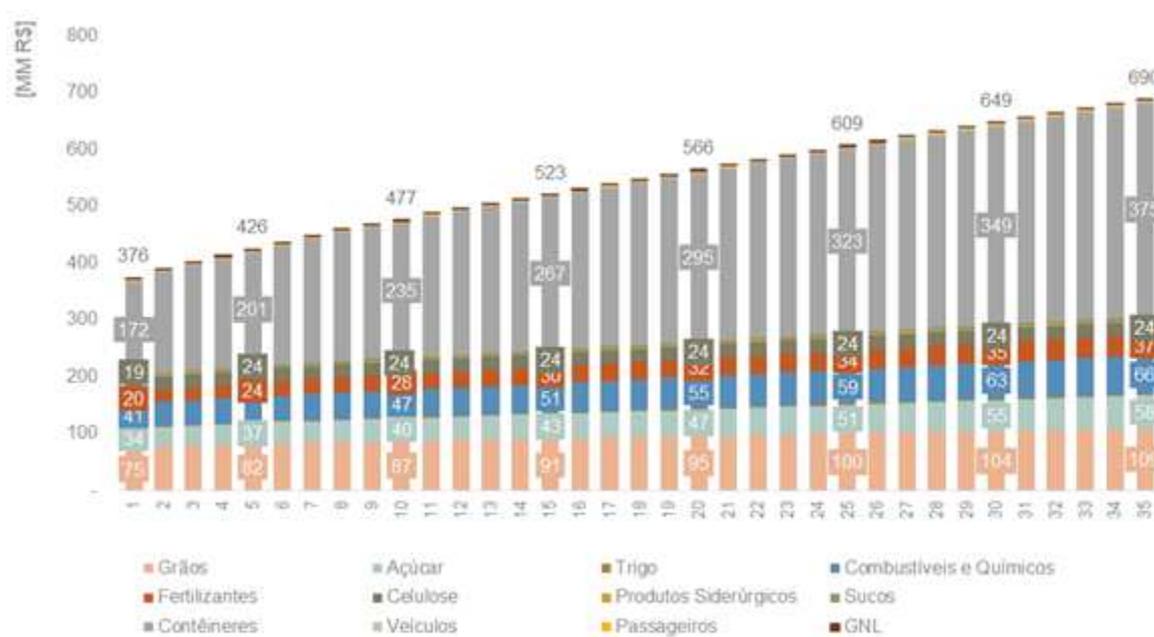
A estrutura proposta para a Tarifa I considera que a cobrança seja feita em função do porte da embarcação, medido em DWT, sem que haja distinção do tipo de carga ou embarcação utilizada.

Esta modelagem não considera nenhum tipo de desconto ou incentivos que podem ser oferecidos a grupos de carga específicos, por frequência de acesso, tipo de navegação – como, por exemplo, navios de cabotagem –, ou outro que seja previsto pela RN 32 da ANTAQ, cabendo ao futuro concessionário a decisão por implementá-los caso julgue pertinente e desde que siga as diretrizes de cobrança previstas pelo Contrato de Concessão e seus Anexos, partes integrantes da documentação desta licitação.

A tarifa-teto para acessos foi definida como o valor de **R\$1.156,82/mil toneladas DWT**. Este valor representa em termos de valor presente a projeção de receitas com acesso considerando a estrutura estabelecida para modelagem deste edital, que considera ganhos de escala em função do porte da embarcação.

A Figura 2 abaixo ilustra a projeção de receitas proposta pelo consórcio considerando a projeção de volumes, evolução de frota por tipo de carga, e número de acessos para o Porto de Santos.

Figura 2: Receita projetada para Tarifa I (Elaboração: DAGNL)



7.1.5.1.2 Tarifas de Utilização das instalações de acostagem (Tarifa II)

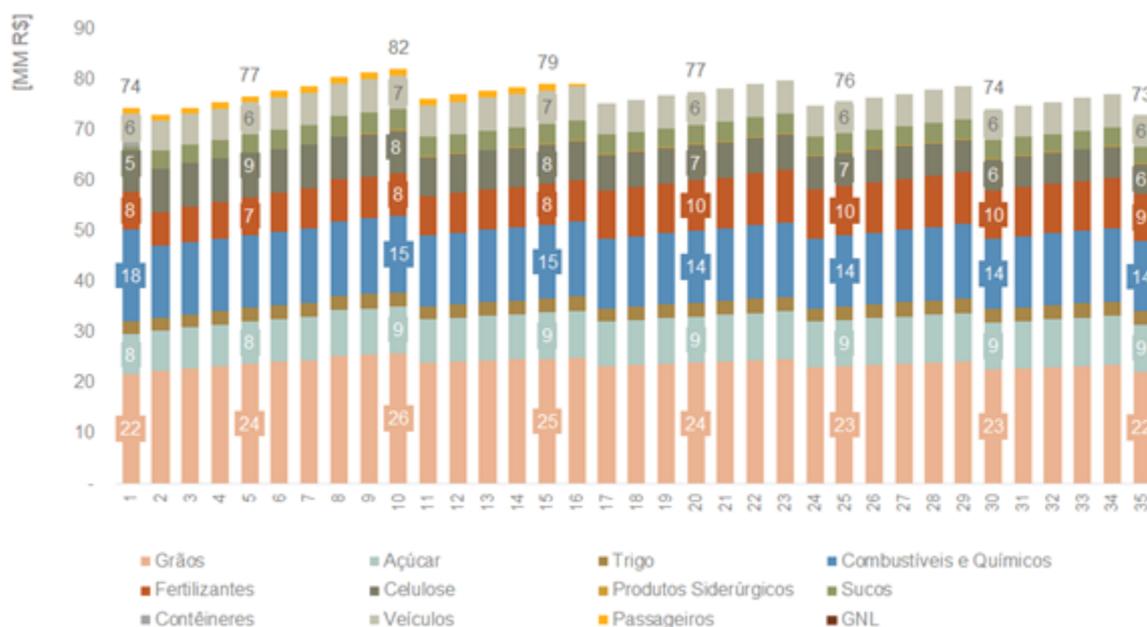
A Tarifa II vigente refere-se à utilização dos serviços de acostagem nas infraestruturas dos portos, incidentes sobre as embarcações que atracam em píeres, cais e pontes para realizar a movimentação da carga em berços públicos.

A estrutura de cobrança proposta para a Tabela II considera um escalonamento dos valores cobrados em função do (i) tempo total atracado, (ii) do porte da embarcação, medido através do LOA (comprimento) da embarcação, e (iii) de um fator que varia em função do tempo atracado, que visa incentivar operações mais rápidas e eficientes, e penalizando operações que ocupam em demasia os berços do estuário. A proposta não faz distinção em relação à localidade da operação, como era a prática na estrutura tarifária da SPA vigente até 2021, o que traz isonomia e competitividade entre as margens e regiões do Porto.

Ressalta-se que a cobrança só será feita sobre os berços que estão sob a gestão da Autoridade Portuária. Berços que são geridos com exclusividade pelos próprios arrendatários não geram cobrança de Tarifa II pela Autoridade Portuária. Para fins de regulação foi estabelecida uma tarifa-teto para acostagem no valor de **R\$2.004,42/mil x LOA x Horas atracadas**.

A Figura 3 ilustra a projeção de faturamento com a Tabela de Atracação e Acostagem.

Figura 3: Receita projetada para Tarifa II (Elaboração: DAGNL)



7.1.5.1.3 Tarifas de Uso da Infraestrutura Terrestre (Tarifa III)

A Tabela III remunera a Autoridade Portuária pela utilização da infraestrutura de acesso terrestre do Porto Organizado. Referente à cobrança da infraestrutura portuária, elenca-se a operação terrestre como a recepção (uso de moegas rodoviárias, ferroviárias e dutoviárias, i.e.), ou expedição de carga (carregamento de caminhões, trens, e expedição por dutos, i.e.). A RN 32 indica que a estrutura de cobrança para acesso terrestre deverá ser feita através da movimentação de carga no cais, supondo-se, portanto, que quanto mais eficiente a operação de cais, mais eficiente será o sistema de recepção e expedição terrestre.

A partir dos parâmetros da RN 32, a estrutura de cobrança da Tarifa III prevê a cobrança em função da movimentação realizada e da produtividade executada na operação. Tal forma uniformiza a cobrança entre todos os terminais, independentemente se for um terminal do Porto Organizado ou terminal de uso privado.

Para fins de regulação foi estabelecida uma tarifa-teto para acesso terrestre no valor de **R\$489,58/mil t**.

A Figura 4 apresenta a projeção de receitas com Tarifa III para o Porto de Santos.

Figura 4: Receita projetada de Tabela III (Elaboração: DAGNL)



7.1.5.2 Receitas Não Tarifárias

7.1.5.2.1 Receitas Patrimoniais

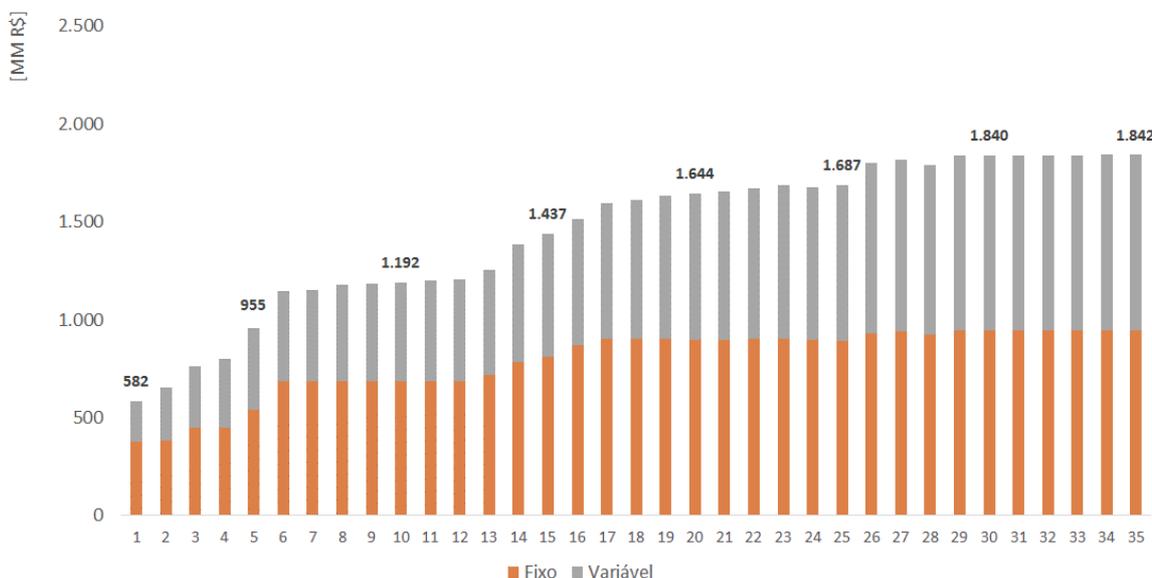
As receitas patrimoniais auferidas atualmente pela Autoridade Portuária são fruto, em sua maioria, de contratos de arrendamento portuário firmados entre o Poder Concedente e investidores privados que fazem a exploração econômica dos terminais localizados no porto organizado.

Em função das características específicas de cada área e carga, inseridas em distintos contextos mercadológicos, com diferenças em relação às receitas, custos associados à operação e níveis de investimentos, os contratos firmados ao longo dos anos apresentam diferentes valores de remuneração à Autoridade Portuária.

Ao longo do prazo de concessão previsto para o Porto Organizado de Santos, de 35 anos, os contratos atualmente vigentes chegarão ao seu termo, podendo ensejar renegociações ou destinação das áreas ao mercado em novos contratos. Nesse sentido, para estimação das receitas potenciais, propôs-se metodologia que visa aproximar o valor de mercado a ser obtido com a contratação de cada área, baseando-se nos contratos de arrendamento firmados para o Porto de Santos nos últimos 10 anos, considerando: (i) as condições de arrendamentos propostos pelos editais de licitação – e vigentes atualmente –; (ii) o montante de investimentos previstos à época de celebração desses contratos (trazidos à valor presente da referida licitação pela taxa de desconto prevista em contrato); (iii) o valor ofertado pelo licitante vencedor em outorga; e (iv) parâmetros de futuras licitações, que trazem condições de mercado atualizadas.

O resultado dessa modelagem é apresentado na figura abaixo, que apresenta o potencial de geração de receita patrimonial até o horizonte da concessão.

Figura 5: Potencial de valor gerado com receitas patrimoniais (Elaboração: DAGNL)



7.1.5.2.2 Receitas da Exploração de Áreas *Greenfield*

A incorporação de áreas *greenfield* à poligonal do Porto Organizado enseja uma avaliação quantitativa do potencial de geração de receitas da exploração comercial dessas áreas pela futura concessionária. Em princípio não é possível determinar quais serão as cargas e negócios a serem desenvolvidos na região, uma vez que a potencial necessidade de expansão de capacidade encontra-se no médio prazo (cerca de 12 anos) e que nesse período projetos relativos a novos TUPs podem se concretizar, ou ainda, os terminais na área do Porto Organizado podem investir para modernizar seus sistemas, ampliando sua capacidade de movimentação.

De forma geral este estudo capturou em seu modelo base de projeção de capacidade os projetos com potencial claro de desenvolvimento, explicitando as premissas para geração de receitas a partir destes usuários do porto, conforme Estudo de Mercado. Não foram explicitamente modelados os possíveis projetos de novos TUPs ou projetos em áreas de expansão com vocação ainda não identificada.

De acordo com esta metodologia, as expansões nas áreas *greenfield* ocorreriam com um lote de área adicionados em 2033, 2039, 2046, 2052 e 2057, totalizando ao final da concessão um uso de 2,17 milhões de m², o que representa cerca de 27% da área *greenfield*, que por sua vez totaliza 8,03 milhões de m², destacado na figura abaixo.

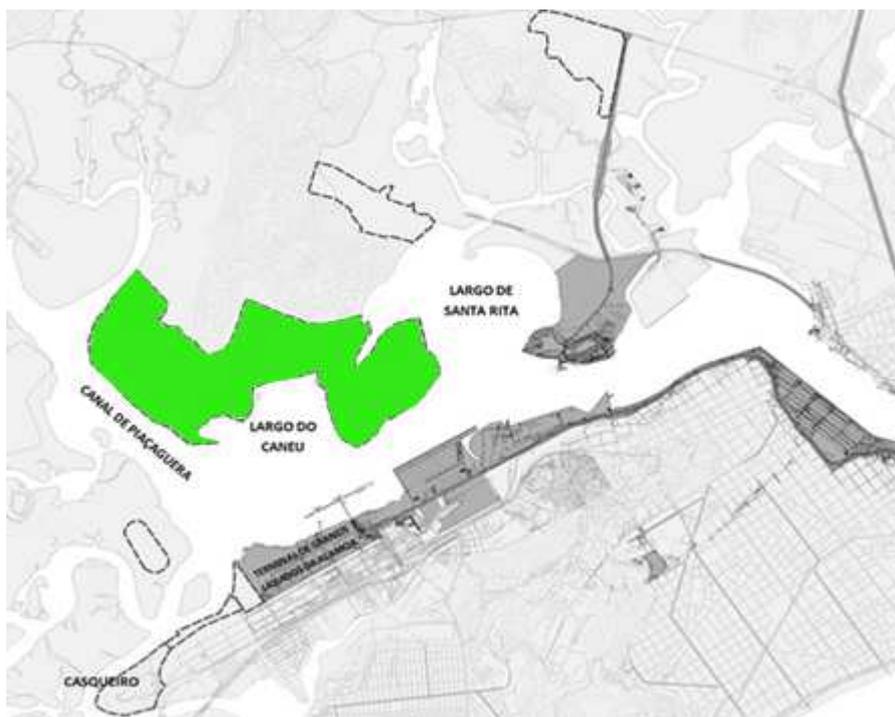


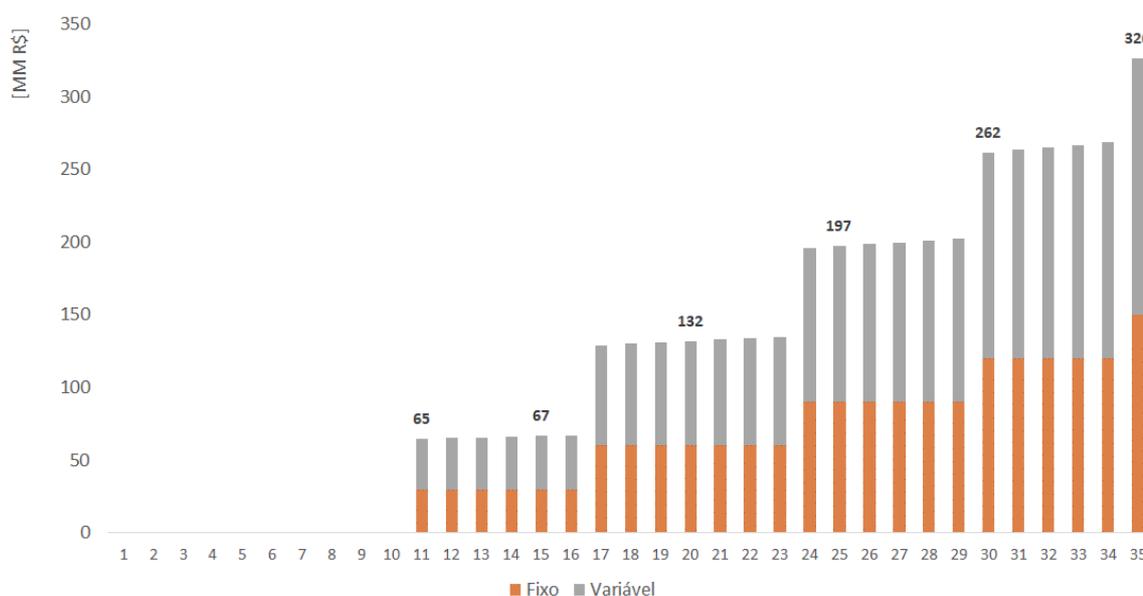
Figura 6: Área greenfield a ser incorporada à concessão

Ainda devem ser somadas áreas com acessos, pátios de espera, estacionamentos, pátios de manobra, e outros. Como referência o porto de Santos atualmente possui cerca de 3,5 milhões de m² de áreas operacionais, sendo a área com acessos, pátios, e outras destinadas ao apoio portuário somam mais 4,1 milhões de m². Seguindo a mesma proporção, devem ser ocupadas até o final da concessão cerca de 4,72 milhões de m² de área *greenfield*, somando área de acessos e pátios, ou cerca de 60% da área total disponibilizada. Deve-se considerar ainda que cerca de 30% da área, ou seja 2,4 milhões de m², será destinada à preservação ambiental, indicando que o Porto, ao final da concessão, demandará quase a totalidade da área útil acrescida à poligonal.

A partir de metodologia explicitada no Estudo de Mercado em seu Capítulo 5, estabeleceu-se um valor de **R\$2,04/t** e **R\$5,74/m².mês** a serem pagos pelos terminais desenvolvidos nas áreas *greenfield* ao concessionário.

A Figura 7 ilustra a projeção de receitas com áreas *greenfield* ao longo do período da concessão considerando: (i) área ocupada ano a ano, (ii) capacidade adicionada e movimentação estimada, e (iii) os valores estimados com receita patrimonial para o uso de áreas *greenfield*.

Figura 7: Projeção de receitas com áreas *greenfield* no Porto de Santos (Elaboração: DAGNL)



7.1.5.2.3 Demais fontes de receitas não tarifárias

Sítio Padrão e Contratos de Arrendamento/ aluguel de áreas não operacionais

Além das receitas com arrendamento fixo e variável, a Autoridade Portuária ainda auferir receitas patrimoniais referentes ao sítio-padrão e contratos de arrendamento/aluguel de áreas não operacionais. O primeiro diz respeito a contratos antigos, que remuneravam a Autoridade Portuária em função das condições de infraestrutura disponibilizadas pelo Poder Concedente ao início de vigência do contrato. Tal remuneração não é mais encontrada nos contratos mais recentes, que já consideram as condições do ativo na modelagem econômico-financeira do ativo. Deste modo é previsto uma redução, até atingir o valor zero à medida que os contratos mais antigos sejam extintos.

Por fim, os contratos com arrendamento e aluguéis de áreas não operacionais geram uma receita da ordem de R\$ 2,3 milhões por ano. Não foi previsto nenhum tipo de alteração dessas condições comerciais para efeitos de cálculo da receita patrimonial total.

Receitas Acessórias

O Porto Organizado de Santos é demandado atualmente pelos seus *stakeholders* por serviços de *utilities* básicas, como saneamento e o fornecimento de energia elétrica e outros serviços, como área para estacionamento de caminhões, serviços de emissão de documentações, ente outros. As Receitas Acessórias não serão reguladas, tendo caráter de preços. Reitera-se que não são previstas obras de expansão no saneamento e em outros serviços que podem ser oferecidos pelo Porto, o que gera manutenção dos patamares históricos observados desses serviços.

Para a projeção das Receitas Acessórias adotou-se o percentual médio verificado no período compreendido entre 2015 e 2020 desta linha de receita em relação ao total auferido pela Autoridade Portuária. Adota-se, portanto, que as receitas acessórias sejam em média de 1,23% do total das receitas.

Energia Elétrica

Em 1910 foi inaugurada a Usina Hidrelétrica de Itatinga que passou a ser a fonte de abastecimento de energia elétrica não só para o Complexo Portuário, mas também para as cidades próximas.

Com capacidade potencial de 15 megawatts, a produção de Itatinga é em grande parte consumida pela atividade portuária em Santos. Dado o desenvolvimento, a complexidade e o aumento da demanda energética para as operações, há um déficit de abastecimento pela produção local que foi suprido e complementado por operações da CPFL (Companhia Paulista de Força e Luz).

A SPA planeja a devolução da usina de Itatinga à União até 2023, sendo que toda a energia demandada pelos usuários do Porto de Santos seria suprida pela CPFL, que está em curso com investimentos para atendimento dessa demanda. Nesse cenário, não é considerado no cenário base receitas decorrentes do fornecimento de energia elétrica na futura concessão.

Sistema de Saneamento

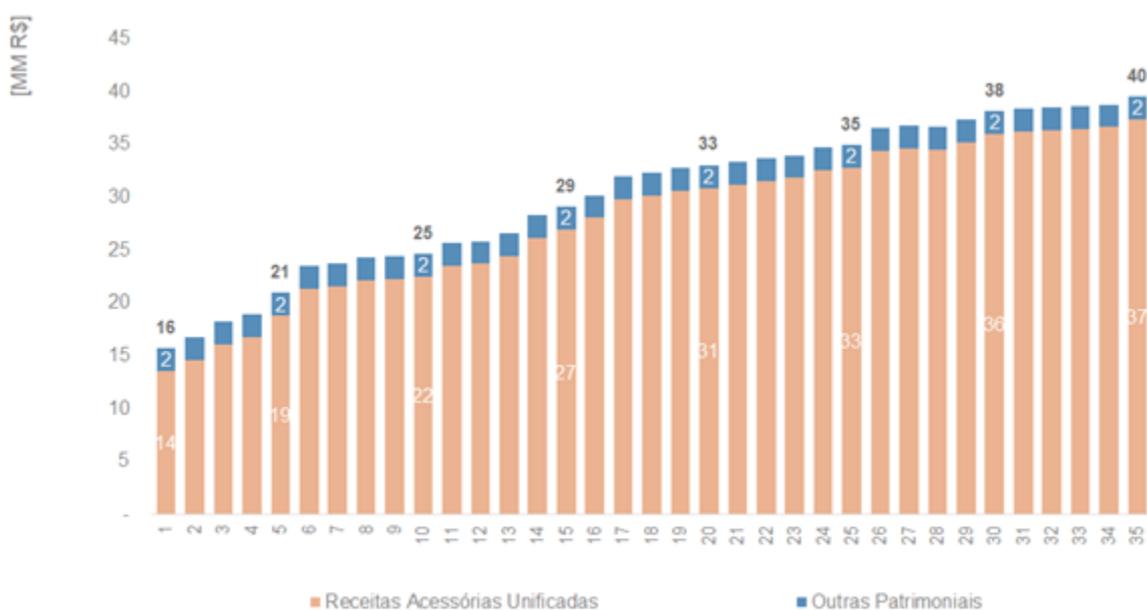
A partir de 2006, a SPA inaugurou um sistema próprio de tratamento de água e esgoto que tornou o Porto à época autossuficiente tanto no abastecimento de água quanto no tratamento de esgoto. A atual estrutura de saneamento opera em níveis próximos de sua capacidade máxima e para que a demanda total do Complexo fosse atendida, necessitou ser complementada pela operação da Sabesp, que tem maior atuação na margem esquerda, enquanto a SPA atua mais diretamente na margem direita. Em função do nível de ocupação próximo do limite, e a possibilidade e atendimento de parte da demanda pela Sabesp, projeta-se a manutenção do patamar de receita auferidas com esse sistema ao longo do período de concessão.

Outras Receitas

Além dessas receitas, há ainda algumas secundárias inerentes à atividade portuária, tais como: aluguel de equipamentos, emissão de documentação, áreas de armazenagem, estacionamento, medição de peso por balança, que representam menos de R\$ 2 milhões de receita ao ano para a Autoridade Portuária. Foi utilizado para projeção o valor médio observado para essas receitas nos últimos cinco anos, que não apresentou variação significativa nesse período.

A Figura 8 a seguir mostra a evolução esperada para as demais fontes de receitas não tarifárias.

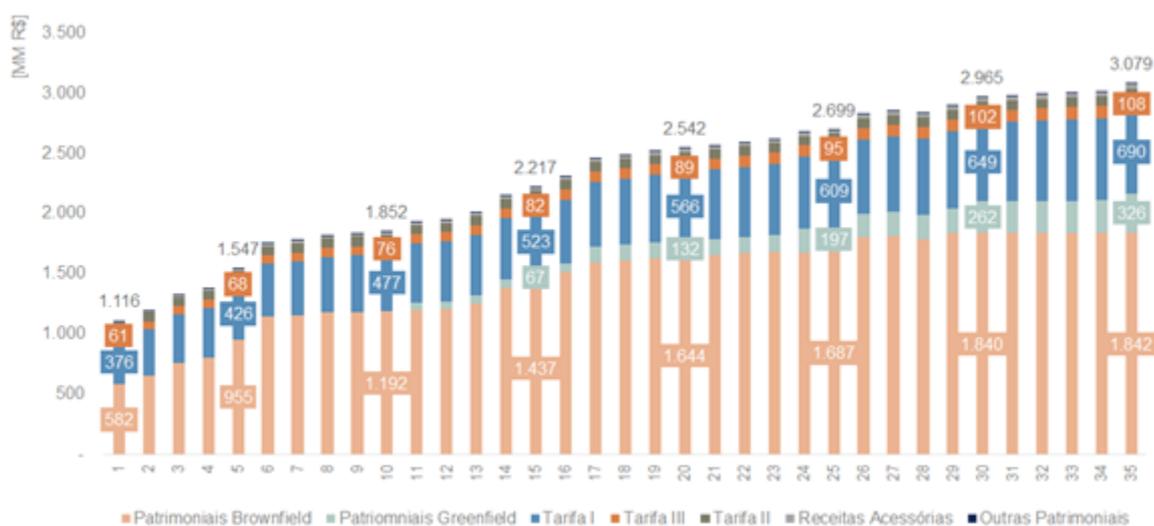
Figura 8: Receita projetada para Demais fontes de Receitas não tarifárias (Elaboração DAGNL)



7.1.5.3 Conclusão Receitas

A consolidação da proposta da nova estrutura tarifária, aliada ao potencial de exploração das áreas operacionais, pode gerar um expressivo aumento de receitas à futura Autoridade Portuária privada, com um CAGR de 3,3% a.a. durante o período de concessão.

Figura 9: Projeção de receitas com base na nova estrutura tarifária e exploração de áreas operacionais (Elaboração: DAGNL)



Por fim, considerando a correção monetária pelos fatores da Tabela 2 avaliados com base na inflação projetada da curva consolidada de parâmetro nominal segue abaixo ilustrada.

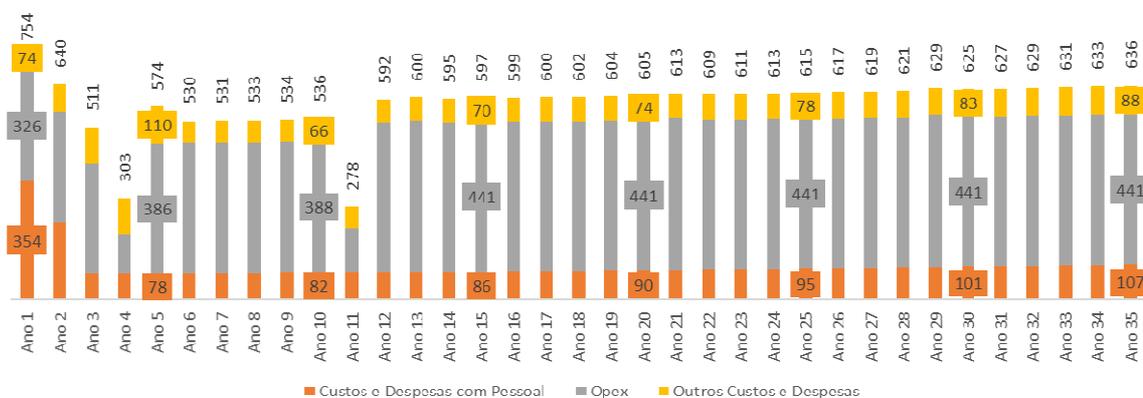
Figura 10 Projeção de Receitas Nominais (R\$.mi)



7.1.6 Custos e Despesas

Os custos e despesas operacionais para o período de concessão foram levantados no Relatório Técnico Operacional (TECOP). A figura abaixo traz os resultados nele obtidos abertos por (i) Folha de Pagamentos; (ii) Opex; e (iii) Outros Custos e Despesas.

Figura 11 Custos e Despesas Operacionais Reais Período de Concessão (R\$.mi) – base jan/21

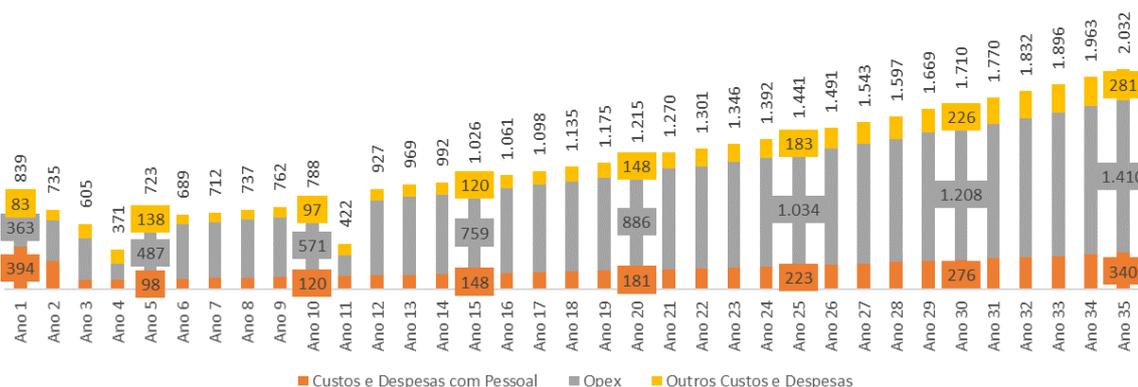


Fonte: Relatório TECOP, Tomo III, capítulo 8

O TECOP apresenta a memória com relação ao desenvolvimento dos custos acima apontados.

Considerando o a projeção de inflação projetada no cenário macroeconômico, a figura abaixo apresenta a curva de custos e despesas operacionais em base nominal.

Figura 12 Custos e Despesas Operacionais Nominais Período de Concessão (R\$.mi)



Os custos e despesas aqui apresentados não englobam aqueles relacionados à: inadimplência pagamentos de outorga e à amortização e depreciação.

Dentro da estrutura de custos e despesas assumiu-se ainda uma premissa de inadimplência de 0,60% da ROB, baseado no histórico da companhia¹⁸.

7.1.7 Investimentos

7.1.7.1 Investimentos Obrigatórios

Os investimentos obrigatórios são aqueles qualificados no PEP – Plano de Exploração Portuária e orçados conforme Estudo Técnico Operacional. A figura abaixo apresenta o fluxo de desembolso para implementação destes Investimentos Obrigatórios, conforme orçamentos e cronogramas apresentados no Capítulo 9 do Tomo III do TECOP.

Figura 13 Fluxo de Desembolso Investimentos Obrigatórios base real (R\$.mil) – jan/21



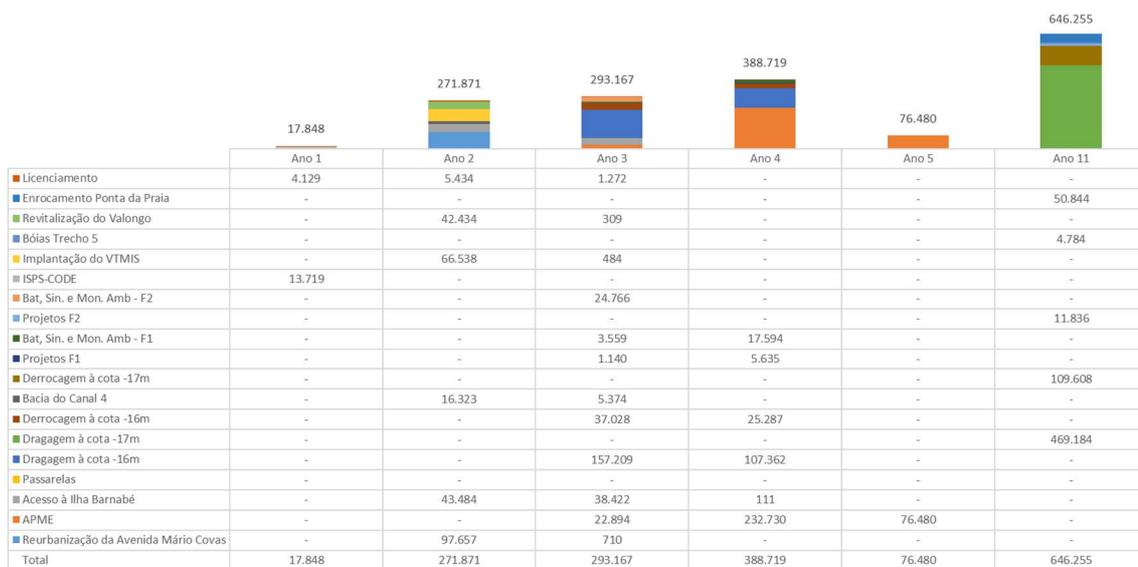
Fonte: Relatório TECOP, Tomo III, capítulo 9

¹⁸ Valor médio avaliado com base na abertura da Provisão de Créditos de Liquidação Duvidosa na DDCP (Relatório de Due Diligence Contábil Patrimonial), considerando o prazo de análise da due diligence de 3 anos.

Conforme a figura acima, são previstos 1.408 milhões de reais em investimentos obrigatórios pela Concessionária.

A figura abaixo representa os investimentos obrigatórios em termos nominais considerando a projeção de inflação presente no cenário macroeconômico assim como a inclusão dos custos financeiros capitalizados.

Figura 14 Fluxo de Desembolso Investimentos Obrigatórios Nominais (R\$.mil)



Fonte: Relatório TECOP, Tomo III, capítulo 9

7.1.7.2 Sustaining Capex

Para além dos investimentos já descritos, é considerado um investimento recorrente (sustaining capex) para a manutenção de recuperação da malha viária presente e futura com intervalo de recorrência a cada oito anos, ambas a partir de 2033, para a malha presente e 2038 para a malha futura e custo de 22,03 milhões de reais por intervenção na malha presente e 6,23 milhões para a malha futura. As figuras abaixo ilustram esse desembolso tanto em base real como na base nominal.

Figura 15 Fluxo de Desembolso Sustaining Capex base real (R\$.mil) – jan/21

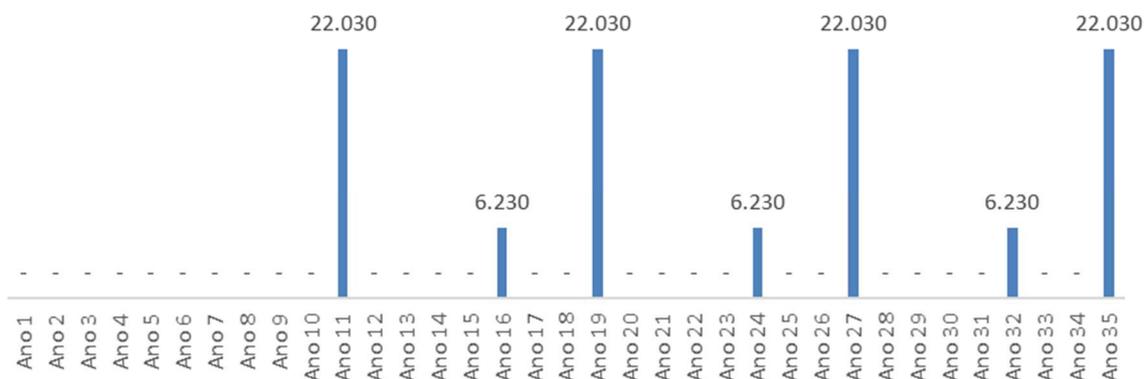
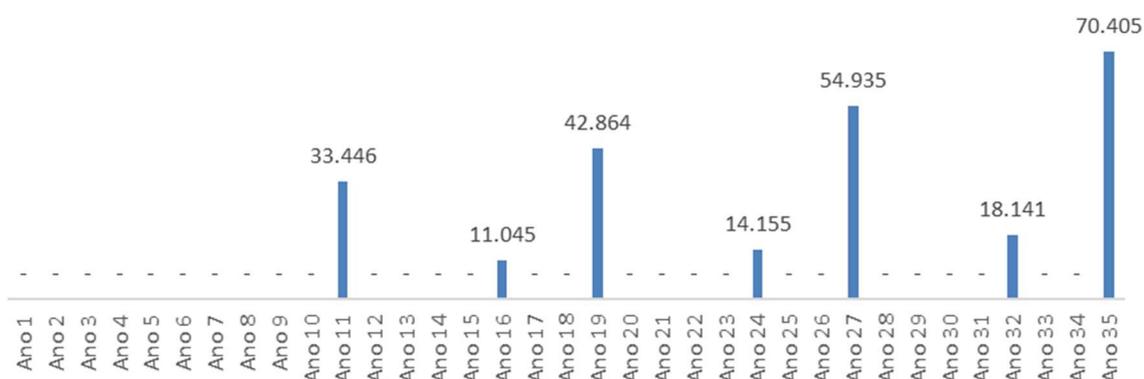


Figura 16 Fluxo de Desembolso Sustaining Capex (R\$.mil)



7.1.7.3 Túnel S/A

Considerando o intuito da concessão do Porto de Santos financiar a realização da obra de um túnel submarino entre as cidades de Santos e do Guarujá sem que a concessão fosse contaminada com um escopo de construção pesada que foge a realidade operacional do Porto, durante os estudos foi estabelecido que a Concessionária deverá subscrever e integralizar capital em subsidiária a ser criada pela SPA após a desestatização para futura execução deste túnel (“Túnel S/A”).

Utilizando como premissas macroeconômicas as mesmas já descritas no documento e como base um investimento de 3.582 milhões de reais para a execução do projeto os aportes necessários serão pagos em três parcelas anuais utilizando as proporções de 25%/35%/40% a partir do início da concessão. Após descontados no tempo os valores das parcelas seguem conforme descritos nas seguintes figuras totalizando 2.988 milhões de reais.

Figura 17 Fluxo de Aportes Obrigatórios Reais na Túnel S/A (R\$.mil)

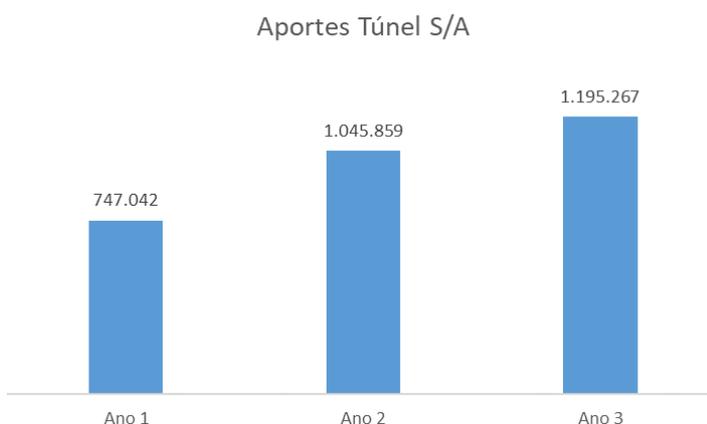


Figura 18 Fluxo de Aportes Obrigatórios Nominais na Túnel S/A (R\$.mil)



7.1.8 Financiamento

Considerou-se que a companhia utilizará capital de terceiros para cumprir com parte das obrigações pecuniárias e de investimentos decorrentes do Contrato de Concessão, conforme descrito abaixo:

- Investimentos Obrigatórios: Alavancagem na proporção de 70% do custo estimado para execução dos investimentos obrigatórios. Estimou-se que 50% será financiado por linha de crédito de longo prazo, enquanto o restante será financiado por dívida complementar emitida no mercado de capitais.
- Bonificação pela Outorga: Alavancagem na proporção de 70% do valor mínimo de Bonificação pela Outorga a ser pago a vista, sendo que 50% será financiado por linha de crédito de longo prazo, enquanto o restante será financiado por dívida complementar emitida no mercado de capitais.
- Aportes Túnel S/A: Alavancagem na proporção de 70% para os aportes na Túnel S/A. Considera alavancagem somente por dívida complementar emitida no mercado de capitais.

Ainda que a linha de financiamento considerada como de longo prazo permita grau de alavancagem de até 80% dos itens financiáveis, o percentual de alavancagem foi fixado em 70% tendo em vista que o percentual de 80% não demonstrava atendimento aos *covenants* financeiros descritos na seção 0. A razão de financiar-se somente 50% dessa alavancagem total em dívida de longo prazo também é uma limitação imposta pela linha de financiamento considerada, razão pela qual considerou-se a linha de crédito complementar para o restante. Já com relação aos aportes na Túnel S/A, interpretou-se que tal encargo não é elegível para a linha de financiamento de longo prazo, razão pela qual financiou-se 100% com a linha de crédito complementar.

A seguir são descritas as condições de ambas as linhas de financiamento consideradas.

7.1.8.1 Financiamento de Longo Prazo

A definição das condições do financiamento de longo prazo foi feita baseado em referências¹⁹ de crédito de longo prazo de projetos de infraestrutura de grande porte no Brasil, linha FINEM do BNDES.

O custo da desta linha é baseado na TLP acrescido de spread composto pelo risco e pela remuneração do BNDES. O spread foi avaliado em 3,69% a.a. com base em contratos similares vigentes desta linha. A TLP foi considerada como 3,54% a.a. + IPCA²⁰. Sendo assim, taxa de juros resultante considerada foi de 7,36%+IPCA. A liberação é *pari passu* ao desembolso do Capex.

A amortização está considerada em 20 anos em tabela SAC após período de 2 anos de carência iniciado ao término das obras. Os juros incorridos durante a execução das obras são capitalizados junto ao Capex conforme preconiza o Pronunciamento Técnico CPC 20.

É considerado incidência de IOF de 1,88% sobre as liberações desta linha de financiamento²¹.

7.1.8.2 Financiamento Complementar

De forma complementar à linha de financiamento de longo prazo, considerou-se dívida emitida no mercado de capitais. Adotou-se como referência para as condições desta linha as debêntures incentivadas²² emitidas entre 01 de janeiro de 2018 e 20 de outubro de 2021, com a figura abaixo apresentando esses dados de forma a demonstrar historicamente o spread entre as debentures e a NTN-B de mais longo vencimento na época.

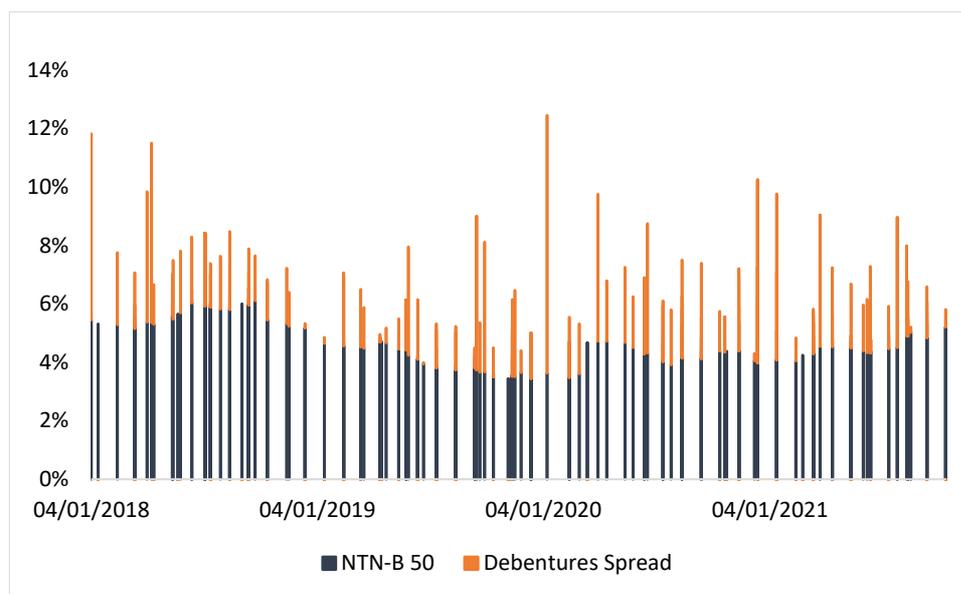
¹⁹ <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-finem-credito-projetos-direto>, <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-finem-infraestrutura-logistica>

²⁰ <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/tlp-taxa-de-longo-prazo>, TLP de out/21

²¹ Decreto 6306 de 2017

²² Lei 12.431/2011

Figura 19 Spread debentures x NTN-B



Fonte: Consórcio DAGNL a partir de dados disponíveis públicos da Cetip²³ e do Tesouro²⁴

Importante destacar que a SPA não tem histórico de emissão de títulos em mercado ou de captação bancária recente para projetos de longo prazo. Isso em conjunto com a limitação do mercado de debentures incentivadas, pois a referência utiliza o mercado como um todo, não especificando ou diferenciando setores, tendo em vista que ainda não há um mercado de crédito de títulos privados para o setor portuário.

Tendo isso exposto e com base nas características do benchmark acima apresentado, adotou-se como premissas para essa linha de financiamento taxa de juros de IPCA+ NTN-B (vencimento 2050) + média do spread das debêntures, resultando em na taxa IPCA+6,30% em 21 de outubro de 2021 e amortização tipo *Price* em 24 parcelas semestrais após 2 anos de carência. A emissão da dívida nesse perfil é realizada no 1º mês de cada ano ao longo do projeto e é do tipo *upfront* no qual se alavanca em função da previsão de desembolso financiável do ano inteiro.

7.1.8.3 Covenants Financeiros

Como covenants financeiros foram considerados:

- i. Patrimônio Líquido / Ativo $\geq 20\%$
- ii. Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) $\geq 1,30$

²³ <https://www2.cetip.com.br/TitulosDebentures>

²⁴ <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/historico-de-precos-e-taxas.htm>

Ambos os parâmetros foram baseados no que é usualmente adotados nas linhas de financiamento de longo prazo utilizadas como referência.

A fórmula do ICSD está descrita na figura abaixo:

Figura 20 Fórmula ICSD

(A) Geração de Caixa
 (+) EBITDA
 (-) Imposto de Renda
 (-) Contribuição Social
 (+/-) Variação de Capital de Giro

(B) Serviço da Dívida
 (+) Amortização de Principal
 (+) Pagamento de Juros

Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) = (A) / (B)

No item 7.2.3 deste relatório é apresentado o desenvolvimento dos parâmetros destes *covenants* ao longo da concessão.

7.1.9 Depreciação e Amortização

A companhia possuía na data de corte (jun/20) um total de ativo imobilizado e intangível de 1.670 milhões de reais, conforme Relatório Final de Due Diligence Contábil e Patrimonial - DDCP.

Enquanto empresa pública, considerou-se que esse ativo imobilizado e intangível da companhia seguirá o fluxo atual de depreciação e amortização.

Após a alienação do controle acionário e conseqüente mudança de natureza da companhia, considerou-se que esse ativo se tornará parte do conjunto de bens vinculados ao contrato de concessão, de propriedade do poder concedente e passará a ser reconhecido, portanto, no ativo da companhia o direito de exploração desses bens, sob forma de ativo intangível. Dessa forma, a partir da data de desestatização, o valor residual desses bens será amortizado de forma mensal e linear até o fim da concessão, conforme a interpretação técnica contábil ICPC 01.

Novos investimentos (7.1.7) e outorga fixa (7.2.1) já serão reconhecidos como ativo intangível conforme incorram. Cabe destacar que o valor da outorga fixa parcelada incorre já no início da concessão, ainda que os pagamentos venham a ser feitos futuramente. A forma de amortização segue a mesma regra descrita no parágrafo anterior.

7.1.10 Capital de Giro

Para avaliação do capital de giro, considerou-se os Prazos Médios de Recebimento (PMR) e Prazos Médios de Pagamento (PMP) levantados na DDCP. Considerou-se o prazo médio de pagamento de impostos com base no histórico da companhia, já considerando de forma simplificada o abatimento dos impostos a recuperar.

Ainda dentro do entendimento de capital de giro, presumiu-se parâmetro de liquidez mínima de três meses que possa garantir as obrigações de curtíssimo prazo da companhia, por entender que manter esse nível de liquidez é uma boa prática de administração financeira em empresas deste porte.

A tabela abaixo traz os parâmetros adotados na modelagem cujo racional foi acima descrito:

Tabela 6 Premissas de Capital de Giro

PMR (dias)	20
PMP (dias)	20
Prazo Médio Pagamento Impostos Indiretos (dias)	45
Caixa Mínimo Liquidez - Qntd de Períodos (meses) de Auto suficiência	3

7.1.11 Receita Financeira

Considerou-se rentabilidade de 95% ²⁵da Selic sobre conta caixa como receita financeira. Sobre essa receita incide ainda alíquota de 4,65% de PIS/COFINS. Além do PIS/Cofins, a receita financeira impacta no lucro fiscal, ensejando, portanto, recolhimento de IR/CSLL.

7.1.12 Distribuição de Dividendos e Chamadas de Aportes

O modelo financeiro realiza chamada de aporte de capital de acionistas sempre que a posição de caixa ao final no mês não feche dentro do limite mínimo de liquidez estabelecido em 7.1.10 no valor necessário para atendimento deste parâmetro, integralizados no capital social.

Para a distribuição de dividendos, foi programado cálculo iterativo para distribuição mensal de dividendos quando respeitados os seguintes fatores:

- i. Disponibilidade de caixa excedente em relação ao patamar mínimo de liquidez estabelecido;
- ii. Não previsão de necessidade de aportes futuros, de forma que a distribuição de dividendos só se inicia após o período de investimentos;

²⁵ Prática de mercado considerar rendimentos entre 80%~100% de Selic/CDI do caixa e disponibilidades. Sendo o resultado da proporção de tempo entre sem aplicação e aplicação de rendimento 100% CDI.

- iii. Lucro disponível para distribuição, respeitando-se a manutenção de reserva legal de lucros ²⁶no valor mínimo de 5% do Lucro Líquido do Período ou 20% do Capital Social.

Ao fim do projeto, considera-se a redução do capital social e liquidação da companhia.

Cabe, novamente, ressaltar que é com base no FCA que o ativo foi valorado, portanto no fluxo de dividendos e aportes da companhia com seu acionista avaliado com base nos critérios aqui apresentados.

7.1.13 Equivalentes de Dívida

Considerando que o projeto consiste na aquisição de uma companhia já operacional, há de considerar-se os direitos e obrigações prévios da Companhia, refletidos e contabilizados em seu Balanço Patrimonial (BP) ao início do projeto. O presente capítulo aborda a estrutura das contas do BP projetadas para o início do projeto a fim de identificar o equivalente de dívida, bem como os critérios de amortização de tais valores.

A tabela abaixo apresenta o Balanço Patrimonial da Companhia já com os ajustes identificados no processo de DDCP, realizado com base nas contas da Companhia de junho de 2020. As contas foram classificadas por sua natureza gerencial a fim de identificar o Equivalente de Dívida da companhia, sendo:

- CG: Capital de Giro;
- ED: Equivalente de Dívida;
- Im: Imobilizado e Intangível; e
- PL: Patrimônio Líquido

Tabela 7 Equivalente de Dívida

Tabela [2] - Balanço Patrimonial (R\$ em 000s)	Ajustado jun20	Classificação
Ativo circulante		
Caixa e equivalentes de caixa	607.998	CG
Valores vinculados à aplicação em infraestrutura	12.842	CG
Contas a receber	34.940	CG
Estoques	611	CG
Créditos tributários	6.196	CG
Outros créditos	5.754	ED
Total do ativo circulante	668.340	
Ativo não circulante		
Contas a receber	23.911	CG
Partes relacionadas	6.882	ED

²⁶ art. 193 da Lei 6.404/76

Depósitos judiciais	162.396	ED
Bens destinados à alienação	243	ED
Imposto de renda e contribuição social diferidos	473.121	ED
Outros créditos	380	ED
Imobilizado	1.665.381	Im
Intangível	5.203	Im
Total do ativo não circulante	2.337.518	
Total ativo	3.005.858	
Passivo Circulante		
Obrigações com pessoal e previdenciárias	50.727	CG
Fornecedores e prestadores de serviços	6.601	CG
Impostos e contribuições	24.513	CG
Plano de pensão - contribuição mensal	3.025	ED
Plano de pensão - termo de compromisso	31.668	ED
Obras efetuadas por arrendatários	18.900	ED
Provisão para contingências	369.487	ED
Provisão para PIDV	18.179	ED
Parcelamento de processos	-	ED
Outras obrigações	30.693	ED
Total do passivo circulante	553.793	
Passivo Não Circulante		
Parcelamento de processos	-	
Provisão para contingências	120.089	ED
Receita diferida	299.124	ED
Obras efetuadas por arrendatários	97.221	ED
Plano de pensão - provisão déficit atuarial	430.276	ED
Plano de pensão - termo de compromisso	443.348	ED
Créditos da União para aumento de capital	857.097	PL
Outras obrigações	-	ED
Total do passivo não circulante	2.247.156	
Patrimônio Líquido	204.909	
Capital social	1.414.100	PL
Lucros / Prejuízos acumulados	(1.275.407)	PL
Prejuízos acumulados	(14.104)	PL
Resultado do exercício	80.320	PL
Total passivo e patrimônio líquido	3.005.858	

Fonte: Tabela [2] Relatório de DDCP

Maiores detalhes dos ajustes avaliados nas contas da companhia podem ser verificados na DDCP. Para síntese de contas de ativos com contas de passivo foi considerado o ativo como positivo e o passivo como negativo para fins de apuração de valores de direitos líquidos de obrigações.

Com o intuito de avaliar o fluxo de caixa do projeto, se faz necessário projetar as posições das contas patrimoniais para a data da liquidação do leilão, momento no qual o controle passará ao licitante vencedor. A tabela abaixo traz as projeções seguidas das principais premissas utilizadas nas estimativas.

Tabela 8 BP Sintetizado SPA Ano 0

(R\$ em 000s)	Ano 0
Capital de Giro (CG)	184.895
Caixa	208.927
Outras Contas de CG	(24.032)
Imobilizado e Intangível (Im)	1.557.914
Equivalente de Dívida Bruta (ED)	(1.169.242)
IR/CSLL diferidos	437.943
Convênio Portus	(395.846)
Outros	(1.211.338)
Patrimônio Líquido (PL)	(573.567)

Fonte: Consórcio DAGNL

Segue abaixo as considerações feitas para as estimativas constantes na tabela acima:

- Caixa: Posição projetada considerando redução de capital sugerida pelo Consórcio DAGNL à atual gestão da SPA para que a Companhia mantenha liquidez considerada segura durante o processo de desestatização, porém reduzindo o caixa acumulado atualmente na companhia com destinação deste excedente ao atual acionista - União. É necessário portanto proceder a redução de capital e/ou eventual distribuição de dividendos previamente à realização do certame, de forma a compatibilizar o valor em caixa previsto para a data da liquidação.
- Outras Contas de Capital de Giro: Projetado em função das premissas de Capital de Giro apresentadas em 7.1.10.
- Imobilizado e intangível: Posição projetada considerando depreciação e amortização esperada até a desestatização. A evolução não produz efeito caixa relevante para a SPA no período anterior ao lançamento do Edital.
- Equivalente de Dívida Bruta: Conjunto de Ativos e Passivos da Companhia que conjuntamente tem natureza de equivalente de dívida, do qual foi feita a abertura conforme subtotais abaixo:
 - Convênio Portus: Saldo devedor da SPA junto ao Instituto de Seguridade Social Portus (Portus com valor e forma de pagamento definido em convênio assinado entre SPA e Portus em junho de 2020);
 - IR/CSLL diferidos: Crédito tributário remanescente projetado para a Companhia após a data de liquidação, considerando sua realização na proporção de abatimento de 30% do IRPJ/CSLL projetado até a desestatização, conforme legislação Brasileira.²⁷
 - Outros Itens Equivalentes de Dívida Bruta: Considerou-se que não haveria amortização/realização desse conjunto de passivos/ativos que compõe atualmente o equivalente de dívida da companhia no período anterior a transferência das ações ao Novo Investidor.

²⁷ Art. 15 da Lei nº 9.065/1995

- Patrimônio Líquido: Valor resultante das demais projeções para as contas de BP que mantém a identidade contábil “ativo = passivo + PL”.

Finalmente, estimado o volume de Equivalente de Dívida Bruta para a data da liquidação no valor total de 1.208 milhões de reais para avaliação do efeito “caixa”, foram adotados os seguintes critérios para amortização e realização dos passivos e ativos que compõe esse total:

- IR/CSLL diferidos: Realização dos 437 milhões (Tabela 8), proporcionalmente a 30% do IRPJ/CSLL por período.
- Convênio Portus: Pagamento do saldo devedor de 395 milhões (Tabela 8) em parcelas mensais iguais até junho de 2035, dos quais incidem juros reais de 4,81% a.a., conforme convênio assinado junto à Portus.
- Outros Itens de Equivalente de Dívida Bruta: Liquidação dos 1.211 milhões de reais (Tabela 8) de outros itens equivalentes à dívida no primeiro mês da concessão. Tal premissa é equivalente ao ajuste econômico usualmente feito para estimar o *Equity Value* a partir do *Enterprise Value*.

A Dívida Bruta foi refletida na conta caixa, cuja consideração em conjunto com a dívida bruta levaria à dívida líquida, pois foi considerada dentro do Capital de Giro abordado em 7.1.10.

7.1.14 Valor de Aquisição das Ações

Como premissa, considerou-se que o investidor privado vencedor da licitação adquirirá as ações da SPA pelo seu valor contábil, portanto o valor projetado para a conta de Patrimônio Líquido (PL) no mês anterior à sua entrada. Com base nas projeções de geração e distribuição de lucros e das mutações projetadas para o patrimônio líquido (conforme 7.1.15), estimou-se como a posição do patrimônio líquido em dezembro de 2022 o valor de 573.567 milhares de reais. Esse valor compõe o valor total, que é auferido pelo Poder Concedente, apresentado em 8.1.

Cabe ressaltar que por sua natureza, o valor do patrimônio líquido é aquele que considera o valor líquido de direitos e obrigações da companhia, portanto presume-se que, caso devidamente contabilizado, a aquisição da companhia com PL diferente do ora projetado, a transação estaria naturalmente equilibrada por variação nos seus direitos e obrigações em igual montante, reestabilizando as contas contábeis.

Exemplos possíveis da companhia contar com um valor de PL a maior do que o projetado é ter posições contábeis de equivalente de dívida ou caixa variando no sentido de manter a equivalência entre passivos e ativos.

Nestes exemplos o adquirente da companhia pagaria um valor diferente deste projetado, contudo, a operação permaneceria equilibrada por ter mais ou menos direitos ou obrigações na mesma proporção mantendo o equilíbrio contábil.

No entanto o valor financeiro pode ser afetado tendo em vista que depende não só do valor contábil, mas também da liquidez dessas obrigações e direitos. Com a diretriz, a ser ratificada, de aquisição das ações por seu valor contábil, os montantes de pagamento de outorga que o privado oferecerá durante o processo competitivo se torna o ponto de ajuste da percepção de valor calculadas com base nas projeções de fluxo de caixa livre que a exploração do Porto de Santos deverá gerar por 35 anos.

7.1.15 Mutações do Patrimônio Líquido pré-Desestatização

A DDCP, utilizada como base para as projeções da avaliação econômico-financeira, apontou três pontos que cabem ser endereçados pela atual gestão antes da desestatização, conforme listados abaixo:

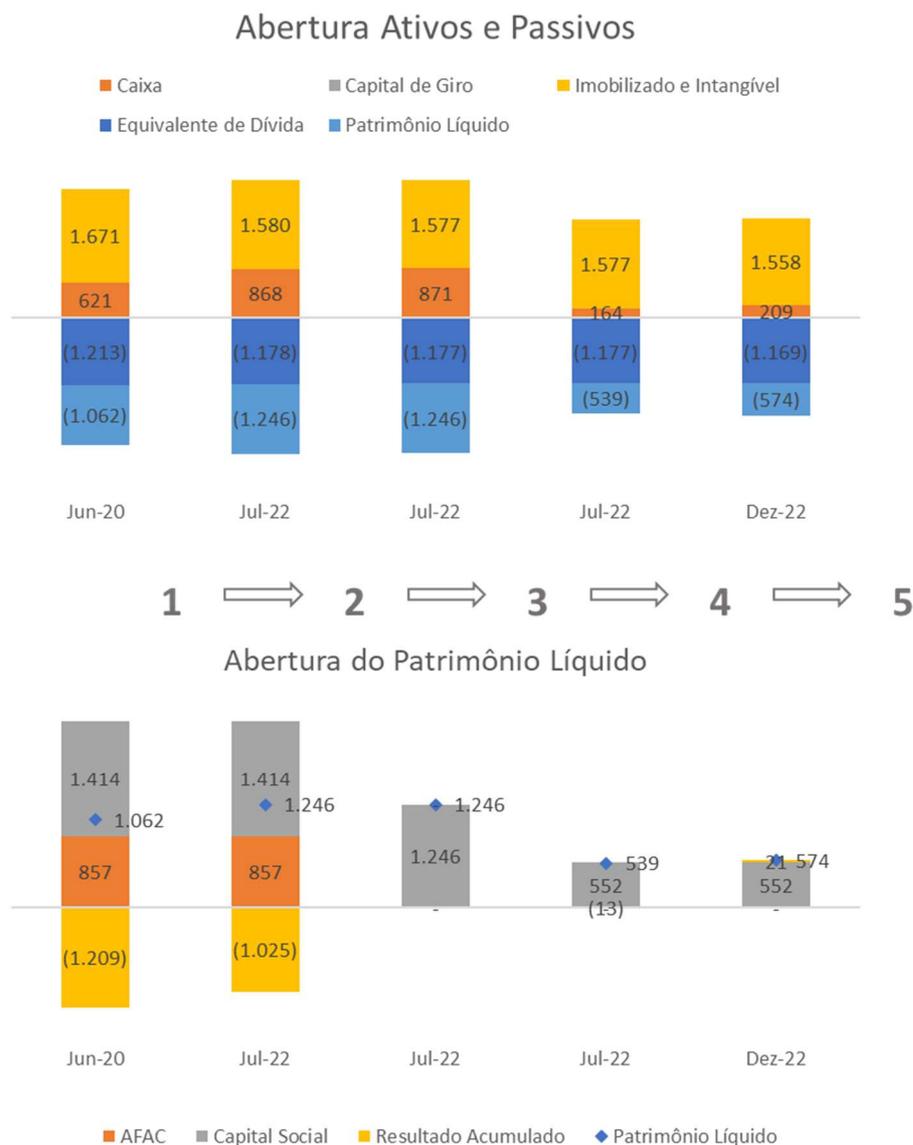
- i. AFACs: no valor de 857 milhões de reais;
- ii. Prejuízos Acumulados: no valor de 1.209 milhões de reais (já ajustado pela DDCP);
- iii. Caixa e Disponibilidades: no valor de 607 milhões de reais.

Ainda que a atual gestão da SPA tenha, aparentemente, alcançado autonomia financeira de recursos da União e tornado a companhia geradora líquida de caixa, a atual posição dos resultados acumulados impede a distribuição do atual excedente de caixa e do caixa que se imagina ser gerado até sua desestatização para União. Adicionalmente-se há AFACs (Adiantamentos para Futuro Aumento de Capital) que ainda não foram integralizados ao Capital.

Certo de que os ajustes necessários para reverter os pontos acima citados estão sendo gerenciados pela atual gestão da SPA, mas ainda sem a certeza da forma como tais ajustes e mutações no patrimônio líquido serão realizados, restou para fins deste estudo fazer hipóteses sobre tais ações.

Sendo assim, foi presumido que em julho de 2022 a SPA realizaria de forma concomitante a absorção das AFACs e prejuízos acumulados em seu capital social e a redução do capital social para o valor de 552 milhões de reais. Considerando que na data de corte contábil a companhia possuía PL de 1.062 milhões de reais, incluindo as AFACs como parte do Patrimônio Líquido, essa diferença seria sacada da conta caixa em favor do atual acionista, bem como o resultado realizado entre a data de corte contábil e a data da redução de capital. A figura abaixo ilustra a operação.

Figura 21 Esquema de Mutações do PL SPA



Descrição das operações numeradas no esquema acima:

1. Realização de 184 milhões (projeção) de resultado não distribuído no período e redução do prejuízo acumulado e elevando o Patrimônio Líquido para 1.246 milhões de reais em julho de 2022, data assumida como publicação do Edital da Licitação.
2. Absorção/ Integralização das AFACs e do prejuízo acumulado no Capital Social.
3. Redução do capital social de 1.246 milhões de reais para 552 milhões de reais com débito da diferença (694 milhões de reais) da conta caixa (o que mantém Ativos = Passivos+PL). A redução sugerida mantém a companhia com valor na conta caixa equivalente aos 3 meses de autossuficiência apontados na Tabela 6, o que resultou na manutenção de 164 milhões de reais na conta caixa.

4. Não realizar distribuição de dividendos ou aumento de capital até a data da alienação da companhia. Por conta disso projeta-se realização de 21 milhões de reais de resultado não distribuído o que eleva o Patrimônio Líquido da Companhia para 574 milhões de reais.
5. Venda das Ações da Companhia pelo valor definido no Edital da Licitação.

Ainda que seja provável que a forma como tais ajustes serão realizados, ou mesmo se serão realizados, não será exatamente igual a premissa ora adotada, cabe esclarecer que, sob o aspecto estritamente financeiro, qualquer que seja o cenário e o status dessas posições do balanço patrimonial da companhia, a operação de alienação das ações poderá ser realizada sem prejuízos das partes.

Exemplificando a colocação acima, na hipótese em que não se realize a redução de capital proposta, ou em valor diferente do proposto, o valor recebido pela alienação das ações seria maior, já que a posição de caixa majoraria o ativo com contrapartida no Patrimônio Líquido e consequentemente no valor contábil das ações. Sendo assim, há simplesmente uma postergação e da forma como a União, atual acionista, receberia esse valor.

Outra hipótese, também exemplificativa, seria o caso em que não seja feita a integralização da totalidade de parte das AFACs no Capital Social. Neste cenário o valor a ser pago pelas ações seria menor na mesma monta do valor das AFACs que, após a desestatização, caberiam ser pagas pela companhia desestatizada. Neste caso há de se destacar o risco de incorrência de IOF na operação, conforme apurado pela DDCP, mas que ainda assim é um valor de menor relevância no contexto geral da transação, além de receita exclusiva da União.

Destaca-se que **não se considerou** o valor sacado da companhia pela União durante a sua redução e capital (item 3 da Figura 21), como **694 milhões de reais**, dentro do valuation da desestatização em si por ser recurso gerado pela empresa ainda enquanto pública.

Por fim, cabe pontuar que o Consórcio não vê nessas operações riscos de perda do crédito de IR/CSLL devido em razão de prejuízos em competências anteriores, tendo em vista que tais operações são estritamente contábeis e sem impacto na esfera fiscal.

7.1.16 Custos Pré e Pós Operacionais

Considerou-se dentro dos custos pré e pós operacionais o valor dos seguros de garantia da proposta, para o caso de custos pré operacionais, e da garantia de execução pós vigência do contrato.

Para avaliação dos custos de garantia o Consórcio antecipou a avaliação dos valores de cobertura a ser exigidos por estes seguros no Edital e no Contrato de Concessão. A tabela abaixo traz essa avaliação preliminar dos valores de cobertura, feita com base em referência de valores de seguros cobrados em outros projetos similares, bem como o valor do prêmio em relação à cobertura, levantado com base em

referências de mercado. Ratifica-se desde já que tais parâmetros devem ainda ser confirmados ou revisados ao longo da Etapa 3.

Tabela 9 Custo de Contratação Seguros Proposta e Garantia pós Vigência do Contrato

Parâmetros de Garantia Contrato		Valores (R\$)	
Cobertura	Garantia da Proposta	R\$	240.000.000
	Garantia de Execução pós-Vigência	R\$	240.000.000
% Prêmio / Cobertura	Garantia da Proposta		0,68%
	Garantia de Execução pós-Vigência		0,80%
Custo Contratação Seguro	Garantia da Proposta	R\$	1.632.000
	Garantia de Execução pós-Vigência	R\$	1.920.000

Ainda dentro dos custos pré operacionais considerou-se 17,734 milhões de reais²⁸ de reembolso dos estudos e 1,331 milhões de reais ²⁹de reembolso da licitação.

Dessa forma, segue resumo dos custos pré e pós operacionais considerados:

Tabela 10 Resumo Custos Pré e Pós Operacionais

Custos Pré Operacionais (R\$.mil)	20.696
Garantia de Proposta	1.632
Reembolso Estudos	17.734
Reembolso B3	1.331
Custos Pós Operacionais (R\$.mil)	1.920
Garantia pós Vigência	1.920

7.2 Resultados e Indicadores

Conforme anteriormente citado, o principal resultado desta avaliação econômico-financeira é o valor justo do pagamento de outorga em favor do Poder Concedente pelo direito de exploração dos serviços durante o período de concessão. Como o entendimento do valor justo é avaliado com base na capacidade de pagamento por parte do investidor privado, portanto a avaliação em questão apresenta também como resultado do trabalho os indicadores financeiros do sob a ótica do investidor privado.

7.2.1 Pagamento de Outorga e Outros Encargos

Ao longo do desenvolvimento deste relatório, foram estudados diversos cenários possíveis para pagamento de outorga, buscando o melhor equilíbrio entre os pilares abaixo listados:

- a) Partilha de risco entre Poder Concedente e Concessionária: considerando que o projeto prevê o desenvolvimento do mercado ao longo do período de concessão e que, embora a avaliação

²⁸ Apurado com base no contrato assinado entre o Ministério da Infraestrutura e o BNDES

²⁹ Estimado com base em custos de processos semelhantes sediados na plataforma da B3. Valor a ser confirmado conforme contratação dos serviços.

- tenha sido realizada em um cenário base, existe a possibilidade de a concessão desviar do que foi projetado, sendo uma das possibilidades o desenvolvimento de novos negócios na área do porto organizado não capturados na modelagem. Nesse contexto, pode ser vantajoso que o poder concedente partilhe parcialmente dos resultados dos desenvolvimentos futuros do Porto;
- b) Remuneração justa do capital privado: a remuneração justa visa acomodar variações no valor da outorga a fim de não incorrer em valores negativos de remuneração do capital privado, tendendo o valor presente líquido a zero.
- c) Financiabilidade do projeto: o exercício de financiabilidade buscou avaliar o equilíbrio entre os aportes para pagamento da outorga à vista e o comportamento dos indicadores financeiros (Covenants) da concessionária nos diferentes cenários de pagamento de outorga.

Primeiramente, foi elaborado quadro comparativo entre outorga fixa e variável para diferentes percentuais de outorga variável, sendo o valor da outorga fixa aquele que gerasse a remuneração justa ao investidor, ou seja, aquele cenário no qual o valor descontado do fluxo de caixa é nulo. Foi inicialmente suposto, para fins do exercício, que a outorga fixa seria paga ao início do projeto. O seu eventual parcelamento é discutido posteriormente, a fim de avaliar a financiabilidade do projeto. Pôde-se então avaliar a distribuição das contrapartidas ao Poder Concedente em valores de natureza fixa e variável, conforme a premissa (a) acima e para tal considerou-se o valor presente³⁰ destes pagamentos. A tabela abaixo traz os resultados obtidos nesta análise.

Tabela 11 Comparativo Outorga Variável (OV) em % x Outorga Fixa (OF) (em milhões de reais)

% OV sobre a receita operacional bruta	Outorga Fixa (em Parcela única)	Valor presente Outorga Variável	Pagamento pelas Ações SPA	% (OF + Ações) sobre (Valor Presente das Outorgas + Ações)
0,00%	2.428	0	574	100%
2,25%	2.113	514	574	84%
4,50%	1.795	1.027	574	70%
6,75%	1.476	1.541	574	57%
9,00%	1.161	2.055	574	46%
11,25%	838	3.981	574	35%

Fonte: Consórcio DAGNL

Diante dos resultados obtidos no exercício acima se adotou, em alinhamento com a coordenação do projeto, a premissa de pagamento de Outorga Variável Mensal no valor de 4,50% da Receita Operacional Bruta total da Concessionária, o que corresponde à alocação de 30% do valor presente vislumbrado pelo Poder Concedente no projeto em outorgas variáveis, associadas as futuras receitas da concessão. A motivação pela adoção deste percentual de outorga variável é o fato de presumir que a relação de

³⁰ Utilizando como taxa de desconto o WACC calculado para o projeto

aproximadamente 70/30 de OF/OV seria uma partilha de risco adequada ao projeto, corroborado pela similaridade observada com o mencionado projeto de desestatização do porto de Vitória (CODESA).

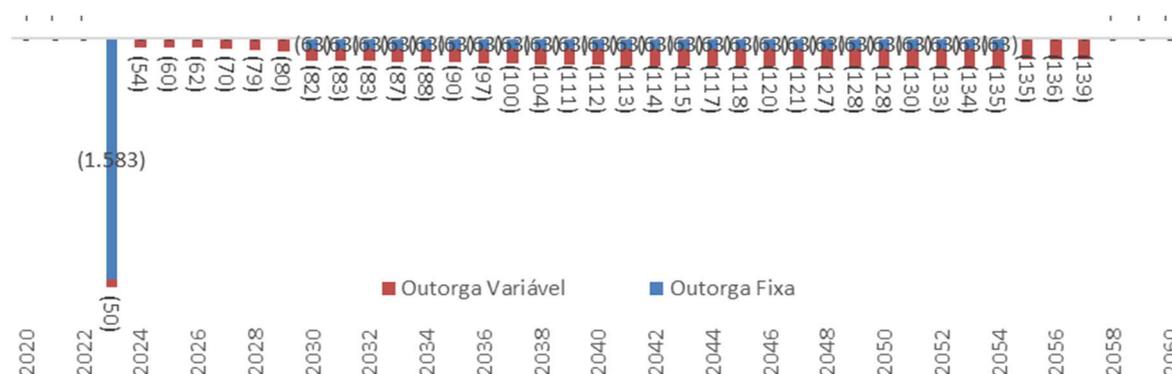
Em seguida à definição do percentual de OV, foi feito o exercício de parcelamento do valor da outorga fixa. Tal trabalho foi feito de forma **iterativa**, tendo em vista os diversos parâmetros a serem alcançados para garantir a melhor financiabilidade do projeto (ICSD e PL/Ativo) e a devida remuneração do capital (VPL).

A tabela abaixo traz as premissas alcançadas para o que se entendeu seria a melhor forma de pagamento da outorga fixa sob a ótica dos diversos parâmetros envolvidos nesta definição, enquanto a figura seguinte traz a ilustração deste fluxo de pagamentos.

Tabela 12 Premissas de Pagamento de Outorga Fixa

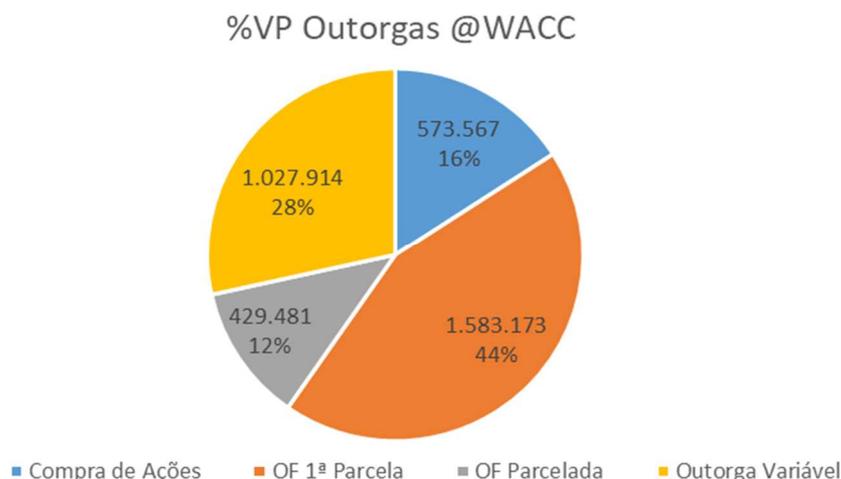
Outorga Fixa	
Outorga Fixa total (R\$.mil)	3.166.345
% parcelado	50%
Parcela Fixa na Assinatura do Contrato (R\$.mil)	1.583.173
Início da Cobrança das Parcelas	jan/30
Qntd de Parcelas (#)	25
Parcela Fixa Parcelada Anual (R\$.mil/ano)	63.327

Figura 22 Fluxo de Pagamento da Outorgas (R\$.mi)



Descontando-se o fluxo acima apresentado com base no WACC³¹ estipulado para o projeto (Tabela 4 Custo de Capital Avaliado CAPM) obtemos a avaliação do valor presente e do *share* de outorga por tipo.

³¹ Optou-se por fazer a análise do VP em favor do Poder Concedente com base no WACC por ser a taxa de desconto observada pela outra parte, o investidor privado, e, portanto, haver convergência na percepção dos valores pagos e recebidos. Contudo é possível fazer também a avaliação por outras taxas de desconto que se entenda melhor representar o custo de capital do Poder Concedente conforme a finalidade da análise.

Figura 23 Share de Outorga por Natureza (R\$.mil)

Com base na figura acima, pode-se dizer que o **valor presente projetado da capacidade financeira do projeto para outorgas** pagas pela Concessionária ao Poder Concedente pelo direito à exploração das atividades de autoridade portuária é de **3.614 milhões de reais**, sendo 28% deste valor devido à parcela variável em função da receita e 72% associado a parcelas fixas. O valor difere-se ligeiramente do percentual apresentado na Tabela 11 pois o parcelamento da outorga fixa aumenta a alavancagem por um período maior, aumentando o valor presente da outorga fixa de R\$1.795 milhões (apresentado na Tabela 11) para R\$2.013 milhões (referente à soma dos VPs de todas as parcelas da Outorga Fixa na Figura 23).

O pagamento das parcelas de outorga fixa foi considerado nos meses de aniversário do contrato a partir do 8º ano e tem seu valor corrigido até a data de pagamento. Já o pagamento da outorga variável é feito também nos meses de aniversário do contrato a partir do 2º ano com valor referente ao apurado no ano anterior.

Cabe destacar que, na etapa 3 definiu-se que parte da capacidade financeira do projeto acima avaliada será utilizada para outros encargos contratuais que não somente o de pagamento de Outorga. Foram previstos, então, conforme consta no Relatório de Modelagem de Desestatização em seu capítulo 5.3, o pagamento de 200 milhões de reais com o adicional de 2,25% da ROB em Conta de Garantia. Sendo assim, o valor disponível para o pagamento da 1ª parcela da Outorga Fixa e da Outorga Variável é reduzido nessa proporção a fim de manter o equilíbrio financeiro do projeto. Dessa forma, o presente relatório apresenta uma proposta, a partir das definições e avaliações apresentadas neste capítulo, para o pagamento de outorgas fixa e variável e outros encargos para o Cenário Base conforme abaixo.

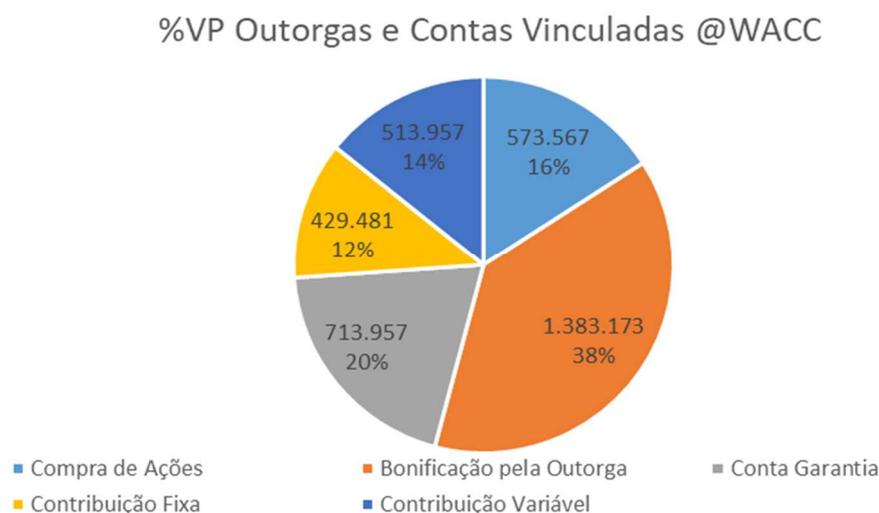
Dessa forma, o presente relatório apresenta uma proposta, a partir das definições e avaliações apresentadas neste capítulo, para o pagamento de outorgas fixa e variável e outros encargos para o Cenário Base conforme abaixo.

- **Outorga Fixa e Pagamento Fixo à Conta de Garantia:**
 - **Bonificação pela Outorga:** R\$ 1.383.172.500 (lance mínimo) a ser acrescido de eventual ágio, a ser pago no início do período de concessão;
 - **Conta de Garantia:** R\$ 200.000.000 a ser pago no início do período de concessão;
 - **Contribuição Fixa:** 25 parcelas anuais no valor de R\$ 63.326.900 cada uma, a serem pagas a partir do 8º ano até o 32º ano de vigência do Contrato de Concessão;
- **Contribuição Variável e Pagamento Variável à Conta de Garantia:**
 - **Contribuição Variável:** no valor de 2,25% sobre a receita bruta consolidada recolhida anualmente no início de cada ano referente à receita apurada no ano anterior.
 - **Pagamento a Conta de Garantia:** no valor de 2,25% sobre a receita bruta consolidada recolhida anualmente no 1º mês de cada ano referente à receita apurada no ano anterior.

Cabe destacar que para fins deste relatório o pagamento de outorgas foi agrupado a estes outros encargos pelas suas semelhanças financeira e contábil e pelo racional do seu desenvolvimento, contudo ressalva-se que juridicamente trata-se de mecanismos distintos. Maiores detalhes destes mecanismos encontram-se no Relatório de Modelagem de Desestatização.

Por fim, a figura abaixo apresenta o *breakdown* do valor presente dos pagamentos de outorga e outros encargos com base no que foi apresentado na Figura 23 nos pagamentos previstos para as contas vinculadas.

Figura 24 *Share* de Outorga e Outros Encargos por Natureza (R\$.mil)



7.2.2 Fluxo de Caixa do Investidor Privado

A projeção do fluxo de caixa do investidor privado (FCA) permite avaliar a viabilidade financeira do projeto. Se está justa a remuneração do investidor pelo capital aplicado e o risco assumido é, portanto, justa a remuneração do Poder Concedente pela concessão dos direitos de exploração das atividades de

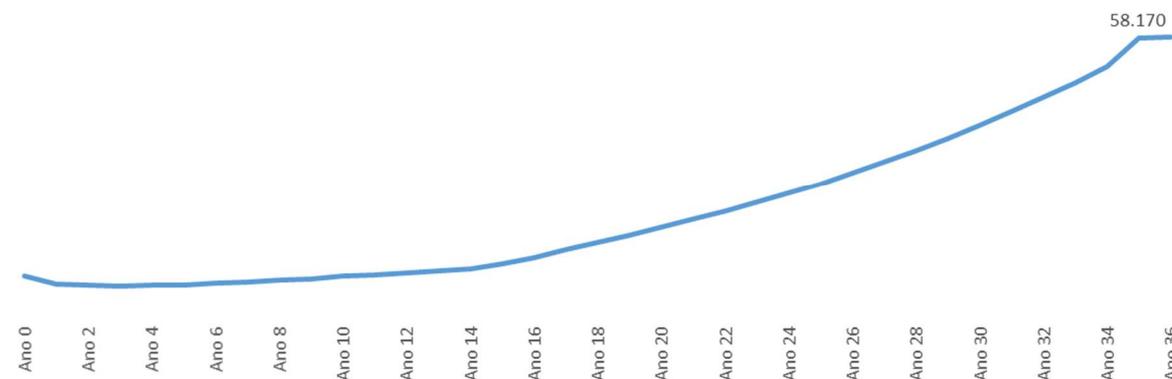
sua titularidade e pela alienação das ações da sua controlada. O fluxo de caixa do investidor é composto por: (i) valor pago pela aquisição das ações e custos pré-operacionais; (ii) fluxo de aportes e dividendos da companhia após sua desestatização; e (iii) redução de capital e liquidação da companhia após término do período de concessão e custos pós operacionais.

As figuras abaixo trazem os valores anuais projetados com base nas premissas apresentadas em 7.1 e o pagamento de outorga assumido em 7.2.1.

Figura 25 FC Investidor Privado em milhões de reais (real)



Figura 26 FC Acumulado Investidor Privado em milhões de reais (real)



Cabe-se destacar que este é o fluxo de caixa engloba somente a geração de caixa da SPA após sua desestatização. A geração de caixa para o acionista anterior à desestatização foi considerada em favor da União.

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

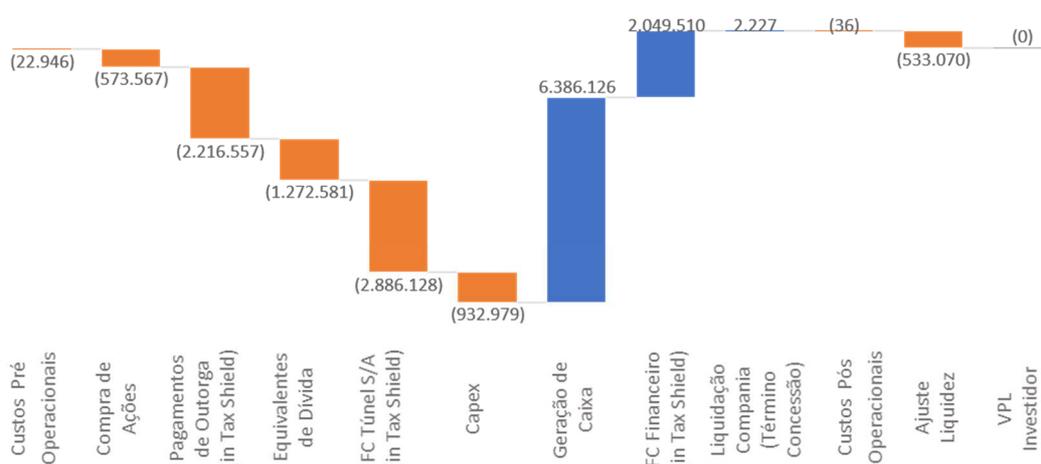
Tabela 13 Indicadores Financeiros Investidor Privado

VPL Investidor (R\$.mil)	0
TIR real (% a.a.) ou Kc	12,34%
Exposição Máxima de Caixa do acionista (R\$.mil)	(2.903.128)

Mg. EBITDA (média durante o período de concessão)	57,54%
Mg. Líquida (média durante período de Concessão)	28,25%

Foi feito também um exercício de estratificação do VPL apresentado na Tabela 13 Indicadores Financeiros separando em alguns “sub” fluxos de caixa por natureza que compõe o FCA quando somados e descontando-se estes sub fluxos de caixa pelo Ke. Este exercício permite avaliar o impacto isolado de cada atividade no VPL do projeto. A figura abaixo apresenta a estratificação descrita.

Figura 27 Estratificação do VPL sob a perspectiva do Investidor Privado (R\$.mil)



Abaixo descreve-se o que compõe cada um dos sub fluxos da figura acima:

- **Custos Pré-operacionais:** Custos e despesas que incidem diretamente sobre o investidor privado de forma prévia à aquisição das ações da SPA, conforme descrito em 7.1.16.
- **Compra de Ações:** Valor pago pela aquisição das ações do conforme descrito em 0.
- **Outorgas e Encargos (incluindo Tax Shield):** Engloba o fluxo de pagamento das outorgas fixa e variável e ainda inclui o benefício fiscal produzido por estes pagamentos (*tax shield*). Difere-se do valor total apresentado na Figura 23 *Share* de Outorga por Natureza por incluir o *tax shield* no fluxo e por ser descontado pelo Ke (12,34% a.a.) e não pelo WACC (7,95% a.a.). Considerou-se aqui também o pagamento feito para a Conta de Garantia.
- **Equivalente de dívida:** Amortização do equivalente à dívida apresentado em 7.1.13. Difere-se do valor apresentado naquele capítulo em razão do valor presente da recuperação dos créditos tributários ser menor do que o seu valor contábil, tendo em vista o prazo em que ocorre.
- **Capex:** Engloba realização dos investimentos apresentados em 7.1.7. É inferior ao valor orçado tendo em vista o prazo em que é executado, o que reduz o seu impacto financeiro quanto descontado a valor presente. Não foi considerado nesta conta o benefício da alavancagem ou o benefício fiscal gerado pela amortização contábil destes investimentos.

- **Geração de Caixa:** Engloba receitas, custos e despesas, variação de capital de giro, impostos indiretos e diretos (a parcela não incluída em outros grupamentos).
- **FC Financeiro (incluindo tax shield):** Engloba liberações, pagamento de juros e amortizações das linhas de financiamento consideradas em 7.1.8, bem como o *tax shield* gerado pelas despesas financeiras associadas aos juros. O VPL deste sub fluxo é positivo pelo custo da dívida (cabendo inclusive considerar o redutor relativo ao *tax shield*) ser menor do que o custo do capital próprio.
- **Liquidação da Companhia:** Liquidação do capital de giro após o término da concessão considerando recebimento do contas a receber e pagamento do contas a pagar.
- **Custos Pós Operacionais:** Custos e despesas que incidem diretamente sobre o investidor privado para cumprimento das obrigações após o término do período de concessão, conforme descrito em 7.1.16.
- **Ajuste de Liquidez:** Efeito dos critérios para distribuição de dividendos considerados em 7.1.12.

Com base nos resultados aqui apresentados decorrentes das premissas adotadas no Cenário Base, o Investidor Privado vislumbraria no projeto um VPL de sete mil reais, valor este para efeitos práticos equivalente a zero. A TIR por sua vez é exatamente igual o custo de capital avaliado.

Já com relação à margem EBITDA, esta é usualmente avaliada como referência da geração de caixa do projeto. O patamar médio alcançado (57,54%) é compatível com o segmento de autoridades portuárias, quando comparado ao benchmark apresentado na Frente de Modelo Institucional Regulatório, bem como com demais projetos de infraestrutura, que demandam alta geração de caixa para sustentar os investimentos em geral requeridos.

As Demonstrações Financeiras (DFs) completas encontram-se no Anexo I. Cabe ressaltar que o Anexo I está em base nominal.

7.2.3 Principais Indicadores de Alavancagem Financeira

Outro produto deste trabalho é avaliar a financiabilidade do projeto conforme modelado. As figuras abaixo trazem o comportamento dos indicadores de alavancagem ao longo dos 15 primeiros anos de concessão, período a partir do qual observou-se não haver mais criticidade nos indicadores. Além dos parâmetros utilizados como *covenants* financeiros do contrato de financiamento descritos em 7.1.8, apresenta-se também o Net Debt/EBITDA e D/(D+E), usualmente empregados no mercado para avaliar o grau de alavancagem de uma companhia.

Figura 28 Projeção ICSD



Figura 29 Projeção de Estrutura de Capital e PL/Ativo³²

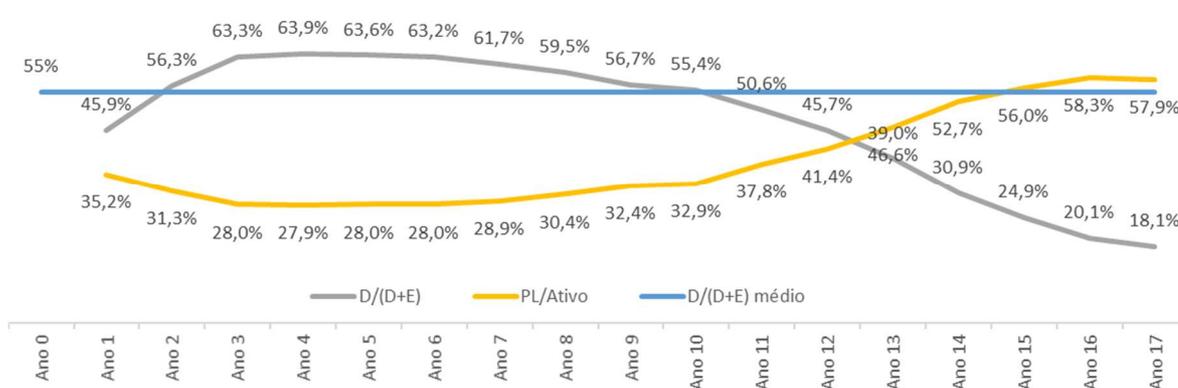


Figura 30 Projeção de Net Debt/EBITDA



³² Para avaliação do D/(D+E) médio é feita a média ponderada considerando o fator de desconto a valor presente daquele período, portanto os períodos mais próximos ao início do projeto apresentam mais peso.

8 CONCLUSÃO

8.1 Valor do Ativo

O presente relatório avaliou que **a desestatização possui um valor presente total nessas condições de 3.614 milhões de reais**, sendo:

- 2.013 milhões de reais o valor presente dos pagamentos de outorgas fixas e valores pagos na Conta de Garantia ao Poder Concedente sendo 1.583 milhões de outorga mínima e pagamento na conta de garantia mais o valor presente das 25 parcelas de 63 milhões de outorga fixa pela concessão dos serviços da autoridade portuária do Porto de Santos pelo período de 35 anos pode trazer, conforme indicado em 7.2.1;
- 1.028 milhões de reais, referente ao valor presente do pagamento da contribuição variável e pagamento variável na Conta de Garantia de 4,5%³³ da Receita Operacional Bruta da concessionária, conforme indicado em 7.2.1; e
- 574 milhões de reais referente ao valor projetado para aquisição das ações da SPA, conforme indicado em 7.1.14.

Esse valor não engloba a geração de caixa no período pré-desestatização (conforme avaliado em 7.1.15) que poderá ser incorporada posteriormente ao valor da transação, caso não tenha sido sacada pela União. Tampouco considera os investimentos obrigatórios e os aportes para execução do túnel entre Santos e Guarujá, da ordem de 4,4 bilhões de reais a ser realizados pela Concessionária.

Já sob a ótica do investidor privado o projeto prevê oportunidade de alocação de capital (da ordem de 3 bilhões de reais só em *equity*) para ser remunerado de forma compatível ao risco da operação por longo prazo. Esse perfil de oportunidade tende a atrair investidores, especialmente em momento de alta liquidez como o atual.

8.2 Financiabilidade

O projeto viabilizou o nível de alavancagem, medida por $D/(D+E)$, em torno de 55% com as premissas de alavancagem do Capex da ordem de 70% e da outorga fixa da ordem de 70%, conforme apontado em 7.1.8.

Tais premissas foram alcançadas com base nos parâmetros de endividamento apresentados em 7.2.3, respeitando-se os limites inferiores para ICSD de 1,30 e para PL/Ativo de 20%.

³³ Sendo 2,25% de Contribuição Variável + 2,25% pagos na Conta de Garantia

Ainda assim o projeto demanda uma exposição de caixa do acionista de 2,9 bilhões de reais (Tabela 13 Indicadores Financeiros), associado os investimentos requeridos de capital próprio

9 ANEXOS

Lista de Anexos:

I. Demonstrações Financeiras Projetadas



ANEXO I – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PROJETADAS

Demonstração do Resultado do Exercício

DRE SPA	Total	Ano 0	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	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18
(+) Receita Operacional Bruta	171.607.967	-	1.241.021	1.376.093	1.569.767	1.683.667	1.950.190	2.280.948	2.384.453	2.517.225	2.619.209	2.725.143	2.932.976	3.052.587	3.246.609	3.586.169	3.810.228	4.090.788	4.493.368	4.687.569
Receita Tarifária	51.239.151	-	568.866	606.375	642.938	680.271	720.321	761.968	805.296	852.777	893.001	934.875	976.993	1.023.674	1.072.086	1.123.011	1.176.291	1.230.538	1.281.851	1.341.503
Tarifa I - Acesso Aquaviário	39.675.416	-	418.117	449.722	477.708	506.504	537.474	569.903	603.664	639.543	670.278	702.435	743.548	779.873	817.606	857.425	899.097	942.690	988.116	1.035.052
Tarifa II - Acostagem	5.327.910	-	82.701	83.729	88.017	92.103	96.558	100.969	105.525	111.322	116.067	120.831	125.559	130.717	136.122	140.303	143.279	147.545	151.047	154.279
Tarifa III - Acessos Terrestres	6.235.826	-	68.047	72.924	77.213	81.665	86.289	91.096	96.108	101.911	106.656	111.809	117.797	123.242	128.928	134.869	141.072	147.545	153.047	158.172
Receitas Acessórias	2.085.131	-	15.079	16.720	19.074	20.457	23.696	27.715	28.972	30.586	31.825	33.112	35.637	37.091	39.448	43.574	46.296	49.705	54.597	56.957
Receita Patrimonial	118.283.685	-	657.076	752.998	907.755	982.938	1.206.174	1.491.266	1.550.184	1.633.863	1.694.383	1.757.156	1.920.345	1.991.822	2.135.075	2.419.584	2.587.640	2.810.545	3.156.920	3.289.110
(-) Deduções da Receita Bruta	(17.590.102)	-	(131.396)	(145.222)	(164.182)	(183.999)	(201.791)	(235.794)	(247.314)	(261.463)	(272.336)	(283.504)	(315.220)	(315.112)	(334.738)	(368.328)	(389.896)	(416.711)	(454.924)	(474.823)
PIS/COFINS	(15.981.419)	-	(115.308)	(127.941)	(146.316)	(157.659)	(183.123)	(213.976)	(223.868)	(236.199)	(245.636)	(255.305)	(274.620)	(286.037)	(304.252)	(335.771)	(355.454)	(380.362)	(416.843)	(434.621)
Crédito Tributário PIS/COFINS	953.275	-	12.355	13.038	14.281	7.673	17.347	16.281	16.819	17.375	17.950	18.544	8.250	22.109	23.118	23.593	24.373	25.179	26.012	26.073
ISS	(2.561.958)	-	(28.443)	(30.319)	(32.147)	(34.014)	(36.016)	(38.098)	(40.265)	(42.639)	(44.650)	(46.744)	(48.850)	(51.184)	(53.604)	(56.151)	(58.815)	(61.527)	(64.093)	(67.875)
(=) Receita Operacional Líquida	154.017.865	-	1.109.626	1.230.871	1.405.585	1.499.667	1.748.399	2.045.155	2.137.139	2.255.763	2.346.873	2.441.638	2.617.756	2.737.475	2.911.871	3.217.841	3.420.332	3.674.077	4.038.444	4.212.746
(-) Custos e Despesas (ex D&A)	(49.982.661)	-	(902.308)	(804.945)	(685.001)	(456.435)	(822.532)	(805.037)	(833.944)	(865.181)	(895.715)	(927.350)	(572.013)	(1.082.796)	(1.134.520)	(1.174.664)	(1.220.145)	(1.269.716)	(1.326.762)	(1.374.480)
Folha de Pagamento	(6.878.403)	-	(393.784)	(264.929)	(90.310)	(94.049)	(97.949)	(102.016)	(106.259)	(110.686)	(115.303)	(120.120)	(125.146)	(130.389)	(135.860)	(141.570)	(147.527)	(153.744)	(160.232)	(167.004)
Opex	(28.922.476)	-	(362.689)	(374.629)	(386.430)	(143.492)	(487.083)	(504.516)	(520.408)	(536.801)	(553.710)	(571.152)	(196.041)	(691.148)	(722.982)	(735.376)	(758.540)	(782.434)	(807.081)	(832.504)
Outros Custos e Despesas	(5.429.776)	-	(82.542)	(95.206)	(128.203)	(133.027)	(138.041)	(82.177)	(85.669)	(89.315)	(93.122)	(97.096)	(101.245)	(105.577)	(110.101)	(114.824)	(119.757)	(124.908)	(130.287)	(135.905)
Inadimplência	(1.029.648)	-	(7.446)	(8.257)	(9.419)	(10.102)	(11.701)	(13.686)	(14.307)	(15.103)	(16.351)	(17.598)	(18.316)	(19.480)	(21.517)	(22.861)	(24.545)	(26.960)	(28.125)	
Pagamento de Outorga Variável	(7.722.359)	-	(55.846)	(61.924)	(70.639)	(75.765)	(87.759)	(102.643)	(107.300)	(113.275)	(117.864)	(122.631)	(131.984)	(137.366)	(146.097)	(161.378)	(171.460)	(184.085)	(202.202)	(210.941)
(=) EBITDA	104.035.204	-	207.318	425.926	720.584	1.043.232	925.867	1.240.118	1.303.195	1.390.582	1.451.158	1.514.288	2.045.742	1.654.679	1.777.350	2.043.177	2.200.187	2.404.361	2.711.682	2.838.266
%Mg. EBITDA	60,62%	0,00%	16,71%	30,95%	45,90%	61,96%	47,48%	54,37%	54,65%	55,24%	55,57%	55,57%	69,75%	54,21%	54,74%	56,97%	57,74%	58,78%	60,35%	60,55%
(-) Depreciação e Amortização	(12.147.392)	-	(169.869)	(207.329)	(259.055)	(279.181)	(290.448)	(301.878)	(304.153)	(306.538)	(308.986)	(311.497)	(315.197)	(351.828)	(354.530)	(357.295)	(360.122)	(363.314)	(366.522)	(369.524)
D&A Ativo pre Desestatização	(1.557.914)	-	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)
D&A novos investimentos	(2.123.337)	-	-	(447)	(7.502)	(25.750)	(35.017)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)	(44.315)
D&A Outorga	(5.018.303)	-	(101.617)	(103.305)	(105.070)	(106.949)	(108.948)	(111.080)	(113.356)	(115.741)	(118.189)	(120.700)	(123.274)	(125.912)	(128.614)	(131.379)	(134.206)	(137.094)	(140.041)	(143.043)
D&A Túnel S/A	(3.447.838)	-	(23.740)	(59.065)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)
(=) EBIT	91.887.812	-	37.449	218.597	461.529	764.051	635.419	938.240	999.042	1.084.044	1.142.172	1.202.791	1.220.546	1.302.851	1.422.820	1.685.883	1.840.065	2.041.048	2.345.160	2.468.742
(+/-) Resultado Financeiro Líquido	(3.603.610)	-	(204.260)	(288.286)	(407.829)	(435.102)	(423.984)	(411.031)	(381.554)	(352.785)	(320.716)	(287.475)	(278.094)	(241.499)	(188.769)	(130.338)	(64.680)	(73.085)	(61.534)	(53.443)
Receita Financeira	2.315.747	-	11.035	14.031	23.827	41.291	58.710	64.260	71.092	72.158	72.239	69.439	71.387	78.989	84.750	87.096	64.680	42.248	25.945	21.957
Despesa Financeira Equivalente Dívida	(208.234)	-	(43.166)	(27.390)	(24.882)	(22.404)	(19.926)	(17.449)	(14.971)	(12.493)	(10.015)	(7.537)	(5.059)	(2.581)	(361)	-	-	-	-	-
Juros Dívida de Longo Prazo	(1.629.972)	-	(53.111)	(63.026)	(72.910)	(84.213)	(89.786)	(96.882)	(93.392)	(88.480)	(82.945)	(77.410)	(78.736)	(90.209)	(86.721)	(80.858)	(73.993)	(67.129)	(60.264)	(53.399)
Juros Dívida Complementar	(4.057.414)	-	(107.304)	(209.945)	(331.839)	(366.995)	(372.436)	(360.961)	(344.283)	(323.971)	(299.995)	(271.966)	(261.699)	(227.697)	(186.437)	(136.576)	(84.605)	(48.204)	(27.215)	(22.001)
IOF	(23.737)	-	(11.715)	(1.956)	(2.124)	(2.781)	(545)	-	-	-	-	-	(4.616)	-	-	-	-	-	-	-
(=) LAIR	88.284.202	-	(166.811)	(69.689)	53.700	328.949	211.434	527.209	617.488	731.258	821.456	915.316	1.442.452	1.061.352	1.234.052	1.555.544	1.746.147	1.967.963	2.283.627	2.415.299
(-) IRPJ/CSLL (ex diferido)	(30.016.629)	-	56.716	23.694	(18.258)	(111.843)	(71.888)	(179.251)	(209.946)	(248.628)	(279.295)	(311.208)	(490.434)	(360.860)	(419.578)	(528.885)	(593.690)	(669.107)	(776.433)	(821.202)
(=) Lucro Líquido	58.267.573	-	(110.095)	(45.995)	35.442	217.106	139.547	347.958	407.542	482.631	542.161	604.109	952.018	700.492	814.474	1.026.659	1.152.457	1.298.856	1.507.194	1.594.097
%Mg. Líquida	33,95%	0,00%	-8,87%	-3,34%	2,26%	12,89%	7,16%	15,25%	17,09%	19,17%	20,70%	22,17%	32,46%	22,95%	28,63%	30,25%	31,75%	33,54%	34,01%	

DESESTATIZAÇÃO DOS PORTOS SANTOS E SÃO SEBASTIÃO

Produto 04 | Frente Avaliação Econômico-Financeira



DRE SPA	Total	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26	Ano 27	Ano 28	Ano 29	Ano 30	Ano 31	Ano 32	Ano 33	Ano 34	Ano 35
(+) Receita Operacional Bruta	171.607.967	4.900.689	5.101.696	5.310.007	5.533.841	5.766.879	6.083.511	6.324.307	6.834.153	7.111.155	7.295.003	7.685.137	8.114.420	8.404.140	8.704.538	9.015.051	9.336.986	9.838.444
Receita Tarifária	51.239.151	1.404.387	1.470.341	1.537.536	1.610.392	1.683.742	1.747.468	1.826.881	1.908.738	1.994.320	2.082.485	2.174.826	2.257.930	2.356.908	2.460.343	2.679.403	2.783.334	
Tarifa I - Acesso Aquaviário	39.675.416	1.084.418	1.136.419	1.189.198	1.246.489	1.304.100	1.363.286	1.426.169	1.490.722	1.558.371	1.627.931	1.700.842	1.776.731	1.855.209	1.937.460	2.022.496	2.114.454	2.205.376
Tarifa II - Acoastagem	5.327.910	149.345	155.528	161.844	168.947	175.882	170.163	177.227	184.885	192.379	200.334	208.685	215.023	221.469	229.146	238.522	232.932	
Tarifa III - Acessos Terrestres	6.235.826	170.625	178.400	186.506	194.955	203.761	214.019	223.465	233.330	243.570	254.220	265.299	278.176	290.230	302.776	315.834	329.426	345.026
Receitas Acessórias	2.085.131	59.546	61.988	64.520	67.239	70.071	73.918	76.844	83.039	86.404	88.638	93.379	98.595	102.115	105.765	109.538	113.450	119.542
Receita Patrimonial	118.283.685	3.436.755	3.569.361	3.707.952	3.856.210	4.013.066	4.262.125	4.420.593	4.842.377	5.030.431	5.123.879	5.416.932	5.757.895	5.945.117	6.138.430	6.338.037	6.544.134	6.935.568
(-) Deduções da Receita Bruta	(17.590.102)	(496.786)	(517.777)	(539.135)	(562.969)	(587.398)	(619.165)	(644.699)	(695.340)	(724.558)	(745.266)	(784.842)	(828.438)	(859.412)	(891.468)	(925.077)	(959.995)	(1.011.045)
PIS/COFINS	(15.981.419)	(454.330)	(472.944)	(492.253)	(513.070)	(534.849)	(564.482)	(587.134)	(634.807)	(660.910)	(678.412)	(715.074)	(755.343)	(782.700)	(810.961)	(840.618)	(871.432)	(918.809)
Crédito Tributário PIS/COFINS	953.275	27.764	28.685	29.994	30.621	31.638	32.691	33.779	34.904	36.068	37.271	38.974	39.802	41.133	42.510	43.934	45.407	46.931
ISS	(2.561.958)	(70.219)	(73.517)	(76.877)	(80.520)	(84.187)	(87.373)	(91.344)	(95.437)	(99.716)	(104.124)	(108.741)	(112.897)	(117.845)	(123.017)	(128.374)	(133.970)	(139.167)
(=) Receita Operacional Líquida	154.017.865	4.403.903	4.583.920	4.770.872	4.970.872	5.179.481	5.464.346	5.679.608	6.138.813	6.386.597	6.549.737	6.900.295	7.285.982	7.544.728	7.813.070	8.089.993	8.376.991	8.827.399
(-) Custos e Despesas (ex D&A)	(49.982.661)	(1.424.508)	(1.475.316)	(1.540.841)	(1.582.866)	(1.639.815)	(1.702.644)	(1.763.282)	(1.839.380)	(1.905.407)	(1.968.556)	(2.060.697)	(2.123.791)	(2.198.388)	(2.275.700)	(2.355.780)	(2.438.781)	(2.533.364)
Folha de Pagamento	(6.878.403)	(174.072)	(181.449)	(189.150)	(197.188)	(205.579)	(214.339)	(223.485)	(233.034)	(243.005)	(253.415)	(264.286)	(275.638)	(287.492)	(299.873)	(312.803)	(326.307)	(340.412)
Opex	(28.922.476)	(858.728)	(885.778)	(926.577)	(942.461)	(972.148)	(1.002.771)	(1.034.358)	(1.066.940)	(1.100.549)	(1.135.216)	(1.187.505)	(1.207.861)	(1.245.909)	(1.285.155)	(1.325.638)	(1.367.395)	(1.410.468)
Outros Custos e Despesas	(5.429.776)	(141.774)	(147.903)	(154.304)	(160.992)	(167.977)	(175.275)	(182.899)	(190.863)	(199.185)	(207.879)	(216.964)	(226.456)	(236.375)	(246.741)	(257.572)	(268.892)	(280.723)
Inadimplência	(1.029.648)	(29.404)	(30.610)	(31.860)	(33.203)	(34.601)	(36.501)	(37.946)	(41.005)	(42.667)	(43.770)	(46.111)	(48.687)	(50.425)	(52.227)	(54.090)	(56.022)	(59.731)
Pagamento de Outorga Variável	(7.722.359)	(220.531)	(229.576)	(238.950)	(249.023)	(259.510)	(273.758)	(284.594)	(307.537)	(320.002)	(328.275)	(345.831)	(365.149)	(378.186)	(391.704)	(405.677)	(420.164)	(442.730)
(=) EBIT	104.035.204	2.979.395	3.108.604	3.230.031	3.388.006	3.539.665	3.761.702	3.916.326	4.299.433	4.481.189	4.581.181	4.839.599	5.162.191	5.346.340	5.537.370	5.734.213	5.938.210	6.294.035
%Mg. EBITDA	60,62%	60,00%	60,93%	60,83%	61,22%	61,38%	61,83%	61,92%	62,91%	63,02%	62,80%	62,97%	63,62%	63,62%	63,61%	63,61%	63,60%	63,97%
(-) Depreciação e Amortização	(12.147.392)	(373.790)	(378.272)	(381.413)	(384.585)	(387.775)	(377.982)	(375.800)	(378.924)	(385.385)	(391.286)	(393.940)	(396.282)	(399.362)	(375.618)	(378.102)	(378.102)	(433.383)
D&A Ativo pré Desestatização	(1.557.914)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)	(44.512)
D&A novos investimentos	(2.123.337)	(81.390)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)	(82.591)
D&A Outorga	(5.018.303)	(146.098)	(149.199)	(152.340)	(155.512)	(158.702)	(161.895)	(165.068)	(168.193)	(171.228)	(174.115)	(176.769)	(179.058)	(180.764)	(181.492)	(181.492)	(181.492)	(166.368)
D&A Túnel S/A	(3.447.838)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)	(101.971)
(=) EBITDA	91.887.812	2.605.425	2.730.332	2.848.618	3.003.421	3.151.890	3.389.730	3.540.526	3.920.509	4.095.805	4.189.895	4.445.659	4.765.963	4.956.978	5.161.752	5.356.111	5.560.108	5.860.653
(+/-) Resultado Financeiro Líquido	(3.603.610)	(44.122)	(34.454)	(24.034)	(11.649)	2.290	17.288	32.334	46.317	58.747	70.983	84.666	98.049	111.377	122.901	144.264	166.898	188.237
Receita Financeira	2.315.747	21.862	22.303	23.161	25.586	30.387	37.791	45.931	56.945	67.273	77.949	90.303	102.355	114.354	124.547	144.633	166.898	188.237
Despesa Financeira Equivalente Dívida	(208.234)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros Dívida de Longo Prazo	(1.629.972)	(46.535)	(39.670)	(32.806)	(25.941)	(20.337)	(16.764)	(13.402)	(10.629)	(8.525)	(6.966)	(5.636)	(4.306)	(2.976)	(1.646)	(369)	-	-
Juros Dívida Complementar	(4.057.414)	(19.449)	(17.087)	(14.389)	(11.295)	(7.760)	(3.739)	(195)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IOF	(23.737)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) LAIR	88.284.202	2.561.303	2.695.878	2.824.583	2.991.772	3.154.180	3.401.009	3.572.860	3.966.825	4.154.552	4.260.878	4.530.325	4.864.012	5.068.355	5.284.653	5.500.375	5.727.006	6.048.889
(-) IRPJ/CSLL (ex diferido)	(30.016.629)	(870.843)	(916.598)	(960.358)	(1.017.202)	(1.072.421)	(1.156.343)	(1.214.772)	(1.348.721)	(1.412.548)	(1.448.689)	(1.540.311)	(1.653.764)	(1.723.241)	(1.796.782)	(1.870.127)	(1.947.182)	(2.056.622)
(=) Lucro Líquido	58.267.573	1.690.460	1.779.279	1.864.225	1.974.569	2.081.759	2.244.666	2.358.088	2.618.105	2.742.004	2.812.189	2.990.015	3.210.248	3.345.115	3.487.871	3.630.247	3.779.824	3.992.267
%Mg. Líquida	33,95%	34,49%	34,88%	35,11%	35,68%	36,10%	36,90%	37,29%	38,31%	38,56%	38,55%	38,91%	39,56%	39,80%	40,07%	40,27%	40,48%	40,58%

Balanco Patrimonial

BP SPA	Ano 0	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	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18
Ativo	2.442.607	6.657.584	8.191.613	9.869.290	10.452.605	10.573.875	10.387.602	10.235.394	9.970.370	9.691.232	9.107.575	9.842.887	9.637.590	9.488.002	9.265.685	8.519.426	7.876.860	7.145.078	6.795.317
Contas de Capital de Giro	271.094	350.066	490.458	630.706	1.035.953	1.315.520	1.420.233	1.568.457	1.618.280	1.666.389	1.422.927	1.784.132	1.868.092	2.011.706	2.086.739	1.642.189	1.295.165	875.031	841.944
Caixa e Disponibilidades	208.927	281.120	414.008	543.497	942.416	1.207.176	1.293.513	1.435.988	1.478.434	1.520.877	1.271.530	1.621.189	1.698.504	1.831.338	1.887.507	1.430.509	1.067.899	625.399	581.524
Contas a Receber	62.167	68.946	76.450	87.209	93.537	108.344	126.719	132.470	139.846	145.512	151.397	162.943	169.588	180.367	199.232	211.679	227.266	249.632	260.420
Imobilizado e Intangível	1.557.914	5.812.859	7.165.157	8.708.062	8.919.684	8.782.953	8.545.742	8.308.294	8.068.035	7.824.577	7.577.744	8.058.756	7.769.498	7.476.296	7.178.946	6.877.237	6.581.695	6.270.474	5.953.373
Imobilizado e Intangível pré Desestatização	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584
Intangível - Capex	-	19.762	321.058	648.216	1.078.241	1.169.265	1.169.265	1.169.265	1.169.265	1.169.265	1.169.265	1.191.793	1.911.793	1.911.793	1.911.793	1.911.793	1.922.837	1.922.837	1.922.837
Intangível - Outorga	-	3.574.155	3.631.424	3.690.346	3.751.124	3.813.817	3.878.484	3.945.189	4.011.468	4.076.997	4.141.661	4.205.341	4.267.912	4.329.24					

DESESTATIZAÇÃO DOS PORTOS SANTOS E SÃO SEBASTIÃO

Produto 04 | Frente Avaliação Econômico-Financeira



BP SPA	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26	Ano 27	Ano 28	Ano 29	Ano 30	Ano 31	Ano 32	Ano 33	Ano 34	Ano 35
Ativo	6.526.836	6.227.550	5.917.876	5.608.119	5.398.849	5.225.525	5.065.877	4.947.490	4.811.918	4.668.122	4.527.209	4.376.583	4.208.384	4.029.657	4.040.193	4.062.003	1.055.313
Contas de Capital de Giro	853.925	884.666	910.758	942.751	1.081.453	1.235.420	1.418.549	1.649.832	1.819.495	2.046.095	2.282.850	2.517.115	2.732.200	2.910.474	3.299.113	3.699.025	1.055.313
Caixa e Disponibilidades	581.665	601.238	615.758	635.316	761.071	897.447	1.067.198	1.270.156	1.424.431	1.640.817	1.855.898	2.066.314	2.265.304	2.426.888	2.798.276	3.180.304	508.733
Contas a Receber	272.260	283.428	295.000	307.436	320.382	337.973	351.350	379.675	395.064	405.278	426.952	450.801	466.897	483.585	500.836	518.721	546.580
Imobilizado e Intangível	5.672.911	5.342.884	5.007.117	4.665.368	4.317.395	3.990.105	3.647.328	3.297.658	2.992.423	2.622.028	2.244.358	1.859.468	1.476.184	1.119.183	741.080	362.978	0
Imobilizado e Intangível pré Desestatização	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584	1.670.584
Intangível - Capex	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701	1.965.701
Intangível - Outorga	4.662.692	4.710.938	4.756.584	4.799.420	4.839.223	4.875.758	4.908.782	4.938.036	4.963.251	4.984.142	5.000.412	5.011.749	5.017.827	5.018.303	5.018.303	5.018.303	5.018.303
D&A Acumulada - Imobilizado e Intangível pré jur/20	(958.395)	(1.002.907)	(1.047.418)	(1.091.930)	(1.136.442)	(1.180.954)	(1.225.466)	(1.269.978)	(1.314.489)	(1.359.001)	(1.403.513)	(1.448.025)	(1.492.537)	(1.537.049)	(1.581.560)	(1.626.072)	(1.670.584)
Amortização Acumulada - Capex	(984.588)	(1.067.178)	(1.149.769)	(1.232.360)	(1.314.950)	(1.398.544)	(1.482.138)	(1.565.732)	(1.649.326)	(1.732.920)	(1.816.514)	(1.899.108)	(1.981.702)	(2.064.296)	(2.146.890)	(2.229.484)	(2.312.078)
Amortização Acumulada - Outorga	(2.314.615)	(2.463.815)	(2.616.155)	(2.771.667)	(2.930.369)	(3.092.264)	(3.257.332)	(3.425.525)	(3.596.753)	(3.770.868)	(3.947.637)	(4.126.695)	(4.307.459)	(4.488.951)	(4.670.443)	(4.851.936)	(5.018.303)
Investimentos - Túnel S/A	1.631.531	1.529.561	1.427.590	1.325.619	1.223.648	1.121.678	1.019.707	917.736	815.766	713.795	611.824	509.854	407.883	305.912	203.941	101.971	(0)
Outras Contas de Ativo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outro Ativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Passivo e Patrimônio Líquido	6.526.836	6.227.550	5.917.876	5.608.119	5.398.849	5.225.525	5.065.877	4.947.490	4.811.918	4.668.122	4.527.209	4.376.583	4.208.384	4.029.657	4.040.193	4.062.003	1.055.313
Contas de Capital de Giro	338.266	351.781	366.447	380.783	396.392	416.725	432.944	464.478	482.922	496.207	522.125	548.556	568.133	588.414	609.452	631.261	663.267
Fornecedores	55.624	57.469	60.094	61.350	63.390	65.499	67.679	69.935	72.267	74.679	78.091	79.753	82.421	85.180	88.035	90.987	94.041
Outorga Variável a Pagar	220.531	229.576	238.950	249.023	259.510	273.758	284.594	307.537	320.002	328.275	345.831	365.149	378.186	391.704	405.677	420.164	442.730
Impostos e Contribuições	62.111	64.735	67.403	70.410	73.493	77.468	80.671	87.006	90.653	93.253	98.202	103.654	107.526	111.530	115.739	120.110	126.495
Obrigações com pessoal e previdenciárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida	2.337.957	2.154.776	1.960.905	1.755.564	1.571.716	1.378.058	1.202.191	1.052.270	898.255	741.174	574.342	397.285	209.510	10.501	(0)	(0)	(0)
Dívida de Longo Prazo	483.892	406.603	329.315	252.027	208.537	168.445	133.339	107.252	85.933	70.846	55.760	40.674	25.587	10.501	0	0	0
Dívida Complementar	206.101	179.057	147.926	112.266	71.592	25.371	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Outorga Fixa a Pagar	1.647.964	1.569.115	1.483.663	1.391.272	1.291.587	1.184.242	1.068.852	945.018	812.322	670.328	518.582	356.612	183.923	0	0	0	0
Outros Passivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	3.850.613	3.720.993	3.590.524	3.471.772	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	3.430.742	392.046
Capital Social	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951	2.858.951
Resultado Acumulado	991.662	862.042	731.572	612.821	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	571.790	392.046

Demonstração do Fluxo de Caixa

DFC SPA	Total	Ano 0	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	Ano 14	Ano 15	Ano 16	Ano 17	Ano 18
(=) EBITDA	104.035.204	-	207.318	425.926	720.584	1.043.232	925.867	1.240.118	1.303.195	1.390.582	1.451.158	1.514.288	2.045.742	1.654.679	1.777.350	2.043.177	2.200.187	2.404.361	2.711.682	2.838.266
(-) Atividades de Investimento	(10.589.478)	(2.611.541)	(1.502.358)	(1.743.038)	(430.025)	(91.024)	-	-	(87.598)	(90.358)	(93.204)	(838.667)	(99.168)	(102.292)	(105.514)	(108.838)	(123.311)	(115.803)	(115.803)	(119.451)
Capex	(2.123.337)	(19.762)	(301.296)	(327.158)	(430.025)	(91.024)	-	-	-	-	-	(742.528)	-	-	-	-	-	(11.045)	-	-
Outorga Fixa	(5.018.303)	(1.760.883)	-	-	-	-	-	-	(87.598)	(90.358)	(93.204)	(96.140)	(99.168)	(102.292)	(105.514)	(108.838)	(111.266)	(115.803)	(119.451)	-
Fluxo Túnel S/A	(3.447.838)	(830.897)	(1.201.051)	(1.415.880)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação do Capital de Giro	184.895	(17.394)	(181.924)	(126.667)	(410.882)	(245.993)	(87.715)	(141.047)	(40.959)	(40.995)	250.760	(368.410)	(50.854)	(130.397)	(54.601)	458.859	364.616	444.631	46.047	-
(+/-) Variação de Outras Contas de Ativo e Passivo	(1.169.242)	(1.299.722)	(73.008)	(26.190)	1.895	(10.101)	22.108	31.316	42.921	52.121	61.695	75.236	(31.668)	(15.834)	-	-	-	-	-	-
(+/-) Receita e Despesa Financeira Equivalente de Dívida	2.107.513	(32.130)	(13.359)	(955)	18.887	38.783	46.811	56.121	59.665	62.224	61.902	66.327	76.408	84.389	87.096	64.680	42.248	25.945	21.957	-
Receita Financeira	2.315.747	11.035	14.031	23.927	41.291	58.710	64.260	71.092	72.158	72.239	69.439	71.387	78.989	84.750	87.096	64.680	42.248	25.945	21.957	-
Despesa Financeira Equivalente Dívida	(208.234)	(43.166)	(27.390)	(24.882)	(22.404)	(19.926)	(17.449)	(12.493)	(10.015)	(7.537)	(5.059)	(2.581)	(361)	-	-	-	-	-	-	-
(-) IRPJ/CSLL (ex diferido)	(30.016.629)	56.716	23.694	(18.258)	(111.843)	(71.888)	(179.251)	(209.946)	(248.828)	(279.295)	(311.208)	(490.434)	(360.860)	(419.578)	(528.885)	(593.690)	(669.107)	(776.433)	(821.202)	-
(+/-) Fluxo Financiamento	(5.711.123)	1.816.453	1.050.902	1.038.336	(47.613)	(450.982)	(642.787)	(680.406)	(711.531)	(723.663)	(736.352)	(255.594)	(763.470)	(808.451)	(870.341)	(758.371)	(541.176)	(328.555)	(193.467)	-
Dívida de Longo Prazo	(1.629.972)	623.418	108.071	24.263	56.072	(72.339)	(130.351)	(138.764)	(150.681)	(145.147)	(139.612)	119.004	(128.543)	(135.627)	(158.146)	(151.281)	(144.417)	(137.552)	(130.688)	-
Dívida Complementar	(4.057.414)	1.204.750	944.787	1.016.198	(100.905)	(378.098)	(512.436)	(541.642)	(560.850)	(578.517)	(596.740)	(370.018)	(634.927)	(672.824)	(712.195)	(607.090)	(396.759)	(191.002)	(62.779)	-
IOF	(23.737)	(11.715)	(1.956)	(2.124)	(2.781)	(545)	-	-	-	-	-	(4.616)	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) FCA	58.841.141	(1.880.301)	(270.126)	(156.188)	63.662	94.661	399.284	359.233	404.452	431.192	747.882	234.202	425.067	385.188	570.932	1.262.828	1.477.632	1.961.468	1.772.152	-
Aporte	(2.306.614)	(1.880.301)	(270.126)	(156.188)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	58.288.804	-	-	-	63.662	94.661	399.284	359.233	404.452	431.192	747.882	234.202	425.067	385.188	570.932	1.262.828	1.477.632	1.961.468	1.772.152	-
Redução de Capital	2.858.951	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DFC INVESTIDOR PRIVADO	Total	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12 </						

DESESTATIZAÇÃO DOS PORTOS SANTOS E SÃO SEBASTIÃO

Produto 04 | Frente Avaliação Econômico-Financeira



DFC SPA	Total	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26	Ano 27	Ano 28	Ano 29	Ano 30	Ano 31	Ano 32	Ano 33	Ano 34	Ano 35
(=) EBITDA	104.035.204	2.979.395	3.108.604	3.230.031	3.388.006	3.539.665	3.761.702	3.916.326	4.299.433	4.481.189	4.581.181	4.839.599	5.162.191	5.346.340	5.537.370	5.734.213	5.938.210	6.294.035
(-) Atividades de Investimento	(10.589.478)	(166.077)	(127.094)	(131.098)	(135.228)	(139.487)	(158.036)	(148.413)	(153.088)	(212.845)	(162.885)	(168.016)	(173.308)	(178.767)	(202.540)	-	-	(70.405)
Capex	(2.123.337)	(42.864)	-	-	-	-	(14.155)	-	-	(54.935)	-	-	-	-	(18.141)	-	-	(70.405)
Outorga Fixa	(5.018.303)	(123.213)	(127.094)	(131.098)	(135.228)	(139.487)	(143.881)	(148.413)	(153.088)	(157.911)	(162.885)	(168.016)	(173.308)	(178.767)	(184.399)	-	-	-
Fluxo Túnel S/A	(3.447.838)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação do Capital de Giro	184.895	2.139	(17.226)	(11.426)	(17.658)	(123.093)	(133.633)	(166.909)	(199.749)	(151.220)	(213.314)	(210.838)	(207.834)	(195.508)	(157.992)	(367.602)	(378.102)	2.675.717
(+/-) Variação de Outras Contas de Ativo e Passivo	(1.169.242)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Receita e Despesa Financeira Equivalente de Dívida	2.107.513	21.862	22.303	23.161	25.586	30.387	37.791	45.931	56.945	67.273	77.949	90.303	102.355	114.354	124.547	144.633	166.898	188.237
Receita Financeira	2.315.747	21.862	22.303	23.161	25.586	30.387	37.791	45.931	56.945	67.273	77.949	90.303	102.355	114.354	124.547	144.633	166.898	188.237
Despesa Financeira Equivalente Dívida	(208.234)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) IRPJ/CSLL (ex diferido)	(30.016.629)	(870.843)	(916.598)	(960.358)	(1.017.202)	(1.072.421)	(1.156.343)	(1.214.772)	(1.348.721)	(1.412.546)	(1.448.699)	(1.540.311)	(1.653.764)	(1.723.241)	(1.796.782)	(1.870.127)	(1.947.182)	(2.056.622)
(+/-) Fluxo Financiamento	(5.711.123)	(169.625)	(161.089)	(155.615)	(150.184)	(112.262)	(106.815)	(74.075)	(36.716)	(29.844)	(22.053)	(20.723)	(19.393)	(18.063)	(16.733)	(10.869)	-	-
Dívida de Longo Prazo	(1.629.972)	(123.823)	(116.958)	(110.094)	(103.229)	(63.828)	(56.856)	(48.508)	(36.716)	(29.844)	(22.053)	(20.723)	(19.393)	(18.063)	(16.733)	(10.869)	-	-
Dívida Complementar	(4.057.414)	(45.802)	(44.131)	(45.521)	(46.955)	(48.434)	(49.959)	(25.567)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IOF	(23.737)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) FCA	58.841.141	1.796.850	1.908.899	1.994.695	2.093.321	2.122.789	2.244.666	2.358.088	2.618.105	2.742.004	2.812.180	2.990.015	3.210.248	3.345.115	3.487.871	3.630.247	3.779.824	7.030.962
Aporte	(2.306.614)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	58.288.804	1.796.850	1.908.899	1.994.695	2.093.321	2.122.789	2.244.666	2.358.088	2.618.105	2.742.004	2.812.180	2.990.015	3.210.248	3.345.115	3.487.871	3.630.247	3.779.824	4.172.011
Redução de Capital	2.858.951	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.858.951
DFC INVESTIDOR PRIVADO	Total	Ano 19	Ano 20	Ano 21	Ano 22	Ano 23	Ano 24	Ano 25	Ano 26	Ano 27	Ano 28	Ano 29	Ano 30	Ano 31	Ano 32	Ano 33	Ano 34	Ano 35
Fluxo de Caixa Investidor	58.238.298	1.796.850	1.908.899	1.994.695	2.093.321	2.122.789	2.244.666	2.358.088	2.618.105	2.742.004	2.812.180	2.990.015	3.210.248	3.345.115	3.487.871	3.630.247	3.779.824	7.030.962
Custo Pré Operacionais	(22.946)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compra de Ações	(573.567)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCA SPA	58.841.141	1.796.850	1.908.899	1.994.695	2.093.321	2.122.789	2.244.666	2.358.088	2.618.105	2.742.004	2.812.180	2.990.015	3.210.248	3.345.115	3.487.871	3.630.247	3.779.824	7.030.962
Custos Pós Operacionais	(6.329)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FC Investidor Acumulado	-	9.483.554	11.392.453	13.387.147	15.480.468	17.603.257	19.847.923	22.206.010	24.824.115	27.566.120	30.378.299	33.368.314	36.578.562	39.923.677	43.411.547	47.041.795	50.821.619	57.852.581

