

LAUDO DE AVALIAÇÃO DE COMPANHIA

O Banco Pactual S.A., com sede na Avenida República do Chile, 230, 28º e 29º andares, inscrito no CNPJ/MF sob o número 30.306.294/0001-45 (“Pactual”), após ter procedido aos estudos e pesquisas que se fizeram necessárias, vem apresentar o Laudo de Avaliação sobre o valor da companhia AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A. (“AES Sul” ou “Companhia”), companhia aberta, inscrita no CNPJ/MF sob o número 02.016.440/0001-62.

O presente laudo de avaliação (“Laudo de Avaliação”) está resumido em seções, conforme a seguir demonstrado:

- Introdução;
- Qualificações e Declarações do Pactual
- Bases e Métodos para Avaliação;
- Metodologia Adotada e Sumário dos Trabalhos Realizados;
- Conclusão.

ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO.....	3
II.	QUALIFICAÇÕES E DECLARAÇÕES DO PACTUAL.....	4
III.	BASES E MÉTODOS PARA AVALIAÇÃO.....	6
	<i>III.1 Exemplos de Métodos Baseados no Valor de Ativos Líquidos</i>	6
	<i>III.2 Exemplos de Métodos Baseados em Rentabilidade Futura</i>	7
IV.	METODOLOGIA ADOTADA E SUMÁRIO DOS TRABALHOS REALIZADOS.....	8
	<i>IV. 1. Valor Patrimonial</i>	8
	<i>IV. 2. Valor de Mercado</i>	8
	<i>IV. 3. Múltiplo de Mercado</i>	10
	<i>IV. 4. Rentabilidade Futura da Empresa</i>	11
V.	CONCLUSÃO.....	21
	Anexo.....	21

I. INTRODUÇÃO

O presente Laudo de Avaliação da AES Sul foi preparado pelo Pactual conforme solicitação da AES INFOENERGY Ltda. (“Infoenergy”).

O Laudo de Avaliação foi elaborado em conformidade com o disposto no Artigo 8º da Instrução CVM nº 361 para fins da Oferta Pública de Aquisição de Ações (“Oferta”) de emissão da AES Sul, dirigida aos titulares de ações ordinárias e preferenciais em circulação.

A avaliação foi realizada, principalmente, com base em informações públicas obtidas junto à CVM, através de seu site na internet. No processo de avaliação também utilizamos informações recebidas diretamente da AES Sul e da Infoenergy. As projeções realizadas consideram perspectivas de cenários micro e macroeconômicos futuros idealizados pelo Pactual de forma independente, tendo tido e somente obtido informações contábeis de eventos já ocorridos das empresas supra citadas.

O Pactual não conduziu qualquer processo de auditoria legal, contábil ou qualquer outra nem investigou, de forma independente, as informações disponibilizadas para fins da elaboração do Laudo de Avaliação. Assim sendo, os impactos de qualquer auditoria ou investigação não foram considerados neste trabalho e o Pactual não assume qualquer responsabilidade pela veracidade, precisão ou extensão das informações obtidas. Adicionalmente, não existe nenhuma garantia por parte do Pactual quanto à concretização ou não das projeções presentes neste documento, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos.

Foram responsáveis pela elaboração deste Laudo os Srs. Eduardo Haiama, Pedro Batista e Ricardo Kobayashi.

II. QUALIFICAÇÕES E DECLARAÇÕES DO PACTUAL

Com mais de 20 anos de existência, o Pactual é hoje um dos principais bancos de investimento do Brasil. O Pactual tem como foco principal as áreas de Finanças Corporativas, Pesquisa, Mercado de Capitais, Administração de Recursos de Terceiros, Private Banking, Tesouraria, Investimentos de Médio e Longo Prazos e Sales & Trading / Corretoras.

Na área de Finanças Corporativas, o Pactual possui uma ampla experiência desenvolvida através da assessoria em diversas operações de Fusões e Aquisições e em operações de mercado de capitais. O Pactual conta hoje com uma equipe de especialistas dedicados a oferecer serviços de consultoria para empresas brasileiras e internacionais no que diz respeito a fusões e aquisições bem como reestruturações corporativas ou financeiras.

Dentre os diversos serviços de consultoria prestados pelo Pactual, destacam-se:

- Abertura de capital da Natura Cosméticos S.A. Fomos os coordenadores da abertura de capital em bolsa de valores da Natura Cosméticos, realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi concluído em maio de 2004.
- Aumento de capital da Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR). Fomos os coordenadores do aumento de capital da CCR através de emissão de ações em bolsa de valores, realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi concluído em abril de 2004.
- Abertura de capital da América Latina Logística S.A. (ALL). Fomos os coordenadores da abertura de capital em bolsa de valores da ALL, realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi concluído em junho de 2004.
- Aumento da participação das Lojas Americanas S.A. na Americanas.com. Assessoramos as Lojas Americanas na aquisição de 15.1% de participação na Americanas.com, realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi concluído em novembro de 2003.
- Aumento da participação da Petrobrás na Petroquímica Triunfo. Assessoramos a Petroquisa, subsidiária da Petrobrás, na aquisição de 25.1% de participação na Petroquímica Triunfo, realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi anunciado em março de 2004.
- Oferta Pública de Aquisição de Ações da Iven S.A. promovida pela EDP - Eletricidade de Portugal Internacional SGPS, S.A.A.. Assessoramos a EDP atuando como intermediário, além de termos realizado a avaliação do valor econômico-financeiro da Iven. A oferta foi realizada em 2002.

A área de Pesquisa do Pactual também tem se destacado como uma das líderes do mercado. Pedro Batista, analista do Pactual, foi eleito em 2001, 2002 pela revista II do Brasil e, em 2002 e 2003, pela revista Investidor Institucional, o melhor analista do setor elétrico no Brasil.

Para os fins da Instrução CVM nº 361, o Pactual declara que:

- Não possui ações de emissão da AES Sul sob sua titularidade ou de titularidade de pessoas a ele vinculadas, e que não detém administração discricionária de nenhuma ação de emissão da AES Sul;
- Não existe qualquer conflito de interesse que diminua a independência por parte do Pactual na elaboração do presente Laudo de Avaliação;
- Foi contratado por R\$ 480.000,00 (quatrocentos e oitenta mil reais) a título de honorários pela elaboração do presente Laudo de Avaliação, a serem pagos pela Infoenergy;
- Não ter recebido quaisquer honorários profissionais da AES Sul e/ou de empresas ligadas a ela, direta ou indiretamente, nos últimos doze meses;
- Dentre os critérios de avaliação, o que parece mais adequado à definição do preço justo é o de avaliação pelo valor de mercado.

III. BASES E MÉTODOS PARA AVALIAÇÃO

A determinação do valor de uma companhia está sujeita a diversas variáveis, bem como a diversos fatores não controláveis, na extensão que sempre tomará em conta alguns aspectos subjetivos. Como exemplo citamos alguns dos principais aspectos que afetam tal determinação:

- (a) As perspectivas dos proprietários versus as perspectivas de um potencial comprador;
- (b) As condições econômicas que permitiram resultados anteriores poderão, no futuro, ser melhores ou piores;
- (c) A conjuntura política e econômica, que pode flutuar completamente fora de controle;
- (d) Os interesses estratégicos de grupos econômicos ou de programas específicos, como o de privatização;
- (e) A própria existência de vários métodos de avaliação que geram resultados bastante diferenciados.

Nesse sentido, o trabalho de determinação do valor de uma companhia não é algo preciso, contém aspectos subjetivos, dependendo das expectativas do proprietário e do uso a ser dado aos mesmos (títulos).

Existem, entretanto, diversos métodos utilizados para estimar o valor de uma companhia. Embora tais métodos variem em sua aplicabilidade, dependendo de fatos e circunstâncias específicas, eles podem ao menos indicar uma faixa de valores razoável para a determinação preliminar de tal valor.

III.1 Exemplos de Métodos Baseados no Valor de Ativos Líquidos

Avaliação Patrimonial

Este enfoque de valoração é usado para determinar o valor justo de mercado de ativos específicos, fornecer a base para certos ajustes ao valor contábil líquido e como ponto de partida para a estimativa do valor da liquidação. Além disso, a avaliação patrimonial fornece também uma base adequada do valor do negócio e é frequentemente utilizada em operações de negociação de empresas, sendo o valor ajustado pelas depreciações e obsolescências aplicáveis.

Valor de Liquidação

O valor de liquidação tem sido utilizado como base para negociações de preços e, portanto, representa um patamar inicial de interesse tanto para compradores como para vendedores.

O valor da liquidação é determinado através da estimativa do valor dos ativos de uma companhia, assumindo sua conversão em moeda num período razoavelmente curto, deduzida de todas as obrigações da companhia, assim como o custo de liquidação do negócio, incluindo honorários de avaliação, comissões de corretagem, impostos e honorários legais.

O valor de liquidação pode ser determinado considerando-se tanto uma liquidação ordenada ou mais rápida e forçada do negócio. Esse último enfoque resultará, obviamente, em um valor mais baixo.

Tal critério, no entanto, não seria aquele mais adequado para fins de avaliação de uma companhia cujas atividades operacionais estejam em continuidade.

III.2 Exemplos de Métodos Baseados em Rentabilidade Futura

Múltiplos de Mercado

Para companhias abertas, os múltiplos de mercado são conhecidos e podem ser facilmente utilizados para se obter o valor estimado de uma companhia através da multiplicação de tais múltiplos pelos resultados agregados esperados. Dentre os múltiplos mais utilizados, encontram-se o Preço/Lucro, o Valor da Firma/Faturamento e o Valor da Firma/EBITDA (entende-se Valor da Firma como o Valor da empresa somado ao valor da dívida da mesma; por EBITDA entende-se o lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortizações). A relação média dos múltiplos para a indústria ou para várias companhias abertas comparáveis pode ser usada para se chegar a uma indicação do valor. Frequentemente, um ágio pelo controle acionário é acrescentado a essa estimativa de valor.

Uma avaliação pelo método de múltiplos pode também ser usada para estimar o valor de determinada empresa. Por exemplo, assumindo uma taxa de crescimento de lucros estimada pelos acionistas atuais e um retorno sobre o investimento desejado pelo adquirente, este pode determinar o múltiplo de lucros que ainda lhe permitiria alcançar seu objetivo de retorno. Este método permite que o comprador determine o preço que está disposto a pagar para compará-lo com aquele desejado pelo vendedor.

Fluxo líquido de Caixa Descontado para o Acionista

A análise do fluxo líquido de caixa descontado pode ser usada para estimar o valor de uma companhia, com base no valor presente de suas estimativas de fluxos de caixa para o acionista. Esta metodologia consiste em projetar-se os fluxos de caixa futuros de uma empresa, levando em consideração as diversas variáveis que impactarão estes fluxos, tais como receitas, despesas, custos e investimentos, dentre outras, e descontar estes fluxos futuros a uma taxa que reflita o risco inerente ao setor que a empresa atua. Tal taxa de desconto é o custo de capital do acionista.

Na prática, essa análise é usada de modo crescente para determinar o valor de uma empresa porque é baseada em estimativa efetiva de fluxos de caixa, incorporando fatores como reduções de custos por sinergias, desenvolvimento de produtos, etc., e não na simples percepção de mercado dos resultados futuros da empresa. Outros fatores que afetam o mercado de ações e, conseqüentemente, os múltiplos de mercado, também são eliminados quando a análise do fluxo líquido de caixa descontado é utilizada.

IV. METODOLOGIA ADOTADA E SUMÁRIO DOS TRABALHOS REALIZADOS

Como já mencionado, constam diversos métodos para se determinar o valor de uma empresa.

Para determinação do valor da Companhia, com base nas demonstrações contábeis de 30 de junho de 2004 e auditadas pela Ernst & Young Auditores Independentes S/S, utilizamos quatro métodos distintos, conforme descrito no início deste trabalho. A seguir, apresentamos as metodologias utilizadas e os resultados obtidos em cada método.

IV. 1. Valor Patrimonial

O primeiro método adotado para a determinação do valor da Companhia, na data base de 30/06/2004, foi o método de avaliação patrimonial - valor líquido contábil.

Dentro dos parâmetros definidos para elaboração da presente avaliação, a determinação do valor patrimonial - valor líquido contábil - da AES Sul, para a data base de 30/06/2004, baseia-se nas demonstrações contábeis da Companhia levantadas naquela data. Conforme declaração da AES Sul, constante das Notas Explicativas às demonstrações contábeis de 30 de junho de 2004, tais demonstrações contábeis foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis emanadas da legislação societária, conjugada com as disposições complementares da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Este Balanço Patrimonial foi auditado pela Ernst & Young Auditores Independentes S/S.

A AES Sul atua principalmente na distribuição e comercialização de energia elétrica. Em menor escala, atua também, através de sua controlada AES Florestal Ltda., na fabricação de cruzetas, postes e estruturas de madeira para linhas de sub-transmissão e de distribuição. Para fins elucidativos, segue o Balanço Patrimonial resumido da AES Sul em 30/06/2004:

Ativo	R\$ (mil)	Passivo	R\$ (mil)
Circulante	426.695	Circulante	1.025.486
Realizável a Longo Prazo	677.988	Exigível a Longo Prazo	2.540.664
Permanente	1.413.523	Patrimônio Líquido	(1.047.944)
Total Ativo	2.518.206	Total Passivo	2.518.206

Com base nesta metodologia, consideramos que o valor patrimonial - valor líquido contábil – da Companhia é **negativo** em R\$ 1.047.944 mil (um bilhão quarenta e sete milhões e novecentos e quarenta e quatro mil reais). Considerando que o capital social da AES Sul é composto de 134.303 (cento e trinta e quatro mil e trezentas e três) ações, obtém-se como valor patrimonial – valor líquido contábil – por ação para a data base de 30/06/2004 valor igual a **menos** R\$ 7.803 (sete mil e oitocentos e três reais). Sendo assim, não há valor para o acionista por esta metodologia.

IV. 2. Valor de Mercado

A segunda metodologia utilizada para a apuração do valor da AES Sul é a averiguação do valor de mercado de suas ações. Trata-se de uma metodologia bastante simples, consistindo apenas na observação dos valores praticados nas transações regulares de compra e venda de ações em Bolsa de Valores, quando a empresa em análise é uma companhia aberta, como é o caso da AES Sul.

Entretanto, tal metodologia apresenta um agravante, tendo em vista a baixa liquidez das ações da AES Sul em Bolsa de Valores.

Dessa forma, o valor de mercado, que em condições normais tende a ser o “mais justo”, pois representa a opinião (e a avaliação) de inúmeros investidores com interesses e percepções diferentes, neste caso pode estar distorcido, pela restrição de liquidez que as ações da AES Sul apresentam.

Para fins de observância da Instrução CVM nº 361, calculamos o preço médio ponderado pela quantidade de títulos negociados das ações ordinárias nos últimos 12 (doze) meses (as ações preferenciais não apresentaram negociação nesse período), findos em 20/08/2004. O preço médio observado neste método foi de R\$ 5.220 (cinco mil duzentos e vinte reais) por ação ordinária (pós grupamento de ações). Para o cálculo do valor de mercado da Companhia, multiplicamos tal preço pelo total de ações (ordinárias e preferenciais). Assim, por essa metodologia, o valor da Companhia seria de R\$ 701.061.660,00 (setecentos e um milhões sessenta e um mil e seiscentos e sessenta reais).

A tabela a seguir demonstra o resultado da análise:

AES Sul	R\$
Preço médio (12 meses)*	5.220
Número de ações	134.303
Valor de mercado	701.061.660

* preço pós grupamento

Adicionalmente ao método requerido pela Instrução CVM nº 361, realizamos uma segunda avaliação do preço médio ponderado das ações ordinárias nos últimos 5 (cinco) meses anteriores à presente análise. O motivo básico para procedermos a uma segunda análise foi o incremento substancial de liquidez nesse período vis-à-vis ao período imediatamente anterior. Para o cálculo do valor de mercado da empresa, multiplicamos o preço médio observado pelo total de ações (ordinárias e preferenciais). Percebe-se, aliás, a coincidência entre o aumento de liquidez (e do preço de negociação) com o aviso de proposta de grupamento de ações da AES Sul na proporção de 4.000 (quatro mil) ações para 1 (uma) ação publicado em 22 de março de 2004, com possibilidade de indenização aos detentores de fração da nova ação pelo valor de R\$ 2,34 por ação antes do grupamento.

A tabela a seguir demonstra o resultado da análise:

AES Sul	R\$
Preço médio (5 meses)*	6.705
Número de ações	134.303
Valor de mercado	900.501.615

* preço pós grupamento

Tendo em vista a discrepância encontrada nos dois métodos e a explanação dada para uma segunda análise, consideramos como preço médio justo o valor de R\$ 6.705 (seis mil setecentos e cinco reais) por ação.

Portanto, a aplicação desta metodologia resultou num valor da Companhia de **R\$ 900.501.615,00 (novecentos milhões quinhentos e um mil e seiscentos e quinze reais)**. Isso equivaleria para as 134.303 (cento e trinta e quatro mil e trezentas e três) ações em que se divide o capital social da AES SUL, para a data base de 20/08/2004, a R\$ 6.705,00 (seis mil setecentos cinco reais) por ação.

IV. 3. Múltiplo de Mercado

Para o método de múltiplo de mercado, utilizaremos a relação Valor da Firma/EBITDA (entende-se Valor da Firma como o Valor das ações da empresa somado ao valor da dívida da mesma; por EBITDA entende-se o lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortizações) de empresas selecionadas da indústria. Multiplicando essa razão pelo EBITDA da AES Sul projetado para 2004 e, em seguida, subtraindo a dívida líquida da mesma, chegamos ao valor econômico-financeiro da AES Sul.

Para determinarmos o valor do múltiplo comparável à AES Sul, calculamos a média dos múltiplos de mercado das seguintes empresas: Cemig, Eletropaulo, Copel e Celesc. As razões da escolha dessas empresas são o grau de liquidez representado pelo volume negociado em Bolsa de Valores e também a similaridade no ramo de atuação (distribuidoras). Na determinação do múltiplo médio implícito, estimamos os valores de capital próprio e de terceiros (VF) bem como o EBITDA para o ano de 2004. Em seguida, calculamos a razão VF/EBITDA para chegarmos ao múltiplo implícito de cada empresa.

Distribuidoras	Capital Próprio	Capital Terceiros	VF	EBITDA	VF/EBITDA implícito
Celesc	640	471	1.111	445	2,5
Copel	4.269	1.816	6.085	1.298	4,7
Cemig	12.372	2.640	15.013	2.361	6,4
Eletropaulo	3.497	4.444	7.942	1.511	5,3
Média do múltiplo =>					4,7

Valores em milhões de reais.

Sendo assim, o múltiplo de referência calculado é 4,7x VF/EBITDA. Cumpre ressaltar que tal metodologia não captura as diferentes especificidades das empresas (como o fato de Cemig e Copel atuarem em geração além de distribuição).

AES Sul	R\$ mil
EBITDA 2004E	239.790
Múltiplo	4,7
Valor da Firma	1.126.946
Dívida líquida 2004E	2.859.027
Valor para Acionista	(1.732.081)

Considerando o EBITDA projetado em 2004, de R\$ 239.790 mil, chegamos ao valor de firma de R\$ 1.126.946 mil (multiplicando-se esse EBITDA pelo múltiplo implícito de 4,7x). Subtraindo a dívida líquida projetada em 2004 de R\$ 2.859.027 mil, o valor econômico-financeiro da AES Sul é **negativo em R\$ 1.732.081 mil** (um bilhão setecentos e trinta e dois milhões e oitenta e um mil reais). Isso equivaleria para as 134.303 (cento e trinta e quatro mil e trezentas e três) ações em que se divide o capital social da AES SUL a menos R\$ 12.897,00 (doze mil e oitocentos e noventa e sete reais) por ação.

IV. 4. Rentabilidade Futura da Empresa

Para o cálculo da rentabilidade futura da AES Sul, utilizamos, dentre os vários métodos existentes de apuração, a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (FCLA). Desse modo, obtivemos o valor econômico-financeiro da AES Sul.

Entendemos que esta metodologia é a mais apropriada para a avaliação da AES Sul em comparação ao método mais usual do Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa (FCLE). Este parte da premissa de que a Companhia manterá uma estrutura de capital fixa ($\frac{P}{P+D}$, onde P refere-se ao capital próprio e D ao capital de terceiros) e, portanto, uma taxa de desconto constante (WACC) para todo o período de análise.

No presente caso, estamos lidando com uma companhia com um grau de alavancagem financeira bem acima da média observada no setor e do considerado ótimo pela Aneel (que define como empresa parâmetro uma sociedade cuja proporção entre capital social e dívida seja de 1 para 1 – Nota Técnica ANEEL AES Sul 47/2003). Em nossas projeções, estamos considerando que a Companhia passará por um processo de desalavancagem financeira até atingir um nível adequado ao seu porte econômico-financeiro. Com isso, a estrutura de capital estará constantemente em mutação o que fere o princípio básico que norteia o método do FCLE com WACC constante (*weighted average cost of capital* – custo de capital ponderado).

Os avaliadores que subscrevem a presente entendem que o Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (FCLA), ora aplicado, atende a todos os requisitos estipulados pela legislação em vigor, especialmente o disposto no art. 4º, § 4º, da Lei nº 6404/76, no inciso III do § 3º do Art. 8º da Instrução CVM nº 361, assim como o estipulado no inciso VI do Art. 4º da referida instrução. Informam ainda que:

- ⇒ Caso a avaliação da Companhia fosse realizada pelo método FCLE e fossem usadas as mesmas premissas, o valor obtido não seria superior ao obtido via método FCLA;
- ⇒ Mesmo sendo a Companhia financiada basicamente por capital de terceiros, entende-se o método FCLA como o mais adequado à avaliação da Companhia, método este que não resulta em nenhum prejuízo para os acionistas.

Além disso, cumpre ressaltar que, em termos de avaliação, ambos os métodos (FLCA e FLCE) devem chegar a resultados consistentes de valor para a companhia, conforme sabiamente afirma Damodaran no trecho abaixo transcrito:

“Existem dois caminhos para a avaliação por fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais etc). Embora ambas as abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caminho.

Embora as duas abordagens utilizem definições diferentes de fluxo de caixa e taxas de descontos, produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado em ambas.”¹

Cumpre, ainda, lembrar declaração de Stowe, Robinson, Pinto e McLeavey em literatura extensamente utilizada, que reafirmam a aplicabilidade tanto da FLCA quanto do FLCE para obtenção do valor de uma companhia para seu acionista:

“O capital próprio pode ser avaliado diretamente utilizando-se o FLCA ou indiretamente calculando-se o valor da firma através do FLCE e posteriormente subtraindo-se o valor da dívida do mesmo.”²

Sendo assim, a diferença básica reside na forma de traduzir os ganhos gerados pela introdução de capital de terceiros na companhia (alavancagem financeira). Vale lembrar que o custo de capital de terceiros tende a ser mais baixo do que o demandado pelos acionistas (custo de capital próprio), não só pela possibilidade de se deduzir o pagamento de juros da base de imposto de renda bem como por seu risco ser mais baixo do que o do capital próprio. Assim, enquanto o FLCA traduz no fluxo de caixa todo o ganho resultante do benefício da alavancagem financeira, o FLCE procura espelhar esse benefício na taxa de desconto (WACC).

Portanto, para se calcular o valor da companhia pelo FLCA, devemos primeiro projetar o fluxo de caixa futuro disponível para o acionista (isto é, líquido de todos os pagamentos devidos ao capital de terceiros como juros e principal) e, em seguida, descontá-lo pela taxa requerida pelo acionista. Ou seja, esse fluxo de caixa já reflete o custo mais baixo referente ao capital de terceiros.

No caso do FLCE, devemos projetar o fluxo de caixa futuro disponível para a firma (isto é, fluxo de caixa disponível para pagamento de juros e principal referente ao capital de terceiros e, para pagamento de dividendos referente ao capital próprio). O desconto se daria por uma taxa que refletisse o custo ponderado de capital próprio e de terceiros (WACC). Como estamos lidando com uma empresa em estágio de desalavagem financeira, esse custo ponderado estaria variando significativamente para cada ano da projeção já que a proporção entre capital próprio e de terceiros (estrutura de capital da firma) estaria mudando também.

Dentro dos parâmetros definidos para elaboração da presente avaliação, a determinação do valor da Companhia, com base nas demonstrações contábeis de 30 de junho de 2004, baseia-se nas projeções econômico-financeiras dos fluxos de caixa futuros da AES Sul.

PROJEÇÕES

Para a elaboração das projeções futuras da AES Sul, foram levadas em consideração diversas variáveis que impactam no fluxo de caixa da Companhia. Dentre as mais relevantes, podemos citar:

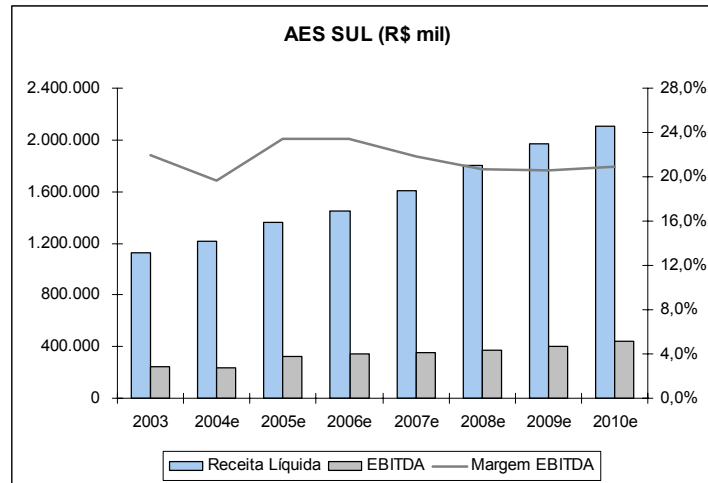
- Evolução dos clientes (residenciais, comerciais e industriais) na área de atuação;
- Tarifas praticadas;
- Custo da energia adquirida;

¹ Damodaran, A. Avaliação de Investimentos – ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

² Stowe, J., Robinson, T., Pinto, J. e McLeavey, D. Analysis of Equity Investments: Valuation. Baltimore, EUA: United Book Press, 2002.

- Estrutura administrativa e de recursos humanos;
- Custo da Dívida;
- Necessidades de investimentos futuros;
- Créditos fiscais, dentre outras.

Obtivemos uma taxa composta anual de crescimento para a receita líquida de 9,4% a.a. de 2003 até 2010 e uma evolução da margem EBITDA de 21,9% em 2003 até 20,9% em 2010, como podemos verificar no gráfico a seguir:



IMPORTANTE: cumpre ressaltar que o fluxo completo de nossas projeções encontra-se em anexo.

Receita Líquida

A receita líquida foi calculada projetando-se a receita bruta e suas devidas deduções. Estas resumem-se, basicamente, em ICMS (20,42%), PIS (1,65%), Cofins (7,6%) e encargos regulatórios (cerca de 0,8%). As receitas brutas foram calculadas por tipo de consumidor. Na tabela a seguir são apresentadas as projeções até o ano de 2010 para a receita líquida:

em R\$ (mil)	2003R	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Receitas de Distribuição	1.490.231	1.660.024	1.792.383	1.907.465	2.124.644	2.380.536	2.594.960	2.781.566
Residencial	536.253	608.212	661.291	709.755	797.263	900.799	990.137	1.070.137
Comercial	242.637	276.165	299.042	319.429	357.104	401.557	439.281	472.512
Industrial	473.878	531.163	557.086	587.663	648.802	720.492	778.371	826.840
Outras Receitas	237.463	244.484	274.964	290.618	321.475	357.688	387.171	412.077
(-) ICMS	(305.243)	(345.773)	(368.333)	(392.654)	(438.108)	(491.711)	(536.912)	(576.498)
Outras Receitas	12.139	18.289	15.860	16.878	18.800	21.064	22.961	24.612
(-) RGR	(11.350)	(12.732)	(13.879)	(15.131)	(16.340)	(17.561)	(18.875)	(20.288)
(-) PIS/COFINS	(63.639)	(102.580)	(66.084)	(71.247)	(78.246)	(87.389)	(96.087)	(103.882)
Receitas Líquida	1.122.138	1.217.230	1.359.946	1.445.311	1.610.750	1.804.939	1.966.046	2.105.509

A receita bruta é obtida mediante a elaboração de projeções de volumes e preços da energia distribuída. Em relação ao volume, projetamos um aumento em linha com o crescimento do PIB.

Os próximos quadros explicitam tais projeções para o crescimento de volume de energia distribuída, por tipo de consumidor.

Em relação à evolução das tarifas, as projeções foram elaboradas em função dos cálculos paramétricos para todo o período de análise considerado (ou seja, não levamos em conta revisões tarifárias que devem ocorrer a cada 5 (cinco) anos).

O motivo principal para a não utilização das revisões tarifárias em nosso estudo se justifica pela subjetividade aplicada pela Agência Reguladora (Aneel) nas respectivas revisões e também nos constantes ajustes feitos nas mesmas em períodos posteriores. Caso optássemos pela utilização da metodologia aplicada pela Aneel provavelmente obteríamos reajustes de tarifas menores que aqueles obtidos pela fórmula paramétrica que utilizamos, a qual é abaixo apresentada.

Os reajustes anuais são calculados com base na seguinte fórmula paramétrica, conhecida como Índice de Reajuste Tarifário –IRT.

$$\text{IRT} = \frac{\text{VPA1} + \text{VPB0} * (\text{IGPM} - \text{X})}{\text{RA0}}$$

O índice IRT corresponde ao reajuste tarifário que deve ser aplicado anualmente. A parcela VPA1 é composta pela evolução dos custos que independem de decisões das concessionárias (custos não-gerenciáveis)(nota-1), e a parcela VPB0, pelos custos que dependem essencialmente da eficácia da gestão empresarial (custos gerenciáveis)(nota-2). O índice geral de preços de mercado (IGPM) da Fundação Getúlio Vargas é utilizado como indexador de custos para os custos controláveis, e X é o fator de indução à melhoria da eficiência econômica das atividades monopolistas, que para o período tarifário de abril de 2004 a abril de 2005 é de 1,5275%. Consideramos que tal fator X não será reduzido ao longo do tempo e que se manterá nesse patamar até o fim de nossas projeções. RA0 corresponde à receita anual da concessionária, e os índices (1 e 0) correspondem, respectivamente, ao ano em que a tarifa será aplicada e ao ano imediatamente anterior.

É importante notar que, tanto nas parcelas de custos quanto na parcela de receita da fórmula acima, não devem ser contabilizados os valores relativos à aquisição e à comercialização de energia para os consumidores livres (nota-3). Tampouco devem ser contabilizados os custos relativos às atividades não vinculadas à prestação de serviços elétricos (nota-4).

(nota-1) São eles: Conta Consumo de Combustíveis Fósseis (CCC); Quota da Reserva Global de Reversão (RGR); Taxa de Fiscalização de Serviços de Energia Elétrica (TFSEE); Compensação Financeira pela Utilização de Recursos Hídricos (CFURH); Energia Comprada para Revenda Convencional e de Itaipu; Encargos pelo Uso da Rede Básica; Transporte de Itaipu e Encargos de Conexão do Sistema; Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

(nota-2) São eles: Pessoal, Materiais, Serviços de Terceiros, Outras Despesas e Remuneração.

(nota-3) Contudo, deve ser contabilizada na parcela de custos não controláveis a compra de energia para os consumidores regulados.

(nota-4) Como, por exemplo, a venda de serviços para telefonia.

Apresentamos as projeções para o crescimento das tarifas de energia bruta (com ICMS):

em R\$ (mil)	2003R	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDA	245.600	239.790	319.142	338.816	350.717	372.804	405.121	440.176
Dívida Líquida/EBITDA	9,7	11,9	9,5	9,7	9,9	9,9	9,6	9,3
Capex/EBITDA	20,1%	18,2%	25,7%	25,9%	26,5%	26,3%	25,6%	24,8%

	2004E
Preço de Energia (R\$/MWh)	237,4
Residencial	364,2
Comercial	332,6
Industrial	170,6
Outros	174,3

Margem Operacional

Para o cálculo da Margem Operacional ou EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization = Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), projetamos as contas mais importantes de custos e despesas da AES Sul, a saber: despesas com pessoal, materiais, serviços de terceiros, custo da energia adquirida, Conta Consumo de Combustível Fósseis (CCC) e Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

A seguir, um resumo da evolução dos custos e despesas da AES Sul, resultando na margem EBITDA:

em R\$ (mil)	2003R	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Receita Líquida	1.122.138	1.217.230	1.359.946	1.445.311	1.610.750	1.804.939	1.966.046	2.105.509
Despesas Operacionais	(876.538)	(977.440)	(1.040.804)	(1.106.495)	(1.260.033)	(1.432.134)	(1.560.925)	(1.665.334)
Pessoal	(39.192)	(37.871)	(40.525)	(43.366)	(45.965)	(48.488)	(51.150)	(53.960)
Material e Terceirizados	(68.959)	(68.422)	(73.217)	(78.349)	(83.046)	(87.603)	(92.412)	(97.489)
Compra de Energia	(693.030)	(768.563)	(813.444)	(866.037)	(1.008.101)	(1.169.404)	(1.286.885)	(1.379.447)
CCC/CDE	(78.857)	(103.066)	(114.135)	(119.296)	(123.508)	(127.260)	(131.132)	(135.128)
Outros	3.500	484	517	554	587	619	653	689
EBITDA	245.600	239.790	319.142	338.816	350.717	372.804	405.121	440.176

As seguintes premissas foram adotadas para cada uma das linhas de despesa:

Pessoal – O número de funcionários cresce parcialmente em função do aumento do consumo em MWh (na ordem de 700 empregados no final de 2003); o salário médio evolui de acordo com a inflação.

Materiais / Serviços de Terceiros – variam parcialmente de acordo com o crescimento das “vendas” de energia e com a inflação.

Energia Adquirida – variam de acordo com o custo de aquisição da energia estipulados nos contratos iniciais/bilaterais e de Itaipu; além disso, também contabilizam os custos de transmissão destas fontes. O custo de aquisição da energia descontratada será o preço de mercado vigente na época, utilizando nossas projeções de preços de energia para contratos de curto prazo (1 ano duração).

Cenário de preços de contratos de curto prazo – 1 ano de duração (valores em reais de 2004):

CCC/CDE – variando de acordo com a inflação.

Custo da Dívida – varia de acordo com os custos estipulados (juros e variação monetária) nos contratos; além disso, as dívidas são renovadas conforme necessidade de caixa da empresa.

Outras Despesas – variam parcialmente de acordo com o crescimento das “vendas” de energia e com a inflação.

Investimentos – variam parcialmente em função do crescimento das “vendas” de energia e com a inflação. Em suma, não consideramos nenhum investimento adicional além do necessário para repor a depreciação normal dos ativos e para suprir o crescimento de demanda de energia.

Impostos – não constituímos créditos de imposto decorrentes de prejuízos fiscais em nossas projeções posto que não contemplamos a sua utilização em um espaço razoável de tempo. Segundo nossas projeções a Companhia somente apresentará lucro a partir do ano 2018. Ou seja, a realização de prejuízos fiscais se daria num prazo acima de 10 anos (ver Instrução CVM nº 371 para constituição de créditos de impostos).

Conforme a metodologia descrita anteriormente, as seguintes projeções operacionais foram feitas para a AES Sul (os valores estão em milhares de reais; esta lista de variáveis expressas não é exaustiva, isto é, há diversas projeções e variáveis utilizadas em nosso estudo que não estão descritas neste documento):

em R\$ (mil)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Lucro Líquido	(432.050)	(233.522)	(256.890)	(244.492)	(232.314)	(234.527)	(230.249)
Depreciação e Amortização	102.445	107.139	111.573	116.012	120.574	126.001	131.617
Variação monetária	281.170	99.700	108.098	84.507	74.315	81.253	86.656
Investimentos	(43.634)	(82.057)	(87.810)	(93.073)	(98.180)	(103.570)	(109.260)
Capital de Giro	(168.258)	(5.343)	(47.838)	(42.860)	(48.369)	(61.380)	(72.643)
Dívidas novas (amortizações)	260.327	114.084	172.866	179.905	183.975	192.224	193.879
Fluxo de Caixa para Acionista (R\$ mil) (a)	(0)	0	0	0	0	0	0
Taxa de Câmbio Projetada (R\$/US\$) (b)	3,0593	3,1026	3,2096	3,3042	3,3773	3,4439	3,5117
FLCA (US\$ mil) (c) = (a)/(b)	(0)	0	0	0	0	0	0
FLCA a valor presente (US\$ mil) em Jun/2004 (d)	0	0	0	0	0	0	0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) em Jun/2004 (e)	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075
FLCA a valor presente (R\$ mil) (f) = (d) * (e)	0	0	0	0	0	0	0

* Para se trazer o FCLA a valor presente, estamos descontando o fluxo à taxa de 17,47% pela seguinte

$$\text{fórmula: } FCLA_{\text{presente_em_dolar}} = \frac{FCLA_{\text{futuro_em_dolar}}}{(1 + 17,47\%)^{(20,xx - 2003 - 0,5)}}, \text{ onde } 20,xx \text{ é o ano futuro (ex. 2004, 2005, etc).}$$

Cabe ressaltar que, na elaboração do fluxo de caixa para o acionista, não consideramos aporte de capital para suprir futuras necessidades de caixa da AES Sul. Para tanto, consideramos que essas necessidades são preenchidas por renovação de dívida.

Conforme pode ser notado, a Companhia apresenta fluxos de caixa negativos ao longo dos próximos anos. Em outras palavras, o fluxo de caixa operacional da empresa é voltado para o serviço e amortização da dívida. Em nossas projeções, somente a partir de 2016 a empresa é capaz de ter geração de caixa positivo para o acionista.

Custo da Dívida

O perfil da dívida da AES Sul está descrito abaixo. Tendo em vista o alto grau de endividamento da empresa (dívida líquida/EBITDA de aproximadamente 10x), o custo da dívida da empresa influencia bastante o fluxo de caixa para o acionista.

Dívida AES Sul em Junho/2004 (valores em R\$ mil)			Curto Prazo	Longo Prazo
Reais			48,798	235,519
	Índice	Taxa		
Fundação Eletroceee	INPC	9%	2,818	19,965
Leasing		de 24,30% a 45%	527	133
Consumidores			9,103	0
Eletróbrás		5%	505	1,304
BNDES	TJLP	de 3% a 4,5%	686	431
KG	CDI	8,73%	12,523	15,791
Debentures	CDI	2,00%	6,341	117,831
	IGPM	12,90%	16,295	80,064
Dólar			688,192	2,035,659
FRN	Dólar	11,25% até mar/2005, 11,75% de abr/2005 a mar/2007 e 12,25% de abr/2007 ao vcto	682,916	1,893,196
Eletróbrás Itaipu	Dólar	1% a.m.	5,276	142,463

Ressaltamos que, em nosso modelo, não contemplamos nenhum perdão de parte da dívida ou mudança significativa nas características da mesma. Tais fatos poderiam alterar o valor econômico da Companhia calculado por essa metodologia.

Como havíamos mencionado anteriormente, assumimos que as dívidas da AES Sul são renovadas conforme a necessidade de caixa da empresa. Além disso, o excesso de caixa operacional (pós-investimentos e impostos) é utilizado para o pagamento de dívida com terceiros.

VALOR ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS AÇÕES DA AES SUL

Para trazer a valor presente dos futuros fluxos de caixa para o acionista da AES Sul, foi utilizada a taxa de desconto (r_e) de 17,47% (custo de capital próprio estimado pela Aneel). Para o cálculo desse valor, foi utilizado o método do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

$$r_{CAPM} = r_f + \beta_d(r_m - r_f) + r_r = 6,01\% + 0,2639 * 7,76\% + 9,41\% = 17,47\%$$

Sendo R_{capm} = custo do capital próprio; r_f = taxa livre de risco; β_d = beta desalavancado; $(r_m - r_f)$ = prêmio de risco de mercado; e r_r = outros prêmios de risco.

Os parâmetros imputados nos modelos estão descritos abaixo:

Componentes do Custo de Capital	
Rf	6,01%
beta	0,2639
Rm - Rf	7,76%
Outros prêmios de riscos	9,41%

Utilizando os dados acima, obtivemos o Custo de Capital Próprio (r_e) de 17,47% (nominal e em dólar) para a AES Sul. É importante ressaltar que não deflacionamos o custo de capital próprio como havia feito a Aneel, visto que projetamos um fluxo de caixa para os acionistas em valores nominais (ver itens 88 e 89 das páginas 25 e 26 da Nota Técnica nº 47/2003 – SRE/ANEEL – para maiores informações a respeito da metodologia de cálculo do custo de capital adotada pela Aneel).

Cumpramos ressaltar que não utilizamos a taxa de desconto ponderada WACC conforme nota técnica nº 47/2003 – SRE/ANEEL visto que adotamos a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (FCLA) e não o FCLE (conforme explicado anteriormente).

Cenário Macroeconômico

Utilizamos a seguinte projeção macroeconômica em nosso modelo de avaliação:

	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
PIB										
Crescimento Real do PIB	1,4	1,5	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Inflação										
IGPM	10,4	25,3	8,7	8,5	5,0	5,0	4,0	3,5	3,5	3,5
IPCA	7,7	12,5	9,2	5,6	5,0	5,0	4,0	3,5	3,5	3,5
Taxa de Câmbio										
Variação R\$/US\$	19,0	51,7	-18,2	5,6	3,4	3,4	2,5	2,0	2,0	2,0
R\$/US\$	2,32	3,53	2,91	3,05	3,16	3,26	3,34	3,41	3,48	3,55
Taxa de Juros										
Nominal	17,4	19,1	23,4	14,6	12,0	12,0	10,5	10,0	10,0	10,0

Fonte: Banco Pactual

Cálculo do Valor Presente

Utilizamos o Re de 17,47% calculado acima e a taxa de crescimento para a perpetuidade de 3,5% (no fluxo de caixa em dólar convertido pela nossa estimativa de taxa futura de câmbio) para trazer a valor presente os futuros fluxos de caixa para os acionistas da AES Sul. Em relação ao crescimento da perpetuidade, estimamos que as vendas de energia crescerão com o PIB (3.5% na perpetuidade).

Cálculo de Perpetuidade	
FCLA em 2030 (R\$ mil) (a)	572.889
Taxa de câmbio projetada em 2030 (R\$/US\$) (b)	5,1881
FCLA em 2030 (US\$ mil) (c) : (a) / (b)	110.424
Taxa de desconto nominal (%) (d)	17,47%
Taxa de inflação na perpetuidade (%) (e)	1,50%
Taxa de desconto real (%) (f) : d / (1 + e)	15,73%
Taxa de crescimento real (%) (g)	3,50%
Valor da perpetuidade em 2030 (US\$ mil) (h)	934.192
Valor presente em Jun/2004 (US\$ mil) (i)	13.103
Taxa de câmbio em Jun/2004 (R\$/US\$) (j)	3,1075
Valor presente em Jun/2004 (R\$ mil) (k)	40.718

Calculamos o valor da perpetuidade em 2030, utilizando a seguinte fórmula $(h) = \frac{c * (1 + g)}{f - g} =$

US\$934.192 mil. Em seguida, descontamos esse valor até Jun/2004, utilizando a taxa de desconto nominal de 17,47%, chegando o valor de US\$13.103 mil. Finalmente, convertemos esse valor pela

taxa de câmbio de R\$/US\$ 3,1075 para obtermos o valor presente da perpetuidade de R\$40.718 mil.

Assim, com base nesta metodologia, consideramos que o valor econômico-financeiro da Companhia é de **R\$ 87.294.925 (oitenta e sete milhões, duzentos e noventa e quatro mil e novecentos e vinte e cinco reais)**. Considerando que o capital social da AES Sul é composto por 134.303 (cento e trinta e quatro mil e trezentos e três) ações, obtém-se através deste método, para a data base de 30/06/2004, valor econômico-financeiro de **R\$ 650,00 (seiscentos e cinquenta reais) por ação**.

Análise de Sensibilidade

Realizamos dois estudos de sensibilidade para avaliarmos a variação do valor econômico das ações em função da taxa de desconto para o acionista e em função de um possível aumento real nas tarifas em 2005.

No reajuste tarifário de 2004, a Aneel permitiu aumentos reais nas tarifas de Cemig, CPFL, Enersul, Cemat e RGE devido a ajustes em diferenças nas revisões tarifárias de 2003 dessas empresas. Entretanto, a AES Sul sofreu uma compressão de 0.14% em suas tarifas referentes à revisão tarifária de 2003.

Tendo em vista os aumentos concedidos para Cemig, CPFL, Enersul, Cemat e RGE, efetuamos uma análise de sensibilidade do valor econômico das ações para um cenário de possível aumento real de tarifa para a AES Sul no ano de 2005. Cumpre enfatizar que a presente avaliação considera, para este caso, possibilidades futuras que poderão não se verificar no caso concreto.

Aumento de Tarifa Real em 2005	R\$ mil	R\$/ação
0%	87.295	650
2,50%	172.408	1.284
5%	272.989	2.033
7,50%	406.308	3.025
10%	520.300	3.874

Caso base: taxa de desconto de 17,47% e nenhum aumento real de tarifa em 2005.

No nosso estudo de sensibilidade para a taxa de desconto, incluímos também um possível aumento real de tarifa em 2005. Em nosso melhor cenário, o valor encontrado foi de R\$ 926 milhões (taxa de desconto de 14% e aumento real de tarifa de 10% em 2005), ou equivalente a R\$ 6.892 (seis mil oitocentos e noventa e dois reais) por ação. Na realização da presente análise não foram consideradas eventuais alterações tarifárias, as quais impactariam o caso real.

Taxa de Desconto para Acionista	Caso Base	R\$/ação	Aumento de 5%	R\$/ação	Aumento de 10%	R\$/ação
14%	218.585	1.628	546.623	4.070	925.590	6.892
15%	165.561	1.233	441.665	3.289	773.987	5.763
16%	126.868	945	360.984	2.688	654.574	4.874
17%	87.295	650	272.989	2.033	520.300	3.874
18%	76.623	571	247.886	1.846	480.965	3.581
19%	60.243	449	207.748	1.547	416.819	3.104
20%	47.677	355	175.207	1.305	363.422	2.706

V. CONCLUSÃO

Após os devidos exames e com base nos dados referidos neste Laudo de Avaliação, adotamos a metodologia do valor de mercado como referência para o cálculo do valor da Companhia da AES Sul, para fins de proceder à Oferta Pública, conforme determinado pela Instrução nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários.

Escolhemos essa metodologia por entender que foi a única a gerar benefícios aos acionistas minoritários. Os demais métodos resultaram em valores **negativos ou menores do que o encontrado pela metodologia do Valor de Mercado**. Em relação à metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, apesar de adequada à presente situação, descartamo-la por possuir um caráter mais subjetivo e complexo do que a avaliação por valor de mercado, mais intuitiva e direta. Vale ressaltar que também a metodologia do fluxo de caixa descontado apresentou valor inferior ao de mercado.

Posto isso, consideramos que o valor justo da Companhia é de **R\$ 900.501.615,00 (novecentos milhões, quinhentos e um mil e seiscentos e quinze reais)**. Isso equivaleria, para as 134.303 (cento e trinta e quatro mil e trezentas e três) ações, para a data base de 20/08/2004, a R\$ 6.705,00 (seis mil, setecentos e cinco reais) por ação.

Para fins de análise colocamos os valores encontrados pelos quatro métodos utilizados nesse estudo:

Método	R\$ Mil	R\$/ação
Valor Patrimonial	(1.047.944)	(7.803)
Valor de Mercado	900.502	6.705
Múltiplo (VF/EBITDA)	(1.732.081)	(12.897)
Fluxo de Caixa Descontado	87.295	650

Dessa forma, pudemos verificar que o método de valor de mercado, aqui levado em consideração, é consideravelmente superior aos métodos utilizados.

E por ser esta a expressão do melhor de nosso entendimento técnico, firmamos o presente Laudo de Avaliação.

Rio de Janeiro, 20 de agosto de 2004.

Banco Pactual S.A.

Anexo

1) Indicadores Macroeconômicos

	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
PIB															
Crescimento Real do PIB	1,4	1,5	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Inflação															
IGPM	10,4	25,3	8,7	8,5	5,0	5,0	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
IPCA	7,7	12,5	9,2	5,6	5,0	5,0	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Taxa de Câmbio															
Variação	19,0	51,7	-18,2	5,6	3,4	3,4	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
R\$/US\$	2,32	3,53	2,91	3,05	3,16	3,26	3,34	3,41	3,48	3,55	3,62	3,69	3,76	3,83	3,91
Taxa de Juros															
Nominal	17,4	19,1	23,4	14,6	12,0	12,0	10,5	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0

Fonte: Banco Pactual

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
PIB															
Crescimento Real do PIB	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Inflação															
IGPM	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
IPCA	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Taxa de Câmbio															
Variação	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
R\$/US\$	3,99	4,06	4,15	4,23	4,31	4,39	4,48	4,57	4,66	4,75	4,85	4,94	5,04	5,14	5,24
Taxa de Juros															
Nominal	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0

Fonte: Banco Pactual

2) Projeção de Demanda de Energia

Vendas de Energia - 2003	MWh
Residencial	1.641.308
Comercial	811.450
Industrial	3.059.920
Outros	1.426.055
Total	6.938.733

	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas Totais (MWh)	7.173.634	7.447.888	7.733.050	8.029.571	8.337.923	8.658.596	8.992.102	9.338.978	9.699.778	10.075.087	10.465.510	10.871.680	11.294.259	11.733.936
Crescimento Médio	3,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Residencial	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Comercial	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Industrial	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Outros	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Vendas Totais (MWh)	12.191.430	12.667.492	13.162.906	13.678.490	14.215.098	14.773.621	15.354.989	15.960.173	16.590.187	17.246.091	17.928.988	18.640.034	19.380.434
Crescimento Médio	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Residencial	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Comercial	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Industrial	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Outros	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

3) Projeção de Tarifa de Energia

	2004R	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Aumento de Tarifa (%)	7,0%	2,2%	2,2%	9,3%	6,8%	3,7%	2,6%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aumento de Tarifa (%)	2,7%	2,7%	1,8%	3,7%	1,8%	3,7%	1,8%	3,8%	1,8%	3,8%	1,8%	3,9%	1,8%

	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Preço de Energia (R\$/MWh)	237,4	242,4	248,5	272,3	291,7	303,3	311,9	320,9	329,9	339,3	349,1	359,3	369,8	380,8
Residencial	364,2	372,4	380,6	416,0	444,4	460,8	472,6	484,9	497,1	509,9	523,2	537,0	551,2	565,9
Comercial	332,6	340,0	347,5	379,9	405,8	420,7	431,6	442,8	453,9	465,6	477,8	490,3	503,3	516,7
Industrial	170,6	174,4	178,2	194,8	208,1	215,8	221,3	227,1	232,8	238,8	245,0	251,5	258,1	265,0
Outros	174,3	178,2	182,1	199,1	212,7	220,5	226,2	232,0	237,9	244,0	250,4	256,9	263,8	270,8

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Preço de Energia (R\$/MWh)	392,1	403,8	412,2	428,6	437,5	455,2	464,7	483,7	493,9	514,3	525,2	547,1	558,7
Residencial	581,1	596,8	607,5	629,9	641,3	665,3	677,4	703,1	716,0	743,5	757,1	786,5	801,0
Comercial	530,6	545,0	554,8	575,2	585,6	607,5	618,6	642,0	653,8	678,9	691,4	718,2	731,5
Industrial	272,1	279,5	284,5	295,0	300,3	311,6	317,2	329,3	335,3	348,2	354,6	368,3	375,1
Outros	278,1	285,6	290,7	301,4	306,9	318,4	324,2	336,5	342,6	355,8	362,3	376,4	383,3

4) Projeção de Receita Líquida

em R\$ (mil)	2003R	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Receitas de Distribuição	1,490,231	1,660,024	1,792,383	1,907,465	2,124,644	2,380,536	2,594,960	2,781,566	2,971,685	3,173,620	3,390,191	3,623,072	3,872,990	4,141,226	4,429,160
Residencial	536,253	608,212	661,291	709,755	797,263	900,799	990,137	1,070,137	1,152,689	1,241,074	1,336,516	1,439,820	1,551,433	1,672,034	1,802,358
Comercial	242,637	276,165	299,042	319,429	357,104	401,557	439,281	472,512	506,539	542,782	581,740	623,721	668,870	717,432	769,669
Industrial	473,878	531,163	557,086	587,663	648,802	720,492	778,371	826,840	875,355	926,319	980,454	1,038,130	1,099,428	1,164,580	1,233,831
Outras Receitas	237,463	244,484	274,964	290,618	321,475	357,688	387,171	412,077	437,102	463,446	491,481	521,401	553,259	587,180	623,302
(-) ICMS	(305,243)	(345,773)	(368,333)	(392,654)	(438,108)	(491,711)	(536,912)	(576,498)	(616,944)	(659,979)	(706,202)	(755,978)	(809,476)	(866,981)	(928,801)
Outras Receitas	12,139	18,289	15,860	16,878	18,800	21,064	22,961	24,612	26,294	28,081	29,998	32,058	34,269	36,643	39,191
(-) RGR	(11,350)	(12,732)	(13,879)	(15,131)	(16,340)	(17,561)	(18,875)	(20,288)	(21,808)	(23,443)	(25,203)	(27,096)	(29,132)	(31,324)	(33,683)
(-) PIS/COFINS	(63,639)	(102,580)	(66,084)	(71,247)	(78,246)	(87,389)	(96,087)	(103,882)	(111,271)	(119,075)	(127,562)	(136,709)	(146,519)	(157,044)	(168,334)
Receitas Líquida	1,122,138	1,217,230	1,359,946	1,445,311	1,610,750	1,804,939	1,966,046	2,105,509	2,247,956	2,399,204	2,561,222	2,735,348	2,922,132	3,122,520	3,337,533

em R\$ (mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receitas de Distribuição	4.738.278	5.070.181	5.393.769	5.792.825	6.182.920	6.643.704	7.093.638	7.625.934	8.145.135	8.760.290	9.359.700	10.070.887	10.763.205
Residencial	1.943.202	2.095.428	2.246.301	2.430.897	2.614.235	2.830.158	3.044.340	3.296.974	3.547.265	3.842.921	4.135.493	4.481.570	4.823.654
Comercial	825.863	886.318	945.609	1.018.444	1.090.040	1.174.452	1.257.317	1.355.172	1.451.107	1.564.567	1.675.664	1.807.245	1.935.931
Industrial	1.307.444	1.385.697	1.460.003	1.552.898	1.641.389	1.746.497	1.846.463	1.965.411	2.078.366	2.212.994	2.340.649	2.493.043	2.637.339
Outras Receitas	661.770	702.737	741.856	790.586	837.257	892.598	945.517	1.008.377	1.068.397	1.139.808	1.207.893	1.289.029	1.366.281
(-) ICMS	(995.268)	(1.066.739)	(1.136.685)	(1.222.779)	(1.307.250)	(1.406.954)	(1.504.666)	(1.620.178)	(1.733.260)	(1.867.138)	(1.998.063)	(2.153.282)	(2.304.930)
Outras Receitas	41.926	44.863	47.726	51.257	54.709	58.786	62.767	67.477	72.071	77.514	82.818	89.111	95.236
(-) RGR	(36.221)	(38.952)	(41.892)	(45.057)	(48.463)	(52.130)	(56.078)	(60.328)	(64.905)	(69.832)	(75.138)	(80.852)	(87.006)
(-) PIS/COFINS	(180.448)	(193.448)	(204.363)	(220.842)	(234.969)	(253.994)	(270.250)	(292.222)	(310.935)	(336.320)	(357.874)	(387.210)	(412.046)
Receitas Líquida	3.568.268	3.815.904	4.058.556	4.355.403	4.646.946	4.989.412	5.325.411	5.720.682	6.108.106	6.564.514	7.011.443	7.538.652	8.054.459

5) Projeção de EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization = Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)

em R\$ (mil)	2003R	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Receita Líquida	1.122.138	1.217.230	1.359.946	1.445.311	1.610.750	1.804.939	1.966.046	2.105.509	2.247.956	2.399.204	2.561.222	2.735.348	2.922.132	3.122.520	3.337.533
Despesas Operacionais	(876.538)	(977.440)	(1.040.804)	(1.106.495)	(1.260.033)	(1.432.134)	(1.560.925)	(1.665.334)	(1.777.310)	(1.897.420)	(2.024.928)	(2.161.744)	(2.308.568)	(2.466.159)	(2.635.331)
Pessoal	(39.192)	(37.871)	(40.525)	(43.366)	(45.965)	(48.488)	(51.150)	(53.960)	(56.925)	(60.056)	(63.360)	(66.849)	(70.531)	(74.418)	(78.522)
Material e Terceirizados	(68.959)	(68.422)	(73.217)	(78.349)	(83.046)	(87.603)	(92.412)	(97.489)	(102.847)	(108.503)	(114.473)	(120.775)	(127.428)	(134.451)	(141.866)
Compra de Energia	(693.030)	(768.563)	(813.444)	(866.037)	(1.008.101)	(1.169.404)	(1.286.885)	(1.379.447)	(1.479.012)	(1.586.120)	(1.700.002)	(1.822.536)	(1.954.392)	(2.096.290)	(2.249.008)
CCC/CDE	(78.857)	(103.066)	(114.135)	(119.296)	(123.508)	(127.260)	(131.132)	(135.128)	(139.252)	(143.509)	(147.902)	(152.437)	(157.118)	(161.950)	(166.938)
Outros	3.500	484	517	554	587	619	653	689	727	767	809	854	901	950	1.003
EBITDA	245.600	239.790	319.142	338.816	350.717	372.804	405.121	440.176	470.646	501.784	536.294	573.604	613.563	656.361	702.203

em R\$ (mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	3.568.268	3.815.904	4.058.556	4.355.403	4.646.946	4.989.412	5.325.411	5.720.682	6.108.106	6.564.514	7.011.443	7.538.652	8.054.459
Despesas Operacionais	(2.816.960)	(3.011.992)	(3.221.445)	(3.446.415)	(3.688.085)	(3.947.727)	(4.226.713)	(4.526.521)	(4.848.745)	(5.195.101)	(5.567.441)	(5.967.759)	(6.398.206)
Pessoal	(82.855)	(87.429)	(92.258)	(97.357)	(102.741)	(108.426)	(114.429)	(120.768)	(127.462)	(134.531)	(141.997)	(149.881)	(158.207)
Material e Terceirizados	(149.693)	(157.957)	(166.683)	(175.895)	(185.623)	(195.894)	(206.739)	(218.192)	(230.286)	(243.058)	(256.545)	(270.789)	(285.833)
Compra de Energia	(2.413.383)	(2.590.319)	(2.780.791)	(2.985.849)	(3.206.627)	(3.444.346)	(3.700.325)	(3.975.984)	(4.272.857)	(4.592.598)	(4.936.992)	(5.307.962)	(5.707.585)
CCC/CDE	(172.087)	(177.403)	(182.890)	(188.556)	(194.405)	(200.445)	(206.680)	(213.119)	(219.767)	(226.632)	(233.721)	(241.041)	(248.601)
Outros	1.058	1.116	1.178	1.243	1.312	1.384	1.461	1.542	1.627	1.718	1.813	1.914	2.020
EBITDA	751.308	803.913	837.111	908.988	958.862	1.041.685	1.098.698	1.194.162	1.259.361	1.369.413	1.444.002	1.570.893	1.656.253

6) Projeção de Lucro Líquido

em R\$ (mil)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Receita Líquida	1.217.230	1.359.946	1.445.311	1.610.750	1.804.939	1.966.046	2.105.509	2.247.956	2.399.204	2.561.222	2.735.348	2.922.132	3.122.520	3.337.533
Despesas Operacionais	(977.440)	(1.040.804)	(1.106.495)	(1.260.033)	(1.432.134)	(1.560.925)	(1.665.334)	(1.777.310)	(1.897.420)	(2.024.928)	(2.161.744)	(2.308.568)	(2.466.159)	(2.635.331)
Depreciação	(102.445)	(107.139)	(111.573)	(116.012)	(120.574)	(126.001)	(131.617)	(138.002)	(144.033)	(150.411)	(157.154)	(164.283)	(171.819)	(179.785)
Resultado Financeiro	(568.968)	(445.088)	(483.673)	(478.719)	(484.050)	(513.136)	(538.278)	(563.030)	(530.609)	(549.233)	(566.537)	(582.288)	(596.017)	(607.188)
Outras Despesas	(427)	(437)	(459)	(478)	(494)	(512)	(530)	(548)	(567)	(587)	(608)	(629)	(651)	(674)
Impostos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lucro Líquido	(432.050)	(233.522)	(256.890)	(244.492)	(232.314)	(234.527)	(230.249)	(230.934)	(173.426)	(163.937)	(150.695)	(133.636)	(112.126)	(85.444)

em R\$ (mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	3.568.268	3.815.904	4.058.556	4.355.403	4.646.946	4.989.412	5.325.411	5.720.682	6.108.106	6.564.514	7.011.443	7.538.652	8.054.459
Despesas Operacionais	(2.816.960)	(3.011.992)	(3.221.445)	(3.446.415)	(3.688.085)	(3.947.727)	(4.226.713)	(4.526.521)	(4.848.745)	(5.195.101)	(5.567.441)	(5.967.759)	(6.398.206)
Depreciação	(188.206)	(197.106)	(206.511)	(216.452)	(226.956)	(238.056)	(249.785)	(262.179)	(275.274)	(289.109)	(303.727)	(319.171)	(335.487)
Resultado Financeiro	(615.175)	(619.257)	(618.596)	(614.828)	(605.834)	(591.841)	(570.641)	(581.851)	(593.287)	(604.952)	(616.851)	(628.989)	(641.371)
Outras Despesas	(697)	(722)	(747)	(772)	(798)	(825)	(853)	(882)	(912)	(944)	(976)	(1.009)	(1.044)
Impostos	0	0	(2.679)	(18.311)	(29.814)	(50.208)	(66.025)	(83.120)	(92.792)	(112.907)	(124.341)	(169.618)	(230.636)
Lucro Líquido	(52.770)	(13.171)	8.577	58.626	95.458	160.754	211.394	266.129	297.096	361.501	398.107	452.106	447.715

7) Projeção de Fluxo de Caixa para o Acionista (Valor Futuro e a Valor Presente em 30/06/04)

em R\$ (mil)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Lucro Líquido	(432.050)	(233.522)	(256.890)	(244.492)	(232.314)	(234.527)	(230.249)	(230.934)	(173.426)	(163.937)	(150.695)	(133.636)	(112.126)	(85.444)
Depreciação e Amortização	102.445	107.139	111.573	116.012	120.574	126.001	131.617	138.002	144.033	150.411	157.154	164.283	171.819	179.785
Varição monetária	281.170	99.700	108.098	84.507	74.315	81.253	86.656	92.199	85.119	88.117	90.940	93.509	95.748	97.570
Investimentos	(43.634)	(82.057)	(87.810)	(93.073)	(98.180)	(103.570)	(109.260)	(115.265)	(121.604)	(128.295)	(135.358)	(142.814)	(150.685)	(158.995)
Capital de Giro	(168.258)	(5.343)	(47.838)	(42.860)	(48.369)	(61.380)	(72.643)	568.333	(321)	(585)	(610)	(566)	(513)	(452)
Dívidas novas (amortizações)	260.327	114.084	172.866	179.905	183.975	192.224	193.879	(452.336)	66.198	54.290	38.569	19.224	(4.243)	(32.465)
Fluxo de Caixa para Acionista (R\$ mil) (a)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Taxa de Câmbio Projetada (R\$/US\$) (b)	3,0593	3,1026	3,2096	3,3042	3,3773	3,4439	3,5117	3,5809	3,6515	3,7234	3,7968	3,8716	3,9479	4,0257
FLCA (US\$ mil) (c) = (a)/(b)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FLCA a valor presente (US\$ mil) em Jun/2004 (d)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) em Jun/2004 (e)	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075
FLCA a valor presente (R\$ mil) (f) = (d) * (e)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

em R\$ (mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Lucro Líquido	(52.770)	(13.171)	8.577	58.626	95.458	160.754	211.394	266.129	297.096	361.501	398.107	452.106	447.715
Depreciação e Amortização	188.206	197.106	206.511	216.452	226.956	238.056	249.785	262.179	275.274	289.109	303.727	319.171	335.487
Varição monetária	98.872	99.537	99.428	98.811	97.341	95.055	91.593	93.422	95.289	97.193	99.135	101.117	103.139
Investimentos	(167.768)	(177.030)	(186.809)	(197.134)	(208.035)	(219.547)	(231.702)	(244.537)	(258.091)	(272.405)	(287.521)	(303.485)	(320.346)
Capital de Giro	(380)	(298)	4.111	(2.234)	2.794	(2.345)	3.554	(2.449)	4.470	(2.538)	5.571	(2.607)	6.894
Dívidas novas (amortizações)	(66.160)	(106.144)	(131.818)	(174.520)	(214.514)	(271.974)	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa para Acionista (R\$ mil) (a)	0	0	0	0	0	0	324.625	374.744	414.037	472.860	519.020	566.302	572.889
Taxa de Câmbio Projetada (R\$/US\$) (b)	4,1050	4,1859	4,2684	4,3525	4,4383	4,5257	4,6149	4,7058	4,7985	4,8931	4,9895	5,0878	5,1881
FLCA (US\$ mil) (c) = (a)/(b)	0	0	0	0	0	0	70.343	79.634	86.284	96.638	104.022	111.305	110.424
FLCA a valor presente (US\$ mil) em Jun/2004 (d)	0	0	0	0	0	0	2.592	2.498	2.304	2.197	2.013	1.834	1.549
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) em Jun/2004 (e)	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075	3,1075
FLCA a valor presente (R\$ mil) (f) = (d) * (e)	0	0	0	0	0	0	8.056	7.764	7.161	6.828	6.256	5.699	4.813

* Para se trazer o FCLA a valor presente, estamos descontando o fluxo à taxa de 17,47% pela seguinte fórmula: $FCLA_{presente_em_dolar} = \frac{FCLA_{futuro_em_dolar}}{(1 + 17.47\%)^{(20xx-2003-0,5)}}$, onde 20xx é o ano futuro (ex. 2004, 2005, etc).

Cálculo de Perpetuidade

FCLA em 2030 (R\$ mil) (a)	572.889
Taxa de câmbio projetada em 2030 (R\$/US\$) (b)	5,1881
FCLA em 2030 (US\$ mil) (c) : (a) / (b)	110.424
Taxa de desconto nominal (%) (d)	17,47%
Taxa de inflação na perpetuidade (%) (e)	1,50%
Taxa de desconto real (%) (f) : d / (1 + e)	15,73%
Taxa de crescimento real (%) (g)	3,50%
Valor da perpetuidade em 2030 (US\$ mil) (h)	934.192
Valor presente em Jun/2004 (US\$ mil) (i)	13.103
Taxa de câmbio em Jun/2004 (R\$/US\$) (j)	3,1075
Valor presente em Jun/2004 (R\$ mil) (k)	40.718

8) Projeção de Dívida Líquida/EBITDA e Investimentos (CAPEX)/EBITDA

em R\$ (mil)	2003R	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBITDA	245.600	239.790	319.142	338.816	350.717	372.804	405.121	440.176	470.646	501.784	536.294	573.604	613.563	656.361	702.203
Dívida Líquida/EBITDA	9,7	11,9	9,5	9,7	9,9	9,9	9,6	9,3	9,2	8,9	8,6	8,3	7,9	7,5	7,1
Capex/EBITDA	20,1%	18,2%	25,7%	25,9%	26,5%	26,3%	25,6%	24,8%	24,5%	24,2%	23,9%	23,6%	23,3%	23,0%	22,6%

em R\$ (mil)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBITDA	751.308	803.913	837.111	908.988	958.862	1.041.685	1.098.698	1.194.162	1.259.361	1.369.413	1.444.002	1.570.893	1.656.253
Dívida Líquida/EBITDA	6,7	6,3	6,0	5,4	5,0	4,5	4,1	3,7	3,4	3,0	2,7	2,3	2,0
Capex/EBITDA	22,3%	22,0%	22,3%	21,7%	21,7%	21,1%	21,1%	20,5%	20,5%	19,9%	19,9%	19,3%	19,3%