



Aeroporto Internacional
Salvador / SSA
Dep. Luís Eduardo Magalhães



Relatório 4 Avaliação Econômico-Financeira





EQUIPE DE COORDENAÇÃO



MARCOS PINTO – Coordenador Geral

DAVID GOLDBERG – Coordenador de **Estudos de Mercado e Avaliação Econômica-Financeira**



EDUARDO VILARES – Coordenador de **Estudos de Engenharia e Afins**



DANIEL HOPF FERNANDES – Coordenador de **Arquitetura**



JOSÉ ROBERTO DOS SANTOS – Coordenador de **Estudos Ambientais**



Tubino Veloso, Vitale,
Bicalho e Dias Advogados

BRUNO SALES - Coordenador de **Estudos Jurídicos**

CONSULTORES

LM47 Ltda – JORGE DE LEAL MEDEIROS

MOZART ALEMÃO CONSULTORIA Ltda

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	4
2. PREMISSAS MACROECONÔMICAS	8
3. VOLUMES.....	9
4. RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	10
5. IMPOSTOS SOBRE RECEITA.....	11
6. CUSTOS OPERACIONAIS (ANTES DE OUTORGA FIXA).....	15
7. INVESTIMENTOS (CAPEX)	16
7.1. Capex de desenvolvimento	16
7.2. Capex de manutenção.....	17
7.3. Capex consolidado	18
7.4. Nota sobre tratamento contábil de investimentos.....	19
8. DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO	20
9. CAPITAL DE GIRO	21
10. FINANCIAMENTO COM CAPITAL DE TERCEIROS	22
11. RECEITA FINANCEIRA.....	24
12. IMPOSTO DE RENDA.....	25
12.1. Apuração do imposto de renda para simulação completa	25
12.2. Imposto de renda desalavancado para avaliação da viabilidade da concessão	28
13. RESUMO DOS BENEFÍCIOS FISCAIS CONSIDERADOS.....	29
14. AVALIAÇÃO DE VIABILIDADE FINANCEIRA DA CONCESSÃO	30
14.1. Preceitos da avaliação financeira por fluxo de caixa descontado.....	30
14.2. Apuração do fluxo de caixa livre para a firma.....	30
14.3. Análise de Taxa Interna de Retorno (TIR) e Taxa Interna de Retorno Modificada (MTIR)	32
14.4. Análise de fluxos de caixa não-descontados acumulados	33
14.5. Análise de fluxos de caixa descontados acumulados.....	34
15. DEFINIÇÃO DE OUTORGAS FIXAS	35
15.1. Cálculo de outorgas fixas.....	35
15.2. Nota sobre tratamento contábil de outorga fixa	36
16. SUBSÍDIOS PARA AVALIAÇÃO DE ATRATIVIDADE DO PROJETO PARA O ACIONISTA	37
16.1. Premissas de aportes/dividendos	37

16.2.	Atendimento a condicionantes de linhas de financiamento	38
16.3.	Necessidade de aporte e geração de dividendos.....	39
17.	RESUMO DO FLUXO DE OUTORGAS AO PODER CONCEDENTE.....	42
18.	ANEXO 1: RESULTADOS DA SIMULAÇÃO FINANCEIRA COMPLETA	44
18.1.	Demonstração do Resultado do Exercício.....	44
18.2.	Balanço Patrimonial	46
18.3.	Demonstração do Fluxo de Caixa	48
18.4.	Demonstrativo de Usos e Fonte	50

1. INTRODUÇÃO

O presente relatório apresenta a avaliação do desempenho econômico-financeiro da concessão do **Aeroporto Internacional Pinto Martins** conforme proposto pelo Consórcio Aéreo Brasil (CAB).

A Avaliação Econômico-Financeira consolida as projeções de volumes e de receitas apresentadas nos Estudos de Mercado; as projeções de custos e investimentos apresentadas nos Estudos de Engenharia e Afins; os dispêndios ambientais apresentados nos Estudos Ambientais; bem como parâmetros macroeconômicos, tributários, contábeis, legais, normativos e de mercado de capitais para: (i) avaliar a viabilidade da concessão do aeroporto à iniciativa privada; (ii) oferecer parâmetros mínimos de outorga para uma futura licitação do aeroporto; e (iii) oferecer subsídios adicionais sobre a atratividade da concessão ao ente privado e a sua conveniência ao ente público.

A figura abaixo apresenta os principais fluxos de informação entre os estudos desenvolvidos pelo CAB, com destaque à Avaliação Econômico-Financeira.

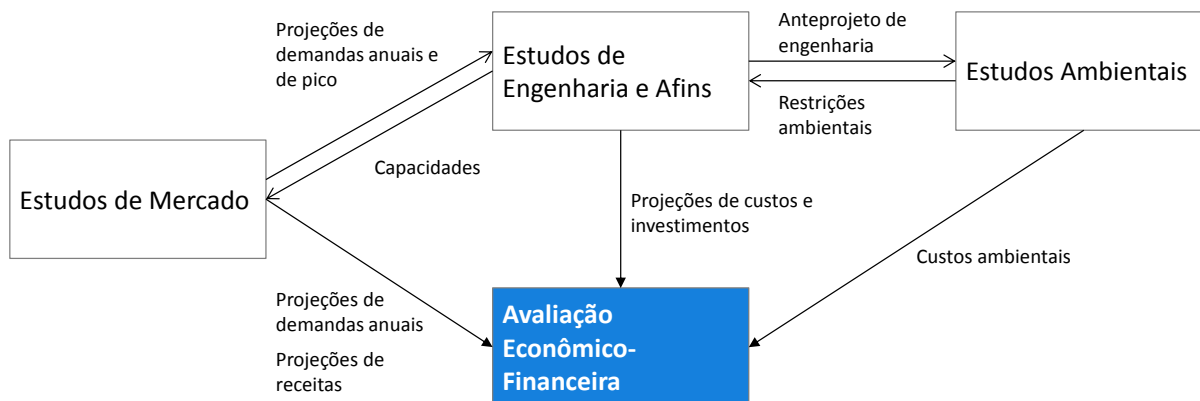


Figura 1: Principais fluxos de informações entre os estudos (não exaustivo)

O relatório está estruturado de forma condizente com os objetivos que visa atender, quais sejam:

- 1. Apresentar premissas e resultados parciais que irão compor a análise financeira:** os capítulos de 2 a 13 tratam de grandezas que irão compor a avaliação econômico-financeira, recapitulando os principais resultados apresentados em outros relatórios e detalhando as principais premissas de itens abordados exclusivamente neste relatório. O intuito desses capítulos é permitir que a comissão julgadora e órgãos de controle acompanhem as análises subsequentes e consigam avaliar criticamente os resultados obtidos.
- 2. Avaliar a viabilidade financeira da concessão:** conforme solicitado pelo Edital de Chamamento Público, o capítulo 14 do relatório apresenta uma avaliação da viabilidade do projeto por meio de modelo de fluxo de caixa descontado para a firma. A viabilidade do projeto fica atestada caso este produza um retorno superior ao custo de capital normativo indicado como justo e suficiente pelo poder concedente.

3. **Definir o valor mínimo de outorga fixa:** a partir do resultado anterior, o capítulo 15 apresenta qual seria a outorga fixa anual justa a ser paga pelo concessionário; isto é: aquela que lhe garantiria um retorno de capital exatamente igual ao custo de capital normativo. O valor de outorga apurado serve de parâmetro mínimo para uma licitação futura do aeroporto.
4. **Fornecer subsídios para a avaliação da atratividade da concessão sob ótica do acionista:** o capítulo 16 apresenta uma extensão da análise financeira desenvolvida, avaliando indicadores de atratividade do projeto (incluindo o pagamento da outorga fixa calculada no item anterior) sob a ótica do acionista. **Ressalte-se que este item não foi solicitado no Edital de Chamamento Público de Estudos n. 001/2015**, contudo o Consórcio Aéreo Brasil entende que seria de grande valia ao processo de concessão. O item aborda a avaliação do perfil esperado de aportes e dividendos, a necessidade máxima acumulada de aportes, o cumprimento de condições de financiamento e uma simulação financeira completa com os principais demonstrativos. Todos esses indicadores exigem análises que vão além do fluxo de caixa descontado para a firma, como solicitado; no entanto, oferecem ao privado interessado um conjunto mais amplo de informações para compreender a oportunidade de negócio e avaliar com maior segurança o valor que estaria disposto a oferecer em uma licitação pelo aeroporto, razão pelo qual o Consórcio Aéreo Brasil optou por analisá-los e apresentá-los. O anexo deste relatório complementa as avaliações com um quadro de resultados completo da simulação financeira.
5. **Apresentar o fluxo de outorgas ao poder concedente:** no capítulo 17, apresenta-se uma breve recapitulação dos fluxos de pagamentos que o poder concedente deverá receber ao longo da concessão do aeroporto.

Para melhor atender os objetivos, a Avaliação Econômico-Financeira foi pautada nas seguintes diretrizes:

- **Atenção à consistência dos parâmetros financeiros com os demais aspectos do projeto** apresentados em demais relatórios de estudos – o que garante uma avaliação precisa sem risco de duplas-contagens ou omissões que distorceriam a avaliação econômico-financeira;
- **Incorporação de todos os ganhos de eficiência plausivelmente esperados** – o que maximiza o potencial de geração de valor do projeto e reflete em máxima remuneração ao poder concedente, sem incorrer em prejuízo ao parceiro privado (uma vez que tais ganhos são plausivelmente esperados).

Em relação a este aspecto, a avaliação econômica considera: ampliações das receitas não-tarifárias decorrente da melhor gestão de espaço e da crescente concentração de riquezas na área aeroportuária; o aproveitamento de benefícios fiscais de isenção de PIS/COFINS para investimentos (REIDI¹) e redução de alíquota de IRPJ em programa de apoio da SUDENE; soluções técnicas e de engenharia que prezam pela racionalidade e maior eficiência no aproveitamento de ativos; considerações de economias de escala decorrentes do crescimento

¹ Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento da Infraestrutura

da porte de operações e ganhos de eficiência em despesas esperados pela gestão privada; aproveitamento correto de isenções de impostos e tratamentos contábeis/fiscais favoráveis (quando amparados por lei ou jurisprudência); entre os principais.

- **Preocupação com o embasamento de parâmetros e robustez de hipóteses e documentação do memorial de cálculo**, visando dar maior fluidez na avaliação da comissão julgadora dos estudos e, especialmente, dos órgãos de controle e fiscalização.

Em particular, com relação ao último ponto, os parâmetros adotados nas projeções foram obtidos de uma série de fontes idôneas e extensamente documentadas para facilitar a diligência pelos órgãos de controle. As fontes de informação permitem apurar condições de mercado e incluem: orientações da SAC referentes a parâmetros específicos a serem considerados nas concessões; o compêndio de arquivos com contratos e relatórios de desempenho operacional e financeiro de aeroportos da Infraero, fornecidos pela SAC por ocasião do Chamamento Público de Estudos; relatórios de desempenho operacional e financeiro de concessionárias de aeroportos nacionais e internacionais; diplomas legais e normatização pertinentes à avaliação financeira de concessões; relatórios e indicadores disponibilizados por agentes financeiros; entre outras inúmeras fontes, balizadas pelo melhor conhecimento do Consórcio Aéreo Brasil sobre análises econômico-financeiras de projetos de infraestrutura e, notadamente, de operações aeroportuárias.

Cumprir notar que, em atendimento ao item 10.1.4 do referido edital, o modelo financeiro foi desenvolvido de forma compatível com as normas e pronunciamentos técnicos de contabilidade para contratos de concessão, notadamente com os documentos ICPC01 (R1) e OCPC05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)². O uso das normas contábeis impacta particularmente a avaliação de aportes e dividendos ao acionista, que dependem da avaliação de patrimônio líquido e, portanto, dos fluxos contábeis em regime de competência. Quando relevante, os capítulos deste relatório dão destaque ao tratamento contábil previsto na norma técnica.

Os capítulos a seguir avaliam a viabilidade da concessão do aeroporto para um prazo de 30 anos, compreendendo o período de 01/setembro/2016 a 31/agosto/2046. As projeções são apresentadas para anos selecionados: 2017 a 2021, 2026, 2036 e 2046; que por facilidade de referência serão denominados anos 1 a 5, 10, 20 e 30 do contrato de concessão. No período entre 01/setembro/2016 e 31/dezembro/2016, ocorrerá a primeira fase de transição, com a operação do aeroporto sendo realizada pela Infraero. Durante o período, o concessionário não fará jus a custos e receitas de operação, ainda que haverá custos associados a elaboração de equipe própria e bem como

² O projeto em análise se enquadra no disposto nas referidas interpretações contábeis por se tratar de concessão de serviços públicos a entidades privadas, em que:

- O concedente controla ou regulamenta quais serviços o concessionário deve prestar com a infraestrutura (objeto do contrato), e a quem os serviços devem ser prestados e o seu preço (por meio de tarifas reguladas); e
- O concedente controla – por meio de titularidade, usufruto ou de outra forma – qualquer participação residual significativa na infraestrutura no final do prazo da concessão (pois os bens reverterão de volta ao poder concedente ao final da concessão).

responsabilidades de investimentos. Ressalte-se que todos os resultados para 2046 correspondem a 8 meses de operação, visto que a concessão chega a seu termo em 31/agosto/2046.

Salvo quando indicado o contrário, todos os valores monetários apresentados no relatório estão apresentados em Reais (R\$) constantes, com nível de preços compatíveis com a média de 2015 (adotou-se julho/2015 como data-base).

As avaliações são realizadas sob a ótica de 100% do consórcio concessionário, sem tecer considerações sobre composição deste consórcio entre entes públicos e privados; e os valores presentes foram descontados para 31/agosto/2016.

2. PREMISSAS MACROECONÔMICAS

As premissas macroeconômicas consideradas na avaliação econômico-financeira estão apresentadas na Tabela 1 para consulta.

Os parâmetros foram obtidos a partir de orientações fornecidas pela SAC; de consulta a relatórios de instituições financeiras renomadas (Pesquisa Focus do Banco Central para projeções de curto prazo até o horizonte de 2019, relatórios com projeções de médio prazo dos bancos Bradesco e Itaú até o horizonte de 2023); e de consulta a estudos de institutos de pesquisa e estatística (como IBGE, para projeção de população).

Tabela 1: Premissas macroeconômicas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	-	-1,76%	0,20%	1,70%	2,00%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
PIB Brasil [tri R\$ @2014]	5,5	5,4	5,4	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	6,2
População Brasil [MM hab.]	202,8	204,5	206,1	207,7	209,2	210,7	212,1	213,4	214,7
PIB/capita [kR\$/capita @2014]	27,2	26,5	26,4	26,6	27,0	27,4	27,8	28,3	28,8
Câmbio nominal [R\$/US\$ correntes]	2,35	3,32	3,75	3,68	3,75	3,81	4,09	4,19	4,33
Câmbio real [R\$@'15/US\$@'15]	2,55	3,32	3,62	3,46	3,44	3,41	3,58	3,58	3,61
Inflação IPCA [% a.a.]	-	9,29%	5,62%	4,82%	4,75%	4,67%	4,40%	4,50%	4,50%
Inflação CPI [% a.a.]	-	1,08%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
TJLP nominal [% a.a. nominal]	-	6,25%	7,87%	8,00%	7,79%	7,04%	7,00%	7,00%	7,00%
TJLP real [% a.a. real]	-	-2,78%	2,13%	3,03%	2,90%	2,27%	2,50%	2,39%	2,39%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	-	13,63%	13,21%	11,27%	10,40%	10,11%	9,86%	9,86%	9,86%
SELIC real [% a.a. real]	-	3,97%	7,19%	6,15%	5,39%	5,20%	5,23%	5,13%	5,13%

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
PIB Brasil [tri R\$ @2014]	6,3	6,5	6,6	6,8	6,9	7,1	7,3	7,5	7,6
População Brasil [MM hab.]	216,0	217,2	218,3	219,4	220,4	221,4	222,3	223,1	223,9
PIB/capita [kR\$/capita @2014]	29,3	29,8	30,4	30,9	31,5	32,1	32,7	33,4	34,1
Câmbio nominal [R\$/US\$ correntes]	4,48	4,58	4,69	4,81	4,92	5,04	5,16	5,28	5,41
Câmbio real [R\$@'15/US\$@'15]	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Inflação IPCA [% a.a.]	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
TJLP nominal [% a.a. nominal]	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
TJLP real [% a.a. real]	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
SELIC real [% a.a. real]	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%

	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
PIB Brasil [tri R\$ @2014]	7,8	8,0	8,2	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4
População Brasil [MM hab.]	224,6	225,3	225,9	226,4	226,9	227,3	227,7	227,9	228,2
PIB/capita [kR\$/capita @2014]	34,7	35,5	36,2	37,0	37,7	38,6	39,4	40,3	41,2
Câmbio nominal [R\$/US\$ correntes]	5,54	5,67	5,81	5,94	6,09	6,23	6,38	6,53	6,69
Câmbio real [R\$@'15/US\$@'15]	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Inflação IPCA [% a.a.]	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
TJLP nominal [% a.a. nominal]	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
TJLP real [% a.a. real]	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
SELIC real [% a.a. real]	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%

	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
PIB Brasil [tri R\$ @2014]	9,6	9,8	10,1	10,3	10,6	10,8
População Brasil [MM hab.]	228,3	228,4	228,3	228,3	228,1	227,9
PIB/capita [kR\$/capita @2014]	42,1	43,1	44,1	45,2	46,3	47,4
Câmbio nominal [R\$/US\$ correntes]	6,85	7,01	7,18	7,35	7,53	7,71
Câmbio real [R\$@'15/US\$@'15]	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64	3,64
Inflação IPCA [% a.a.]	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
TJLP nominal [% a.a. nominal]	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
TJLP real [% a.a. real]	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%	9,86%
SELIC real [% a.a. real]	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%

3. VOLUMES

Conforme orientado no Edital de Chamamento Público de Estudos n. 001/2015, as análises de receita do concessionário aeroportuário – incluindo as fontes, premissas e discussões – foram detalhadas no Relatório de Estudo de Mercado. Por facilidade de leitura, recapitula-se nesta seção somente os resultados consolidados da projeção.

No cerne da avaliação econômico-financeira está a projeção de tráfego subjacente, que servirá de base para o dimensionamento de ativos e os investimentos necessários; as receitas tarifárias que serão auferidas e o potencial para desenvolvimento de atividades secundárias; o valor de despesas para garantir a prestação de serviços adequada; o porte de operações e as economias de escala decorrentes a serem aproveitadas; para citar as grandezas principais.

As premissas, hipóteses, fontes e resultados das avaliações dos diversos fluxos relevantes foram esmiuçadas no relatório dos Estudos de Mercado. Recapitula-se nesta seção a projeção das principais grandezas a serem atendidas pelo aeroporto para anos selecionados, associadas ao cenário base de projeção, apresentada na Tabela 2.

Tabela 2: Projeção dos volumes atendidos, para principais fluxos

	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
PASSAGEIROS, MM	9,4	9,8	10,3	10,7	11,3	14,4	23,0	23,5
Doméstico (Dom)	8,0	8,4	8,9	9,3	9,8	12,6	20,2	20,5
Internacionais (Int)	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	0,7
Conexão Dom-Dom	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	2,0	2,0
Conexão Dom-Int/Int-Dom	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Conexão Int-Int	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
OPERAÇÕES, '000	116,8	119,8	123,8	126,5	130,8	154,5	219,3	206,5
Aviões de passageiro	93,5	95,9	99,2	101,3	104,9	125,7	184,1	177,6
Aviões cargueiros	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,6	5,5	4,4
Aviação geral	19,3	19,9	20,5	21,1	21,7	24,2	29,8	24,5
CARGA, MM kg	61,3	63,8	66,4	68,0	69,4	77,4	95,5	78,4
Importada	2,9	2,6	2,4	2,5	2,5	2,8	3,7	3,8
Exportada	8,2	8,8	9,3	9,9	10,3	13,0	18,3	15,7
Doméstica	50,2	52,4	54,7	55,6	56,6	61,5	73,4	58,8

4. RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS

Conforme orientado no Edital de Chamamento Público de Estudos n. 001/2015, as análises de receita do concessionário aeroportuário – incluindo as fontes, premissas e discussões – foram detalhadas no Relatório de Estudo de Mercado. Por facilidade de leitura, recapitula-se nesta seção somente os resultados consolidados da projeção.

As receitas do concessionário podem ser classificadas entre:

- **Receitas tarifárias**, incluindo tarifas de embarque, pouso, permanência de aeronaves, e armazenagem e capatazia de cargas, em fluxos doméstico e internacional. Considerou-se que o ATAERO constitui uma receita do concessionário.
- **Receitas não-tarifárias**, decorrentes da prestação de serviços pelo aeroporto (incluindo utilidades e serviços condominiais) e da cessão de áreas para desenvolvimento de atividades operacionais e comerciais por terceiros (incluindo abastecimento de aeronaves, estacionamento de veículos, locação de automóveis, serviços de alimentação e varejo, atividades diversas de companhias aéreas e ESATAs e publicidade/mídia).

A Tabela 3 resume a projeção de receitas com serviços.

Tabela 3: Projeção da receita bruta de serviços prestados

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
REC. BRUTA DE SERVIÇOS TOTAL	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
Tarifária	170,0	170,7	177,5	185,2	194,3	244,8	379,9	384,8
Embarque doméstico	99,6	104,2	109,8	114,9	120,9	155,7	250,0	254,0
Embarque internacional	7,9	8,3	8,7	9,1	9,5	11,7	17,4	19,3
Conexão doméstica	7,3	7,5	7,8	7,7	8,0	9,6	14,8	15,3
Conexão internacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pouso doméstico	28,6	25,4	26,4	27,3	28,8	36,0	54,4	53,3
Pouso internacional	3,7	3,9	4,2	4,4	4,7	5,9	8,7	9,4
Permanência doméstico	3,0	2,7	2,8	2,9	3,0	3,8	5,7	5,6
Permanência internacional	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,9	1,0
Tarifa unificada (Av. Geral)	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8	3,2	3,9	3,2
Carga importada	14,6	13,3	12,1	13,0	13,2	15,2	20,1	20,4
Carga exportada	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	1,1	1,0
Carga doméstica	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	2,0	1,6
Serviços acessórios	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	0,7
Não Tarifária	99,6	103,7	113,2	121,4	129,7	165,5	247,0	245,2
Combustível aeronaves	8,4	7,9	8,6	9,9	10,9	15,2	27,4	32,3
Estacionamento	17,4	18,2	19,2	20,0	21,1	27,0	43,1	43,7
Locadoras de automóveis	5,3	5,7	6,2	6,7	7,2	10,0	16,1	16,4
Varejo / Alimentação / Serviços	50,4	52,6	58,9	63,4	67,6	81,8	110,3	102,2
Companhias Aéreas e ESATAs	3,9	4,1	4,3	4,4	4,6	5,5	7,8	7,3
Publicidade/Mídia	4,6	4,8	6,4	6,6	7,0	11,6	26,1	26,6
Utilidades e serviços	5,5	6,0	4,9	5,4	5,9	7,9	7,2	7,3
Telecomunicações	4,2	4,4	4,8	5,0	5,4	6,5	9,0	9,4

5. IMPOSTOS SOBRE RECEITA

Incidem sobre a receita bruta de serviços os impostos ISSQN, PIS e COFINS, detalhados abaixo e consolidados ao final do capítulo.

ISSQN

As receitas brutas do concessionário associadas à prestação de serviços são sujeitas a alíquota de 5% apurada no Código Tributário Municipal de Salvador.

Por outro lado, as receitas decorrentes da cessão de áreas sem prestação de serviço associada não são passíveis de tributação por ISSQN³.

A Tabela 4 apresenta a base de cálculo da receita e a quantia de imposto a pagar.

Tabela 4: Projeção do Imposto Sobre Serviços (ISS) a pagar

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
Isenta de ISS	92,4	95,9	106,2	113,8	121,4	155,0	236,9	234,7
Sujeita a ISS	177,2	178,6	184,4	192,7	202,6	255,3	390,0	395,2
% de receita sujeita a ISS	66%	65%	63%	63%	63%	62%	62%	63%
ISS A PAGAR	(8,9)	(8,9)	(9,2)	(9,6)	(10,1)	(12,8)	(19,5)	(19,8)

Débito de PIS e COFINS

A concessionária estará sujeita ao regime de tributação não-cumulativa de PIS (1,65% da receita bruta) e de COFINS (7,60%), regulamentada pelas leis 10.637/2002 e 10.833/2003, incidentes sobre o total das receitas auferidas⁴.

Conforme permitido em lei, foram excluídas da base de cálculo as receitas decorrentes da prestação de serviços para pessoa física ou jurídica residente ou domiciliada no exterior, cujo pagamento represente ingresso de divisas⁵. Apurou-se qual a proporção de receitas nas tarifas de embarque

³ O entendimento da equipe jurídica do Consórcio Aéreo Brasil é de que a locação de bens imóveis não se sujeita à incidência de ISS, amparado:

- na circunstância de que tal atividade não se encontra relacionada na Lista de Serviços, Anexa à Lei Complementar nº 116/03, que fixa – de forma taxativa – os serviços passíveis de tributação pelo Imposto Sobre Serviço de Qualquer Natureza (“ISS”);
- na Súmula nº 31, do Supremo Tribunal Federal, no sentido de que o ISS não incide sobre atividade de locação de bens móveis (conclusão que, pelos seus fundamentos, aplica-se igualmente à locação de bens imóveis).

⁴ Em tempo, as receitas contábeis de construção (decorrentes da contabilidade previsto no ICPC01) não são sujeitas ao recolhimento de PIS/COFINS - Redação dada pela Lei 12.973/2014, artigos 54º e 55º.

⁵ De acordo com o art. 14, III, da Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001 (“MP 2.158-35”) e art. 5º, II, da Lei Federal 10.637, de 30 de dezembro de 2002 (“Lei Federal 10.637/02”), não incidem as contribuições ao PIS e COFINS sobre receitas de serviços prestados a residentes e/ou domiciliados no exterior, “cujo pagamento represente ingresso de divisa”.

Em interpretação da regra de isenção em referência, a 8ª Região Fiscal da Receita Federal do Brasil (“RFB”) emitiu Solução de Consulta nº 153, de 03 de julho de 2013 (SL 153/13), no sentido de que, ainda que executados/verificados no Brasil, as receitas de serviços prestados a residente e/ou domiciliado no exterior não

(doméstico e internacional), pouso (internacional) e permanência (internacional) que foi faturada contra entes estrangeiros e estaria isenta de PIS/COFINS. Assumiu-se que todas as receitas não tarifárias foram faturadas contra pessoas físicas ou jurídicas.

A Tabela 5 apresenta a base de cálculo da receita e o valor do débito de PIS e COFINS a pagar.

Tabela 5: Projeção dos débitos de PIS/COFINS a pagar

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
Receita isenta de PIS/COFINS	13,6	14,3	15,1	15,8	16,7	21,1	33,1	34,4
Associada a embarque/conexão	10,0	10,4	11,0	11,5	12,0	15,4	24,6	25,1
Associada a pousos	3,6	3,8	4,1	4,3	4,6	5,7	8,5	9,2
Associada a permanência	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Receita sujeita a pagamento de PIS/COFINS	256,1	260,2	275,6	290,7	307,4	389,1	593,9	595,6
% sujeita a pagamento de PIS/COFINS	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
DÉBITO DE PIS/COFINS	(23,7)	(24,1)	(25,5)	(26,9)	(28,4)	(36,0)	(54,9)	(55,1)

Proporção de receitas faturadas contra pessoas físicas/jurídicas estrangeiras:

Associada a embarque/conexão	9%	% do total de passageiros
Associada a pousos	90%	% dos voos internacionais de passageiros
Associada a permanência	42%	% dos voos internacionais de carga

Crédito de PIS e COFINS

A concessionária poderá recuperar créditos de PIS/COFINS pelo regime de incidência não-cumulativa. Parte dos custos incorridos na prestação de serviços dão direito à recuperação de crédito destes impostos. A proporção de custos recuperáveis dependerá, entre outros fatores, da proporção de custos associados ao pagamento a pessoas físicas, ao pagamento por bens e serviços isentos de PIS/COFINS, e ao pagamento de bens e serviços adquiridos de entes domiciliados fora do país (situações estas em que é vedada a recuperação de impostos).

Estimou-se qual a porcentagem das principais linhas de custos seria passível de recuperação de créditos de PIS/COFINS com base em valores detalhados divulgados pela Infraero por ocasião da primeira rodada de concessão. A Tabela 6 apresenta as proporções apuradas. Ressalte-se que, por ainda não haver parecer jurídico sedimentado, não foi considerada a possibilidade de que o concessionário apure créditos de PIS/COFINS sobre valores recolhidos a título de outorga.

se sujeitam à incidência das contribuições ao PIS e COFINS, se o respectivo pagamento (i) representar ingresso de divisas no Brasil (ii) observar as correspondentes regras cambiais veiculadas pelo Banco Central do Brasil (que versam sobre fechamento de câmbio).

Tabela 6: Proporção de linhas de custo que permitem recuperação de créditos de PIS/COFINS

% Recuperação de créditos de PIS/COFINS	% de custo
Pessoal	0%
Serviços terceirizados	95%
Utilidades	64%
Material de consumo	33%
Outorga variável	0%
Outras despesas	42%
Outorga fixa	0%
Depreciação fiscal	0%

Calculou-se o montante de créditos de PIS/COFINS multiplicando-se as proporções acima pelos custos operacionais projetados, e aplicando a esta base de cálculo a alíquota cheia no regime de incidência não-cumulativa, de 9,25% (=1,65%+7,60%), conforme resultado apresentado na Tabela 7.

Tabela 7: Projeção dos créditos de PIS/COFINS a recuperar

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
CUSTO/DESPESA OPERACIONAL	(124,9)	(139,8)	(149,5)	(159,1)	(181,1)	(217,9)	(311,7)	(300,2)
Pessoal	(37,4)	(38,7)	(40,3)	(41,6)	(43,3)	(52,4)	(75,6)	(70,6)
Serviços terceirizados	(38,0)	(39,3)	(40,9)	(42,2)	(43,9)	(53,1)	(76,7)	(71,6)
Utilidades	(12,0)	(12,4)	(12,9)	(13,3)	(13,8)	(16,6)	(23,5)	(21,6)
Material de consumo	(2,6)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,5)	(4,9)	(4,5)
Outorga variável	(13,5)	(13,7)	(14,5)	(15,3)	(16,2)	(20,5)	(31,3)	(31,5)
Outras despesas	(2,7)	(2,7)	(3,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,8)
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciação fiscal	(18,8)	(30,3)	(34,4)	(41,2)	(58,4)	(69,2)	(96,9)	(97,6)
BASE DE CÁLCULO PARA RECUPERAR IMPOSTO	(45,6)	(47,2)	(49,5)	(50,5)	(52,5)	(63,2)	(90,4)	(84,3)
Pessoal	-	-	-	-	-	-	-	-
Serviços terceirizados	(35,9)	(37,2)	(38,7)	(39,9)	(41,5)	(50,3)	(72,6)	(67,8)
Utilidades	(7,7)	(8,0)	(8,3)	(8,5)	(8,9)	(10,6)	(15,1)	(13,9)
Material de consumo	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,6)	(1,5)
Outorga variável	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas	(1,1)	(1,1)	(1,5)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,2)
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciação fiscal	-	-	-	-	-	-	-	-
% de custos recuperáveis	37%	34%	33%	32%	29%	29%	29%	28%
CRÉDITO DE PIS/COFINS A RECUPERAR	4,2	4,4	4,6	4,7	4,9	5,8	8,4	7,8

Por questão de consistência, não foi considerada a recuperação de créditos de PIS/COFINS para itens de investimento, já que foram considerados isentos de PIS/COFINS pelo benefício fiscal do REIDI⁶.

Consolidação de impostos sobre receita

Por fim, consolida-se a projeção de impostos sobre receita que permite o cálculo da receita líquida (Tabela 8).

⁶ Isenção de PIS/COFINS prevista na Lei nº 11.488/2007, Art. 4º, parágrafos 3º e 4º. Impossibilidade de aproveitamento de créditos previsto em: (PIS) Lei 10.637/2002, Art. 3º, parágrafo 2º; (COFINS) Lei 10.833/2003, Art. 3º, parágrafo 2º.

Tabela 8: Projeção consolidada dos impostos sobre receita

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
	-	-	-	-	-	-	-	-
DEDUÇÕES	(28,3)	(28,6)	(30,1)	(31,9)	(33,7)	(42,9)	(66,1)	(67,1)
(-) ISS	(8,9)	(8,9)	(9,2)	(9,6)	(10,1)	(12,8)	(19,5)	(19,8)
(-) Débito PIS/COFINS	(23,7)	(24,1)	(25,5)	(26,9)	(28,4)	(36,0)	(54,9)	(55,1)
(+) Crédito PIS/COFINS	4,2	4,4	4,6	4,7	4,9	5,8	8,4	7,8
(=) RECEITA LÍQUIDA DE SERVIÇOS	241,3	245,8	260,5	274,7	290,3	367,4	560,8	562,9
<i>Alíquota média de deduções [% ROB]</i>	-10,5%	-10,4%	-10,4%	-10,4%	-10,4%	-10,5%	-10,5%	-10,6%

Ressalte-se que as isenções e créditos tributários contemplados na modelagem **produzem significativa economia nos impostos sobre receitas** (de aproximadamente 26%), reduzindo para 10,5% a alíquota aparente de impostos ante a alíquota cheia de 14,25% (=9,25%+5,00%). A eficiência resulta em maior atratividade do projeto e resultará em maior valor de outorga ao poder concedente.

6. CUSTOS OPERACIONAIS (ANTES DE OUTORGA FIXA)

Conforme orientado no Edital de Chamamento Público de Estudos n. 001/2015, as análises de custos operacionais do concessionário aeroportuário – incluindo as fontes, premissas e discussões – foram detalhadas nos relatórios de Estudo de Engenharia e Afins e de Estudos Ambientais. Por facilidade de leitura, apresenta-se nesta seção somente os resultados consolidados da projeção.

Os custos operacionais compreendem gastos com pessoal próprio, serviços terceirizados, utilidades e serviços públicos, material de consumo e despesas com meio-ambiente e seguro para garantia de execução e outorga variável. Conforme detalhado no Estudo de Engenharia e Afins, as projeções de custos operacionais partem do desempenho histórico do aeroporto, incorporam ganhos de eficiência decorrente da transferência da operação para a iniciativa privada e ampliam os custos menos-do-que-proporcionalmente ao crescimento do porte de operações (ganhos de escala), com base em avaliação de benchmarks.

Os resultados da projeção de custos operacionais (sem outorga fixa) são apresentados na Tabela 9. Recordar-se as considerações feitas acerca da fase de transição para a iniciativa privada:

- Enquanto a Infraero operar o aeroporto (último quadrimestre de 2016), as receitas e custos serão percebidas pela Infraero. Neste período, o concessionário arcará com despesas de pessoal da equipe própria que começará a estruturar, e com gastos para manter a garantia de execução do contrato (modelado como custeio de seguro-garantia) e despesas ambientais.
- Na fase seguinte, enquanto a Infraero assistir à operação do concessionário (primeiro trimestre de 2017), o concessionário perceberá todas as receitas e custos de operação, e arcará ainda com o custeio dos prepostos da Infraero assinalados.

Tabela 9: Projeção dos custos operacionais (antes de outorga fixa)

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2046
CUSTOS OPERACIONAIS (SEM OUTORGA FIXA)	(7,2)	(110,3)	(109,5)	(115,1)	(117,9)	(122,7)	(148,8)	(202,6)
Pessoal	(6,0)	(37,4)	(38,7)	(40,3)	(41,6)	(43,3)	(52,4)	(70,6)
Serviços Terceirizados	-	(38,0)	(39,3)	(40,9)	(42,2)	(43,9)	(53,1)	(71,6)
Utilidades	-	(12,0)	(12,4)	(12,9)	(13,3)	(13,8)	(16,6)	(21,6)
Material de consumo	-	(2,6)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,5)	(4,5)
Outorga variável	-	(13,5)	(13,7)	(14,5)	(15,3)	(16,2)	(20,5)	(31,5)
Seguro para garantia de execução	(0,2)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,5)
Despesas socio-ambientais	(1,0)	(2,0)	(2,0)	(3,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,3)
Custos de transição	-	(4,2)	-	-	-	-	-	-

7. INVESTIMENTOS (CAPEX⁷)

Conforme orientado no Edital de Chamamento Público de Estudos n. 001/2015, as análises de investimentos do concessionário aeroportuário – incluindo as fontes, premissas e discussões – foram detalhadas no Relatório de Estudo de Engenharia e Afins. Por facilidade de leitura, apresenta-se nesta seção somente os resultados consolidados da projeção.

O projeto de concessão prevê a realização de investimentos de capex de desenvolvimento (de natureza pontual, destinado a expansão dos ativos aeroportuários) e de capex de manutenção (de natureza periódica, destinado a conservação e reposição de ativos). Os principais aspectos de projeção são recapitulados a seguir.

7.1. CAPEX DE DESENVOLVIMENTO

Conforme orientado pelo Edital de Chamamento Público, os valores unitários foram baseados em sistemas oficiais de preços, em preços de mercado ou em valores referenciais admitidos pela Administração Pública Federal, principalmente pelos órgãos de fiscalização e controle.

Em linha com o discutido introdutoriamente, considerou-se que todo o capex de desenvolvimento e de manutenção, ao longo de todo o período de concessão, poderá aproveitar o benefício do REIDI⁸. Para tanto, será necessário a concessionária requerer repetidas habilitações de projetos distintos⁹ para usufruir do REIDI pelo prazo legal permitido de 5 anos, conforme orientou a SAC/PR em sua Portaria 93/2012 e pronunciou-se a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional em seu parecer PGFN/CAT Nº 1848/2013.

Considerou-se que o benefício do REIDI implicará em uma redução média de PIS/COFINS de 7,62%, valor adotado nos estudos de concessão dos aeroportos de Galeão e Confins e que pondera alíquotas distintas de impostos para diferentes grupos de insumos e serviços.

O capex de desenvolvimento foi projetado de forma racional para atender às necessidades de ativos identificadas a partir da projeção de tráfego nos Estudos de Mercado. Os investimentos foram faseados de forma a compatibilizar as necessidades com soluções racionais de engenharia.

A Tabela 10 a seguir resume os capex de desenvolvimento previstos para cada fase.

⁷ Do inglês: Capital Expenditure.

⁸ Ressalte-se que as despesas com desapropriação não são passíveis de isenção de PIS/COFINS sob o REIDI.

⁹ Isto é: um projeto com objeto delimitado (instalações, bens ou equipamentos) para um resultado definido (infraestrutura aeroportuária) com um início e término determinados (duração máxima de cinco anos). Interpretou-se que as intervenções de capex de manutenção atenderão à definição (serão realizados projetos com duração de até 5 anos), bem como as fases dos projetos de capex de desenvolvimento constituem objetos distintos.

Tabela 10: Fases de investimento, e composição em termos de vida útil fiscal dos ativos

Fase de investimento	1a fase	2a + 3a fase	4a fase	5a fase	6a fase	TOTAL
Anos de investimento	2016-18	2019-21	2022	2034-35	2041	
Capex de Desenvolvimento, MM R\$	697,6	483,7	102,8	358,2	65,3	1.707,6
Com vida útil de 5 anos	1,2	6,0	-	-	-	7,2
Com vida útil de 10 anos	28,5	30,4	20,6	25,8	10,8	116,0
Com vida útil de 25 anos	275,1	447,4	82,2	332,4	54,5	1.191,6
Desapropriações	392,7	-	-	-	-	392,7

7.2. CAPEX DE MANUTENÇÃO

A projeção de capex contempla ainda desembolsos a título de conservação e reposição de ativos, identificados nesta avaliação como capex de manutenção. Por sua relevância em termos financeiros e operacionais, realizou-se uma metodologia específica para projeção de custos de recapeamento de pistas de pouso e decolagem e pistas de táxi, em pavimento flexível. Os demais ativos da concessão foram abordados de forma agregada, com ajustes em função das respectivas vidas úteis.

A quantia a ser desembolsada para recapeamento leva em consideração uma vida útil de pavimento de 10 anos e a provisão para recapeamento de um décimo da superfície de pavimentos flexíveis do aeroporto a cada ano. O custo unitário de recapeamento é apresentado na Tabela 11.

Tabela 11: Composição de preço unitário para recapeamento

Item	Unidade	Quantidade	SEM ISENÇÃO		COM ISENÇÃO		FONTE	DATA-BASE
			PREÇO UNITÁRIO (R\$)	PREÇO TOTAL (R\$)	PREÇO UNITÁRIO (R\$)	PREÇO TOTAL (R\$)		
Fresagem	m³	0,050	134,47	6,72	124,22	6,21	DNIT	5 S 02 990 11 março/2015
Transporte de Material	m³.km	1,000	1,68	1,68	1,55	1,55	SINAPI	72856 agosto/2015
Camada CAUQ	m³	0,050	629,01	31,45	581,08	29,05	SINAPI	72965 agosto/2015
Imprimação	m²	1,000	5,04	5,04	4,66	4,66	SINAPI	72945 agosto/2015
Sinalização Horizontal	m²	0,033	31,62	1,05	29,21	0,97	SINAPI	84665 agosto/2015
TOTAL				45,95		42,45		

A quantia a ser desembolsada para conservação dos demais ativos foi calculada com base no valor de reposição dos bens e de sua vida útil efetiva (assumido como 50% superior à vida útil fiscal, baseado no fato de que a relação de bens que integram o patrimônio do aeroporto inclui uma quantidade significativa de bens em operação com valor contábil inteiramente depreciado). A proporção de reinvestimento anual de cada bem foi adotada de modo que o fluxo anual ao longo de sua vida útil produzisse impacto equivalente em VPL do que sua reposição de forma pontual e discreta ao final da vida útil efetiva, e é recapitulada na Tabela 12.

Tabela 12: Proporção do valor de ativos a ser reinvestido anualmente como capex de manutenção

	Vida útil fiscal [anos]	Vida útil efetiva [anos]	% de valor a reinvestir por ano
Ativos com vida útil fiscal de 5 anos	5	7,5	10,1%
Ativos com vida útil fiscal de 10 anos	10	15,0	3,5%
Ativos com vida útil fiscal de 25 anos	25	37,5	0,4%

O capex de manutenção será realizado para conservação tanto dos novos ativos construídos durante a concessão quanto dos ativos pré-existentes, cuja responsabilidade de conservação passará ao

concessionário. O valor de reposição dos ativos pré-existentis foi estimado a partir do inventário de bens móveis e imóveis do aeroporto, atualizando-se os custos históricos por índices de inflação apropriados a cada caso. Para evitar dupla contagem, foram excluídos desta base de ativos os pavimentos flexíveis cuja manutenção está prevista no capex de recapeamento. O valor apurado é apresentado na Tabela 13.

Tabela 13: Valor de reposição de ativos aeroportuários pré-existentis

Valores em MM R\$	Bens móveis	Bens imóveis	TOTAL
Valor de reposição de ativos existentes	48,9	558,5	607,5
Ativos com vida útil fiscal de 5 anos	12,9	-	12,9
Ativos com vida útil fiscal de 10 anos	36,0	70,5	106,5
Ativos com vida útil fiscal de 25 anos	-	488,0	488,0

As premissas expostas acima resultam na projeção de capex de manutenção ilustrada abaixo.

Tabela 14: Projeção de capex de manutenção

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
CAPEX DE MANUTENÇÃO TOTAL	8,6	9,2	11,6	11,8	12,2	17,7	20,0	13,7
Com vida útil de 5 anos	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	2,0	2,0	1,3
Com vida útil de 10 anos (c/ recapeamento)	5,2	5,5	7,3	7,3	7,3	10,9	11,8	8,1
Com vida útil de 25 anos	2,1	2,4	2,9	3,1	3,5	4,8	6,2	4,2
CAPEX DE MANUTENÇÃO SEM RECAPEAMENTO	7,2	7,8	9,1	9,3	9,8	13,4	15,7	10,8
Com vida útil de 5 anos	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	2,0	2,0	1,3
Com vida útil de 10 anos	3,8	4,1	4,8	4,8	4,8	6,6	7,5	5,2
Com vida útil de 25 anos	2,1	2,4	2,9	3,1	3,5	4,8	6,2	4,2
CAPEX DE RECAPEAMENTO [10 anos]	1,4	1,4	2,5	2,5	2,5	4,3	4,3	2,9

7.3. CAPEX CONSOLIDADO

A projeção do investimento total a ser realizado pela concessionária é apresentada na Tabela 15, para um horizonte selecionados de anos abarcando aqueles que contêm capex de desenvolvimento.

Tabela 15: Projeção de capex de desenvolvimento e de manutenção, detalhado por classe de vida útil dos ativos

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2031	2032	2034	2035
CAPEX TOTAL (DESENV + MANUT)	410,8	92,6	214,8	53,8	118,7	346,9	119,4	17,7	17,7	127,7	266,6
Com vida útil de 5 anos	0,4	1,3	2,5	1,4	1,4	7,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Com vida útil de 10 anos	1,7	14,7	24,5	7,4	8,0	36,8	30,8	10,9	10,9	18,0	29,8
Com vida útil de 25 anos	15,9	76,6	187,8	45,0	109,3	302,7	86,6	4,8	4,8	107,6	234,8
Desapropriações	392,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CAPEX DE DESENVOLVIMENTO	408,0	84,0	205,6	42,2	106,9	334,6	102,8	-	-	110,0	248,2
Com vida útil de 5 anos	-	-	1,2	-	-	6,0	-	-	-	-	-
Com vida útil de 10 anos	-	9,5	19,0	0,1	0,8	29,5	-	-	-	7,2	18,6
Com vida útil de 25 anos	15,2	74,5	185,4	42,1	106,2	299,1	82,2	-	-	102,8	229,6
Desapropriações	392,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CAPEX DE MANUTENÇÃO	2,8	8,6	9,2	11,6	11,8	12,2	16,6	17,7	17,7	17,7	18,4
Com vida útil de 5 anos	0,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Com vida útil de 10 anos	1,7	5,2	5,5	7,3	7,3	7,3	10,2	10,9	10,9	10,9	11,1
Com vida útil de 25 anos	0,7	2,1	2,4	2,9	3,1	3,5	4,4	4,8	4,8	4,8	5,2
Desapropriações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

7.4. NOTA SOBRE TRATAMENTO CONTÁBIL DE INVESTIMENTOS

Para fins de contabilidade, segundo ICPC01 e OCPC05, os dispêndios do concessionário com investimento não integram o ativo imobilizado, mas irão compor um ativo intangível associado ao direito de exploração de um ativo e cobrar preços definidos do usuário do serviço público. O roteiro contábil prevê o reconhecimento do valor do capex como um custo de construção, no período em que for realizado, associado a uma receita de construção que inclui uma margem para suportar os custos e riscos de construção (adotado como 2,3% dos custos, média dos parâmetros adotados pelos concessionários da primeira rodada de concessão de aeroportos). A receita de construção, por sua vez, leva a um acréscimo do ativo intangível, que será amortizado ao longo da vida inteira da concessão. Ainda, conforme orientam as normas contábeis, despesas financeiras incorridas durante a fase de construção foram incorporadas ao valor dos respectivos ativos. Os fluxos contábeis são apresentados na Tabela 16. As receitas e custos de construção não integram a base de impostos de PIS/COFINS (redação dada pela Lei 12.973/2014) e ISS (assumido por analogia).

Tabela 16: Projeção da Receita de construção e do Custo de construção (fluxos contábeis)

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2031	2032	2034	2035
Receita de construção	420,2	95,4	245,7	87,0	156,6	354,8	122,1	18,1	18,1	130,6	276,9
Custo de construção	(410,8)	(93,3)	(240,2)	(85,0)	(153,1)	(346,9)	(119,4)	(17,7)	(17,7)	(127,7)	(270,7)
(+) Capex total	(410,8)	(92,6)	(214,8)	(53,8)	(118,7)	(346,9)	(119,4)	(17,7)	(17,7)	(127,7)	(266,6)
(+) Despesas financeiras ativadas	-	(0,6)	(25,3)	(31,3)	(34,4)	-	-	-	-	-	(4,1)

8. DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO

Para fins de depreciação fiscal, usada no cálculo de imposto de renda, considerou-se a existência de três classes de ativos, com vida útil fiscal de 5 anos (associado referencialmente a móveis, veículos e tecnologia de informação), 10 anos (equipamentos e instalações) e 25 anos (obras civis e projetos associados), condizente com a IN SRF 162/1998, com depreciação linear ao longo de suas vidas úteis. Considerou-se que a vida útil fiscal seria o mínimo entre a vida do ativo e o tempo remanescente de concessão (vida útil econômica), para que os bens sejam completamente depreciados ao final da concessão.

Para fins de fluxos contábeis, apresentados no DRE e que impactarão o lucro contábil antes de imposto de renda, o OCPC05 orienta que o ativo intangível seja amortizado pelo prazo inteiro da concessão, independentemente de sua vida útil, com taxa de uso de acordo com o padrão de consumo do benefício econômico por ele gerado. Adotou-se a curva de unidades de carga de trabalho (WLUs) como padrão de consumo do benefício.

As projeções de depreciação fiscal/amortização contábil são apresentadas na Tabela 17 abaixo. Ressalte-se que os valores são usados em momentos distintos da avaliação financeira. Em particular, nota-se que a amortização contábil é menos acelerada do que a depreciação fiscal devido ao forte crescimento da curva de consumo do benefício. Caso fosse considerado que a amortização contábil é igual à fiscal, o resultado líquido dos primeiros exercícios seria menos favorável e poderia haver maior dificuldade em distribuir dividendos ao acionista.

Tabela 17: Projeções de Depreciação fiscal e Amortização contábil

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
DEPRECIAÇÃO FISCAL	18,8	30,3	34,4	41,2	58,4	69,2	96,9	97,6
Com vida útil de 5 anos	0,3	0,9	1,1	1,4	2,8	2,0	2,0	4,0
Com vida útil de 10 anos	1,6	4,1	4,8	5,6	9,3	16,6	13,6	33,1
Com vida útil de 25 anos	3,7	12,3	15,3	21,0	33,2	37,5	68,2	60,5

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
AMORTIZAÇÃO CONTÁBIL	8,4	13,0	15,3	19,0	27,4	40,1	99,9	155,8
Todos ativos, independente de vida útil	8,4	13,0	15,3	19,0	27,4	40,1	99,9	155,8

9. CAPITAL DE GIRO

O capital de giro reflete a quantia que a firma deve comprometer para fazer frente a compromissos de curto prazo. O capital de giro é aqui definido como a diferença entre ativos de curto prazo e passivos de curto prazo. Aumentos de capital de giro exigem o comprometimento de maior quantia de recursos pelo detentor do projeto e, portanto, refletem em uma redução marginal do fluxo de caixa do projeto; e inversamente, reduções de capital de giro têm efeito contrário.

Considerou-se que os ativos de curto prazo¹⁰ correspondem a **13,8% da receita bruta do período**; e que os passivos¹¹ de curto prazo correspondem (coincidentemente) a **13,8% da soma dos custos e capex realizados no período** (ambos resultados obtidos pela média destes indicadores apurados para as concessionárias dos aeroportos de Guarulhos, Brasília e Viracopos em 2014). No último ano de concessão, os ativos (direitos) e passivos (obrigações) são resolvidos, e os recursos empreendidos em capital de giro são liberados (Tabela 18).

Tabela 18: Projeção da variação de capital de giro

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
(AUMENTO) REDUÇÃO DE CAP. GIRO	(66,9)	16,1	(23,7)	7,2	29,7	(1,8)	(37,5)	82,1
Capital de giro no ano	9,2	(6,9)	16,8	9,6	(20,1)	33,6	54,1	-
(+) Ativos circulantes	37,2	37,9	40,1	42,3	44,7	56,6	86,5	-
(-) Passivos circulantes	(28,0)	(44,8)	(23,3)	(32,7)	(64,8)	(23,0)	(32,4)	-
Auxiliar: Bases de cálculo								
Para ativos circulantes	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
Receita bruta de serviços	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
Para passivos circulantes	(202,9)	(324,3)	(168,9)	(236,7)	(469,6)	(166,4)	(234,8)	(216,3)
Custos operacionais	(110,3)	(109,5)	(115,1)	(117,9)	(122,7)	(148,8)	(214,8)	(202,6)
Capex total	(92,6)	(214,8)	(53,8)	(118,7)	(346,9)	(17,7)	(20,0)	(13,7)

¹⁰ Incluindo contas a receber, estoques e despesas pagas antecipadamente.

¹¹ Incluindo fornecedores a pagar, impostos a recolher, salários a pagar, dentre outros.

10. FINANCIAMENTO COM CAPITAL DE TERCEIROS

Considerou-se a possibilidade de o concessionário financiar uma proporção dos investimentos mediante a captação de empréstimos, com condições de financiamento anunciadas pelo Governo Federal na divulgação do Programa de Investimento em Logística 2015 para aeroportos.

A cada ciclo de investimentos de expansão¹² foi adotada a seguinte estrutura de financiamento:

- **Empréstimo-ponte:** No primeiro ano do ciclo, enquanto não é estruturado o financiamento de longo prazo, capta-se um empréstimo-ponte referente a 70% do valor dos itens financiáveis¹³ junto ao BNDES, sendo quitado mediante a captação de financiamento de longo prazo.
- **Empréstimos de longo prazo:** O empréstimo de longo prazo é composto por uma parcela captada junto ao BNDES (35% dos itens financiáveis) e outra parcela mediante a emissão de debêntures incentivadas (35% dos itens financiáveis).

Os horizontes dos ciclos de investimento e financiamento são apresentados na Tabela 19.

Tabela 19: Principais características dos ciclos de financiamento

Ciclo de financiamento	1º ciclo	2º ciclo	3º ciclo	4º ciclo
Fases de investimento contempladas	1ª + 2ª + 3ª	4ª	5ª	6ª
Horizonte de captação	2016-21	2022	2034-35	2041
Duração de captação [anos]	5,3	1,0	2,0	1,0
Capex total [MM R\$]	1.181,3	102,8	358,2	65,3
Capex financiável [MM R\$]	739,2	82,2	344,9	54,5
% de capex financiável	63%	80%	96%	84%
Valor da captação [MM R\$]	517,5	57,5	241,4	38,2
% de capex total financiado com dívida	44%	56%	67%	58%
% de capex total financiado com equity	56%	44%	33%	42%

Os parâmetros de prazos, custos financeiros, e sistema de amortização foram definidos a partir de análise das linhas de financiamento efetivamente negociados pelos concessionários da primeira rodada de concessão de aeroportos (Brasília, Guarulhos, Viracopos) indicadas em seus respectivos demonstrativos financeiros, refletindo, portanto, condições de mercado. Quando apropriado, os parâmetros aferidos foram ajustados para refletir mudanças no mercado de capitais.

Em particular:

- O spread das debêntures (referenciado ao IPCA) foi ajustado para manter o mesmo spread em relação a títulos do Tesouro Nacional com duração comparável, refletindo a variação na percepção de risco do mercado desde a captação de dívida na primeira rodada de concessão de aeroportos até o momento atual. A atualização aumentou o custo financeiro de debêntures de IPCA+7,86% a.a. para IPCA+8,96% a.a. (condizente com o aumento da taxa de juros associada NTN-B com vencimento em 2024 de IPCA+6,73% – observado em fevereiro/2014 à

¹² Pressupôs-se que os capex de manutenção não serão financiados com capital de terceiros.

¹³ Excluindo, portanto, bens e serviços importados.

época da emissão das debêntures dos concessionários de Guarulhos e Viracopos – para IPCA+7,96%, atualizando-se a apuração para setembro/2015);

- O spread do financiamento do BNDES foi acrescido em 0,6% a.a. para refletir a mudança na condição de apoio pelo banco de fomento (remuneração básica de 1,5% a.a. ao invés de 0,9% a.a. como na primeira rodada de concessões).

Da análise de condições de financiamento de casos semelhantes, depreendeu-se os principais parâmetros de linhas de financiamento adotados pelo modelo, conforme resumidos na Tabela 20. Destaque-se que as debêntures são captadas em emissão única, junto com a estruturação do empréstimo de longo prazo, e que sua amortização se dá com cronograma customizado que prevê parcelas crescentes ao longo do tempo. Ademais, cuidou-se para que os empréstimos fossem integralmente amortizados durante o período de concessão, reduzindo a quantia de parcelas de amortização caso necessário.

Tabela 20: Principais condições de linhas de financiamento consideradas no modelo financeiro

Linha de financiamento	Empréstimo ponte	BNDES Longo Prazo	Debêntures incentivadas
Prazo de carência [anos]	-	2	3
Parcelas de amortização anuais	1	15	9
Taxa básica de juros	TJLP	TJLP	IPCA
Spread	3,00%	3,68%	8,96%
Cadência na liberação de recursos	Gradual	Gradual	Emissão única
Sistema de amortização	Parcela única	Sistema Price	Customizado
% de investimento	70%	35%	35%

A consideração de tais premissas de financiamento resulta em uma projeção de fluxos financeiros de captações, pagamento de juros e amortizações, apresentada na Tabela 21 abaixo.

Tabela 21: Projeção dos fluxos financeiros associados a empréstimos

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
(=) FLUXOS DE FINANCIAMENTO	280,1	65,8	4,4	(14,5)	50,7	(98,6)	(3,3)	(74,3)
(+) Captações	291,4	65,8	14,7	37,4	108,7	-	-	-
(-) Amortizações	(10,7)	-	(4,3)	(17,5)	(22,9)	(67,6)	(2,6)	(68,8)
(-) Juros pagos	(0,6)	-	(6,0)	(34,4)	(35,1)	(31,0)	(0,7)	(5,5)

Em tempo, para efeito contábil, conforme orienta o CPC7, os encargos financeiros incorridos durante a construção ou produção dos ativos foram ativados (i.e.: reconhecidos como aumento de ativo ao invés de apropriados como despesa do período), sendo incorporados ao ativo intangível e amortizados ao longo da concessão. Os fluxos contábeis de despesas financeiras reconhecidas como gastos do período (não ativadas) são apresentados na Tabela 22.

Tabela 22: Projeção das despesas financeiras do período, em regime de competência (contábil)

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
Despesa financeira, regime contábil	-	-	-	-	(35,1)	(31,0)	(19,2)	(5,5)

11. RECEITA FINANCEIRA

Ressalte-se que este fluxo não seria necessário para a avaliação estrita da viabilidade do projeto pelo método de fluxo de caixa livre descontado para a firma. Sua consideração é relevante para a avaliação sob a ótica do acionista, discutida no capítulo 16.

Considerou-se que o caixa excedente é aplicado e gera receita financeira correspondente ao rendimento de taxa SELIC, calculada em termos reais (Tabela 23).

Tabela 23: Projeção de receita financeira

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
Receita financeira	6,7	18,0	16,2	18,7	18,5	25,9	18,4	11,0

12. IMPOSTO DE RENDA

A concessionária do aeroporto será tributada pelo regime de lucro real. A análise de imposto de renda foi desenvolvida em duas etapas.

Na primeira, avaliou-se qual seria o imposto de renda esperado levando-se em considerações todos os fluxos apresentados anteriormente, que servirá para a análise de fluxo de caixa ao acionista (note que há inclusão de despesas e receitas financeiras nos fluxos).

Contudo, a avaliação de viabilidade financeira da concessão é baseada em fluxo de caixa descontado para a firma, **logo, os fluxos de caixa não devem contemplar impactos associados ao benefício de dívida (que já estão incorporados ao WACC por meio do custo de dívida após impostos) e tampouco à geração de receitas financeiras decorrentes de aplicação de caixa excedente (que não correspondem a fluxos decorrentes de ativos operacionais)**. Portanto, torna-se necessário depurar o impacto de tais fluxos para calcular qual seria o imposto de renda a pagar em situação desalavancada, realizada na segunda etapa.

Os itens a seguir detalham as premissas consideradas e os resultados das projeções.

12.1. APURAÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA PARA SIMULAÇÃO COMPLETA

A avaliação de imposto de renda segue as etapas a seguir: (Há que se atentar para as operações particulares no cômputo da base de cálculo de imposto, que ajustam o lucro contábil apurado ao lucro fiscal de fato tributável.)

Inicialmente, apura-se o Lucro Antes de Imposto de Renda (LAIR), **contábil**, no Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) (Tabela 24)¹⁴.

Tabela 24: Projeção de Lucro Antes de Imposto de Renda (contábil)

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
(+) Receita bruta de serviços	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	355,2	357,3	373,7
(+) Receita de construção	95,4	245,7	87,0	156,6	354,8	122,1	18,1	18,1
(-) Impostos sobre receita	(28,3)	(28,6)	(30,1)	(31,9)	(33,7)	(37,3)	(37,3)	(39,0)
(=) Receita líquida	336,7	491,5	347,5	431,3	645,2	439,9	338,1	352,8
(-) Custos operacionais	(110,3)	(109,5)	(115,1)	(117,9)	(122,7)	(129,2)	(132,4)	(137,6)
(-) Custos de construção	(93,3)	(240,2)	(85,0)	(153,1)	(346,9)	(119,4)	(17,7)	(17,7)
(=) EBITDA	133,2	141,9	147,3	160,2	175,6	191,3	188,0	197,5
(-) Amortização de ativos	(8,4)	(13,0)	(15,3)	(19,0)	(27,4)	(31,4)	(33,4)	(35,5)
(=) EBIT	124,8	128,8	132,0	141,2	148,2	159,9	154,7	162,0
(+) Receitas financeiras	6,7	18,0	16,2	18,7	18,5	12,8	12,8	15,7
(-) Despesas financeiras (competência)	-	-	-	-	(35,1)	(39,9)	(40,5)	(38,5)
(=) LUCRO ANTES DE IMP. RENDA	131,4	146,8	148,3	160,0	131,6	132,8	127,0	139,2

Realiza-se então ajustes ao LAIR para considerar adições / exclusões de itens que são ou não são dedutíveis/tributáveis no determinado exercício; (diferenças temporárias no ajuste do LALUR). Em

¹⁴ Antes de considerar o impacto de outorga fixa, o Lucro Antes de Imposto de Renda é calculado na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) pela seguinte forma: +Receita bruta de serviços +Receita de construção –Deduções – Custos operacionais –Custos de construção –Amortização de ativo intangível +Receita financeira –Despesa financeira em regime de competência.

particular, o modelo: exclui a receita de construção (não tributável); adiciona a amortização societária de ativos intangíveis de capex adquiridos (não dedutível); adiciona o custo de construção (não dedutível); e exclui a depreciação fiscal dos capex adquiridos (dedutíveis para fins de imposto de renda, mas não contemplados no LAIR até o momento)¹⁵

Alcança-se então o **lucro fiscal** (ou prejuízo fiscal) que serve de base de cálculo para o imposto. Considerou-se a previsão no Regulamento de Imposto de Renda que permite que prejuízos fiscais de períodos passados podem ser usados para reduzir lucros fiscais futuros, até o limite de 30% do valor do lucro do período¹⁶. Prejuízos não utilizados em determinado período poderão ser aproveitados em períodos subsequentes (Tabela 25).

Tabela 25: Apuração da base de cálculo para imposto de renda (fiscal)

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
Lucro Antes de Imposto de Renda	131,4	146,8	148,3	160,0	131,6	173,8	245,9	210,3
(-) Receita de construção	(95,4)	(245,7)	(87,0)	(156,6)	(354,8)	(18,1)	(20,4)	(14,0)
(+) Despesa de amortização societária com Ativos construídos	8,4	13,0	15,3	19,0	27,4	40,1	99,9	155,8
(+) Custo de construção	93,3	240,2	85,0	153,1	346,9	17,7	20,0	13,7
(-) Despesa de amortização fiscal	(18,8)	(30,3)	(34,4)	(41,2)	(58,4)	(69,2)	(96,9)	(97,6)
(+) Despesa de amortização societária de Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Despesa com Ajuste a valor presente de Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Pagamento de outorga fixa [não considerada no DRE]	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Subtotal, após diferenças temporárias	118,9	124,0	127,3	134,3	92,6	144,3	248,4	268,2
(+) Aproveitamento de prejuízos acumulados	(21,2)	-	-	-	-	-	-	-
Base de cálculo de imposto de renda	97,7	124,0	127,3	134,3	92,6	144,3	248,4	268,2

Cálculo auxiliar:

Prejuízos acumulados, início de período	21,2	-	-	-	-	-	-	-
(+) Adição de prejuízos acumulados	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Aproveitamento de prejuízos acumulados	(21,2)	-	-	-	-	-	-	-
Prejuízos acumulados, fim de período	-	-	-	-	-	-	-	-

Após considerada a compensação de prejuízos, aplica-se sobre a base de cálculo resultante as alíquotas de impostos de renda, de CSLL e IRPJ:

- A alíquota de CSLL é de 9% sobre a base de cálculo tributável;
- A alíquota de IRPJ é de 15% para toda a base de cálculo, e de 10% adicional para o valor que ultrapassar R\$240.000,00 por ano;
- Considerou-se ainda a possibilidade de usufruir de benefício da SUDENE para redução da alíquota de IRPJ em 75%, conforme detalhado a seguir (alíquota de $6,25\% = 25\% \cdot (1 - 75\%)$).

¹⁵ As diferenças são temporárias: todas as grandezas indicadas correspondem a fluxos de mesma grandeza total ao longo da concessão, mas reconhecidos em tempos diferentes para fins contábeis e fiscais por conta das legislação e normatização vigente. Por exemplo: o custo de construção total é igual à depreciação fiscal dos capex adquiridos – pois todo investimento (que dá lugar ao custo de construção) é depreciado fiscalmente até o final da concessão – porém as grandezas são reconhecidas em momentos diferentes para fins contábeis e fiscais.

¹⁶ Decreto 3.000/1999, Art. 250º.

A concessão do aeroporto se enquadra em uma tipologia de empreendimento que pode usufruir do benefício fiscal da SUDENE para redução da alíquota de IRPJ em 75%¹⁷ por um período de 10 anos, destinado a apoiar o desenvolvimento de empreendimentos de setores prioritários para o desenvolvimento regional.

Ressalte-se que a legislação vigente estabelece que terão direito ao benefício as pessoas jurídicas que protocolizarem e aprovarem seus projetos até 31 de dezembro de 2018. Por um lado, o projeto de implantação inicial será concluído em data posterior à estabelecida – o que à primeira vista pareceria inviabilizar o usufruto do benefício. Contudo, o parecer técnico da equipe jurídica do Consórcio Aéreo Brasil entende que a data limite de 31/12/2018 configura-se como prazo máximo para requisição e habilitação no programa de incentivo, ainda que os benefícios sejam usufruídos em data posterior quando foram efetivamente atendidos os critérios para fruição¹⁸.

Supôs-se – diante da relevância da intervenção que será feita no terminal de passageiros atual – que o projeto se enquadraria como uma modernização total, o que permite que o benefício fiscal seja percebido por toda a base de cálculo de imposto (diferente do caso de uma ampliação, em que apenas o resultado da ampliação seria beneficiado).

Para iniciar o usufruto do benefício é necessário que a instalação modernizada esteja em operação e tenha no mínimo 20% de sua capacidade utilizada. A capacidade do terminal de passageiros foi apurada mediante índice benchmark da agência americana FAA de 24m² de área total de terminal para cada passageiro na hora pico simultânea¹⁹.

A Tabela 26 apresenta a base de cálculo sujeita a cada alíquota de imposto, e o total de imposto de renda a ser pago. Ao final do quadro, apresentam-se ainda os anos durante o qual o projeto usufrui do benefício da SUDENE e o valor acumulado de imposto economizado.

¹⁷ Fonte: SUDENE, “Manual de instruções para elaboração de pleitos de incentivos e benefícios fiscais administrados pela SUDENE”, setembro/2013.

¹⁸ Para este fim, cita-se o Parágrafo Único, Art. 14º da Portaria Nº 283/2013 do Ministério Da Integração Nacional, reproduzido abaixo:

“Art. 14. As pessoas jurídicas que pretendam habilitar-se aos benefícios da redução do Imposto de Renda de que trata o art. 13 deverão apresentar à Superintendência de Desenvolvimento Regional projeto técnico-econômico, de acordo com a natureza do pleito, conforme Manual de Instruções para Elaboração de Projetos de Incentivos e Benefícios Fiscais a que se refere o art. 4º.

Parágrafo único. Poderão ser protocolizados e aprovados pelas Superintendências de Desenvolvimento Regional, até a data-limite prevista no art. 13, os projetos técnico-econômicos com entrada em operação posterior a 31 de dezembro de 2018, desde que considerados como prioritários para o desenvolvimento regional. (grifo nosso)”

¹⁹ Federal Aviation Administration, “Planning and Design Guidelines for Airport Terminal Facilities”, FAA AC 150/5360-13, item 67b

Tabela 26: Projeção de imposto de renda a pagar, e principais resultados relativo ao benefício de redução de IRPJ da SUDENE

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
BASE DE CÁLCULO DE IMPOSTO:	97,7	124,0	127,3	134,3	92,6	144,3	248,4	268,2
- para CSLL (9%)	97,7	124,0	127,3	134,3	92,6	144,3	248,4	268,2
- para IRPJ base, sem benefício (15%)	97,7	124,0	127,3	134,3	92,6	-	248,4	268,2
- para IRPJ adicional, sem benefício (10%)	97,7	124,0	127,3	134,3	92,6	-	248,4	268,2
- para IRPJ base+adicional, com benefício SUD	-	-	-	-	-	144,3	-	-
IMPOSTO DE RENDA A PAGAR	(33,2)	(42,1)	(43,2)	(45,6)	(31,5)	(22,0)	(84,4)	(91,2)
- para CSLL (9%)	(8,8)	(11,2)	(11,5)	(12,1)	(8,3)	(13,0)	(22,4)	(24,1)
- para IRPJ base, sem benefício (15%)	(14,6)	(18,6)	(19,1)	(20,1)	(13,9)	-	(37,3)	(40,2)
- para IRPJ adicional, sem benefício (10%)	(9,7)	(12,4)	(12,7)	(13,4)	(9,2)	-	(24,8)	(26,8)
- para IRPJ base+adicional, com benefício SUD	-	-	-	-	-	(9,0)	-	-
Alíquota média efetiva	33,98%	33,98%	33,98%	33,98%	33,97%	15,25%	33,99%	33,99%

Primeiro ano de fruição de benefício SUDENE
Valor acumulado do benefício SUDENE

2024-2033	ano
310,0	MM R\$

Ressalte-se que os valores de impostos que deixam de ser pagos por conta do benefício não podem ser distribuídos como dividendo aos acionistas²⁰ e podem ser incorporados ao capital social (para atendimento do capital social mínimo).

12.2. IMPOSTO DE RENDA DESALAVANCADO PARA AVALIAÇÃO DA VIABILIDADE DA CONCESSÃO

A avaliação de viabilidade financeira da concessão exige a apuração de imposto de renda para situação desalavancada e estritamente operacional, ou seja, calculado sobre o lucro operacional (denominado comumente de EBIT²¹).

Contudo, o imposto calculado no item anterior está contaminado, uma vez que sua base de cálculo de imposto é composta pelo lucro operacional desalavancado (única parcela de interesse), deduzida das despesas financeiras e somada a receita financeira.

Projetou-se que o valor de imposto de renda atribuível à operação desalavancada é proporcional à contribuição deste na base de cálculo do imposto, conforme ilustrado na Tabela 27.

Tabela 27: Cálculo do Imposto de Renda atribuível estritamente à operação desalavancada (usado na avaliação de viabilidade financeira por fluxo de caixa descontado para a firma)

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
BASE DE CÁLCULO DE IR	97,7	124,0	127,3	134,3	92,6	144,3	248,4	268,2
(+) Resultado de operação desalavancada	91,0	106,1	111,0	115,5	109,2	149,4	249,2	262,7
(-) Despesas financeiras (regime competência)	-	-	-	-	(35,1)	(31,0)	(19,2)	(5,5)
(+) Receitas financeiras	6,7	18,0	16,2	18,7	18,5	25,9	18,4	11,0
IMPOSTO DE RENDA A PAGAR	(33,2)	(42,1)	(43,2)	(45,6)	(31,5)	(22,0)	(84,4)	(91,2)
(+) IR sobre operação desalavancada	(30,9)	(36,0)	(37,7)	(39,3)	(37,1)	(22,8)	(84,7)	(89,3)
(-) Benefício de dívida sobre alavancagem	-	-	-	-	11,9	4,7	6,5	1,9
(+) IR sobre receita financeira	(2,3)	(6,1)	(5,5)	(6,4)	(6,3)	(3,9)	(6,3)	(3,7)

²⁰ Art.19º, §§ 3º e 5º, Decreto-lei nº 1.598/77);

²¹ Do inglês: Earnings, Before Interest and Taxes.

13. RESUMO DOS BENEFÍCIOS FISCAIS CONSIDERADOS

Além das isenções e recuperações de impostos permitidas pela legislação tributária, o modelo financeiro considera benefícios fiscais voltadas ao apoio de projetos de desenvolvimento, apresentados anteriormente e recapitulados abaixo:

- **REIDI – Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento da Infraestrutura.** Prevê a suspensão (e posterior aplicação com alíquota zero) de PIS e COFINS para aquisição de serviços, insumos e materiais, nacionais e importados, para incorporação em obras de infraestrutura destinados ao ativo imobilizado (equiparado também à incorporação em ativo intangível no caso de concessões de serviços públicos);
- **SUDENE – Redução de IRPJ.** Prevê a redução de 75% da alíquota de IRPJ durante 10 anos, para desenvolvimento de projetos em setores prioritários para a economia regional.

Em tempo, não foram considerados outros benefícios ofertados pela SUDENE para reinvestimento de 30% do IRPJ em investimentos, e tampouco a depreciação acelerada, pois tais benefício só está legalmente amparado até 31/dezembro/2018, e – diferentemente do caso da redução de 75% de IRPJ – não há fundamento para prever o usufruto do benefício após a data limite²².

²² É possível que o prazo de fruição do benefício seja estendido, e o concessionário possa perceber fluxos de caixa mais favoráveis do que os modelados nesta avaliação. No entanto, optou-se por seguir a orientação do Acórdão 3.232/2011-TCU-Plenário “que determinou à Anac que se abstinhasse de encaminhar ao Tribunal estudos de viabilidade técnica, econômico-financeira e ambiental contendo premissas desprovidas de amparo legal e regulamentar” (trecho extraído do Relatório de acompanhamento do TCU das concessões dos aeroportos de Galeão e Confins).

14. AVALIAÇÃO DE VIABILIDADE FINANCEIRA DA CONCESSÃO

14.1. PRECEITOS DA AVALIAÇÃO FINANCEIRA POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A presente seção consolida os parâmetros financeiros apurados nos itens anteriores do relatório e apura a viabilidade financeira da concessão do aeroporto, por meio de análise de fluxo de caixa descontado, avaliados para a firma.

O projeto de concessão proposto será considerado viável caso produza uma taxa de retorno que supere o custo de capital do projeto. Por construção, caso o somatório dos fluxos de caixa ao longo da concessão (positivos e negativos) descontados pelo custo de capital produzir um valor presente líquido (VPL) maior do que zero, o projeto será capaz de, ao longo de sua vida, proporcionar aos provedores de capital um retorno superior ao que seria exigido (custo de capital).

Conforme orientado pelo Ofício nº 10581-2014-SE-MF de 20/julho/2015, a avaliação de viabilidade da concessão do aeroporto considerou o custo de capital (WACC²³) de 8,5% a.a. real.

14.2. APURAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

A análise de viabilidade é construída a partir da apuração do fluxo de caixa livre para a firma, ou seja, o fluxo financeiro residual que é destinado a remunerar os provedores de capital do projeto (ou que deve ser suportado por estes, caso o fluxo seja negativo). O cálculo de fluxo de caixa livre para a firma é composto do resultado operacional, ajustado para refletir apenas efeitos de caixa, subtraído de pagamento de impostos, e subtraído de dispêndios com capex, sendo apresentado na Tabela 28.

Tabela 28: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma

Valores em MM R\$	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2036	2046
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	410,3	626,9	629,9
(-) Deduções	(28,3)	(28,6)	(30,1)	(31,9)	(33,7)	(42,9)	(66,1)	(67,1)
(=) RECEITA LÍQUIDA DE SERVIÇOS	241,3	245,8	260,5	274,7	290,3	367,4	560,8	562,9
(-) Custos e despesas operacionais	(110,3)	(109,5)	(115,1)	(117,9)	(122,7)	(148,8)	(214,8)	(202,6)
(=) EBITDA AJUSTADO	131,0	136,3	145,4	156,7	167,6	218,6	346,1	360,3
(-) Imposto de renda sobre EBIT	(30,9)	(36,0)	(37,7)	(39,3)	(37,1)	(22,8)	(84,7)	(89,3)
(-/+) Aumento/Redução de capital de giro	(66,9)	16,1	(23,7)	7,2	29,7	(1,8)	(37,5)	82,1
(-) Capex	(92,6)	(214,8)	(53,8)	(118,7)	(346,9)	(17,7)	(20,0)	(13,7)
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	(59,4)	(98,4)	30,2	5,9	(186,6)	176,4	203,8	339,4

Ressalte-se que a avaliação do fluxo de caixa não inclui fluxos contábeis de custo de construção e receita de construção (logo o uso do termo EBITDA ajustado²⁴). Cumpre notar ainda que o pagamento de imposto de renda adotado no cálculo levou em consideração a dedução de depreciação fiscal, pois

²³ Do inglês Weighted-Average Cost of Capital, ou custo de capital médio ponderado.

²⁴²⁴ EBITDA é a sigla em inglês para Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, e corresponde ao lucro operacional antes de depreciação e amortização. Trata-se de uma grandeza contábil, mas que serve de indicador aproximativo para a geração de caixa de um projeto.

A denominação “**EBITDA ajustado**” denota uma variação do EBITDA que é apresentado em regime de competência, por depurar efeitos contábeis sem impacto financeiro no exercício de apuração (ou inversamente, incluir impactos financeiros não reconhecidos contabilmente no período em questão) – para minimizar distorções na avaliação da geração de caixa a partir deste indicador. No caso, exclui receitas e custos de construção.

foi calculado sobre o EBIT (ainda que a apresentação do cálculo de fluxo de caixa livre seja construída a partir do EBITDA e não do EBIT, como é mais usualmente apresentado).

A Figura 2 apresenta o perfil de fluxos de caixa livre para a firma, não descontados, apresentada abaixo e comentada a seguir.

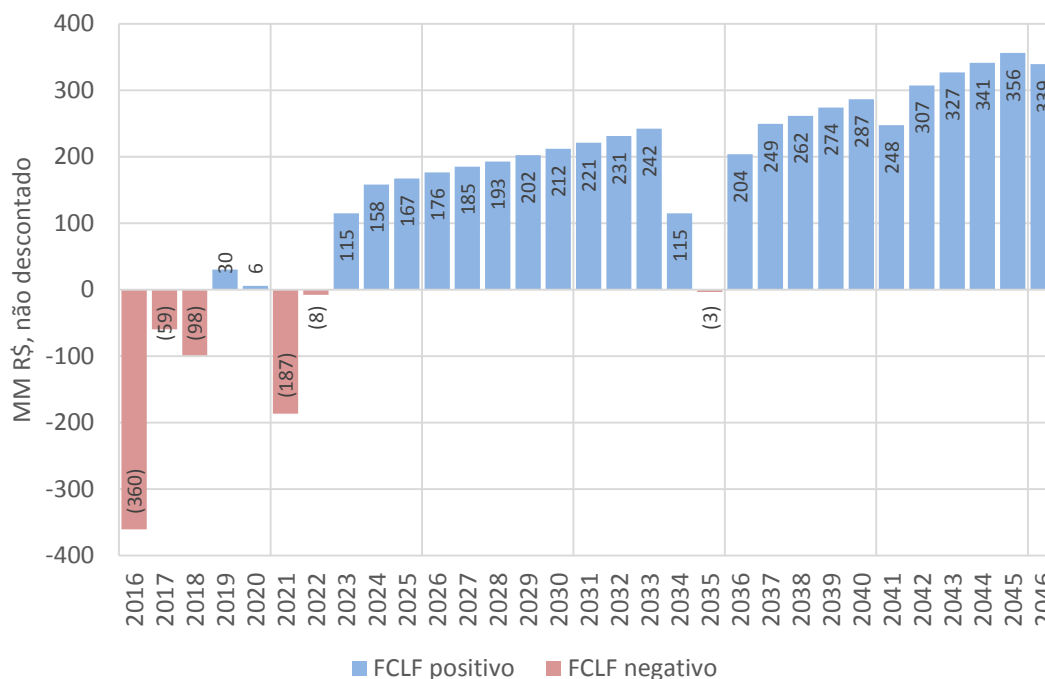


Figura 2: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma

É oportuno realçar algumas características dos fluxos de caixa apresentados, que revelam aspectos importantes da concessão:

- Os investimentos previstos para os primeiros 7 anos de concessão (compreendendo as quatro primeiras fases do plano de desenvolvimento e expansão do aeroporto) superam a capacidade de geração de recursos, exigindo a injeção de recursos de equity e dívida;
- Antes de considerar o pagamento de outorgas anuais, o projeto tornar-se-ia gerador líquido de caixa a partir do 8º ano (tendo também gerado caixa pontualmente no 4º e 5º ano), com geração de caixa crescente à medida que o porte de operações cresce e o aeroporto beneficia-se de economias de escala;
- A queda nos fluxos de caixa nos anos de 2034-35 corresponde aos desembolsos para os capex de desenvolvimento previstos na 5ª fase de investimentos. Note-se que estes poderiam ser praticamente integralmente financiados com geração de caixa próprio do empreendimento caso não houvesse pagamento de outorgas anuais, visto que o fluxo de caixa em 2034 permanece positivo (ainda que menor) e em 2035 é apenas ligeiramente negativo.
- Impacta negativamente a geração de caixa do projeto a partir de 2034 o término do prazo de fruição do benefício de redução de IRPJ da SUDENE;

- A queda no fluxo de caixa no último ano de concessão é devida à operação durante apenas oito meses do ano. Por outro lado, a redução é parcialmente compensada pela devolução do capital de giro.

14.3. ANÁLISE DE TAXA INTERNA DE RETORNO (TIR) E TAXA INTERNA DE RETORNO MODIFICADA (MTIR)

A TIR é definida como a taxa de desconto composta hipotética que – se usada para descontar os fluxos de caixa do projeto – produziria VPL zero.

O programa de processamento de dados indica que os fluxos de caixa estão associados a uma **Taxa Interna de Retorno (TIR) de 14,2% a.a. real**, que supera o custo de capital do projeto de 8,5% a.a..

Há, no entanto, limitações com relação ao uso da TIR. Citam-se duas mais importantes:

1. Matematicamente, a TIR é obtida por equação polinomial, com grau igual ao número de períodos. Caso os fluxos de caixa em questão apresentarem mais do que uma inversão de sinal entre negativo e positivo, haverá mais do que uma solução matemática para a equação e a TIR deixa de ter significado (que corresponde à situação desse projeto, haja vista as três inversões de sinal nos anos 4, 5 e 7).
2. Por ser uma taxa composta, a TIR pressupõe a capacidade do projeto de reinvestir os fluxos de caixa intermediários à mesma taxa de retorno composto. Ocorre que frequentemente os projetos em avaliação correspondem a oportunidades únicas e atraentes, o que desafia a hipótese de reinvestimento à mesma taxa de retorno. De modo geral, por teorema econômico, em equilíbrio perfeito todos os projetos deveriam produzir retorno igual ao seu custo de capital.

Como alternativa à TIR, existe um indicador de atratividade conhecido como TIR Modificada (ou MTIR, pela sua abreviação usual). O indicador é calculado em função: dos fluxos de caixa ao longo dos anos; de uma taxa de financiamento para fluxos de caixa negativos; e de uma taxa de reinvestimento plausível para os fluxos de caixa positivos intermediários. A MTIR consiste na taxa de desconto composta que seria capaz de transformar o valor presente dos fluxos de caixa negativos, descontados por sua taxa de financiamento destes, no valor futuro dos fluxos de caixa positivos, levados a valor futuro pela taxa de reinvestimento.

Os parâmetros apropriados para o cálculo de MTIR devem contemplar uma taxa de financiamento igual ao custo de capital de 8,5% a.a. real (pois os fluxos de caixa negativos serão suportados por todos os provedores de capital), e uma taxa de reinvestimento também igual ao custo de capital de 8,5% a.a. real (pois mediante as oportunidades de reinvestimento se aproximarão do custo de capital dos provedores de capital).

Sob estes parâmetros, os fluxos de caixa de projeto produzem uma **Taxa Interna de Retorno Modificada MTIR de 10,0% a.a. real**, aproximando-se, mas ainda superando o custo de capital do empreendimento.

14.4. ANÁLISE DE FLUXOS DE CAIXA NÃO-DESCONTADOS ACUMULADOS

A Figura 3 apresenta os fluxos de caixa livre não-descontados de forma acumulada ao longo da concessão, do que se depreende os seguintes indicadores:

- A **máxima exposição de caixa** do projeto para a firma é de **R\$676MM, ocorrendo em 2022**²⁵.
- O **prazo de payback não descontado**²⁶ é de **10,3 anos**.

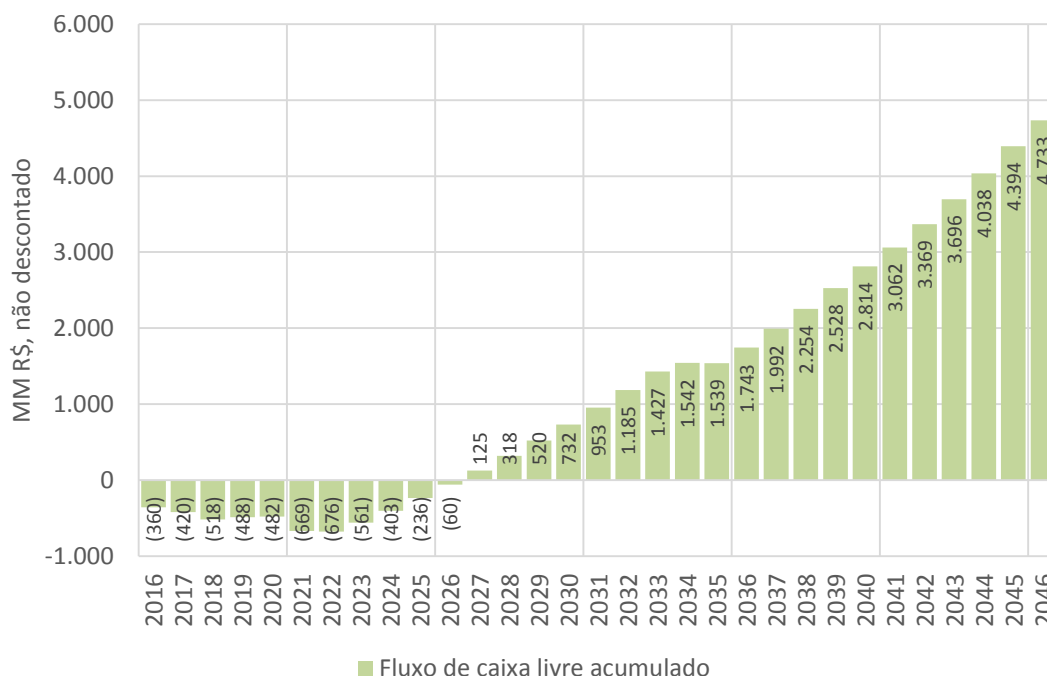


Figura 3: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, não-descontado, acumulado

Ainda que interessante, a avaliação dos fluxos não-descontados não permite apurar a viabilidade financeira do projeto, por não ponderar o valor dos fluxos financeiros no tempo e o risco associado aos fluxos de caixa; realizado no item a seguir.

²⁵ A máxima exposição corresponde à maior necessidade de aporte acumulada a ser suportada pelo detentor do projeto.

²⁶ Isto é, o prazo necessário para que o valor acumulado dos fluxos de caixa livre não descontados passe a ser positivo, e o projeto tenha gerado mais caixa do que consumido (em termos não descontados e em preços constantes).

14.5. ANÁLISE DE FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS ACUMULADOS

Descontando-se os fluxos de caixa livres para a firma pelo custo de capital (WACC) estabelecido para as concessões de aeroporto, e acumulando os fluxos ao longo do prazo da concessão, obtém-se a projeção do valor presente líquido acumulado a cada período da concessão, apresentada na Figura 4.

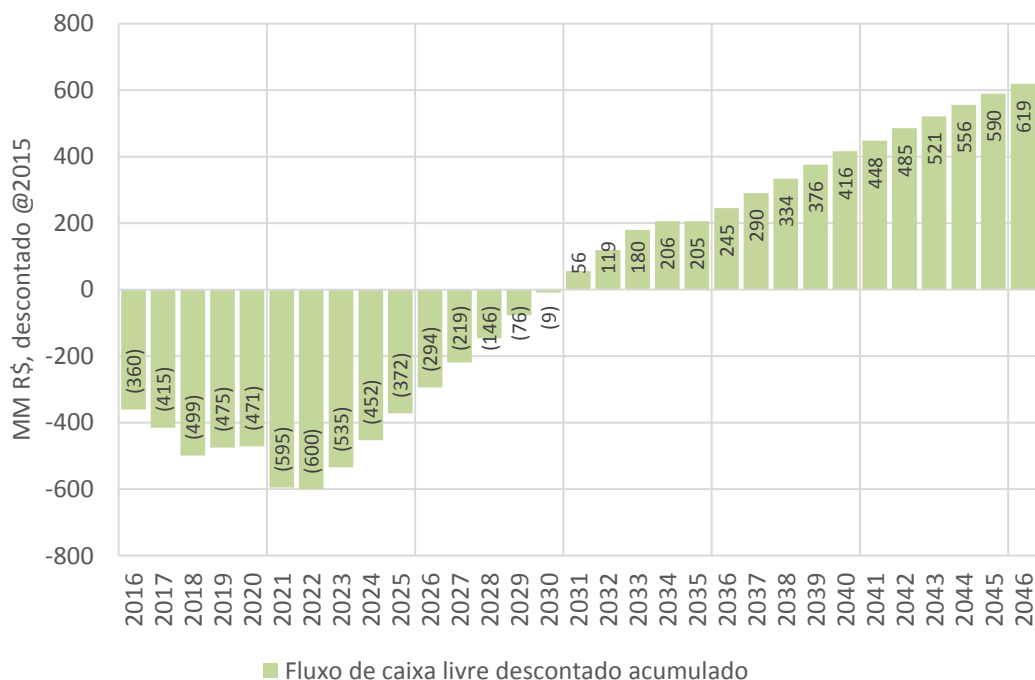


Figura 4: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, descontado, acumulado – antes de definição de outorga anual

Conforme ilustrado – e antes da consideração de pagamento de outorga fixa – a concessão **gera R\$619MM de VPL** (ao custo de capital de 8,5% a.a. real), com **prazo de payback descontado em 14,1 anos**, indicando que – ao longo de sua vigência de 30 anos – o projeto proporciona um retorno acima do custo de capital exigido por seus provedores de capital.

Deste modo, **resta comprovada a viabilidade financeira da concessão do Aeroporto Internacional Deputado Luís Eduardo Magalhães conforme o projeto proposto.**

15. DEFINIÇÃO DE OUTORGAS FIXAS

15.1. CÁLCULO DE OUTORGAS FIXAS

Dada a viabilidade financeira, é possível apurar qual seriam os pagamentos a título de outorgas fixas pelo concessionário ao poder concedente que fariam com que retorno do projeto coincidissem exatamente com o custo de capital. Em outras palavras, o valor de outorgas que permitiria ao concessionário obter um retorno justo para o padrão de risco do empreendimento.

A SAC/PR estabeleceu que as outorgas fixas se dividirão entre uma parcela a ser paga à vista na assinatura do contrato pelo concessionário e parcelas anuais fixas (em termos reais) durante todo o prazo da concessão. Especificamente, a parcela à vista foi definida pela SAC/PR em 25% do total nominal das outorgas fixas (parcela à vista somada às 30 parcelas fixas anuais, em termos reais), enquanto os 75% restantes seriam divididos igualmente nas parcelas anuais.

A avaliação contemplou ainda que os pagamentos de outorga geram créditos de PIS/COFINS (conforme justificado no capítulo 5) e que são dedutíveis para fins de imposto de renda. Por estes motivos, é de se esperar que o VPL dos pagamentos de outorga fixa seja superior ao VPL originalmente calculado no projeto e apresentado no capítulo anterior deste relatório, já que parte dos pagamentos se revertem em economia de imposto de renda.

A partir de ferramenta apropriada em programa de planilha eletrônica, **calculou-se que o valor das outorgas fixas que resultam em tal equilíbrio é de R\$ 372.455.209,94 para a parcela à vista e de R\$ 37.245.520,99 por ano (em termos reais, com preços compatíveis com julho/2015).** O valor poderá servir como referência mínima para a futura licitação do aeroporto, acima do qual partes interessadas poderão ofertar ágios caso enxergarem valor superior ao modelado.

A projeção do fluxo de caixa descontado acumulado, incorporando os pagamentos anuais de outorga fixa e correspondentes impactos tributários, é apresentada no gráfico abaixo. Por construção, o **VPL gerado ao longo do prazo de concessão torna-se nulo e o payback descontado é obtido ao término do contrato em 30 anos** (Figura 5).

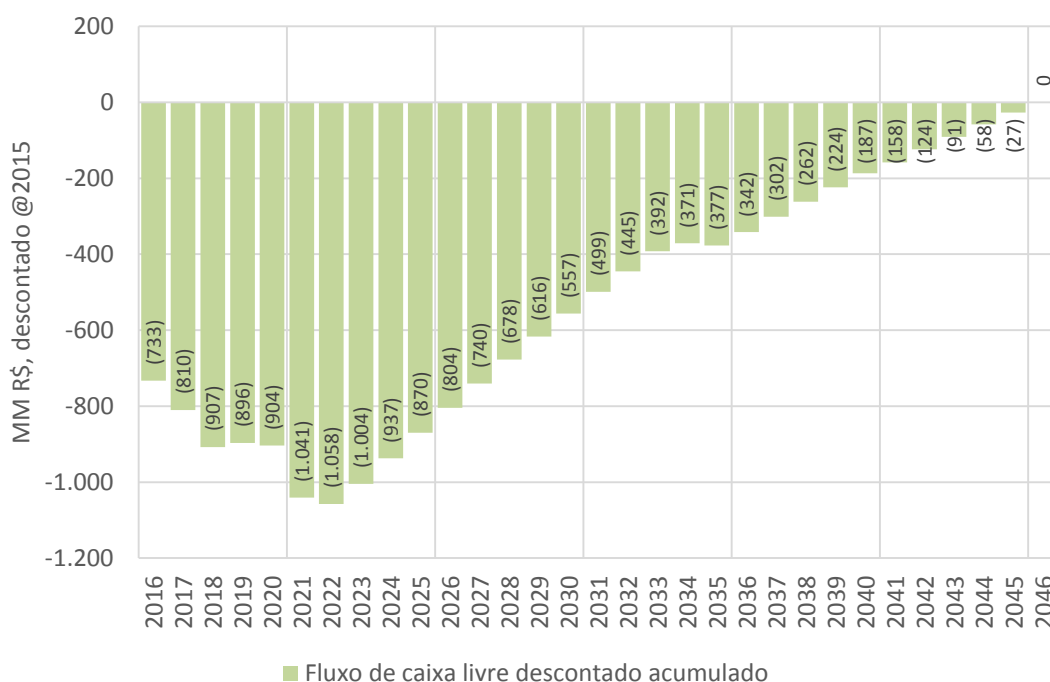


Figura 5: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, descontado, acumulado – incorporando o pagamento de outorga anual

15.2. NOTA SOBRE TRATAMENTO CONTÁBIL DE OUTORGA FIXA

Contabilmente, o pagamento de outorga fixa anual em concessões não é reconhecido como uma despesa no período em que ocorre.

Sua contabilização envolve um reconhecimento inicial de um passivo (obrigação de pagamento de outorga fixa) e de um ativo intangível correspondente (direito de exploração de serviço público), calculados inicialmente como o valor presente dos fluxos de outorga ao longo da concessão esperados (adotou-se o custo de capital de 8,5% a.a. real).

O valor da obrigação é reduzido à medida que o concessionário cumpre com os pagamentos e o saldo é reajustado anualmente para corrigir o fato de que o reconhecimento inicial foi realizado a valor presente. O ajuste a valor presente é reconhecido como uma despesa financeira do exercício.

O valor do ativo intangível é amortizado ao longo do prazo da concessão, baseado em curva de consumo dos benefícios que este produz. Adotou-se a projeção das unidades de carga de trabalho (WLU) para a curva de uso de benefícios.

Ao longo da concessão, a soma dos ajustes a valor presente e da amortização do ativo intangível da outorga fixa coincidem com a soma não descontada dos pagamentos de outorga fixa; ou seja, o total dos fluxos contábeis e financeiros coincide.

16. SUBSÍDIOS PARA AVALIAÇÃO DE ATRATIVIDADE DO PROJETO PARA O ACIONISTA

A presente seção foi elaborada com o intuito de fornecer subsídios que podem elucidar o investidor privado interessado (e também o poder concedente) com relação à atratividade do projeto sob a ótica do acionista. Ainda que não fosse expressamente solicitado no Edital de Chamamento Público de Estudos, entende-se que os itens apresentados a seguir trazem necessária contribuição ao processo licitatório, na medida em que permitem ao poder concedente avaliar o empreendimento do ponto de vista do ente privado, sujeito às condições de financiamento momentâneas e à disponibilidade de capital à mercado. Por oferecer um conjunto de informações mais amplo e decisivo à avaliação da atratividade ao privado, darão maior confiança ao poder concedente da viabilidade da outorga e ao investidor para balizar sua oferta na licitação.

Ressalve-se que os itens a seguir não substituem e não pretendem substituir uma análise diligente por parte do interessado para balizar eventuais ofertas pela concessão do aeroporto em questão.

O capítulo está estruturado da seguinte forma:

- Inicialmente, apresenta-se um conjunto adicional de premissas necessárias para as análises sob a ótica do acionista;
- Em sequência, avalia-se a capacidade do projeto de suportar os condicionantes (*covenants*) das linhas de financiamento consideradas ao longo da vigência da concessão;
- Por fim, analisa-se o perfil dos fluxos de aportes e dividendos, que permite aferir a necessidade acumulada de aportes e a expectativa de geração de recursos.

O conjunto de premissas e hipóteses apresentadas permite a solução financeira completa da concessão, que seria de interesse para avaliação da atratividade ao parceiro privado. Devido à maciça quantidade de resultados, optou-se por apresentar tais resultados da simulação financeira em capítulo anexo, para consulta.

Ressalte-se, por fim, que todos os resultados apresentados nesta seção e no anexo incorporam o pagamento das outorgas fixas que levam a VPL zero.

16.1. PREMISSAS DE APORTES/DIVIDENDOS

A avaliação ao acionista requer a consideração de hipóteses de realização de aportes e distribuição de dividendos que não haviam sido apresentadas anteriormente, por serem indiferentes ao cálculo de VPL sob a ótica da firma. O modelo procura maximizar a distribuição de valores ao acionista enquanto cumprindo obrigações associadas a patrimônio líquido, através das seguintes considerações:

- Realização de aportes de capital próprio para:

- Garantir o capital social mínimo (definido como 37% do capex projetado para os primeiros 5 anos, conforme orientado pela SAC após consulta);
 - Atendimento de condicionantes (*covenants*) de alavancagem máxima (proporção entre patrimônio líquido ajustado e ativo justado de, no mínimo, 25%, conforme condições estabelecidas pelo BNDES para financiamento das concessões de Galeão e Confins²⁷);
 - Cobertura de necessidades de caixa após consideração de fluxos de caixa operacional e de financiamento com capital de terceiros;
 - Garantia de caixa operacional mínimo de 2,2% da receita bruta do período (média de concessões de Guarulhos, Viracopos e Brasília em 2014)
- Vedação da distribuição de dividendos/ devolução de capital social nas seguintes situações:
 - Há algum empréstimo em período de carência (pois configuraria prejuízo ao credor, de antecipar pagamento ao acionista enquanto este abdica de remuneração);
 - A distribuição/devolução implicará no descumprimento de condições de capital social mínimo ou em condicionantes de dívida ou na distribuição de resultados decorrentes da fruição de benefícios fiscais obtidos pela redução de imposto de renda da SUDENE.

Caso as demais condições estejam satisfeitas, o modelo maximiza a distribuição de recursos ao acionista, limitado à disponibilidade de patrimônio líquido e de caixa.

16.2. ATENDIMENTO A CONDICIONANTES DE LINHAS DE FINANCIAMENTO

Em posse da simulação financeira completa, é possível avaliar a capacidade de cumprimento de condicionantes de dívida (*covenants*). Monitorou-se dois indicadores de alavancagem, estabelecidos pelo BNDES para o apoio às concessões de Galeão e Confins, quais sejam:

- Razão entre Patrimônio Líquido ajustado e Ativo ajustado superior a 25%²⁸
- Índice de Cobertura do Serviço de Dívida (ICSD²⁹) superior a 1,2.

²⁷ Fonte:

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Areas_de_Atualizacao/Infraestrutura/Logistica/PIL_Programa_Investimentos_Logistica/condicoes_aeroportos_galeao_confins.html

²⁸ Definido como:

- PL ajustado = Patrimônio Líquido + Outorga do Passivo – Outorga do Ativo
- Ativo ajustado = Ativo Total – Outorga do Ativo

²⁹ Definido como Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) = (A) / (B) em que:

- Geração de Caixa = (+) EBITDA (-) Imposto de Renda (-) Contribuição Social (-) Outras receitas e despesas operacionais, e
- (B) Serviço da Dívida = (+) Amortização de Principal (+) Pagamento de Juros

A Figura 6 indica os resultados da projeção para estes indicadores, em dois eixos distintos.

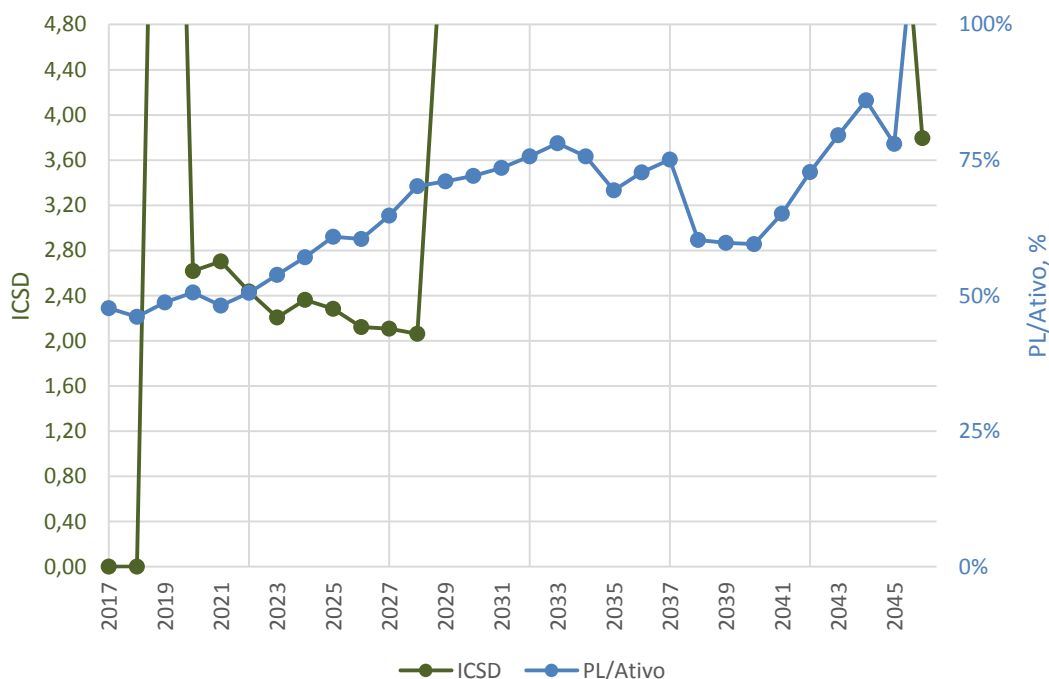


Figura 6: Projeção de *covenants* da dívida³⁰

Sob o conjunto de hipóteses considerado, os principais condicionantes de dívida são atendidos em todos os períodos da concessão³¹, apontando que o projeto de concessão conforme proposto possui boa capacidade para honrar compromissos de financiamento.

16.3. NECESSIDADE DE APORTE E GERAÇÃO DE DIVIDENDOS

Sob as hipóteses apontadas, a simulação financeira da concessão gera o fluxo de aportes e dividendos ao acionista ilustrado na Figura 7 abaixo, comentado a seguir.

³⁰ O eixo foi cortado no valor de ICSD igual a 4,8 para permitir a melhor visualização do gráfico, sem prejuízo à análise do atendimento deste covenant, uma vez que o mesmo está atendido se o ICSD for superior a 1,2.

³¹ Ressalte-se que até 2020, o projeto está em período de carência dos empréstimos e não precisaria atender os *covenants*.

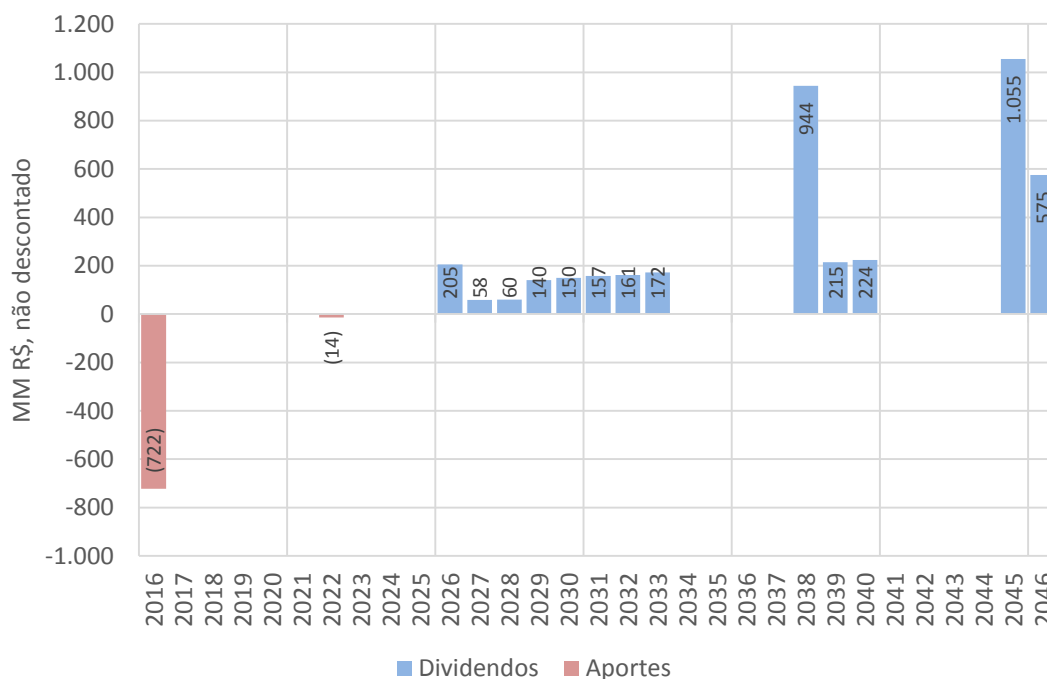


Figura 7: Projeção dos fluxos de aportes e dividendos, não-descontados

Cumpre ressaltar os seguintes aspectos relativos aos fluxos financeiros pelos acionistas:

- **Os fluxos de aportes e dividendos para o acionista têm um perfil diferente dos fluxos de caixa livres para a firma.** O dever de cumprimento de exigências de patrimônio líquido definidas no contrato de concessão (capital social mínimo), nos contratos de financiamento (*covenants*) e nas disposições legais (possibilidade de distribuição de dividendos) faz com que seja necessário antecipar aportes (ou postergar dividendos) em relação ao que seria estritamente demandado para fazer frente aos investimentos e atividades operacionais.
- **O primeiro aporte, de R\$722MM, ocorre no ano de 2016, na véspera do início da concessão, sendo necessário, principalmente, para fazer frente ao pagamento da outorga inicial à vista e das desapropriações de áreas que serão necessárias à expansão do aeroporto³². Tal aporte é também suficiente para garantir o cumprimento da exigência de capital social mínimo correspondente a 37% dos investimentos previstos para os primeiros 5 anos de concessão, conforme orientado pela SAC;**
- Além deste primeiro aporte, será necessário apenas mais um aporte pontual no ano de 2022, de R\$ 14 MM, em função da necessidade de realização de investimentos e do pagamento de amortização e juros do primeiro ciclo de financiamentos captado. Nos demais anos do período entre 2016 e 2025, a despeito de a geração de caixa ser suficiente para fazer frente às obrigações financeiras, a distribuição de caixa não é possível em função da vigência de períodos de captação ou carência de financiamentos que serão levantados para a realização

³² Considerou-se, conservadoramente, os dispêndios com desapropriações logo no início da concessão, para evitar especulações que pudessem levar ao aumento dos valores a serem gastos com desapropriações.

dos investimentos previstos para as quatro primeiras fases do plano de desenvolvimento e expansão do aeroporto. Tal restrição leva a um acúmulo de caixa nestes anos, a ser distribuído em 2026;

- De 2026 em diante, a geração de caixa é suficiente para a distribuição de dividendos aos acionistas, que passa a ser feita regularmente. A distribuição de dividendos é interrompida apenas nos períodos de captação ou carência dos financiamentos levantados para a realização dos investimentos necessários à implantação da 5ª e 6ª fases de desenvolvimento do aeroporto – interrupções na distribuição de dividendos entre 2034-37 e 2041-44, respectivamente. Por outro lado, durante esses períodos, a geração de caixa decorrente da operação supre a necessidade de capital próprio para tais investimentos, não sendo necessários aportes adicionais. Tal fato leva a um acúmulo de caixa durante os períodos em que não se pode distribuir resultados. Como consequência, assim que terminam tais períodos, os acionistas recebem um fluxo de dividendos correspondente ao resultado acumulado de 4 anos de geração de caixa;
- Nos demais anos, o fluxo de dividendos é crescente com o aumento das operações. Por fim, com o término da concessão em 2046, é possível proceder à devolução do capital social, somado ao resultado produzido no ano, gerando um fluxo de magnitude superior aos de anos anteriores, mesmo com a operação durante apenas oito meses do ano.

17. RESUMO DO FLUXO DE OUTORGAS AO PODER CONCEDENTE

Este item visa fornecer ao poder concedente e aos órgãos de controle uma visão do potencial de geração de recursos ao poder concedente possibilitada pela concessão do aeroporto em questão. A Figura 8 apresenta o fluxo não descontado dos valores de outorga variável e fixa, conforme contempladas na avaliação econômico-financeira.

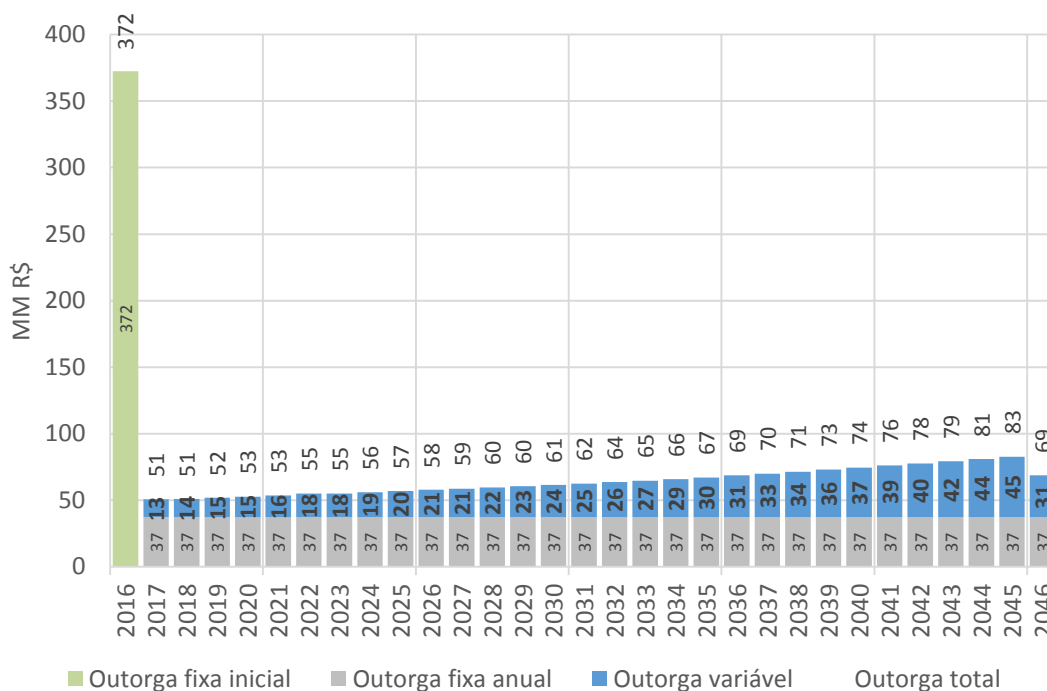


Figura 8: Projeção do fluxo de outorgas fixa e variável, a serem pagas pelo concessionário ao poder concedente

A Tabela 29 apresenta o somatório dos fluxos de outorga ao longo da concessão, de forma não-descontada; e em valor presente, descontando-se ao custo de capital de 8,5% a.a. real.

Espera-se que o projeto de concessão proposto produza um fluxo total de outorgas não descontadas de R\$2,3 bilhões ao Poder Concedente. O valor presente das outorgas alcançará R\$1,00 bilhão, dos quais R\$773MM decorrerão de pagamento de outorga fixa³³.

³³ Recorda-se que, ainda que seja definido de forma a zerar o VPL de fluxos de caixa de projeto, o VPL de outorga fixa (R\$773MM) é superior ao VPL dos fluxos de caixa de projeto (R\$619MM, conforme apurado no capítulo 14.5), uma vez que os pagamentos de outorga geram economias de imposto que marginalmente ampliam o VPL dos fluxos de caixa de projeto.

Tabela 29: Total das outorgas fixa e variável ao poder concedente, em fluxo não-descontado e descontado

Valores em MM R\$	Total, não descontado	Total descontado @8,5% a.a.
TOTAL	2.298,7	1.000,8
Outorga fixa inicial	372,5	372,5
Outorga fixa anual	1.117,4	400,3
Outorga variável	808,9	228,0

Ressalte-se que, na prática, o resultado da outorga variável dependerá das receitas auferidas pelo concessionário e poderá, portanto, oscilar para cima ou para baixo em relação ao resultado apresentado; e que os valores de outorga fixa apresentados neste relatório servirão de valor referencial mínimo para licitação, acima do qual os investidores privados poderão ofertar ágios.

18. ANEXO 1: RESULTADOS DA SIMULAÇÃO FINANCEIRA COMPLETA

Apresenta-se para consulta os principais demonstrativos financeiros referentes à simulação financeira completa. Ressalte-se que os resultados abaixo contemplam o pagamento de outorga fixa anual ao poder concedente.

18.1. DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

Tabela 30: Demonstração do Resultado do Exercício

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Receita bruta	420,2	365,0	520,2	377,7	463,1	678,9	477,3	375,4
Receita de serviços	-	269,6	274,5	290,7	306,5	324,0	355,2	357,3
Receita tarifária	-	170,0	170,7	177,5	185,2	194,3	214,9	213,7
Receita não-tarifária	-	99,6	103,7	113,2	121,4	129,7	140,2	143,6
Receita de construção	420,2	95,4	245,7	87,0	156,6	354,8	122,1	18,1
(-) Deduções	-	(28,3)	(28,6)	(30,1)	(31,9)	(33,7)	(37,3)	(37,3)
(-) ISS	-	(8,9)	(8,9)	(9,2)	(9,6)	(10,1)	(11,2)	(11,1)
(-) PIS/COFINS	-	(23,7)	(24,1)	(25,5)	(26,9)	(28,4)	(31,2)	(31,4)
(+) Crédito PIS/COFINS	-	4,2	4,4	4,6	4,7	4,9	5,1	5,2
(=) Receita líquida	420,2	336,7	491,5	347,5	431,3	645,2	439,9	338,1
(-) Custos e despesas operacionais	(7,2)	(110,3)	(109,5)	(115,1)	(117,9)	(122,7)	(129,2)	(132,4)
(-) Custo de construção	(410,8)	(93,3)	(240,2)	(85,0)	(153,1)	(346,9)	(119,4)	(17,7)
(=) EBITDA	2,2	133,2	141,9	147,3	160,2	175,6	191,3	188,0
(-) Depreciação e amortização	(4,0)	(21,0)	(26,1)	(29,1)	(33,3)	(42,4)	(47,2)	(49,8)
(-) Amortização ativo de construção	-	(8,4)	(13,0)	(15,3)	(19,0)	(27,4)	(31,4)	(33,4)
(-) Amortização outorga fixa	(4,0)	(12,5)	(13,1)	(13,8)	(14,3)	(15,0)	(15,7)	(16,5)
(=) EBIT (Lucro operacional)	(1,8)	112,2	115,7	118,2	126,9	133,2	144,2	138,2
(+) Receita financeira	-	-	10,6	8,0	9,3	8,2	1,1	0,4
(-) Despesa financeira	-	(34,0)	(33,7)	(33,5)	(33,1)	(67,9)	(72,3)	(72,5)
(-) Ajuste a valor presente de Outorga fixa	-	(34,0)	(33,7)	(33,5)	(33,1)	(32,8)	(32,4)	(32,0)
(-) Juros incorridos e estruturação	-	-	-	-	-	(35,1)	(39,9)	(40,5)
(=) Lucro antes de imposto de renda	(1,8)	78,2	92,6	92,8	103,1	73,5	73,0	66,1
(-) Imposto de renda corrente	-	(17,8)	(18,9)	(19,4)	(20,8)	(10,7)	(11,3)	(10,5)
(+/-) Imposto de renda diferido	0,6	(8,7)	(12,6)	(12,1)	(14,2)	(14,3)	(13,5)	(12,0)
(-) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	(1,2)	51,6	61,1	61,3	68,1	48,5	48,2	43,7

Valores em MM R\$	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Receita bruta	391,8	410,9	428,4	445,9	464,2	483,1	502,7	523,1
Receita de serviços	373,7	392,9	410,3	427,9	446,1	465,0	484,6	505,0
Receita tarifária	223,3	233,8	244,8	256,2	268,0	280,3	293,0	306,3
Receita não-tarifária	150,4	159,0	165,5	171,7	178,1	184,7	191,6	198,7
Receita de construção	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1	18,1
(-) Deduções	(39,0)	(41,0)	(42,9)	(44,8)	(46,7)	(48,8)	(50,9)	(53,1)
(-) ISS	(11,7)	(12,2)	(12,8)	(13,3)	(14,0)	(14,6)	(15,2)	(15,9)
(-) PIS/COFINS	(32,8)	(34,5)	(36,0)	(37,5)	(39,1)	(40,8)	(42,5)	(44,3)
(+) Crédito PIS/COFINS	5,4	5,7	5,8	6,1	6,3	6,5	6,8	7,1
(=) Receita líquida	352,8	369,9	385,4	401,1	417,4	434,3	451,8	469,9
(-) Custos e despesas operacionais	(137,6)	(144,2)	(148,8)	(154,5)	(161,4)	(166,5)	(172,8)	(180,3)
(-) Custo de construção	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)
(=) EBITDA	197,5	208,1	219,0	229,0	238,3	250,1	261,3	272,0
(-) Depreciação e amortização	(52,7)	(55,9)	(59,1)	(62,6)	(66,2)	(70,1)	(74,1)	(78,4)
(-) Amortização ativo de construção	(35,5)	(37,7)	(40,1)	(42,6)	(45,3)	(48,2)	(51,2)	(54,4)
(-) Amortização outorga fixa	(17,3)	(18,1)	(19,0)	(19,9)	(20,9)	(21,9)	(22,9)	(24,0)
(=) EBIT (Lucro operacional)	144,7	152,2	159,9	166,4	172,1	180,0	187,2	193,6
(+) Receita financeira	1,8	4,7	7,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
(-) Despesa financeira	(70,1)	(66,2)	(61,5)	(55,4)	(48,4)	(40,3)	(37,8)	(35,2)
(-) Ajuste a valor presente de Outorga fixa	(31,5)	(31,1)	(30,5)	(30,0)	(29,3)	(28,7)	(27,9)	(27,1)
(-) Juros incorridos e estruturação	(38,5)	(35,1)	(31,0)	(25,5)	(19,1)	(11,6)	(9,9)	(8,0)
(=) Lucro antes de imposto de renda	76,5	90,7	106,1	111,4	124,1	140,2	149,8	158,9
(-) Imposto de renda corrente	(5,9)	(7,6)	(9,5)	(10,4)	(12,2)	(14,2)	(15,5)	(17,7)
(+/-) Imposto de renda diferido	(12,8)	(14,0)	(14,9)	(14,7)	(15,0)	(16,1)	(16,4)	(14,6)
(-) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	57,7	69,2	81,7	86,3	96,9	109,9	117,9	126,6

Tabela 30: Demonstração do Resultado do Exercício (continuado)

Valores em MM R\$	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Receita bruta	544,1	565,9	700,9	870,5	647,3	674,9	703,7	733,6
Receita de serviços	526,0	547,8	570,3	593,6	626,9	654,5	683,3	713,2
Receita tarifária	320,0	334,2	348,9	364,2	379,9	396,6	414,2	432,4
Receita não-tarifária	206,0	213,6	221,4	229,4	247,0	257,8	269,1	280,8
Receita de construção	18,1	18,1	130,6	276,9	20,4	20,4	20,4	20,4
(-) Deduções	(55,4)	(57,8)	(60,2)	(62,8)	(66,1)	(69,0)	(72,1)	(75,4)
(-) ISS	(16,6)	(17,3)	(18,1)	(18,9)	(19,5)	(20,4)	(21,3)	(22,2)
(-) PIS/COFINS	(46,1)	(48,0)	(49,9)	(52,0)	(54,9)	(57,3)	(59,9)	(62,5)
(+) Crédito PIS/COFINS	7,3	7,5	7,8	8,1	8,4	8,7	9,0	9,3
(=) Receita líquida	488,7	508,1	640,7	807,8	581,3	605,9	631,6	658,2
(-) Custos e despesas operacionais	(185,9)	(192,7)	(200,7)	(206,9)	(214,8)	(223,6)	(230,7)	(239,0)
(-) Custo de construção	(17,7)	(17,7)	(127,7)	(270,7)	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)
(=) EBITDA	285,1	297,7	312,3	330,1	346,5	362,3	380,9	399,3
(-) Depreciação e amortização	(83,0)	(87,8)	(99,7)	(122,9)	(129,9)	(137,4)	(145,5)	(154,2)
(-) Amortização ativo de construção	(57,8)	(61,5)	(72,2)	(94,2)	(99,9)	(106,1)	(112,8)	(120,1)
(-) Amortização outorga fixa	(25,1)	(26,3)	(27,5)	(28,7)	(30,0)	(31,3)	(32,7)	(34,1)
(=) EBIT (Lucro operacional)	202,1	209,9	212,6	207,3	216,7	224,9	235,4	245,0
(+) Receita financeira	0,5	0,5	0,6	8,7	15,9	25,8	37,4	0,7
(-) Despesa financeira	(32,2)	(29,1)	(25,8)	(24,1)	(41,2)	(41,2)	(40,1)	(37,1)
(-) Ajuste a valor presente de Outorga fixa	(26,3)	(25,4)	(24,3)	(23,3)	(22,1)	(20,8)	(19,4)	(17,9)
(-) Juros incorridos e estruturação	(6,0)	(3,8)	(1,5)	(0,8)	(19,2)	(20,4)	(20,7)	(19,3)
(=) Lucro antes de imposto de renda	170,4	181,4	187,4	191,8	191,3	209,4	232,7	208,6
(-) Imposto de renda corrente	(27,0)	(29,2)	(66,9)	(67,4)	(70,9)	(79,0)	(88,8)	(82,7)
(+/-) Imposto de renda diferido	2,2	3,4	3,2	2,2	5,9	7,8	9,8	11,8
(-) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	145,6	155,6	123,7	126,6	126,3	138,2	153,6	137,7

Valores em MM R\$	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Receita bruta	764,4	863,0	828,4	861,0	894,7	929,5	643,9
Receita de serviços	744,0	775,8	807,4	840,0	873,7	908,4	629,9
Receita tarifária	451,2	470,6	490,7	511,4	532,8	554,9	384,8
Receita não-tarifária	292,8	305,2	316,7	328,6	340,8	353,5	245,2
Receita de construção	20,4	87,2	21,1	21,1	21,1	21,1	14,0
(-) Deduções	(78,7)	(82,2)	(85,6)	(89,1)	(92,8)	(96,6)	(67,1)
(-) ISS	(23,2)	(24,2)	(25,2)	(26,2)	(27,3)	(28,4)	(19,8)
(-) PIS/COFINS	(65,1)	(67,9)	(70,7)	(73,5)	(76,4)	(79,5)	(55,1)
(+) Crédito PIS/COFINS	9,6	9,9	10,2	10,6	10,9	11,3	7,8
(=) Receita líquida	685,7	780,9	742,8	771,9	801,9	832,9	576,9
(-) Custos e despesas operacionais	(248,5)	(256,2)	(265,0)	(275,1)	(283,4)	(292,9)	(202,6)
(-) Custo de construção	(20,0)	(85,2)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(13,7)
(=) EBITDA	417,3	439,4	457,2	476,2	497,9	519,4	360,6
(-) Depreciação e amortização	(163,6)	(184,6)	(196,6)	(210,3)	(226,6)	(248,4)	(186,1)
(-) Amortização ativo de construção	(128,0)	(147,4)	(157,9)	(169,9)	(184,6)	(204,6)	(155,8)
(-) Amortização outorga fixa	(35,6)	(37,2)	(38,7)	(40,4)	(42,0)	(43,7)	(30,3)
(=) EBIT (Lucro operacional)	253,6	254,8	260,6	265,9	271,3	271,0	174,5
(+) Receita financeira	0,7	0,8	12,3	25,3	39,5	54,6	11,1
(-) Despesa financeira	(34,0)	(30,2)	(28,2)	(25,0)	(20,1)	(14,5)	(8,4)
(-) Ajuste a valor presente de Outorga fixa	(16,2)	(14,4)	(12,5)	(10,4)	(8,1)	(5,6)	(2,9)
(-) Juros incorridos e estruturação	(17,8)	(15,7)	(15,7)	(14,6)	(12,0)	(8,9)	(5,5)
(=) Lucro antes de imposto de renda	220,4	225,4	244,6	266,3	290,7	311,1	177,2
(-) Imposto de renda corrente	(88,9)	(92,4)	(103,1)	(116,0)	(128,5)	(141,6)	(78,5)
(+/-) Imposto de renda diferido	13,9	15,8	19,9	25,5	29,7	35,9	18,3
(-) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	(0,0)
(=) Lucro líquido	145,5	148,8	161,5	175,8	191,9	205,3	117,0

18.2. BALANÇO PATRIMONIAL

Tabela 31: Balanço Patrimonial

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ATIVO	1.322,8	1.623,4	1.793,4	1.868,9	1.967,4	2.139,1	2.199,1	2.191,6
Ativo circulante	-	233,8	192,4	218,3	202,4	66,2	56,1	84,8
Caixa e equivalentes	-	196,6	154,5	178,2	160,1	21,5	7,1	35,5
Contas a receber e Outro ativos circulantes	-	37,2	37,9	40,1	42,3	44,7	49,0	49,3
Ativo não circulante	1.322,8	1.389,6	1.601,1	1.650,6	1.765,0	2.072,9	2.143,0	2.106,8
Imposto diferido ativo	133,9	126,2	118,1	109,8	100,8	96,2	91,4	86,9
Ativo intangível	1.189,0	1.263,4	1.483,0	1.540,9	1.664,2	1.976,6	2.051,6	2.019,9
Ativos construídos	420,2	507,2	739,9	811,6	949,2	1.276,7	1.367,4	1.352,1
Custo histórico	420,2	505,6	761,3	848,3	1.005,0	1.359,8	1.481,9	1.500,0
(-) Amortização acumulada	-	(8,4)	(21,5)	(36,8)	(55,8)	(83,2)	(114,6)	(117,9)
Outorga fixa	768,7	756,2	743,1	729,3	715,0	700,0	684,3	667,8
Valor reconhecido	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7
(-) Amortização acumulada	(4,0)	(16,5)	(29,6)	(43,4)	(57,7)	(72,7)	(88,5)	(104,9)
PASSIVO + PL	1.322,8	1.623,4	1.793,4	1.868,9	1.967,4	2.139,1	2.199,1	2.191,6
Passivos	601,9	850,8	959,7	973,9	1.004,3	1.127,5	1.125,5	1.074,3
Contas a pagar e Outro passivos circulantes	57,7	28,0	44,8	23,3	32,7	64,8	34,3	20,7
Empréstimos	10,7	291,4	382,6	418,3	438,2	524,0	548,6	508,8
Imposto diferido passivo	133,2	134,3	138,8	142,6	147,8	157,5	166,2	173,7
Outorga fixa	400,3	397,0	393,6	389,8	385,6	381,2	376,3	371,1
Patrimônio líquido	721,0	772,6	833,7	895,0	963,1	1.011,6	1.073,7	1.117,3
Capital social	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1	736,0	736,0
Capital integralizado	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1	722,1	736,0	736,0
Reserva de benefício SUDENE	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucros/prejuízos acumulados	(1,2)	50,4	111,6	172,9	241,0	289,5	337,7	381,3

Valores em MM R\$	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ATIVO	2.209,1	2.227,2	2.036,1	1.984,5	1.927,6	1.865,0	1.797,2	1.725,1
Ativo circulante	142,6	205,7	64,8	67,6	70,5	73,5	76,6	79,8
Caixa e equivalentes	91,1	151,5	8,2	8,6	8,9	9,3	9,7	10,1
Contas a receber e Outro ativos circulantes	51,6	54,2	56,6	59,0	61,6	64,2	66,9	69,7
Ativo não circulante	2.066,5	2.021,5	1.971,3	1.916,9	1.857,1	1.791,5	1.720,7	1.645,3
Imposto diferido ativo	81,2	74,0	64,9	55,0	43,4	29,8	15,0	0,0
Ativo intangível	1.985,2	1.947,4	1.906,4	1.861,9	1.813,7	1.761,7	1.705,6	1.645,3
Ativos construídos	1.334,7	1.315,1	1.293,0	1.268,5	1.241,2	1.211,1	1.178,0	1.141,6
Custo histórico	151,1	153,2	155,3	157,3	159,4	160,5	162,6	164,7
(-) Amortização acumulada	(183,4)	(221,1)	(261,2)	(303,9)	(349,2)	(397,4)	(448,6)	(503,0)
Outorga fixa	650,5	632,4	613,3	593,4	572,5	550,6	527,6	503,6
Valor reconhecido	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7
(-) Amortização acumulada	(122,2)	(140,4)	(159,4)	(179,3)	(200,2)	(222,1)	(245,1)	(269,1)
PASSIVO + PL	2.209,1	2.227,2	2.036,1	1.984,5	1.927,6	1.865,0	1.797,2	1.725,1
Passivos	1.034,0	983,0	915,1	835,3	741,4	709,0	673,6	632,2
Contas a pagar e Outro passivos circulantes	21,4	22,3	23,0	23,8	24,7	25,4	26,3	27,3
Empréstimos	466,4	413,9	346,2	268,2	177,8	150,7	122,2	90,3
Imposto diferido passivo	180,8	187,6	193,4	198,2	201,6	204,1	205,7	205,3
Outorga fixa	365,4	359,2	352,5	345,2	337,3	328,7	319,4	309,3
Patrimônio líquido	1.175,1	1.244,2	1.121,1	1.149,2	1.186,2	1.156,1	1.123,7	1.092,8
Capital social	743,3	752,6	764,3	777,0	792,0	809,4	828,5	850,2
Capital integralizado	736,0	736,0	736,0	736,0	736,0	736,0	736,0	736,0
Reserva de benefício SUDENE	7,3	16,6	28,3	41,0	56,0	73,4	92,5	114,2
Lucros/prejuízos acumulados	431,8	491,6	356,8	372,1	394,1	346,6	295,2	242,6

Tabela 31: Balanço Patrimonial (continuado)

Valores em MM R\$	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
ATIVO	1.663,5	1.597,3	1.789,8	2.087,0	2.175,1	2.289,6	1.452,1	1.323,1
Ativo circulante	83,1	86,6	248,1	391,3	588,8	820,4	108,0	112,7
Caixa e equivalentes	10,5	11,0	169,4	309,4	502,3	730,0	13,7	14,3
Contas a receber e Outro ativos circulantes	72,6	75,6	78,7	81,9	86,5	90,3	94,3	98,4
Ativo não circulante	1.580,4	1.510,7	1.541,6	1.695,7	1.586,2	1.469,2	1.344,2	1.210,4
Imposto diferido ativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ativo intangível	1.580,4	1.510,7	1.541,6	1.695,7	1.586,2	1.469,2	1.344,2	1.210,4
Ativos construídos	1.101,9	1.058,5	1.116,8	1.299,6	1.220,1	1.134,5	1.042,1	942,4
Custo histórico	1662,7	1680,8	1814	2.088,3	2.108,8	2.129,2	2.149,6	2.170,1
(-) Amortização acumulada	(560,9)	(622,4)	(694,6)	(788,7)	(888,6)	(994,7)	(1.107,6)	(1.227,6)
Outorga fixa	478,5	452,2	424,8	396,1	366,1	334,8	302,1	267,9
Valor reconhecido	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7
(-) Amortização acumulada	(294,2)	(320,5)	(348,0)	(376,7)	(406,6)	(437,9)	(470,6)	(504,8)
PASSIVO + PL	1.663,5	1.597,3	1.789,8	2.087,0	2.175,1	2.289,6	1.452,1	1.323,1
Passivos	586,4	536,9	605,7	776,3	738,1	714,4	667,1	615,5
Contas a pagar e Outro passivos circulantes	28,1	29,0	45,3	65,3	32,4	33,6	34,6	35,7
Empréstimos	56,9	21,7	90,3	257,0	272,9	272,2	251,5	230,0
Imposto diferido passivo	203,1	199,7	196,5	194,3	188,4	180,6	170,9	159,1
Outorga fixa	298,3	286,5	273,6	259,6	244,4	227,9	210,0	190,6
Patrimônio líquido	1.077,1	1.060,4	1.184,0	1.310,7	1.437,0	1.575,2	785,1	707,5
Capital social	883,4	919,3	919,3	919,3	919,3	919,3	785,1	707,5
Capital integralizado	736,0	736,0	736,0	736,0	736,0	736,0	601,8	524,3
Reserva de benefício SUDENE	147,4	183,3	183,3	183,3	183,3	183,3	183,3	183,3
Lucros/prejuízos acumulados	193,7	141,1	264,8	391,4	517,7	655,9	-	-

Valores em MM R\$	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
ATIVO	1.184,7	1.316,1	1.399,4	1.491,4	1.584,0	622,6	0,0
Ativo circulante	117,5	346,3	605,2	886,4	1.184,6	450,5	0,0
Caixa e equivalentes	14,9	239,2	493,8	770,5	1.064,0	325,1	0,0
Contas a receber e Outro ativos circulantes	102,7	107,1	111,4	115,9	120,6	125,4	-
Ativo não circulante	1.067,2	969,8	794,2	605,0	399,4	172,1	0,0
Imposto diferido ativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ativo intangível	1.067,2	969,8	794,2	605,0	399,4	172,1	-
Ativos construídos	834,9	774,6	637,8	488,9	325,4	141,8	-
Custo histórico	2.190,5	2.277,7	2.298,7	2.319,8	2.340,9	2.361,9	2.375,9
(-) Amortização acumulada	(1.355,6)	(1.503,1)	(1.661,0)	(1.830,9)	(2.016,5)	(2.220,1)	(2.375,9)
Outorga fixa	232,3	195,2	156,4	116,1	74,1	30,3	-
Valor reconhecido	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7	772,7
(-) Amortização acumulada	(540,4)	(577,6)	(616,3)	(656,6)	(698,7)	(742,4)	(772,7)
PASSIVO + PL	1.184,7	1.316,1	1.399,4	1.491,4	1.584,0	622,6	0,0
Passivos	555,5	538,0	459,9	376,1	276,9	164,7	0,0
Contas a pagar e Outro passivos circulantes	37,0	47,1	39,4	40,8	41,9	43,3	-
Empréstimos	203,7	214,8	189,1	156,2	114,7	68,8	-
Imposto diferido passivo	145,2	129,3	109,4	83,9	54,2	18,3	-
Outorga fixa	169,6	146,8	122,0	95,1	66,0	34,3	0,0
Patrimônio líquido	629,2	778,0	939,5	1.115,3	1.307,2	457,9	-
Capital social	629,2	629,2	629,2	629,2	629,2	457,9	-
Capital integralizado	446,0	446,0	446,0	446,0	446,0	274,7	-
Reserva de benefício SUDENE	183,3	183,3	183,3	183,3	183,3	183,3	-
Lucros/prejuízos acumulados	-	148,8	310,3	486,1	678,0	-	-

18.3. DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA

Tabela 32: Demonstração do Fluxo de Caixa

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT (Lucro operacional)	(1,8)	112,2	115,7	118,2	126,9	133,2	144,2	138,2
(-) Impostos sobre EBIT	-	(17,8)	(15,3)	(16,7)	(17,7)	(19,8)	(24,4)	(24,1)
Ajustes de caixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Receita de construção	(420,2)	(95,4)	(245,7)	(87,0)	(156,6)	(354,8)	(122,1)	(18,1)
(+) Custo de construção	410,8	93,3	240,2	85,0	153,1	346,9	119,4	17,7
(-) Pagamento de Outorga fixa	(372,5)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
(+) Amortização de outorga fixa	4,0	12,5	13,1	13,8	14,3	15,0	15,7	16,5
(+) Amortização de ativos construídos	-	8,4	13,0	15,3	19,0	27,4	31,4	33,4
(-/+ (Aumento) Redução de capital de giro	57,7	(66,9)	16,1	(23,7)	7,2	29,7	(34,8)	(13,9)
(-) Capex	(410,8)	(92,6)	(214,8)	(53,8)	(118,7)	(346,9)	(119,4)	(17,7)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	(732,8)	(83,5)	(114,9)	14,0	(9,7)	(206,6)	(27,3)	94,8
(+) Captações de empréstimos	10,7	291,4	65,8	14,7	37,4	108,7	57,5	60,6
(-) Amortizações de empréstimos	-	(10,7)	-	(4,3)	(17,5)	(22,9)	(32,9)	(100,5)
(-) Juros pagos	-	(0,6)	-	(6,0)	(34,4)	(35,1)	(39,9)	(40,5)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	-	-	-	-	-	11,9	13,5	13,7
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	(722,1)	196,6	(49,1)	18,4	(24,3)	(144,0)	(29,0)	28,1
(+) Receitas financeiras sobre caixa	-	-	10,6	8,0	9,3	8,2	1,1	0,4
(-) Imposto sobre receitas financeiras	-	-	(3,6)	(2,7)	(3,2)	(2,8)	(0,4)	(0,1)
(+) Aportes	722,1	-	-	-	-	-	13,9	-
(-) Devolução de capital integralizado	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Devolução de reserva benefício SUDENE	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Variação de caixa no ano	-	196,6	(42,1)	23,7	(18,1)	(138,6)	(14,4)	28,4
Caixa no início de período	-	-	196,6	154,5	178,2	160,1	21,5	7,1
Caixa no fim de período	-	196,6	154,5	178,2	160,1	21,5	7,1	35,5

Valores em MM R\$	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT (Lucro operacional)	144,7	152,2	159,9	166,4	172,1	180,0	187,2	193,6
(-) Impostos sobre EBIT	(11,5)	(12,2)	(13,0)	(14,2)	(15,0)	(15,9)	(16,9)	(18,8)
Ajustes de caixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Receita de construção	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)
(+) Custo de construção	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
(-) Pagamento de Outorga fixa	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
(+) Amortização de outorga fixa	17,3	18,1	19,0	19,9	20,9	21,9	22,9	24,0
(+) Amortização de ativos construídos	35,5	37,7	40,1	42,6	45,3	48,2	51,2	54,4
(-/+ (Aumento) Redução de capital de giro	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,6)	(1,6)	(1,9)	(1,8)	(1,8)
(-) Capex	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	129,1	138,8	148,9	157,8	166,4	177,0	187,2	196,1
(+) Captações de empréstimos	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortizações de empréstimos	(47,0)	(55,5)	(67,6)	(78,1)	(90,3)	(27,1)	(28,5)	(31,8)
(-) Juros pagos	(34,0)	(32,2)	(31,0)	(25,5)	(19,1)	(11,6)	(9,9)	(8,0)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	5,9	5,4	4,7	3,9	2,9	1,8	1,5	1,2
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	54,0	56,5	55,0	58,2	59,9	140,0	150,3	157,4
(+) Receitas financeiras sobre caixa	1,8	4,7	7,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
(-) Imposto sobre receitas financeiras	(0,3)	(0,7)	(1,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
(+) Aportes	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Devolução de capital integralizado	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Devolução de reserva benefício SUDENE	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Dividendos	-	-	(204,9)	(58,2)	(59,9)	(140,0)	(150,3)	(157,5)
(=) Variação de caixa no ano	55,6	60,5	(143,3)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Caixa no início de período	35,5	91,1	151,5	8,2	8,6	8,9	9,3	9,7
Caixa no fim de período	91,1	151,5	8,2	8,6	8,9	9,3	9,7	10,1

Tabela 32: Demonstração do Fluxo de Caixa (continuado)

Valores em MM R\$	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
EBIT (Lucro operacional)	202,1	209,9	212,6	207,3	216,7	224,9	235,4	245,0
(-) Impostos sobre EBIT	(27,8)	(29,7)	(67,2)	(64,7)	(72,0)	(77,2)	(83,2)	(89,0)
Ajustes de caixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Receita de construção	(18,1)	(18,1)	(130,6)	(276,9)	(20,4)	(20,4)	(20,4)	(20,4)
(+) Custo de construção	17,7	17,7	127,7	270,7	20,0	20,0	20,0	20,0
(-) Pagamento de Outorga fixa	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
(+) Amortização de outorga fixa	25,1	26,3	27,5	28,7	30,0	31,3	32,7	34,1
(+) Amortização de ativos construídos	57,8	61,5	72,2	94,2	99,9	106,1	112,8	120,1
(-/+ (Aumento) Redução de capital de giro	(2,1)	(2,1)	13,2	16,8	(37,5)	(2,6)	(3,0)	(3,0)
(-) Capex	(17,7)	(17,7)	(127,7)	(266,6)	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	199,9	210,6	90,5	(27,8)	179,3	224,9	237,0	249,6
(+) Captações de empréstimos	-	-	76,3	245,5	-	-	-	-
(-) Amortizações de empréstimos	(33,5)	(35,2)	(7,7)	(78,8)	(2,6)	(12,6)	(20,7)	(21,5)
(-) Juros pagos	(6,0)	(3,8)	(1,5)	(5,0)	(0,7)	(8,4)	(20,7)	(19,3)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	0,9	0,6	0,5	0,3	6,5	6,9	7,0	6,6
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	161,4	172,3	158,1	134,2	182,4	210,7	202,7	215,4
(+) Receitas financeiras sobre caixa	0,5	0,5	0,6	8,7	15,9	25,8	37,4	0,7
(-) Imposto sobre receitas financeiras	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(3,0)	(5,4)	(8,8)	(12,7)	(0,2)
(+) Aportes	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Devolução de capital integralizado	-	-	-	-	-	-	(134,2)	(77,5)
(-) Devolução de reserva benefício SUDENE	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Dividendos	(161,4)	(172,3)	-	-	-	-	(809,5)	(137,7)
(=) Variação de caixa no ano	0,4	0,4	158,5	140,0	192,9	227,7	(716,4)	0,6
Caixa no início de período	10,1	10,5	11,0	169,4	309,4	502,3	730,0	13,7
Caixa no fim de período	10,5	11,0	169,4	309,4	502,3	730,0	13,7	14,3

Valores em MM R\$	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
EBIT (Lucro operacional)	253,6	254,8	260,6	265,9	271,3	271,0	174,5
(-) Impostos sobre EBIT	(94,6)	(97,5)	(104,2)	(112,4)	(119,2)	(126,1)	(76,6)
Ajustes de caixa	-	-	-	-	-	-	-
(-) Receita de construção	(20,4)	(87,2)	(21,1)	(21,1)	(21,1)	(21,1)	(14,0)
(+) Custo de construção	20,0	85,2	20,6	20,6	20,6	20,6	13,7
(-) Pagamento de Outorga fixa	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
(+) Amortização de outorga fixa	35,6	37,2	38,7	40,4	42,0	43,7	30,3
(+) Amortização de ativos construídos	128,0	147,4	157,9	169,9	184,6	204,6	155,8
(-/+ (Aumento) Redução de capital de giro	(2,9)	5,7	(12,1)	(3,1)	(3,5)	(3,5)	82,1
(-) Capex	(20,0)	(85,2)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(13,7)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	262,0	223,1	282,6	302,4	316,9	331,5	314,8
(+) Captações de empréstimos	-	38,2	40,2	-	-	-	-
(-) Amortizações de empréstimos	(26,3)	(27,0)	(65,9)	(35,9)	(43,4)	(45,9)	(68,8)
(-) Juros pagos	(17,8)	(15,7)	(15,7)	(11,6)	(10,0)	(8,9)	(5,5)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	6,0	5,3	5,3	5,0	4,1	3,0	1,9
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	224,0	223,9	246,5	259,9	267,5	279,7	242,4
(+) Receitas financeiras sobre caixa	0,7	0,8	12,3	25,3	39,5	54,6	11,1
(-) Imposto sobre receitas financeiras	(0,2)	(0,3)	(4,2)	(8,6)	(13,4)	(18,5)	(3,8)
(+) Aportes	-	-	-	-	-	-	-
(-) Devolução de capital integralizado	(78,3)	-	-	-	-	(171,3)	(274,7)
(-) Devolução de reserva benefício SUDENE	-	-	-	-	-	-	(183,3)
(-) Dividendos	(145,5)	-	-	-	-	(883,3)	(117,0)
(=) Variação de caixa no ano	0,6	224,4	254,6	276,7	293,6	(738,9)	(325,1)
Caixa no início de período	14,3	14,9	239,2	493,8	770,5	1.064,0	325,1
Caixa no fim de período	14,9	239,2	493,8	770,5	1.064,0	325,1	0,0

18.4. DEMONSTRATIVO DE USOS E FONTE

Tabela 33: Demonstrativo de Usos e Fontes

Valores em MM R\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(+) Fontes	783,2	351,2	265,8	139,6	223,2	458,4	247,2	242,1
Operação (sem outorgas)	50,4	59,8	147,3	116,8	158,4	202,8	160,3	181,1
Aporte	722,1	-	-	-	-	-	13,9	-
Captação de dívida	10,7	291,4	65,8	14,7	37,4	108,7	57,5	60,6
Redução de caixa e rec. financeira	-	-	52,7	8,0	27,4	146,8	15,5	0,4
(-) Usos	(783,2)	(351,2)	(265,8)	(139,6)	(223,2)	(458,4)	(247,2)	(242,1)
Capex	(410,8)	(92,6)	(214,8)	(53,8)	(118,7)	(346,9)	(119,4)	(17,7)
Dividendo / Devolução capital	-	-	-	-	-	-	-	-
Serviço da dívida	-	(11,3)	-	(10,3)	(51,9)	(58,0)	(72,8)	(141,0)
Aumento de caixa	-	(196,6)	-	(23,7)	-	-	-	(28,4)
Outorga fixa	(372,5)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
Outorga variável	-	(13,5)	(13,7)	(14,5)	(15,3)	(16,2)	(17,8)	(17,9)
Auxiliar:								
(=) Operação (sem outorga)	50,4	59,8	147,3	116,8	158,4	202,8	160,3	181,1
(+) EBIT (Lucro operacional)	(1,8)	112,2	115,7	118,2	126,9	133,2	144,2	138,2
(-) Receita de construção	(420,2)	(95,4)	(245,7)	(87,0)	(156,6)	(354,8)	(122,1)	(18,1)
(+) Custo de construção	410,8	93,3	240,2	85,0	153,1	346,9	119,4	17,7
(+) Amortização de outorga fixa	4,0	12,5	13,1	13,8	14,3	15,0	15,7	16,5
(+) Amortização de ativos construídos	-	8,4	13,0	15,3	19,0	27,4	31,4	33,4
(+) Outorga variável	-	13,5	13,7	14,5	15,3	16,2	17,8	17,9
(-/+ (Aumento) Redução de capital de giro	57,7	(66,9)	16,1	(23,7)	7,2	29,7	(34,8)	(13,9)
(-) Impostos pagos	-	(17,8)	(18,9)	(19,4)	(20,8)	(10,7)	(11,3)	(10,5)

Valores em MM R\$	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
(+) Fontes	210,1	222,7	378,9	238,4	246,9	257,3	268,3	277,9
Operação (sem outorgas)	208,3	218,0	227,8	237,9	246,5	256,9	267,8	277,4
Aporte	-	-	-	-	-	-	-	-
Captação de dívida	-	-	-	-	-	-	-	-
Redução de caixa e rec. financeira	1,8	4,7	151,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
(-) Usos	(210,1)	(222,7)	(378,9)	(238,4)	(246,9)	(257,3)	(268,3)	(277,9)
Capex	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)	(17,7)
Dividendo / Devolução capital	-	-	(204,9)	(58,2)	(59,9)	(140,0)	(150,3)	(157,5)
Serviço da dívida	(80,9)	(87,7)	(98,6)	(103,5)	(109,4)	(38,7)	(38,4)	(39,9)
Aumento de caixa	(55,6)	(60,5)	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
Outorga fixa	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
Outorga variável	(18,7)	(19,6)	(20,5)	(21,4)	(22,3)	(23,3)	(24,2)	(25,2)
Auxiliar:								
(=) Operação (sem outorga)	208,3	218,0	227,8	237,9	246,5	256,9	267,8	277,4
(+) EBIT (Lucro operacional)	144,7	152,2	159,9	166,4	172,1	180,0	187,2	193,6
(-) Receita de construção	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)	(18,1)
(+) Custo de construção	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
(+) Amortização de outorga fixa	17,3	18,1	19,0	19,9	20,9	21,9	22,9	24,0
(+) Amortização de ativos construídos	35,5	37,7	40,1	42,6	45,3	48,2	51,2	54,4
(+) Outorga variável	18,7	19,6	20,5	21,4	22,3	23,3	24,2	25,2
(-/+ (Aumento) Redução de capital de giro	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,6)	(1,6)	(1,9)	(1,8)	(1,8)
(-) Impostos pagos	(5,9)	(7,6)	(9,5)	(10,4)	(12,2)	(14,2)	(15,5)	(17,7)

Tabela 33: Demonstrativo de Usos e Fontes (continuado)

Valores em MM R\$	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
(+) Fontes	282,4	294,0	361,1	557,2	284,8	338,8	1.076,6	349,5
Operação (sem outorgas)	281,9	293,4	284,2	303,0	269,0	313,0	322,8	348,8
Aporte	-	-	-	-	-	-	-	-
Captação de dívida	-	-	76,3	245,5	-	-	-	-
Redução de caixa e rec. financeira	0,5	0,5	0,6	8,7	15,9	25,8	753,8	0,7
(-) Usos	(282,4)	(294,0)	(361,1)	(557,2)	(284,8)	(338,8)	(1.076,6)	(349,5)
Capex	(17,7)	(17,7)	(127,7)	(266,6)	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)
Dividendo / Devolução capital	(161,4)	(172,3)	-	-	-	-	(943,7)	(215,2)
Serviço da dívida	(39,4)	(38,9)	(9,2)	(83,8)	(3,3)	(21,1)	(41,4)	(40,8)
Aumento de caixa	(0,4)	(0,4)	(158,5)	(140,0)	(192,9)	(227,7)	-	(0,6)
Outorga fixa	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
Outorga variável	(26,3)	(27,4)	(28,5)	(29,7)	(31,3)	(32,7)	(34,2)	(35,7)
Auxiliar:								
(=) Operação (sem outorga)	281,9	293,4	284,2	303,0	269,0	313,0	322,8	348,8
(+) EBIT (Lucro operacional)	202,1	209,9	212,6	207,3	216,7	224,9	235,4	245,0
(-) Receita de construção	(18,1)	(18,1)	(130,6)	(276,9)	(20,4)	(20,4)	(20,4)	(20,4)
(+) Custo de construção	17,7	17,7	127,7	270,7	20,0	20,0	20,0	20,0
(+) Amortização de outorga fixa	25,1	26,3	27,5	28,7	30,0	31,3	32,7	34,1
(+) Amortização de ativos construídos	57,8	61,5	72,2	94,2	99,9	106,1	112,8	120,1
(+) Outorga variável	26,3	27,4	28,5	29,7	31,3	32,7	34,2	35,7
(-/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(2,1)	(2,1)	13,2	16,8	(37,5)	(2,6)	(3,0)	(3,0)
(-) Impostos pagos	(27,0)	(29,2)	(66,9)	(67,4)	(70,9)	(79,0)	(88,8)	(82,7)

Valores em MM R\$	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
(+) Fontes	362,9	428,4	434,4	423,9	448,6	1.212,7	731,6
Operação (sem outorgas)	362,2	389,5	382,0	398,6	409,1	419,2	395,4
Aporte	-	-	-	-	-	-	-
Captação de dívida	-	38,2	40,2	-	-	-	-
Redução de caixa e rec. financeira	0,7	0,8	12,3	25,3	39,5	793,5	336,2
(-) Usos	(362,9)	(428,4)	(434,4)	(423,9)	(448,6)	(1.212,7)	(731,6)
Capex	(20,0)	(85,2)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(20,6)	(13,7)
Dividendo / Devolução capital	(223,8)	-	-	-	-	(1.054,6)	(574,9)
Serviço da dívida	(44,1)	(42,8)	(81,7)	(47,5)	(53,5)	(54,9)	(74,3)
Aumento de caixa	(0,6)	(224,4)	(254,6)	(276,7)	(293,6)	-	-
Outorga fixa	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)	(37,2)
Outorga variável	(37,2)	(38,8)	(40,4)	(42,0)	(43,7)	(45,4)	(31,5)
Auxiliar:							
(=) Operação (sem outorga)	362,2	389,5	382,0	398,6	409,1	419,2	395,4
(+) EBIT (Lucro operacional)	253,6	254,8	260,6	265,9	271,3	271,0	174,5
(-) Receita de construção	(20,4)	(87,2)	(21,1)	(21,1)	(21,1)	(21,1)	(14,0)
(+) Custo de construção	20,0	85,2	20,6	20,6	20,6	20,6	13,7
(+) Amortização de outorga fixa	35,6	37,2	38,7	40,4	42,0	43,7	30,3
(+) Amortização de ativos construídos	128,0	147,4	157,9	169,9	184,6	204,6	155,8
(+) Outorga variável	37,2	38,8	40,4	42,0	43,7	45,4	31,5
(-/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(2,9)	5,7	(12,1)	(3,1)	(3,5)	(3,5)	82,1
(-) Impostos pagos	(88,9)	(92,4)	(103,1)	(116,0)	(128,5)	(141,6)	(78,5)

