



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

SÉRGIO APARECIDO BONOMI JÚNIOR

**VALUATION: Avaliação de uma empresa do setor de transportes e logística
brasileira pelo método do fluxo de caixa descontado**

Brasília – DF

2013

SÉRGIO APARECIDO BONOMI JÚNIOR

VALUATION: Avaliação de uma empresa do setor de transportes e logística brasileira pelo método do fluxo de caixa descontado

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr., José Carneiro de Cunha Oliveira Neto

Brasília – DF

2013

Bonomi, Sérgio Aparecido Júnior.

Valuation: Avaliação de uma empresa do setor de transporte e logística brasileiro pelo método do fluxo de caixa descontado / Sérgio Aparecido Bonomi Júnior. – Brasília, 2013.

109 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2013.

Orientador: Prof. Pós Doutor. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto, Departamento de Administração.

1. Valuation 2. Avaliação de empresa 3. Fluxo de caixa descontado

SÉRGIO APARECIDO BONOMI JÚNIOR

VALUATION: Avaliação de uma empresa do setor de transportes e logística brasileira pelo método do fluxo de caixa descontado

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno

Sérgio Aparecido Bonomi Júnior

Doutor, José Carneiro da Cunha de Oliveira Neto,
Professor-Orientador

Doutor, André Luiz Marques Serrano,
Professor-Examinador

Mestrando, Gustavo Gomes Basso,
Professor-Examinador

Brasília, 20 de fevereiro de 2013

A quem me acompanhou de pertinho. Aos meus pais que me deram todas as condições necessárias para que pudesse me preocupar apenas em estudar e realizar os meus sonhos. Ao meu irmão que sempre esteve comigo nas dificuldades, se preparando também para o seu trabalho de conclusão de curso. Aos meus avós que me ensinaram os verdadeiros valores da vida.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Doutor José Carneiro pela orientação, atenção e apoio; a todos os amigos do trabalho, pelos ensinamentos, disposição e compreensão; e a minha família, pelo suporte.

“No que diz respeito ao empenho, ao compromisso, ao esforço, à dedicação, não existe meio termo. Ou você faz uma coisa bem feita ou não faz.”

(Ayrton Senna)

RESUMO

A pesquisa foi desenvolvida com o objetivo de comparar a precificação resultante do método de fluxo de caixa descontado com os preços de negociação das ações de uma empresa do setor de transportes e logística brasileira. Vivemos um recente crescimento da bolsa de valores em todo o mundo e a popularização da análise fundamentalista de empresas, seja para investimentos pessoais ou até mesmo em caso de aquisição e fusão entre empresas. Ferramentas surgem com o objetivo de auxiliar os investidores na sua tomada de decisão, eliminando inclusive fatores emocionais. No método de fluxo de caixa, analisa-se o desempenho passado da empresa e em linha a esse histórico, se trabalha em uma projeção de demonstrativo de resultados, balanço patrimonial e fluxo de caixa, buscando um valor justo para a empresa em questão ao trazer a valores presentes esse fluxo de caixa acrescido pela perpetuidade. O trabalho buscou aplicar a tradicional metodologia para fluxo de caixa descontado e observar se existe algum viés ou tendência de supervalorização ou subvalorização do modelo em relação aos preços de negócios realizados na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F BOVESPA. O caso não se confirmou ao avaliar a empresa EcoRodovias Concessões e Serviços, já que as diferenças entre os preços-alvo encontrados e os preços de negociação, nos períodos observados, foram aleatórias dentre subvalorização e supervalorização, comparativamente às negociações na BM&F BOVESPA.

Palavras-chave: Valuation. Avaliação de empresas. Fluxo de caixa descontado

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma Ecorodovias	34
Figura 2 - Mapa Ecovias dos Imigrantes	37
Figura 3 - Mapa Ecovia Caminho do Mar	38
Figura 4 - Mapa Ecocataratas	39
Figura 5 - Mapa Ecopistas.....	40
Figura 6 - Mapa Ecosul	41

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do Tráfego das Concessionárias	42
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Características das Concessões.....	36
Tabela 2 - Evovia dos Imigrantes - Dados operacionais	38
Tabela 3 - Ecovia Caminho do Mar - Dados operacionais	39
Tabela 4 - Ecocataratas - Dados operacionais.....	40
Tabela 5 - Ecopistas - Dados operacionais.....	41
Tabela 6 - Ecosul - Dados operacionais.....	42
Tabela 7 - IPCA Projeção.....	44
Tabela 8 - PIB Projeção	44
Tabela 9 - Fluxo de veículos Projeção	45

Tabela 10 - Tarifa Média Projeção	45
Tabela 11 - Beta	46
Tabela 12 - Ke - CAPM	47
Tabela 13 - IPCA - Emissões	47
Tabela 14 - WACC - Projeções	47
Tabela 15 – DCF - Projeção para 2010.....	48
Tabela 16 – DCF - Projeção para 2011.....	51
Tabela 17 – DCF - Projeção para 2012.....	55
Tabela 18 – DCF - Projeção para 2M2013.....	59
Tabela 19 – Quantidade de ações (milhares)	63
Tabela 20 - Comparação - Projeção x BOVESPA.....	63

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCR - Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias

ANTT - Agência Nacional de Transportes Terrestres

APT - *Arbitrage Pricing Theory* (Teoria de precificação por arbitragem)

Bacen – Banco Central do Brasil

CAPM - Modelo de Precificação de Ativos de Capital

CSLL - Contribuição social sobre o lucro líquido

CSP – Custo de serviços prestados

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DCF - *Discounted cash flow* (Fluxo de caixa descontado)

EBIT - *Earns Before Interest and taxes* (Lucros antes de juros e impostos)

EBITDA – *Earns Before Interest, taxes, depreciation and amortization* (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)

FCD – Fluxo de caixa descontado

FCF – *Free Cash Flow* (Fluxo de caixa livre)

FCFF - *Free Cash Flow For The Firm* (Fluxo de Caixa para a Firma)

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IR – Imposto de Renda

NOPLAT - *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* (Lucro operacional)

NTN-B – Notas do Tesouro Nacional, série B

PIB – Produto Interno Bruto

ROIC – *Return on Invested Capital* (Retorno sobre capital investido)

WACC – *Weighted Average Cost of Capital* (Custo médio ponderado de capital)

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	5
RESUMO	7
1 INTRODUÇÃO	15
1.1. Formulação do problema	16
1.2. Objetivo Geral	16
1.3. Objetivos Específicos.....	16
1.4. Justificativa	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 A importância da precificação	19
2.1.1 Modelos Comuns.....	19
2.2 Hipótese de Mercados Eficientes.....	20
2.3 Modelo de Precificação de Ativos de Capital <i>CAPM</i>	20
2.4 Teoria de precificação por arbitragem (<i>arbitrage pricing theory</i> – APT).....	21
2.5 Estrutura de Capital	23
2.6 Fluxo de Caixa e a Determinação do Valor para a Empresa	23
2.7 Risco	24
2.8 Modelos Estocásticos	25
2.8.1 O Método de Monte Carlo	25

2.9	Prática frente a teoria na administração financeira das empresas.....	25
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA.....	27
3.1	Métodos de Avaliação por precificação de opções reais	27
3.2	Método de Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado.....	27
3.2.1	Etapas para o cálculo do fluxo de caixa descontado.....	28
3.2.2	Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a empresa	28
3.3	Etapas para o cálculo do fluxo de caixa descontado	29
3.3.1	Análise histórica do desempenho.....	29
3.3.2	Previsão de desempenho futuro.....	29
3.3.3	Cálculo do Custo de Capital	30
3.3.4	Cálculo da Perpetuidade	31
3.3.5	Cálculo e interpretação dos resultados.....	31
4	ANÁLISE SETORIAL	33
4.1	Setor rodoviário.....	33
5	ANÁLISE EMPRESARIAL	34
5.1	Os acionistas da Concessionária Ecorodovias	35
5.2	A empresa.....	35
5.3	Concessões	37
5.3.1	Ecovias dos Imigrantes.....	37
5.3.2	Ecovia Caminho do Mar	38
5.3.3	Ecocataratas.....	39

5.3.4	Ecopistas	40
5.3.5	Ecosul – Rodovias do Sul.....	41
5.4	Evolução do Tráfego das Concessionárias.....	42
6	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	43
7	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	64
	REFERÊNCIAS.....	65
	APÊNDICES	69
	Apêndice A – Dados e Projeções para 2010	69
	Apêndice B – Dados e Projeções para 2011	79
	Apêndice C – Dados e Projeções para 2012	89
	Apêndice D – Dados e Projeções para fevereiro de 2013.....	99

1 INTRODUÇÃO

Recentemente, temos convivido com a facilidade do acesso ao mercado de capitais, tanto pelas empresas, como pelos pequenos investidores. Esse fenômeno, fortalecido pelos programas de crescimento da própria BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo que objetiva alcançar o número de cinco milhões de clientes cadastrados na bolsa, fez com que o mercado se desenvolvesse em prol do interesse desses novos investidores. Empresas presentes no nosso dia-a-dia passaram a possuir ações negociadas em bolsa de valores e a avaliação desses investimentos se tornou necessária a fim de tornar mais racional a escolha dos ativos que compõem as carteiras.

Assim como a mundialização da economia e o crescimento do interesse pelas empresas brasileiras vem propiciando diversas negociações de companhias, como fusões, aquisições, reestruturações societárias e cisões, tais fatores têm aumentado a demanda por metodologias mais complexas e exatas para encontrar o preço mais justo dessas empresas e de seus ativos.

Damodaran (2010, p. 1) afirma, nesse sentido, que “todo ativo, seja financeiro ou real, tem valor. A chave para investir nesses ativos e gerenciá-los com sucesso não reside na compreensão do montante desse valor, mas nas fontes do valor”.

Em concordância, Baldissera (2007) expõe os fatores que fizeram o mercado brasileiro ganhar foco. Segundo ele, nos últimos anos, o crescimento dos investimentos nos países emergentes, se tornou uma alternativa ao mercado europeu e americano que encontram sérias dificuldades econômicas e não apresentam mais retornos em linha ao esperado pelo grandes investidores. Com essa mudança de foco, o mercado de capitais de Brasil e China surgiram como alternativas, assim tornou-se importante a avaliação de empresas nesses locais para avaliar o preço que esses players estariam dispostos a pagar.

Nesse contexto, de acordo com Damodaran (2010, p. 11) apesar de “a maior parte das avaliações feitas no mundo real serem relativas”, a avaliação por fluxo de caixa

descontado “é a base sobre a qual se constroem todas as outras abordagens”. Pova (2007) apud Baldissera (2007, p.15) acrescenta que “dentre todos os instrumentos de precificação de ativos, o fluxo de caixa descontado (FCD) é considerado o mais completo, objeto de estudo desta pesquisa.

1.1. Formulação do problema

A pergunta que dá origem a esse trabalho é: Qual a diferença entre o valor encontrado na avaliação da empresa EcoRodovias Concessões e Serviços por meio do modelo de fluxo de caixa descontado e a percepção dos investidores refletida no preço das ações negociadas na BM&F BOVESPA?

1.2. Objetivo Geral

O objetivo geral desta pesquisa é comparar o valor encontrado na avaliação da empresa EcoRodovias Concessões e Serviços por meio do modelo de fluxo de caixa descontado com o preço das ações negociadas na BM&F BOVESPA.

1.3. Objetivos Específicos

- ✓ Descrever a avaliação de empresas por meio do método de fluxo de caixa descontado;
- ✓ Estudar as características principais da empresa e do setor de atuação da mesma;
- ✓ Calcular o valor justo da empresa estudada;
- ✓ Comparar o valor obtido com a análise ao preço das ações negociadas em bolsa de valores.

1.4. Justificativa

Devido ao cenário atual da economia local e mundial, surgiu a necessidade de maior exposição a riscos por parte dos pequenos e grandes investidores. Com isso, passou a ser fundamental o estudo do mercado de capitais e a consequente elevação da alocação em ativos de renda variável, dentre eles os ativos negociados em Bolsa de Valores.

Particularmente, no Brasil, sempre tivemos altas taxas de juros para os investimentos em renda fixa, mas isso mudou drasticamente nos últimos anos. Com a crise mundial iniciada nos países europeus e com a necessidade de políticas monetárias que incentivassem o crescimento da economia local, o governo se viu obrigado a reduzir essas taxas, forçando os investidores a procurar alternativas de investimentos com maiores rentabilidades.

Inevitavelmente, isso obrigou uma mudança de cultura em respeito à exposição de investimentos que possuem maiores riscos.

Confirmando essa linha de raciocínio, a própria Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F BOVESPA tem feito um trabalho de esclarecimento e educação sobre o mercado junto aos investidores pessoa física, a fim de alcançar a meta de cinco milhões de CPFs inscritos neste mercado.

Para reforçar tal incentivo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável pela fiscalização do mercado brasileiro, vem obrigando que as companhias listadas ofereçam cada vez mais, fácil acesso às suas informações pelos investidores. A BM&F BOVESPA, recentemente, criou diferentes níveis de governança corporativa entre as empresas que possuem ações negociadas, incentivando-as a tornarem mais transparentes, proporcionando assim maior segurança aos poupadores. O crescimento da modalidade de *Home Broker* vem facilitando também o acesso de pessoas físicas ao mercado de capitais e a essas empresas.

Como afirma Baldissera (2007, p.18) "a abertura de capital que se intensificou nos últimos anos trazendo ao mercado novas empresas, de diversos setores, requer pessoas capacitadas para precificar e orientar os investidores".

Deste modo, a avaliação de empresas justifica em linha ao que Damodaran (2010, p.1) afirma "um postulado do investimento seguro é que um investidor não pague mais por um ativo do que ele realmente vale".

Do ponto de vista acadêmico, o presente estudo pretende contribuir por utilizar um método pouco testado no mercado de capitais brasileiro até então, além de abrir precedentes para novos estudos nessa área ou aprofundar o teste já aplicado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A importância da precificação

A precificação de empresas surge tanto para avaliar a administração, a geração de valor para acionista quanto para o investidor decidir o preço justo a pagar pela compra daquela participação, ou seja, ela está presente no processo decisório das empresas e dos investidores, servindo tanto para as finanças corporativas quanto para as finanças pessoais.

A avaliação contém inúmeros fatores intrínsecos e com isso surgem vários modelos de precificação de empresas, cada um foi desenvolvido com as informações disponíveis para responder as questões de sua época, os mais comuns serão citados em seguida.

2.1.1 Modelos Comuns

Existem inúmeros modelos para precificação, cada um mais adequado tendo em vista as informações disponíveis da empresa. Martinez (1999) afirma que eles se resumem em três grandes categorias principais, sendo elas: técnicas de comparativos de mercado; valor baseado em ativos (passivos) contábeis ajustados e técnicas baseadas em desconto de fluxos futuros.

Pode-se citar exemplos de cada uma dessas categorias, respectivamente: modelo de avaliação por múltiplos de fluxo de caixa; valoração do conjunto de bens que constituem o ativo e o passivo em valores de mercado e o modelo de avaliação com base no valor presente dos fluxos futuros de dividendos simples e modelo de fluxo de caixa descontado (FCD).

Todos os modelos possuem em comum o fato de dependerem de uma premissa básica que é a Hipótese de Mercados eficientes, a qual será explicada em seguida.

2.2 Hipótese de Mercados Eficientes

Constitui a Teoria de Finanças o conceito de eficiência de mercados, na qual os preços dos ativos refletiriam exatamente as expectativas e as interpretações das informações divulgadas pelas empresas, por parte dos investidores.

Em um mercado eficiente, os preços flutuariam livremente próximos ao valor justo das empresas e como descreve Van Horne (1995) apud Bruni e Famá (1998, p.2), os fatos relevantes seriam imediatamente refletidos pelos preços das ações, pois todos os investidores possuem o mesmo acesso às informações.

Testes empíricos elaborados inicialmente por Roberts (1959) e posteriormente por Fama (1991) definiram três formas de eficiência de mercados: forma fraca; forma semi-forte e forma forte. Na primeira delas, os investidores não poderiam obter vantagens quanto ao acesso às informações, pois os preços não refletem esses dados. Na forma semi-forte, os investidores continuam sem poder obter vantagem, mas nesse caso é devido à rápida incorporação das informações públicas aos preços dos ativos. E na forma forte de eficiência de mercado os investidores não podem conseguir vantagem nem mesmo quanto às informações privilegiadas, pois todos têm o mesmo nível de acesso às todas as informações das empresas.

2.3 Modelo de Precificação de Ativos de Capital CAPM.

Segundo a definição dos autores Brigham e Ehrhardt (2010, p. 257), o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM) “especifica a relação entre risco e taxas de retorno requeridas sobre ativos quando eles são mantidos em carteiras bem diversificadas”. Copeland (2002) apud Baldissera (2007, p. 28) acrescenta que “o CAPM postula que o custo de oportunidade do capital ordinário seja igual ao retorno sobre os títulos livres de risco mais o risco sistêmico da empresa (beta) multiplicado pelo preço de mercado do risco (ágio pelo risco)”.

Para calcular o custo do capital próprio de uma empresa Ross, Westerfield e Jaffe (2008, p. 230) apresentam a seguinte fórmula: $\bar{R} = R_F + \beta \times (\bar{R}_M - R_F)$ em que:

\bar{R} é o retorno esperado de um ativo;

R_F é a taxa livre de risco;

β é o grau de risco do ativo (beta) e

\bar{R}_M é o retorno esperado do mercado.

Póvoa (2007), apud Baldissera (2007, p.29) discorre sobre a utilização do *CAPM*:

Pela tradição em usar-se o CAPM como modelo principal para a estimativa da taxa de desconto para o acionista, conclui-se que a relação custo/benefício de adotar algo mais complexo é desfavorável. É preciso levar em conta que as regressões baseiam-se em fatos passados, podendo distorcer qualquer projeção futura.

2.4 Teoria de precificação por arbitragem (*arbitrage pricing theory* – APT)

Em 1976, Stephen Ross propôs um novo modelo para a avaliação de ativos, contrapondo-se ao CAPM e denominou-o de teoria de precificação por arbitragem (*arbitrage pricing theory* - APT).

A APT é bastante similar ao CAPM, porém, é mais genérica. Ela considera que a taxa de retorno de qualquer ativo pode ser definida por uma função linear de k fatores, resultando na seguinte expressão:

$$\tilde{R}_i = E(\tilde{R}_i) + b_{i1}F_1 + \dots + b_{ik}F_k + \varepsilon_i$$

Onde:

\tilde{R}_i é a taxa aleatória de retorno do ativo i;

$E(\tilde{R}_i)$ é a taxa de retorno esperada do ativo i;

b_{i1} é a sensibilidade dos retornos do ativo i ao fator k;

F_k é comum aos retornos dos ativos considerados;

ε_i é o ruído aleatório do ativo i.

Bruni (1998) traz em seu trabalho que

as principais premissas da teoria de precificação por arbitragem foram resumidas por Ross (1976, 1977), Roll e Ross (1980), Huberman (1982) e Santos, Kloeckner e Ness Jr. (1994), podendo ser apresentadas como:

- a) a relação de precificação dos ativos é linearmente definida por k fatores e não está apoiada em quaisquer suposições feitas pela teoria da utilidade;
- b) os agentes econômicos são avessos ao risco;
- c) as expectativas individuais são homogêneas;
- d) os mercados financeiros são perfeitamente competitivos e diversificados.

Assim, existiria um número n suficiente de ativos para proporcionar a eliminação de parte do risco total, através da diversificação de investimentos;

e) o processo de geração das taxas de retornos dos ativos não está restrito apenas a um único período;

f) não existe, de acordo com a APT, a exigência de que a carteira de mercado assuma papel central no processo de avaliação de ativos.

2.5 Estrutura de Capital

O estudo da estrutura de capital existe a partir de várias vertentes e vários autores procuram determinar qual o equilíbrio ideal nessa composição (capital próprio versus capital de terceiros). Para Modigliani e Miller (1958) não existe uma estrutura de capital perfeita, pois ela deriva das escolhas de investimentos, portanto não está ligada à criação de valor da empresa, ou seja, não importa a forma de financiamento, já que o retorno dos ativos se mantém constante. As proposições de Modigliani e Miller (1958) são confrontadas pela chamada escola tradicional, que afirma que se a origem de financiamento realmente fosse irrelevante, as estruturas apresentariam formas aleatórias e não um certo padrão de semelhança como apresenta Brealey e Myers (1991) *apud* Kayo e Famá (1997, p.1). Kayo e Famá (1997) afirmam que diversas variáveis parecem exercer influência sobre as decisões financeiras das empresas, exemplo desses fatores são: tamanho, segmento de atuação, lucratividade, participação acionária dos administradores, oportunidades de crescimento, entre outras.

Em seus trabalhos, Modigliani e Miller (1963) investigaram o benefício fiscal causado pela utilização de dívidas na estrutura de capital das empresas. Devido aos juros serem dedutíveis no imposto de renda, a utilização de capital de terceiros levaria a um aumento do valor da empresa segundo a ótica dos autores. Entretanto, Batistella, Brito e Corrar (2007), reforçam que o crescimento da dívida na estrutura de capital pressiona o fluxo de caixa da empresa, levando ao aumento do custo de capital de terceiros e elevando o risco de falência.

2.6 Fluxo de Caixa e a Determinação do Valor para a Empresa

Segundo Lapkouski (2003), o modelo de fluxo de caixa descontado configura-se como um dos métodos mais utilizados pelos avaliadores e retrata a capacidade de geração de riquezas da empresa baseada em sua performance futura.

Em concordância, Damodaran (2010, p. 12) resume “esta abordagem tem sua fundamentação na regra de ‘valor presente’, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados.”

2.7 Risco

Segundo os autores Brigham e Ehrhardt (2010, p. 203) “risco se refere à chance de que algum evento desfavorável ocorra”. Na mesma linha, Baldissera (2007, p.27) afirma também que “o risco para o investidor vem a ser a incerteza que se enfrentará ao alocar seus recursos. Cada investidor possui uma aceitação maior ou menor ao tomar risco”.

De modo geral, separamos o risco em dois tipos: risco diversificável e risco de mercado. Brigham e Ehrhardt (2010, p. 219) definem risco diversificável como sendo aquele “causado por eventos aleatórios como processos judiciais, greves, programas de marketing bem ou malsucedidos, ganho ou perda de um grande contrato e outros eventos específicos de uma empresa em particular”. E afirmam que como esses eventos são aleatórios, seus efeitos podem ser eliminados pela diversificação. No entanto o risco de mercado para os autores “advém de fatores que sistematicamente afetam a maioria das empresas: guerra, inflação, recessão e taxas de juros altas”. E como quase todas as empresas são afetadas por esses fatores, “o risco de mercado não pode ser eliminado pela diversificação”.

Acrescentando, Securato (1996) apud Baldissera (2007, p.27-28)

Entendemos diversificação do risco qualquer processo que nos possibilite minimizar os efeitos do risco sobre um ativo ou uma carteira de ativos.

No caso do risco sistemático ou conjuntural, a administração consiste na escolha dos ativos, visto que não podemos atuar de forma direta na conjuntura. As teorias voltadas para a administração de carteiras apresentam modelos de diversificação em relação ao risco sistemático. No caso do risco próprio ou não-sistemático do ativo,

muitas vezes, podemos atuar de forma direta sobre o mesmo, administrando o risco.

2.8 Modelos Estocásticos

Modelos estocásticos quando possuem variáveis que evoluem de maneiras completamente ou parcialmente aleatórias, podendo também ser processos contínuos ou discretos, dependendo da modelagem da variável tempo. Varanda Neto (2007) afirma que esses processos são utilizados para a modelagem de problemas reais, como no cálculo do valor de empresas, resolução de problemas matemáticos complexos, cálculo do risco financeiro de uma carteira de investimentos e também no valor futuro do fluxo de caixa de uma empresa.

2.8.1 O Método de Monte Carlo

O método de Monte Carlo é uma ferramenta matemática utilizada para a obtenção de amostragens artificiais a partir de simulações na operacionalização de sistemas complexos que possuam fatores aleatórios. No estudo de Finanças, a simulação de Monte Carlo é importante na obtenção de aproximações para as distribuições de probabilidade das variáveis estudadas. Um exemplo dessa utilização é na elaboração do fluxo de caixa empresarial e a simulação de várias variáveis em cenários econômicos, podendo assim considerar todas as combinações possíveis, e analisando a distribuição de probabilidade dos resultados.

2.9 Prática frente a teoria na administração financeira das empresas

Pesquisas diversas procuram identificar quais as principais ferramentas utilizadas pela administração das empresas. Em um estudo conduzido por Graham e Harvey (2001) onde 392 empresas responderam a questionários contendo aproximadamente 100 perguntas que exploravam as ferramentas que o

departamento financeiro utilizava, como na composição da estrutura de capital de sua organização, encontrou-se a situação que mesmo a literatura trazendo cada vez mais novos métodos para tomada de decisão dentro do orçamento empresarial, os autores constataram que o método de avaliação do valor presente líquido (VPL) e taxa interna de retorno (TIR) são fatores indispensáveis na análise de aproximadamente 75% das empresas.

No que se refere a decisões ligadas à estrutura de capital, o mais comum dentre as empresas pesquisadas pelos autores, é a importância para os diretores financeiros de manter a flexibilidade financeira e a nota de *rating* (avaliação de crédito) da empresa, respostas presente em aproximadamente 60% dos questionários.

Essas pesquisas evidenciam que ferramentas mais simples são as mais utilizadas, na prática, pela administração financeira das empresas

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Métodos de Avaliação por precificação de opções reais

Para Copeland, Koller e Murrin (2001) os modelos de avaliação que consideram opções são derivados dos modelos comuns de fluxo de caixa descontado e são bastante úteis para a avaliação nos casos que existem flexibilidade estratégica, como decidir em manter ou descontinuar uma determinada operação ou linha de produtos.

Nesse modelo são traçados cenários diversos, desde o mais conservador até o mais otimista ou pessimista e ao fim é feito uma distribuição de probabilidade. Com isso, é feito um estudo de sensibilidade das variáveis escolhidas na análise.

Baldissera (2007) afirma que os defensores do método de opções reais dizem que a flexibilidade nas decisões dos gestores das empresas só é captada pela teoria de opções reais.

3.2 Método de Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado

A pesquisa foi realizada através do fluxo de caixa, por meio do qual avaliamos a real capacidade de geração de riqueza de uma empresa. O fluxo de caixa descontado como modelo de avaliação procura estimar os fluxos que serão gerados futuramente, para assim descontar a uma taxa condizente ao risco desse fluxo.

Para Damodaran (2010) os fluxos de caixa livres são somatória dos fluxos de todos os detentores de direito da empresa, incluindo a remuneração do capital próprio (acionistas).

Além disso a pesquisa contou com 4 observações comparando o valor encontrado pela técnica de fluxo de caixa descontado com o preço das ações negociadas na bolsa de valores no fechamento dos respectivos períodos.

3.2.1 Etapas para o cálculo do fluxo de caixa descontado

- I. Análise de desempenhos passados da empresa;
- II. Projeção do desempenho;
- III. Estimativa do custo de capital;
- IV. Estimativa da perpetuidade;
- V. Cálculo e Interpretação dos resultados.

3.2.2 Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a empresa

Receitas Líquidas

(-) Despesas Operacionais

= Lucro Operacional (*Earns Before Interest and taxes* - EBIT)

(+) Depreciação

(+) Amortização

= *Earns Before Interest, taxes, depreciation and amortization* (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) - EBITDA

(-) Imposto de Renda e Contribuição Social

= Geração de Caixa Operacional

(-) Investimentos

(+) Variação do Capital Circulante Líquido

= Fluxo de caixa livre da empresa

3.3 Etapas para o cálculo do fluxo de caixa descontado

3.3.1 Análise histórica do desempenho

É muito importante entender o passado da empresa, pois assim podemos desenvolver e avaliar as previsões quanto ao desempenho que será alcançado no futuro.

Segundo Baldissera (2007), os pontos fundamentais a serem estudados na análise do desempenho histórico são os vetores de valor que se resume em retorno sobre capital investido e crescimento.

O autor acrescenta ainda que o retorno sobre capital, em empresas com bom desempenho, é superior ao custo de capital, gerando valor aos acionistas.

Copeland, Koller e Murrin (2001) realiza a avaliação do desempenho passado segmentando em:

- Organização das demonstrações financeiras para calcular o ROIC e o lucro econômico;
- Cálculo do fluxo de caixa livre;
- Reorganização do ROIC;
- Análise do risco de crédito e liquidez.

3.3.2 Previsão de desempenho futuro

Nessa etapa precisamos estudar o crescimento e o retorno sobre o capital investido (ROIC). O crescimento é importante, pois a partir dele realizaremos as projeções, levando em consideração o crescimento anterior histórico, previsões de analistas de mercado e pelos próprios fundamentos que a empresa possui.

Em seus estudos, Copeland, Koller e Murrin (2001) apresentou o desenvolvimento da previsão de desempenho através dos seguintes passos:

- Primeiramente, deve-se determinar a duração e o grau de detalhamento da previsão;
- Posteriormente, desenvolver entendimento das características do setor em que a empresa se encontra, considerando as vantagens e desvantagens competitivas desta. E após isso:
- Transformar a perspectiva da análise anterior em previsões financeiras, como por exemplo: demonstração de resultados, balanços, fluxo de caixa livre e vetores de valor para a empresa;
- Estabelecer cenários alternativos de desempenho;
- Verificar as previsões gerais, como por exemplo, crescimento de faturamento e lucros resultantes, adequando à perspectiva estratégica da empresa.

3.3.3 Cálculo do Custo de Capital

Uma empresa pode obter dinheiro a partir de três alternativas, sendo elas: capital próprio, ações preferenciais e capital de terceiros (empréstimos). Cada uma dessas opções requer uma remuneração específica para disponibilizar o capital requerido pela empresa, refletindo o risco assumido por cada um dos fornecedores. Sendo assim, o custo de capital é definido pela média ponderada do custo de cada uma dessas alternativas.

É importante observar que o custo de capital de terceiros além de estar sujeito a mudanças no decorrer do tempo, é calculado após os impostos devidos e o custo de ações preferenciais é intermediário entre o custo de capital de terceiros e capital próprio.

Damodaran (2010) observa que a proporção de cada um desses componentes na composição do capital da empresa deve objetivar uma melhor forma de financiamento para esta.

O custo médio ponderado do capital próprio (*WACC*) é a taxa utilizada para descontar o fluxo de caixa livre futuro para os investidores.

3.3.4 Cálculo da Perpetuidade

Chamamos de perpetuidade o valor presente do fluxo de caixa após todo o período de projeção realizado explicitamente.

Consideramos que na perpetuidade, a empresa tenha atingido sua maturidade, tendo pouco potencial de alterar sua produtividade.

Convencionou-se utilizar uma taxa próxima ao crescimento do PIB no cálculo da taxa de crescimento projetada dos fluxos, pois no extremo a empresa se tornaria a própria economia do país.

Basicamente, a utilização da perpetuidade é para suprir a necessidade de se prever a projeção do fluxo de caixa da empresa em detalhes por um período muito longo.

Segundo Póvoa (2012), o conceito e o cálculo do valor da perpetuidade são extremamente importantes para a avaliação da empresa, pois o seu valor presente acaba sendo representado por aproximadamente 50% a 60% do valor presente total da empresa.

A fórmula da perpetuidade dos fluxos de caixa livres (*FCF*) crescentes é definida por:

$$\frac{\text{FCF no primeiro ano da perpetuidade}}{WACC - g}$$

3.3.5 Cálculo e interpretação dos resultados

Deve-se interpretar os valores encontrados nos resultados e, caso necessite realizar ajustes quando ocorrer distorções, direcionar a atenção principalmente nas projeções de crescimento de receita, margens e investimentos.

Se a projeção da taxa de retorno sobre o capital foi muito superior ao custo médio ponderado (*WACC*), é importante comparar o valor de mercado da empresa antes de proceder com as demais etapas de cálculo, como, por exemplo, endividamento.

Nessa etapa é importante desenvolvermos diversos cenários para as premissas projetadas para nos orientar na tomada de decisão.

Como forma de cálculo do valor patrimonial da empresa, em complemento à sua avaliação, Copeland, Koller e Murrin (2001) sugere que sejam realizados procedimentos como:

- Trazer para o presente, utilizando o *WACC*, o valor do fluxo de caixa livre previsto.
- Descontar a valor presente a perpetuidade, através da utilização do custo médio ponderado do capital.
- Calcular o valor operacional somando o valor presente do período de previsão com o valor presente da perpetuidade. Nesse momento, ajusta-se o resultado encontrado pelo desconto de meio ano. Pois é considerado que os fluxos de caixa acontecem continuamente ao longo de todo o ano, ao invés de apenas no final do exercício. Assim, devemos elevar o valor calculado fazendo com que ele cresça novamente na proporção da taxa de *WACC* pelo número de meses que for necessário acrescentar.
- Subtrair o valor de mercado de toda a dívida, participações minoritárias e obrigações para se estimar o valor patrimonial.

4 ANÁLISE SETORIAL

4.1 Setor rodoviário

Em 1993, através da lei nº 8.666, foi criado o programa brasileiro de concessões rodoviárias, sendo a Ponte Rio-Niterói, em 1994, a primeira concessão.

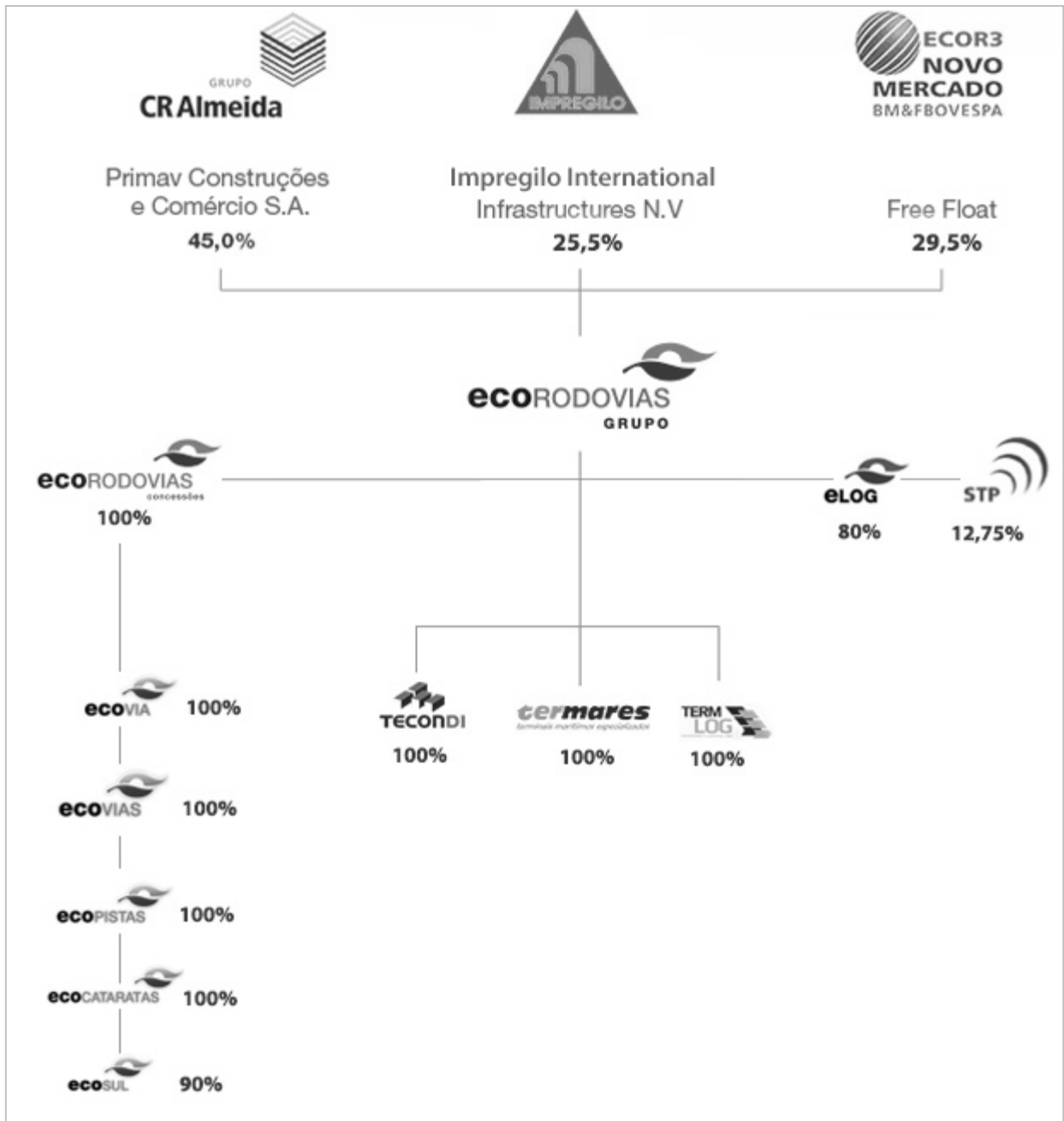
De acordo, com a Agência Nacional de Transportes Terrestres - ANTT, o programa de concessões totalizam, até 2011, 4.083,20 quilômetros de rodovias.

Nos últimos 12 meses, segundo a Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias - ABCR, o fluxo total de veículos no Brasil teve expansão de 4,6%, até novembro. Considerando essa mesma base de comparação, o fluxo de leves cresceu 5,3%, e o de pesados avançou 2,8%.

De acordo com dados revelados em pesquisa disponibilizada no site da Câmara Americana de Comércio – Amcham, eventos como o fortalecimento da economia nacional, da expansão da classe C e a necessidade de aumentar a competitividade do país, podem causar forte expansão da demanda por infraestrutura de transportes. Nesse sentido, para obter uma logística competitiva, o Brasil recorre ao apoio do setor privado, por meio de novas concessões.

5 ANÁLISE EMPRESARIAL

Figura 1 - Organograma Ecorodovias



Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

5.1 Os acionistas da Concessionária Ecorodovias

Segundo o site da empresa, a EcoRodovias foi criada em 1997, quando o grupo passou a controlar a empresa Ecovia Caminho do Mar, que possui 176 quilômetros de rodovias entre a capital paranaense e o Porto de Paranaguá sob concessão.

E em 2010, deu-se início à negociação de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F BOVESPA.

Em 2011, o grupo EcoRodovias apresentou receita bruta de R\$ 1,9 bilhão, segundo balanço divulgado pela própria empresa.

A companhia tem como principais acionistas o Grupo CR Almeida, através da Primav Construções e Comércio S.A., e o grupo italiano Impregilo.

Hoje a empresa possui cinco concessões rodoviárias sob administração, totalizando aproximadamente 1.459km, além de 14 unidades de logística, controladas via Elog, além ainda do Complexo Tecondi, Termares e Termlog, 3º maior terminal portuário do Porto de Santos e 5º maior do Brasil, segundo site da própria empresa.

5.2 A empresa

À exceção da Ecopistas, que iniciou suas operações em 2009, todas as concessões do grupo tiveram seus leilões realizados no fim da década 1990.

Segundo site da empresa, as concessões rodoviárias sob controle da companhia são: (i) Ecovias dos Imigrantes (“Ecovias”), responsável pelo Sistema Anchieta-Imigrantes; (ii) Ecovia Caminho do Mar (“Ecovia”) que faz ligação do porto de Paranaguá com a cidade de Curitiba; (iii) Ecocataratas que abrange as fronteiras entre o Brasil, Argentina e Paraguai; (iv) Ecopistas, concessionária responsável pelas Rodovias Ayrton Senna e Carvalho Pinto (São Paulo a Taubaté); e (v) Ecosul que faz ligação de Pelotas ao porto do Rio Grande e praias gaúchas. A tabela a

seguir sumariza as principais características das cinco concessões da Ecorodovias Concessões e Serviços:

Tabela 1 - Características das Concessões

Concessionárias	Principais Rodovias	Trecho	Extensão (km)	Validade da Concessão
Ecovias dos Imigrantes	Sistema Anchieta - Imigrantes	São Paulo - Baixada Santista	176,8	2023
Ecovia Caminho do Mar	BR 277, PR 508 e PR 407	Curitiba - Porto e Paranaguá	136,7	2021
Ecocataratas	BR 277	Guarapuava - Foz do Iguaçu	387,1	2021
Ecopistas	Sistema Ayrton Senna - Carvalho Pinto	São Paulo - Vale do Paraíba	134,9	2039
Ecosul	BR 166, BR 293 e BR 392	Pelotas - Porto do Rio Grande e praias gaúchas	623,8	2026

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

O modelo de negócio da companhia baseia-se na cobrança de pedágio, que é destinada à manutenção e melhoria dos sistemas de operação e recuperação das rodovias existentes, construção de pistas marginais, implantação de sistemas de controle de tráfego e atendimento aos usuários, conservações preventivas, implantação de sistemas eletrônicos de gestão e arrecadação de pedágio.

O tráfego nas rodovias administradas pela companhia é contabilizado por veículos equivalentes e as tarifas de pedágio cobradas, baseiam-se em categorias de veículos. A tarifação é feita de acordo com o número de eixos equivalentes do veículo.

O setor de concessões rodoviárias é um ambiente altamente regulado e os resultados operacionais podem ser afetados basicamente pelas medidas governamentais.

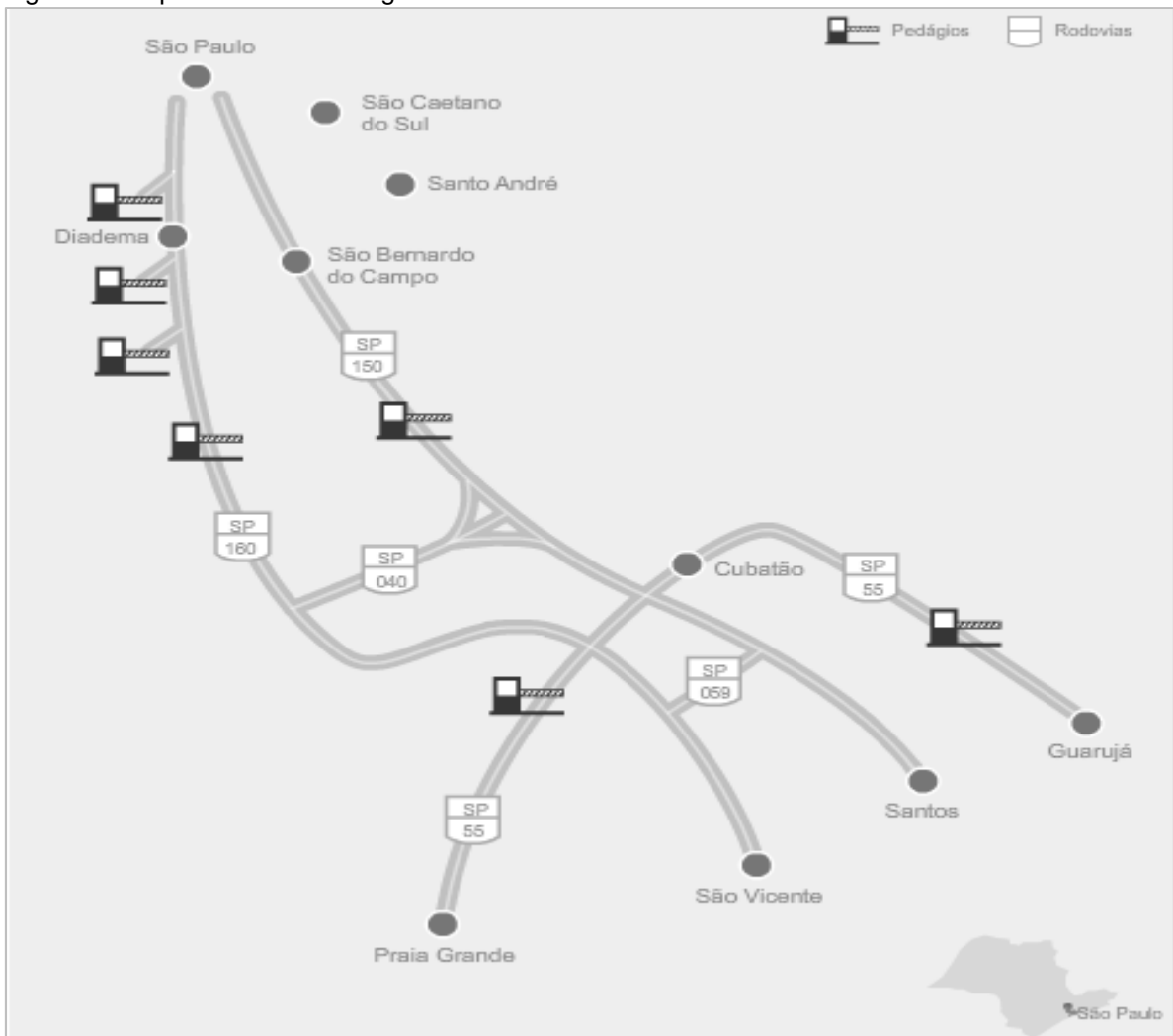
A empresa está exposta à sazonalidade do tráfego e conseqüentemente, da receita de pedágios.

5.3 Concessões

5.3.1 Ecovias dos Imigrantes

A Ecovias é a concessionária responsável pelo Sistema Anchieta-Imigrantes, que faz a ligação entre a região metropolitana de São Paulo e o Porto de Santos, Pólo Petroquímico de Cubatão, indústrias do ABC paulista e Baixada Santista. O trecho possui 176,8 km de extensão e movimento anual superior a 30 milhões de veículos equivalentes pagantes, segundo informação divulgada pelo site da empresa. O prazo de vencimento dessa concessão é 2023. Segue abaixo mapa da concessão:

Figura 2 - Mapa Ecovias dos Imigrantes



Fonte: ABCR

Tabela 2 - Evovia dos Imigrantes - Dados operacionais

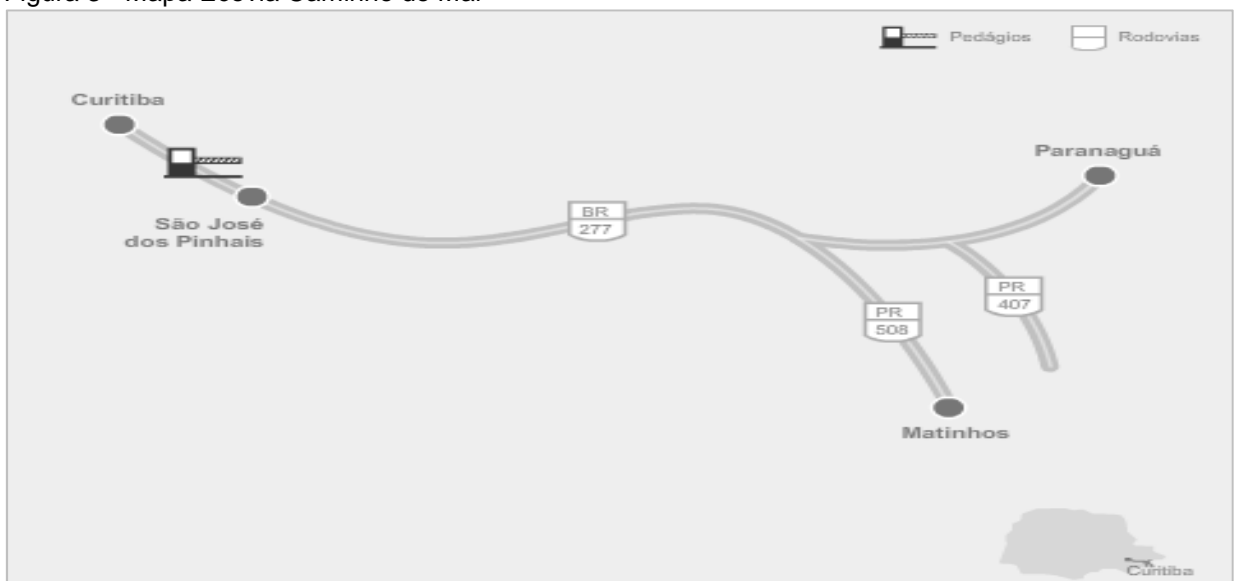
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9M12
Eixos Equivalentes (milhões pagantes)	46,41	44,62	47,15	48,96	49,46	53,67	56,55	43,76
Tarifa média (R\$/eixo equiv)	9,36	9,66	9,87	10,65	11,48	11,84	12,22	12,96

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

5.3.2 Ecovia Caminho do Mar

A Ecovia Caminho do Mar é responsável pelo percurso que liga a cidade de Curitiba ao Porto de Paranaguá, totalizando 84 km em pista dupla. A controlada administra ainda a rodovia PR 508 – Alexandra - Matinhos e PR 407 – Praia Leste, de acesso à cidade de Matinhos e ao futuro porto de Pontal, respectivamente. No total, a concessão da Ecovia Caminho do Mar possui 136,7 km de extensão e movimento anual de mais de 5 milhões de veículos sendo aproximadamente 30% desse movimento formado por veículos de carga, segundo site da controladora EcoRodovias. O vencimento da concessão ocorrerá em 2021. A seguir tem-se a representação gráfica da rodovia sob concessão:

Figura 3 - Mapa Ecovia Caminho do Mar



Fonte: ABCR

Tabela 3 - Ecovia Caminho do Mar - Dados operacionais

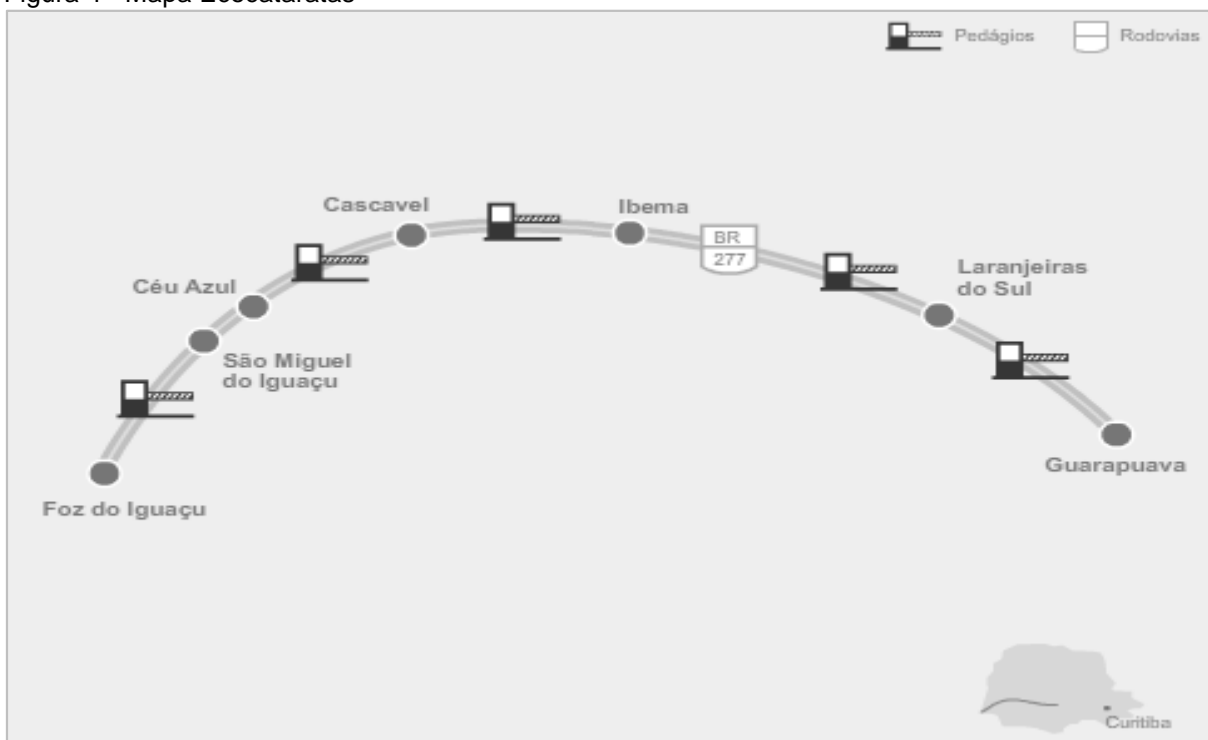
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9M12
Eixos Equivalentes (milhões pagantes)	9,38	9,49	10,87	10,42	10,87	13,00	14,26	12,09
Tarifa média (R\$/eixo equiv)	8,66	9,48	9,75	10,28	11,20	11,35	11,85	12,30

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

5.3.3 Ecocataratas

Segundo o site da controladora, a Ecocataratas foi adquirida em 2008 e é responsável pela concessão da rodovia BR-277, que liga os municípios de Guarapuava e Foz do Iguaçu, no estado do Paraná, totalizando 387,1 km de extensão. O prazo de vencimento da concessão será em 2021. Abaixo mapa da extensão sob administração da concessionária:

Figura 4 - Mapa Ecocataratas



Fonte: ABCR

Tabela 4 - Ecocataratas - Dados operacionais

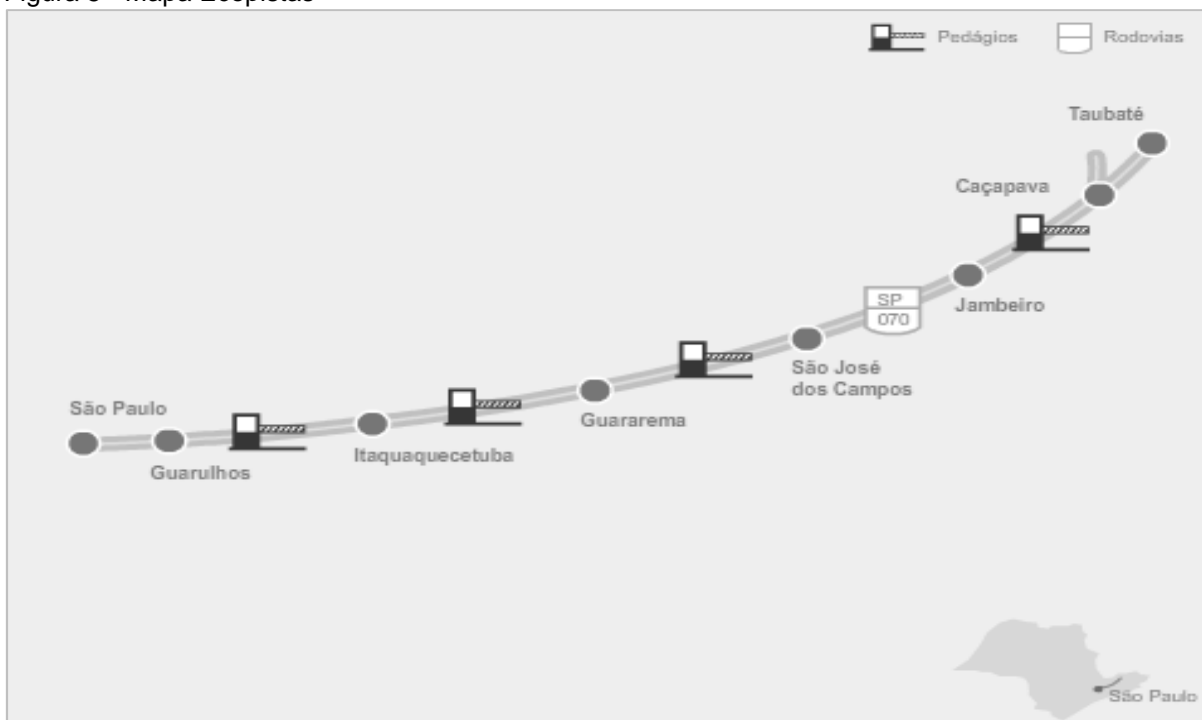
	2008	2009	2010	2011	9M12
Eixos Equivalentes (milhões pagantes)	17,92	19,66	23,38	25,73	19,60
Tarifa média (R\$/eixo equiv)	6,27	7,28	7,40	7,74	8,03

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

5.3.4 Ecopistas

A Ecopistas administra o Sistema Ayrton Senna – Carvalho Pinto, que liga a região metropolitana de São Paulo e o Vale do Paraíba, região de Campos do Jordão e acesso ao Litoral Norte do estado de São Paulo. A concessionária possui ao todo 134,9 km de extensão e movimento anual de aproximadamente 50 milhões de veículos equivalentes pagantes, segundo site da EcoRodovias. O vencimento da concessão será em junho de 2039. Segue mapa do Sistema Ayrton Senna – Carvalho Pinto, sob concessão da Ecopistas:

Figura 5 - Mapa Ecopistas



Fonte: ABCR

Tabela 5 - Ecopistas - Dados operacionais

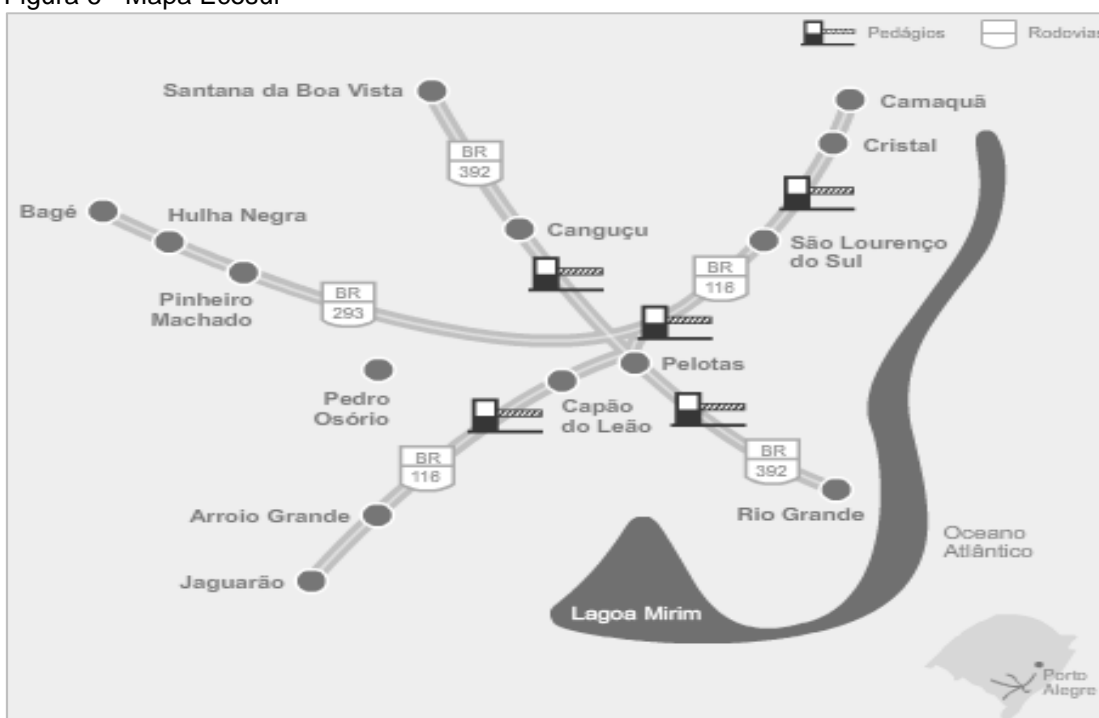
	2010	2011	9M12
Eixos Equivalentes (milhões pagantes)	70,11	81,62	62,24
Tarifa média (R\$/eixo equiv)	2,35	2,38	2,51

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

5.3.5 Ecosul – Rodovias do Sul

A Ecosul foi criada em 1998 e é responsável pela administração do Pólo Rodoviário de Pelotas/RS, que atualmente é a maior malha rodoviária concedida do Brasil, segundo o site da companhia. A concessão totalizam 623,8 km de extensão. O prazo de vencimento da concessão é 2026. A companhia possui 90% de participação nesta concessão. A Figura 6 representa a extensão de rodovia sob concessão da Ecosul.

Figura 6 - Mapa Ecosul



Fonte: ABCR

Tabela 6 - Ecosul - Dados operacionais

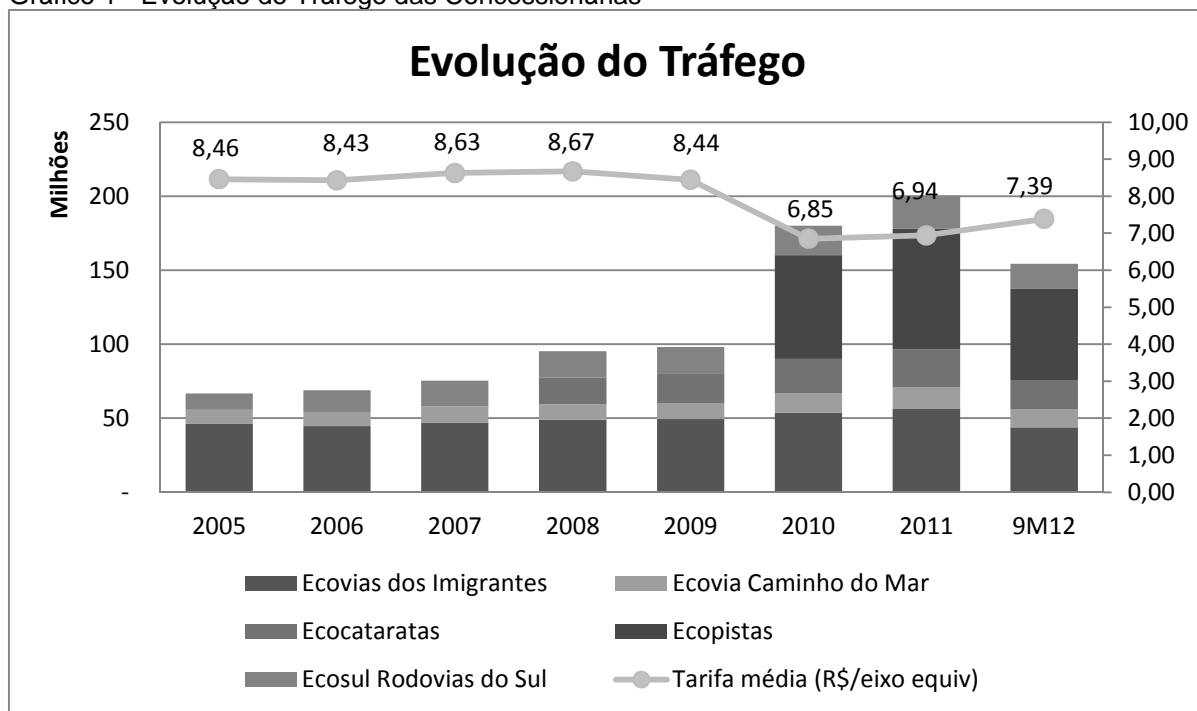
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9M12
Eixos Equivalentes (milhões pagantes)	11,06	14,90	17,33	18,00	18,13	19,89	22,18	16,74
Tarifa média (R\$/eixo equiv)	4,50	4,09	4,56	4,73	5,27	5,65	6,12	6,65

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

5.4 Evolução do Tráfego das Concessionárias

O Gráfico a seguir apresenta a evolução do tráfego nas rodovias sob concessão da empresa EcoRodovias Concessões e Serviços.

Gráfico 1 - Evolução do Tráfego das Concessionárias



Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

6 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A partir do entendimento do setor no qual a empresa se insere e quais os seus principais fundamentos, a primeira etapa requer a análise do desempenho passado da empresa. Para isso, foi necessário compilar todas as informações de períodos anteriores, partindo da adoção do novo padrão de demonstrações contábeis *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. No trabalho foi estudado desde o primeiro trimestre de 2009 para a projeção de 2010 em diante, posteriormente incorporado os dados financeiros divulgados pela empresa em 2010 para elaboração da projeção para 2011 em diante, em seguida os dados de 2011 foram incorporados para a realização da projeção de 2012 em diante e assim por diante, até a última projeção para um preço alvo no momento de realização deste trabalho, utilizando até o terceiro trimestre de 2012. Os dados financeiros da empresa estão nos Apêndices A, B, C e D.

O entendimento de como os fundamentos da empresa influenciarão no seu desempenho futuro possibilitou que posteriormente à compilação das informações financeiras, fossem realizados os cálculos das margens. Para esses cálculos, precisou-se projetar as receitas, portanto utilizou-se o fluxo de veículos equivalentes nas rodovias divulgado pela própria empresa, acrescidos anualmente pela previsão de crescimento de Produto Interno Bruto (PIB), divulgado pelo Banco Central do Brasil – Bacen, multiplicado pela tarifa média que a empresa disponibiliza em seus relatórios periódicos, acrescentando a atualização desses valores a partir das projeções divulgadas pelo Bacen para o índice oficial de inflação IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, como previsto nos contratos de concessões rodoviárias. As premissas utilizadas nas projeções citadas anteriormente são apresentadas nas Tabelas seguintes:

Tabela 7 - IPCA Projeção

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
4,28	5,90	6,54	5,74	5,74	5,52	5,21	5,07	4,99	4,99

Fonte: BACEN - Banco Central do Brasil

Tabela 8 - PIB Projeção

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
-0,2	7,6	2,82	0,94	3,16	3,68	3,85	3,74	3,74	3,74

Fonte: BACEN - Banco Central do Brasil

Tabela 9 - Fluxo de veículos Projeção

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
118.100	180.051	200.344	207.372	209.321	215.936	223.882	232.502	241.197	250.218

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

Tabela 10 - Tarifa Média Projeção

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
R\$ 8,44	R\$ 6,85	R\$ 6,94	R\$ 7,39	R\$ 7,81	R\$ 8,26	R\$ 8,71	R\$ 9,17	R\$ 9,63	R\$ 10,11

Fonte: EcoRodovias Concessões e Serviços

Em seguida, acrescentou-se o percentual histórico médio referente às operações logísticas da empresa. Para projeção de custo de serviços prestados (CSP), Receitas (Despesas Operacionais), Despesas Gerais e Administrativas e Outras Receitas (despesas) utilizou-se a margem que essas representavam em relação às receitas de cada ano estudado. Com o cálculo das margens é possível a realização das projeções a partir da receita total e das despesas operacionais e administrativas para encontrarmos conseqüentemente os demonstrativos de resultados futuros até a perpetuidade, em cada estudo.

Finalmente, com o estudo das informações anteriores e projeções chegou-se ao balanço patrimonial, demonstrativo de resultado e fluxo de caixa para uma série de trimestres até o último ano em que consideramos a perpetuidade.

A etapa seguinte é o cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC), que servirá como taxa de desconto para a obtenção do fluxo de caixa descontado. Primeiramente o custo de capital próprio foi encontrado utilizando o CAPM, através da fórmula $Ke = K_{rf} + \beta \times (K_M - K_{rf})$, sendo K_{rf} a remuneração nominal (taxal + previsão de inflação disponibilizada pelo Banco Central do Brasil - Bacen) da Nota do Tesouro Nacional Série B (NTN-B) de vencimento mais longo, em 2045. O β foi obtido em consulta ao sistema Bloomberg. E o fator $(K_M - K_{rf})$ utilizado foi de 3,99%, valor este definido por pesquisa atualizada anualmente por Damodaran (2012) no estudo de prêmio de risco das ações. Os cálculo chegaram nos os seguintes valores:

Tabela 11 - Beta

Projeção para:	2010	2011	2012	2M13
	0,596	0,670	0,645	0,576

Fonte: Bloomberg

Tabela 12 - Ke - CAPM

Projeção para:	2010	2011	2012	2M13
	14,32%	13,52%	13,36%	11,68%

Elaborado pelo autor

Em seguida, descontou-se o fluxo de caixa, assim como a perpetuidade, que foi calculada com crescimento a partir da correção de inflação apenas, utilizando a previsão de IPCA divulgada pelo Bacen e apresentada anteriormente na Tabela 7.

Para cálculo do custo do capital de terceiros utilizou-se a maior taxa das debêntures emitida recentemente pela empresa, já que o conceito implica em estudar o custo de dívida da empresa na data em que se realiza a avaliação da empresa, os valores das emissões para as datas referentes ao estudo e projeções foram:

Tabela 13 - IPCA - Emissões

Emissão em 15/10/2012
IPCA + 5,45%
Taxa nominal 11,09%
Emissão em 15/11/2009
IPCA + 6,64%
Taxa nominal 15,97%

Fonte: Anbima

Em etapa seguinte, calculou-se o WACC para os diferentes momentos de avaliação da empresa:

Tabela 14 - WACC - Projeções

Projeção para:	2010	2011	2012	2M13
	13,53%	13,18%	13,07%	10,82%

Elaborada pelo autor

Com os insumos necessários para os cálculos, efetuou-se o desconto do fluxo de caixa para os quatro momentos de observação, as tabelas a seguir trazem esses fluxos:

Tabela 15 – DCF - Projeção para 2010

DCF								
R\$ milhões	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
<i>EBIT</i>	250	118	120	118	117	117	117	117
(-) <i>IR e CSLL</i>	(79)	(38)	(38)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
NOPLAT	171	81	82	80	80	80	80	80
(+) Depreciação	59	61	63	-	63	63	63	63
(-) Investimentos	(73)	(71)	(77)	(89)	(75)	(75)	(75)	(75)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(227)	241	23	58	(52)	(15)	(4)	16
FCFF	(70)	312	91	50	16	54	64	84
<i>Taxa de Desconto</i>	0,97	0,94	0,91	0,88	0,85	0,83	0,80	0,78
FCFF Descontado	(68)	292	83	44	14	44	52	65

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
<i>EBIT</i>	128	128	128	128	137	137	137	137
(-) <i>IR e CSLL</i>	(41)	(41)	(41)	(41)	(44)	(44)	(44)	(44)
NOPLAT	88	88	88	88	94	94	94	94
(+) Depreciação	69	69	69	69	73	73	73	73
(-) Investimentos	(82)	(82)	(82)	(82)	(87)	(87)	(87)	(87)
(+/-) Variação do Capital de Giro	13	(16)	(4)	17	11	(17)	(4)	18
FCFF	88	59	71	92	91	63	75	98
<i>Taxa de Desconto</i>	0,75	0,73	0,71	0,68	0,66	0,64	0,62	0,60
FCFF Descontado	66	43	50	63	60	40	47	59

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
<i>EBIT</i>	150	150	150	150	164	164	164	164
(-) <i>IR e CSLL</i>	(47)	(47)	(47)	(47)	(52)	(52)	(52)	(52)
NOPLAT	102	102	102	102	112	112	112	112
(+) Depreciação	80	80	80	80	88	88	88	88
(-) Investimentos	(95)	(95)	(95)	(95)	(88)	(88)	(88)	(88)
(+/-) Variação do Capital de Giro	15	(19)	(5)	20	17	(20)	(5)	22
FCFF	102	68	82	107	129	91	107	134
<i>Taxa de Desconto</i>	0,58	0,56	0,55	0,53	0,51	0,50	0,48	0,47
FCFF Descontado	60	39	45	57	66	45	51	62

Total FCFF Descontado	1.379
------------------------------	--------------

Perpetuidade	5.986
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,47</i>
Perpetuidade Descontada	2.795

Elaborada pelo autor

	<i>Anual</i>	<i>Trimestral</i>
WACC	13,5%	3,2%
Perpetuidade	5,2%	1,3%

Tabela 16 – DCF - Projeção para 2011

DCF								
R\$ milhões	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
<i>EBIT</i>	191	191	191	191	209	209	209	209
<i>(-) IR e CSLL</i>	(60)	(60)	(60)	(60)	(66)	(66)	(66)	(66)
NOPLAT	131	131	131	131	143	143	143	143
(+) Depreciação	55	55	55	55	60	60	60	60
(-) Investimentos	(63)	(63)	(63)	(63)	(69)	(69)	(69)	(69)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(101)	(14)	(9)	5	20	(15)	(10)	5
FCFF	21	108	113	127	154	119	124	139
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,97</i>	<i>0,94</i>	<i>0,91</i>	<i>0,88</i>	<i>0,86</i>	<i>0,83</i>	<i>0,81</i>	<i>0,78</i>
FCFF Descontado	20	102	103	112	132	99	100	109

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
<i>EBIT</i>	282	282	282	282	307	307	307	307
<i>(-) IR e CSLL</i>	(89)	(89)	(89)	(89)	(97)	(97)	(97)	(97)
NOPLAT	193	193	193	193	210	210	210	210
(+) Depreciação	64	64	64	64	70	70	70	70
(-) Investimentos	(74)	(74)	(74)	(74)	(81)	(81)	(81)	(81)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(116)	(16)	(10)	6	11	(18)	(11)	6
FCFF	67	167	173	188	211	182	188	206
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,76</i>	<i>0,73</i>	<i>0,71</i>	<i>0,69</i>	<i>0,67</i>	<i>0,65</i>	<i>0,63</i>	<i>0,61</i>
FCFF Descontado	51	122	123	130	141	118	118	125

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<i>EBIT</i>	336	336	336	336	367	367	367	367
<i>(-) IR e CSLL</i>	(106)	(106)	(106)	(106)	(116)	(116)	(116)	(116)
NOPLAT	230	230	230	230	251	251	251	251
(+) Depreciação	77	77	77	77	84	84	84	84
(-) Investimentos	(88)	(88)	(88)	(88)	(84)	(84)	(84)	(84)
(+/-) Variação do Capital de Giro	12	(19)	(12)	7	13	(21)	(14)	7
FCFF	230	199	206	225	264	230	238	258
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,59</i>	<i>0,57</i>	<i>0,56</i>	<i>0,54</i>	<i>0,52</i>	<i>0,51</i>	<i>0,49</i>	<i>0,48</i>
FCFF Descontado	136	114	114	121	138	116	117	123

Total FCFF Descontado	2.684
------------------------------	--------------

Perpetuidade	13.189
---------------------	---------------

<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,48</i>
-------------------------	-------------

Perpetuidade Descontada	6.274
--------------------------------	--------------

Elaborada pelo autor

	<i>Anual</i>	<i>Trimestral</i>
WACC	13,2%	3,1%
Perpetuidade	5,1%	1,2%

Tabela 17 – DCF - Projeção para 2012

DCF								
R\$ milhões	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13
<i>EBIT</i>	261	261	261	261	279	279	279	279
<i>(-) IR e CSLL</i>	(94)	(94)	(94)	(94)	(101)	(101)	(101)	(101)
NOPLAT	167	167	167	167	178	178	178	178
(+) Depreciação	45	45	45	45	48	48	48	48
(-) Investimentos	(52)	(52)	(52)	(52)	(56)	(56)	(56)	(56)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(56)	(22)	(1)	(11)	32	(23)	(1)	(12)
FCFF	105	139	160	149	203	148	170	159
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,97</i>	<i>0,94</i>	<i>0,91</i>	<i>0,88</i>	<i>0,86</i>	<i>0,83</i>	<i>0,81</i>	<i>0,78</i>
FCFF Descontado	102	130	146	132	174	123	137	124

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
<i>EBIT</i>	304	304	304	304	333	333	333	333
<i>(-) IR e CSLL</i>	(110)	(110)	(110)	(110)	(120)	(120)	(120)	(120)
NOPLAT	194	194	194	194	213	213	213	213
(+) Depreciação	53	53	53	53	58	58	58	58
(-) Investimentos	(61)	(61)	(61)	(61)	(66)	(66)	(66)	(66)
(+/-) Variação do Capital de Giro	33	(25)	(1)	(13)	36	(28)	(1)	(14)
FCFF	220	161	186	173	240	177	203	190
<i>Taxa de Desconto</i>	0,76	0,74	0,71	0,69	0,67	0,65	0,63	0,61
FCFF Descontado	167	119	132	120	161	115	128	116

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
<i>EBIT</i>	364	364	364	364	396	396	396	396
<i>(-) IR e CSLL</i>	(131)	(131)	(131)	(131)	(143)	(143)	(143)	(143)
NOPLAT	232	232	232	232	253	253	253	253
(+) Depreciação	63	63	63	63	69	69	69	69
(-) Investimentos	(72)	(72)	(72)	(72)	(69)	(69)	(69)	(69)
(+/-) Variação do Capital de Giro	40	(30)	(1)	(16)	44	(33)	(1)	(17)
FCFF	263	193	222	207	297	221	252	236
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,59</i>	<i>0,58</i>	<i>0,56</i>	<i>0,54</i>	<i>0,52</i>	<i>0,51</i>	<i>0,49</i>	<i>0,48</i>
FCFF Descontado	156	111	124	112	156	112	125	113

Total FCFF Descontado 2.630

Perpetuidade 13.447

Taxa de Desconto 0,54

Perpetuidade Descontada 7.276

Elaborada pelo autor

	<i>Anual</i>	<i>Trimestral</i>
WACC	13,1%	3,1%
Perpetuidade	5,0%	1,2%

Tabela 18 – DCF - Projeção para 2M2013

DCF									
R\$ milhões	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
<i>EBIT</i>	400	272	272	272	272	296	296	296	296
<i>(-) IR e CSLL</i>	(146)	(99)	(99)	(99)	(99)	(108)	(108)	(108)	(108)
NOPLAT	254	172	172	172	172	188	188	188	188
(+) Depreciação	73	49	49	49	49	54	54	54	54
(-) Investimentos	(84)	(57)	(57)	(57)	(57)	(62)	(62)	(62)	(62)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(54)	17	(21)	31	(11)	(2)	(23)	34	(13)
FCFF	189	182	144	196	153	178	157	214	167
<i>Taxa de Desconto</i>	0,97	0,95	0,93	0,90	0,88	0,86	0,84	0,81	0,79
FCFF Descontado	184	173	133	177	135	153	131	174	133

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
<i>EBIT</i>	324	324	324	324	354	354	354	354
<i>(-) IR e CSLL</i>	(119)	(119)	(119)	(119)	(130)	(130)	(130)	(130)
NOPLAT	206	206	206	206	225	225	225	225
(+) Depreciação	59	59	59	59	64	64	64	64
(-) Investimentos	(68)	(68)	(68)	(68)	(74)	(74)	(74)	(74)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(2)	(25)	37	(14)	(2)	(27)	41	(15)
FCFF	195	172	234	183	213	188	256	200
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,77</i>	<i>0,75</i>	<i>0,73</i>	<i>0,72</i>	<i>0,70</i>	<i>0,68</i>	<i>0,66</i>	<i>0,65</i>
FCFF Descontado	151	130	172	131	149	128	169	129

Elaborada pelo autor

R\$ milhões	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18
<i>EBIT</i>	386	386	386	386	421	421	421	421
<i>(-) IR e CSLL</i>	(141)	(141)	(141)	(141)	(154)	(154)	(154)	(154)
NOPLAT	245	245	245	245	267	267	267	267
(+) Depreciação	70	70	70	70	76	76	76	76
(-) Investimentos	(81)	(81)	(81)	(81)	(76)	(76)	(76)	(76)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(2)	(30)	44	(16)	(2)	(32)	48	(18)
FCFF	232	205	279	218	265	234	315	249
<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,63</i>	<i>0,61</i>	<i>0,60</i>	<i>0,58</i>	<i>0,57</i>	<i>0,55</i>	<i>0,54</i>	<i>0,53</i>
FCFF Descontado	146	126	167	127	150	130	170	131

Total FCFF Descontado	2.552
------------------------------	--------------

Perpetuidade	19.531
---------------------	---------------

<i>Taxa de Desconto</i>	<i>0,53</i>
-------------------------	-------------

Perpetuidade Descontada	10.277
--------------------------------	---------------

Elaborada pelo autor

	<i>Anual</i>	<i>Trimestral</i>
WACC	10,8%	2,6%
Perpetuidade	5,0%	1,2%

Enfim, com o valor da empresa calculado através do fluxo de caixa descontado adicionado à perpetuidade, somou-se a esse resultado à dívida líquida e dividiu-se pelo número de ações na época, encontra-se portanto, o preço alvo para a empresa nos diferentes períodos estudados.

Tabela 19 – Quantidade de ações (milhares)

2010	2011	2012	2M13
466.699	558.699	558.699	558.434

Fonte: Economática

Em comparação aos valores negociados na Bolsa de Valores de São Paulo no último dia útil de cada ano e para o período de fevereiro de 2013, foi comparado o valor de fechamento de 15 de fevereiro de 2013.

Tabela 20 - Comparação - Projeção x BOVESPA

	2010	2011	2012	2M13
Preço Alvo	R\$ 5,35	R\$ 14,24	R\$ 15,63	R\$ 18,56
BOVESPA	R\$ 12,78	R\$ 13,95	R\$ 17,30	R\$ 17,70

Fonte: Thomson Reuters

	2010	2011	2012	2M13
Diferença BOVESPA x Projeção	138,88%	-2,07%	10,69%	-4,61%

A partir dos dados apresentados no quadro anterior, podemos notar que a diferença em relação à projeção e ao preço de negociação da ação na Bolsa de Valores aparece de forma aleatória, sem configurar uma tendência explícita ou para supervalorização da empresa ou para a subavaliação. A maior diferença aparece na projeção para o ano de 2010, provavelmente em função de o histórico de dados ser menor do que nas demais observações, devido à alteração na forma de divulgação de informações financeiras ter sido alterada para o método IFRS. Destaca-se também a diferença para o ano de 2012, causada possivelmente por um reflexo positivo na opinião dos investidores às aquisições feitas pela a empresa.

7 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O estudo realizado foi proposto com o objetivo de comparar o preço alvo encontrado através do método de avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado com o valor das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F BOVESPA. A partir da precificação por fluxos de caixa descontados observou-se que os preços alvos encontrados possuem diferenças aleatórias em relação aos valores encontrados nas cotações de encerramento dos períodos observados.

O método de avaliação utilizado nessa pesquisa é bastante popular entre os participantes de mercado, principalmente entre os investidores institucionais e investidores que realizam análise fundamentalista das empresas. Com o crescimento do mercado de capitais brasileiro o método de fluxo de caixa descontado deve ganhar ainda mais espaço entre os investidores, entretanto o modelo é relativamente estático não incorporando certas decisões estratégicas que não são de conhecimento público, sendo assim a precificação não consegue refletir com dinamicidade as alterações na administração das empresas. Em contrapartida, esse modelo de avaliação pode servir como apoio em aquisições e fusões, ou até mesmo para participações de investidores minoritários.

A pesquisa encontrou limitação quanto à padronização nas divulgações de informações financeiras, já que em 2010 houve alteração no padrão, passando a ser o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), restringindo à adequação a partir dos dados do primeiro trimestre de 2009 e impedindo a comparação com os demais anos anteriores.

Assim sugere-se que nas próximas pesquisas realizadas sobre o tema, seja utilizada maior base de dados com o mesmo padrão contábil, para que o estudo não encontre limitações na análise de desempenho passado das empresas, tornando ainda mais precisas as projeções a serem realizadas.

REFERÊNCIAS

ABCR. Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias. Disponível em: <<http://www.abcr.org.br/>>. Acesso em: 08 fev. 2013.

AMCHAM. Câmara Americana de Comércio. **Brasil tem empresas interessadas em investir em infraestrutura logística, diz diretor da EPL.** Disponível em: <<http://www.amcham.com.br/regionais/amcham-sao-paulo/noticias/2012/brasil-tem-empresas-interessadas-em-investir-em-infraestrutura-logistica-diz-diretor-da-epl>>. Acesso em: 03 jan. 2013.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/>>. Acesso em: 17 fev. 2012.

BACEN. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em: 15 fev. 2012.

BALDISSERA, Eduardo Hecht. **Valuation – Avaliação de uma empresa do setor de papel e celulos brasileiro pelo método do fluxo de caixa descontado.** Dissertação (Pós-Graduação em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2007.

BATISTELLA, Flávio Donizete; BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J. **Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no brasil.** Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n. 43, p. 9-19. São Paulo, Jan./Abr. 2007.

BLOOMBERG. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/>>. Acesso em: 18 fev. 2012.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática.** São Paulo: Cengage Learning, 2010.

BRUNI, Adriano Leal. **Risco, Retorno e Equilíbrio: Uma Análise do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros na Avaliação de Ações Negociadas na BOVESPA (1988-1996)**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1998

BRUNI, Adriano Leal; FAMÁ, Rubens. **Mercados Eficientes, CAPM e Anomalias: Uma análise das ações negociadas na BOVESPA (1988-1996)**. III SEMEAD. São Paulo, 1998.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – valuation. Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª Ed. Makron Books. São Paulo, 2001.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2010.

Damodaran, Aswath. **Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2012 Edition**. Março, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2027211>>. Acesso em: 14 fev. 2013.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <<http://www.economatica.com/>>. Acesso em: 15 fev. 2012.

ECORODOVIAS. EcoRodovias Concessões e Serviços. Disponível em: <<http://www.ecorodovias.com.br/>>. Acesso em: 30 jan. 2013.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: II**. *The Journal of Finance*, Vol. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FAMÁ, Rubens; KAYO, Eduardo Kazuo. **Teoria de agência e crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento**. Caderno de Pesquisas em Administração. v.2, nº 5. São Paulo, 1997.

GRAHAM, John; HARVEY, Campbell. ***The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field***. The Journal of Financial Economics, Vol. 60, p. 187-243, 2001.

LAPKOUSKI, Simone Bet. **Valuation: Aplicação dos modelos de avaliação**. Dissertação (graduação em Ciências Contábeis) – UNIFAE – Centro Universitário Franciscano. Paraná. 2003.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação de negócios**. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. ***Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction***. The American Economic Review, Vol. 53, No. 3, p. 433-443. Jun., 1963.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. ***The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment***. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, p. 261-297. Jun., 1958.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

ROBERTS, Harry V. ***Stock-market “patterns” and financial analysis: methodological suggestions***. The Journal of Finance, Vol. 14, issue 1, p.1-10, 1959.

ROSS, Stephen Alan; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

REUTERS. Thomas Reuters. Disponível em:
<<http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=ECOR3.SA&beginDay=1&beginMonth=1&beginYear=2010&endDay=15&endMonth=2&endYear=2013&page=1&size=200>>. Acesso em: 30 jan. 2013.

VARANDA NETO, José Monteiro. **Fluxo de caixa em risco em empresas não-financeiras**. R.Admi., v.42, n.2, p.239-248. São Paulo, 2007.

APÊNDICES

Apêndice A – Dados e Projeções para 2010

	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
1.1. Realizado								
R\$ milhões								
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88
Deduções da Receita	(15,49)	(16,17)	(19,40)	(22,69)	(23,71)	(23,47)	(26,43)	(27,04)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84
CSP/CPV 1	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)
Custos dos Serviços Prestados/Produtos Vendidos	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)
Lucro Bruto	143,99	133,61	152,32	175,54	182,00	174,10	191,13	206,62
Receitas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)
Outras Receitas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)
Despesas/Receitas Operacionais	(45,93)	(52,23)	(70,00)	(44,48)	67,77	(55,81)	(70,96)	(88,87)
EBITDA	140,5	127,8	138,1	191,9	309	178,8	182,7	117,745
Depreciação e Amortização	(42,40)	(46,40)	(55,80)	(60,80)	(59,20)	(60,50)	(62,50)	-
Resultado Operacional (EBIT)	98,1	81,4	82,3	131,1	250	118,3	120,2	118
Receita Financeira	0,50	1,02	0,22	1,06	0,49	17,14	22,46	19,00
Despesa Financeira	(15,37)	(12,56)	(7,57)	(1,00)	(0,91)	(0,53)	(0,23)	-
Varição Cambial	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT) (LAIR)	72,55	54,79	60,17	138,68	64,32	78,46	63,51	90,88
IR e CSLL	155,7	124,6	135,1	269,8	314	213,4	205,9	228
Lucro Líquido Antes dos Minoritários	(36,94)	(31,70)	(29,20)	(38,47)	(35,68)	(36,18)	(48,85)	(41,14)
Participações dos não controladores	118,8	92,9	105,9	231,3	278	177,2	157,1	186
Lucro Líquido	(40,40)	(90,90)	(60,60)	(0,50)	(60,60)	(1,00)	0,70	1,01
	118,4	92,0	105,3	230,8	277	176,2	157,8	187

2. Balanço Patrimonial

2.1. Realizado

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09
Ativo Circulante	182,20	276,60	223,50	536,74
Disponibilidades	103,30	186,80	115,00	419,59
Contas a Receber e PCLD	61,30	71,10	82,50	91,18
Estoque	-	-	-	-
Tributos a Recuperar	5,10	5,10	6,70	6,55
Outros Ativos Circulantes	13	14	19	19
Ativo Não Circulante	1.740	2.359	2.380	2.400
Tributos Diferidos	6,70	8,00	15,10	16,91
Contas a Receber e PCLD	-	-	-	-
Outros Ativos Não Circulantes	1,80	1,30	0,60	1,04
Investimentos	2,10	0,30	-	-
Imobilizado	1.334,40	1.371,90	1.401,50	1.451,76
Intangível	394,60	977,90	962,30	930,51
Total Ativos	1.922	2.636	2.603	2.937
Passivo Circulante	610,70	1.208,30	1.264,30	1.123,61
Fornecedores	46,10	60,40	73,00	82,87
Tributos a Pagar	9,90	10,10	12,00	14,48
Obrigações Sociais e Trabalhistas	16,90	14,00	17,70	17,69
Provisões	14,50	13,80	13,40	14,13
Outros Passivos Circulantes	13,80	17,80	12,90	59,10
Empréstimos/Debêntures	510	1.092	1.135	935
Passivo Não Circulante	671,70	762,70	684,50	1.179,66
Tributos Diferidos	5,90	5,80	5,40	5,14
Provisões	19,10	20,40	21,80	22,38
Outros Passivos Não Circulantes	6,10	7,60	4,90	5,07
Empréstimos/Debêntures	640,60	728,90	652,40	1.147,07
Patrimônio Líquido Total	639	665	654	634
Patrimônio Líquido	635,40	660,80	651,10	630,89
Participação de Acionistas Minoritários (IFRS)	4,00	4,20	3,10	2,79
Patrimônio Líquido + Passivo	1.922	2.636	2.603	2.937
Dividendos e JSCP	(28)	(21)	(48)	(43)

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Fluxo de Caixa Operacional		90	88	202	(16)	465	186	161	86	136	145	167
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)		70	75	131	249	135	142	137	126	129	126	130
(+) Depreciação		46	56	61	59	61	63	-	63	63	63	63
(-) IR e CSLL		(32)	(29)	(38)	(36)	(36)	(49)	(41)	(40)	(41)	(40)	(41)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes		(1)	(6)	(2)	2	0	(1)	(3)	3	0	0	0
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes		3	(2)	0	(63)	64	8	10	(14)	-	-	-
Capital de Giro	(22)	(26)	(21)	(71)	156	(85)	(108)	(167)	(115)	(100)	(96)	(112)
(+/-) Variação do Capital de Giro		4	(6)	51	(227)	241	23	58	(52)	(15)	(4)	16
Fluxo de Caixa de Investimentos		(665)	(69)	(79)	(73)	(71)	(77)	(89)	(75)	(75)	(75)	(75)
(-) Investimentos		(665)	(69)	(79)	(73)	(71)	(77)	(89)	(75)	(75)	(75)	(75)
Fluxo de Caixa de Financiamentos		658	(90)	182	146	89	(122)	122	285	(333)	285	(345)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida		671	(33)	295	276	144	(22)	167	285	(188)	285	(197)
(-) Dividendos e JSCP		(21)	(48)	(43)	(130)	(55)	(100)	(45)	-	(145)	-	(148)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital		8	(9)	(70)	0	0	(0)	0	0	(0)	0	(0)
Caixa Final		83	(72)	305	57	483	(12)	194	296	(272)	356	(252)

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14
Fluxo de Caixa Operacional	179	148	161	182	190	161	174	197	212
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	139	140	141	141	152	153	155	154	169
(+) Depreciação	69	69	69	69	73	73	73	73	80
(-) IR e CSLL	(44)	(44)	(45)	(45)	(48)	(49)	(49)	(49)	(54)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(2)	0	0	0	(1)	(0)	(0)	(0)	(2)
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	4	-	-	-	3	-	-	-	4
Capital de Giro	(126)	(110)	(105)	(123)	(134)	(117)	(113)	(131)	(146)
(+/-) Variação do Capital de Giro	13	(16)	(4)	17	11	(17)	(4)	18	15
Fluxo de Caixa de Investimentos	(82)	(82)	(82)	(82)	(87)	(87)	(87)	(87)	(95)
(-) Investimentos	(82)	(82)	(82)	(82)	(87)	(87)	(87)	(87)	(95)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	64	84	(121)	125	71	92	(133)	137	79
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	122	138	(19)	170	133	151	(21)	186	149
(-) Dividendos e JSCP	(58)	(54)	(102)	(45)	(63)	(59)	(112)	(49)	(70)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	0	0	(0)	0	0	0	(0)	0	0
Caixa Final	162	151	(42)	226	173	166	(46)	247	196

Fluxo de Caixa

R\$ milhões	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Fluxo de Caixa Operacional	178	193	217	235	197	213	240
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	170	172	172	188	190	192	192
(+/-) Depreciação	80	80	80	88	88	88	88
(-) IR e CSLL	(54)	(55)	(54)	(60)	(60)	(61)	(61)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(0)	(0)	(0)	(2)	(0)	(0)	(0)
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	-	-	-	5	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	(128)	(123)	(143)	(160)	(140)	(134)	(156)
(+/-) Variação do Capital de Giro	(19)	(5)	20	17	(20)	(5)	22
Fluxo de Caixa de Investimentos	(95)	(95)	(95)	(88)	(88)	(88)	(88)
(-) Investimentos	(95)	(95)	(95)	(88)	(88)	(88)	(88)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	103	(148)	152	88	115	(165)	170
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	168	(23)	207	166	187	(26)	231
(-) Dividendos e JSCP	(65)	(125)	(55)	(78)	(73)	(139)	(61)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	0	(0)	0	0	0	(0)	0
Caixa Final	185	(50)	275	235	224	(39)	323

Apêndice B – Dados e Projeções para 2011

1. Demonstrativo de Resultado								
1.1. Realizado	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
R\$ milhões								
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88
Deduções da Receita	(15,49)	(16,17)	(19,40)	(22,69)	(23,71)	(23,47)	(26,43)	(27,04)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84
CSP/CPV 1	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)
Custos dos Serviços Prestados/Produtos Vendidos	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)
Lucro Bruto	143,99	133,61	152,32	175,54	182,00	174,10	191,13	206,62
Receitas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)
Outras Receitas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)
Despesas/Receitas Operacionais	(45,93)	(52,23)	(70,00)	(44,48)	67,77	(55,81)	(70,96)	(88,87)
EBITDA	140,5	127,8	138,1	191,9	309	178,8	182,7	117,745
Depreciação e Amortização	(42,40)	(46,40)	(55,80)	(60,80)	(59,20)	(60,50)	(62,50)	-
Resultado Operacional (EBIT)	98,1	81,4	82,3	131,1	250	118,3	120,2	118
Receita Financeira	0,50	1,02	0,22	1,06	0,49	17,14	22,46	19,00
Despesa Financeira	(15,37)	(12,56)	(7,57)	(1,00)	(0,91)	(0,53)	(0,23)	-
Varição Cambial	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Patrimonial	72,55	54,79	60,17	138,68	64,32	78,46	63,51	90,88
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT) (L-AIR)	155,7	124,6	135,1	269,8	314	213,4	205,9	228
IR e CSLL	(36,94)	(31,70)	(29,20)	(38,47)	(35,68)	(36,18)	(48,85)	(41,14)
Lucro Líquido Antes dos Minoritários	118,8	92,9	105,9	231,3	278	177,2	157,1	186
Participações dos não controladores	(0,40)	(0,90)	(0,60)	(0,50)	(0,60)	(1,00)	0,70	1,01
Lucro Líquido	118,4	92,0	105,3	230,8	277	176,2	157,8	187

1.2. Margens e Projeções

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88	396,09	396	396,09	396,09
<i>Deduções da Receita - % Receita Total</i>	6,3%	6,7%	7,1%	6,3%	7,3%	7,4%	7,6%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Deduções da Receita	(15)	(16)	(19)	(23)	(24)	(23)	(26)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84	369,17	369,17	369,17	369,17
CSP/CPV 1	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(135,92)	(135,92)	(135,92)	(135,92)
Custos dos Serviços Prestados/Produtos Vendidos	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(135,92)	(135,92)	(135,92)	(135,92)
Receitas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)	(21)	(21,06)	(21,06)	(21,06)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)	(38)	(37,69)	(37,69)	(37,69)
Outras Receitas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)	17	16,63	16,63	16,63
Despesas/Receitas Operacionais	(46)	(52)	(70)	(44)	68	(56)	(71)	(89)	(42)	(42)	(42)	(42)
Receita Financeira		1	0	1	0	17	22	19	16	17	16	21
% do Caixa do Período Anterior		0,99%	0,12%	0,92%	0,12%	4,86%	2,15%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Despesa Financeira		(13)	(8)	(1)	(1)	(1)	(0)	-	-	-	0	-
% dos Empréstimos/Debêntures do Período Anterior		1,09%	0,42%	0,06%	0,04%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Variação Cambial		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Patrimonial												
IR e CSLL	(28)	(28)	(28)	(42)	(46)	(40)	(49)	(43)	(66)	(66)	(66)	(67)
IR e CSLL Contábil	(28)	(24)	(25)	(45)	(85)	(46)	(48)	(46)	(70)	(71)	(70)	(72)
Aliquota IR (34%)	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
% Benefício Fiscal / LAIR	0%	-6%	-3%	2%	16%	5%	0%	2%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
Aliquota IR Efetiva	34%	40%	37%	32%	18%	29%	34%	32%	32%	32%	32%	32%
Participações dos não controladores	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	1	1	1	1
% do Caixa do Período Anterior	0,3%	1,0%	0,6%	0,2%	0,2%	0,6%	-0,4%	-0,5%	-0,54%	-0,54%	-0,54%	-0,54%

2. Balanço Patrimonial

2.1. Realizado

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
Ativo Circulante	182,20	276,60	223,50	536,74	561,78	1.186,88	1.240,78	1.076,88
Disponibilidades	103,30	186,80	115,00	419,59	352,31	1.042,16	1.030,84	872,65
Contas a Receber e PCLD	61,30	71,10	82,50	91,18	89,40	99,16	114,49	127,72
Estoque	-	-	-	-	-	-	-	-
Tributos a Recuperar	5,10	5,10	6,70	6,55	7,64	7,27	13,78	21,85
Outros Ativos Circulantes	13	14	19	19	112,42	38,29	81,68	54,65
Ativo Não Circulante	1.740	2.359	2.380	2.400	2.401	2.454	2.471	3.089
Tributos Diferidos	6,70	8,00	15,10	16,91	19,59	18,74	20,39	76,82
Contas a Receber e PCLD	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos Não Circulantes	1,80	1,30	0,60	1,04	1,99	0,82	1,73	10,64
Investimentos	2,10	0,30	-	-	-	40,00	40,00	43,60
Imobilizado	1.334,40	1.371,90	1.401,50	1.451,76	1.463,40	1.489,97	1.517,30	218,69
Intangível	394,60	977,90	962,30	930,51	916,45	904,09	891,70	2.739,15
Total Ativos	1.922	2.636	2.603	2.937	2.963	3.640	3.712	4.166
Passivo Circulante	610,70	1.208,30	1.264,30	1.123,61	1.115,06	1.030,12	1.006,20	1.112,97
Fornecedores	46,10	60,40	73,00	82,87	74,65	80,12	92,71	97,60
Tributos a Pagar	9,90	10,10	12,00	14,48	13,28	11,70	13,41	21,76
Obrigações Sociais e Trabalhistas	16,90	14,00	17,70	17,69	17,84	17,70	21,00	28,94
Provisões	14,50	13,80	13,40	14,13	13,02	14,74	17,90	49,75
Outros Passivos Circulantes	13,80	17,80	12,90	59,10	123,50	25,75	24,89	131,14
Empréstimos/Debêntures	510	1.092	1.135	935	873	880	836	784
Passivo Não Circulante	671,70	762,70	684,50	1.179,66	1.214,32	1.070,14	1.078,10	1.264,94
Tributos Diferidos	5,90	5,80	5,40	5,14	5,44	5,51	5,75	20,92
Provisões	19,10	20,40	21,80	22,38	23,39	23,23	24,84	175,08
Outros Passivos Não Circulantes	6,10	7,60	4,90	5,07	5,11	4,99	3,31	6,77
Empréstimos/Debêntures	640,60	728,90	652,40	1.147,07	1.180,38	1.036,41	1.044,21	1.062,17
Patrimônio Líquido Total	639	665	654	634	634	1.540	1.628	1.788
Patrimônio Líquido	635,40	660,80	651,10	630,89	630,62	1.536,04	1.622,68	1.781,20
Participação de Acionistas Minoritários (IFRS)	4,00	4,20	3,10	2,79	3,20	4,20	4,92	6,66
Patrimônio Líquido + Passivo	1.922	2.636	2.603	2.937	2.963	3.640	3.712	4.166
Dividendos e JSCP	(28)	(21)	(48)	(43)	(53)	(97)	-	(129)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Fluxo de Caixa Operacional		90	88	202	232	133	108	364	(60)	183	188	205
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)		70	75	131	249	135	142	137	207	208	207	212
(+) Depreciação		46	56	61	59	61	63	-	55	55	55	55
(-) IR e CSLL		(32)	(29)	(38)	(36)	(36)	(49)	(41)	(66)	(66)	(66)	(67)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes		(1)	(6)	(2)	(4)	2	(3)	(65)	0	0	0	0
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes		3	(2)	0	1	(0)	0	169	(155)	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	(22)	(26)	(21)	(71)	(33)	(5)	40	(125)	(24)	(10)	(1)	(6)
(+/-) Variação do Capital de Giro		4	(6)	51	(38)	(28)	(45)	165	(101)	(14)	(9)	5
Fluxo de Caixa de Investimentos		(665)	(69)	(79)	(57)	(115)	(77)	(552)	(63)	(63)	(63)	(63)
(-) Investimentos		(665)	(69)	(79)	(57)	(115)	(77)	(552)	(63)	(63)	(63)	(63)
Fluxo de Caixa de Financiamentos		658	(90)	182	(243)	671	(42)	30	147	(148)	147	(151)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida		671	(33)	295	(29)	(137)	(36)	(35)	147	(3)	147	(3)
(-) Dividendos e JSCP		(21)	(48)	(43)	(53)	(97)	-	(129)	-	(145)	-	(148)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital		8	(9)	(70)	(161)	905	(6)	194	1	(0)	1	(0)
Caixa Final		83	(72)	305	(67)	690	(11)	(158)	24	(29)	272	(10)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Fluxo de Caixa Operacional	234	205	212	230	123	264	272	292	313	296	305	327
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	230	235	237	241	313	316	320	324	351	357	361	367
(+) Depreciação	60	60	60	60	64	64	64	64	70	70	70	70
(-) IR e CSLL	(73)	(74)	(75)	(76)	(99)	(100)	(101)	(103)	(111)	(113)	(114)	(116)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(8)	0	0	0	(6)	-	-	-	(9)	0	0	0
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	5	-	-	-	(33)	-	-	-	2	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	(26)	(11)	(1)	(6)	110	126	137	131	120	138	149	143
(+/-) Variação do Capital de Giro	20	(15)	(10)	5	(116)	(16)	(10)	6	11	(18)	(11)	6
Fluxo de Caixa de Investimentos	(69)	(69)	(69)	(69)	(74)	(74)	(74)	(74)	(81)	(81)	(81)	(81)
(-) Investimentos	(69)	(69)	(69)	(69)	(74)	(74)	(74)	(74)	(81)	(81)	(81)	(81)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	71	(4)	51	(133)	97	(5)	69	(179)	108	(6)	77	(202)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	116	79	108	16	158	107	146	22	177	121	165	24
(-) Dividendos e JSCP	(45)	(84)	(58)	(149)	(62)	(113)	(78)	(201)	(69)	(127)	(88)	(227)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	0
Caixa Final	236	132	194	28	145	185	267	38	341	210	302	43

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
Fluxo de Caixa Operacional	351	333	343	366	392	373	384	410
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	396	403	408	414	446	454	459	467
(+) Depreciação	77	77	77	77	84	84	84	84
(-) IR e CSLL	(125)	(128)	(129)	(131)	(141)	(144)	(145)	(148)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(10)	(0)	(0)	(0)	(11)	-	-	-
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	2	-	-	-	2	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	131	151	163	157	144	165	178	171
(+/-) Variação do Capital de Giro	12	(19)	(12)	7	13	(21)	(14)	7
Fluxo de Caixa de Investimentos	(88)	(88)	(88)	(88)	(84)	(84)	(84)	(84)
(-) Investimentos	(88)	(88)	(88)	(88)	(84)	(84)	(84)	(84)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	123	(7)	87	(229)	138	(7)	99	(258)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	200	137	186	28	225	154	210	31
(-) Dividendos e JSCP	(78)	(144)	(99)	(256)	(88)	(162)	(112)	(289)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	1	0	1	0	1	1	1	0
Caixa Final	385	238	342	49	447	282	399	69

Apêndice C – Dados e Projeções para 2012

1. Demonstrativo de Resultado												
1.1. Realizado												
R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88	457,60	479,90	512,31	535,30
Deduções da Receita	(15,49)	(16,17)	(19,40)	(22,69)	(23,71)	(23,47)	(26,43)	(27,04)	(35,20)	(38,63)	(41,29)	(42,63)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84	422,40	441,28	471,02	492,67
CSP/CPV 1	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)
Custos dos Serviços Prestados/Produtos Vendidos	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)
Lucro Bruto	143,99	133,61	152,32	175,54	182,00	174,10	191,13	206,62	223,04	229,68	252,51	266,69
Receitas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)	(29,37)	(51,31)	(44,60)	(58,37)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)	(29,14)	(51,37)	(44,63)	(58,33)
Outras Receitas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)	(0,23)	0,06	0,03	(0,04)
Despesas/Receitas Operacionais	(45,93)	(52,23)	(70,00)	(44,48)	67,77	(55,81)	(70,96)	(88,87)	(58,74)	(102,62)	(89,20)	(116,74)
EBITDA	140,5	127,8	138,1	191,9	309	178,8	182,7	117,745	205	169	206	189
Depreciação e Amortização	(42,40)	(46,40)	(55,80)	(60,80)	(59,20)	(60,50)	(62,50)	-	(41,10)	(41,80)	(42,40)	(39,20)
Resultado Operacional (EBIT)	98,1	81,4	82,3	131,1	250	118,3	120,2	118	164	127	163	150
Receita Financeira	0,50	1,02	0,22	1,06	0,49	17,14	22,46	19,00	10,06	8,56	7,17	4,56
Despesa Financeira	(15,37)	(12,56)	(7,57)	(1,00)	(0,91)	(0,53)	(0,23)	-	-	-	-	-
Varição Cambial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT) (LAIR)	72,55	54,79	60,17	138,68	64,32	78,46	63,51	90,88	91,19	107,56	111,95	120,16
IR e CSLL	155,7	124,6	135,1	269,8	314	213,4	205,9	228	266	243	282	275
Lucro Líquido Antes dos Minoritários	(36,94)	(31,70)	(29,20)	(38,47)	(35,68)	(36,18)	(48,85)	(41,14)	(52,99)	(48,17)	(58,28)	(58,18)
Participações dos não controladores	118,8	92,9	105,9	231,3	278	177,2	157,1	186	213	195	224	216
Lucro Líquido	(40,40)	(90,90)	(60,60)	(60,50)	(60,60)	(1,00)	0,70	1,01	(1,10)	(1,20)	(1,10)	(1,10)
	118,4	92,0	105,3	230,8	277	176,2	157,8	187	211	194	223	215

1.2. Margens e Projeções

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88	457,60	479,90	512,31	535,30
Deduções da Receita - % Receita Total	6,3%	6,7%	7,1%	6,3%	7,3%	7,4%	7,6%	6,8%	7,7%	8,0%	8,1%	8,0%
Deduções da Receita	(15)	(16)	(19)	(23)	(24)	(23)	(26)	(27)	(35)	(39)	(41)	(43)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84	422,40	441,28	471,02	492,67
CSP/CPV 1	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)
Custos dos Serviços Prestados/Produtos Vendidos	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)
Receitas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)	(29,37)	(51,31)	(44,60)	(58,37)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)	(29,14)	(51,37)	(44,63)	(58,33)
Outras Receitas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)	(0,23)	0,06	0,03	(0,04)
Despesas/Receitas Operacionais	(46)	(52)	(70)	(44)	68	(56)	(71)	(89)	(59)	(103)	(89)	(117)
Receita Financeira		1	0	1	0	17	22	19	10	9	7	5
% do Caixa do Período Anterior		0,99%	0,12%	0,92%	0,12%	4,86%	2,15%	1,84%	1,15%	0,99%	1,07%	0,63%
Despesa Financeira		(13)	(8)	(1)	(1)	(1)	(0)	-	-	-	0	-
% dos Empréstimos/Debêntures do Período Anterior		1,09%	0,42%	0,06%	0,04%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Variação Cambial		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Patrimonial												
IR e CSLL	(28)	(28)	(28)	(42)	(46)	(40)	(49)	(43)	(55)	(47)	(58)	(56)
IR e CSLL Contábil	(28)	(24)	(25)	(45)	(85)	(46)	(48)	(46)	(59)	(46)	(58)	(53)
Alíquota IR (34%)	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
% Benefício Fiscal / LAIR	0%	-6%	-3%	2%	16%	5%	0%	2%	2%	-1%	0%	-2%
Alíquota IR Efetiva	34%	40%	37%	32%	18%	29%	34%	32%	32%	35%	34%	36%
Participações dos não controladores	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	(1)	(1)
% do Caixa do Período Anterior	0,3%	1,0%	0,6%	0,2%	0,2%	0,6%	-0,4%	-0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%

2. Balanço Patrimonial**2.1. Realizado**

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Ativo Circulante	182,20	276,60	223,50	536,74	561,78	1.186,88	1.240,78	1.076,88	1.103,78	905,21	1.019,53	877,63
Disponibilidades	103,30	186,80	115,00	419,59	352,31	1.042,16	1.030,84	872,65	861,21	668,95	727,20	604,55
Contas a Receber e PCLD	61,30	71,10	82,50	91,18	89,40	99,16	114,49	127,72	123,57	148,16	158,09	176,51
Estoque	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tributos a Recuperar	5,10	5,10	6,70	6,55	7,64	7,27	13,78	21,85	27,72	28,42	25,42	27,40
Outros Ativos Circulantes	13	14	19	19	112,42	38,29	81,68	54,65	91,28	59,68	108,83	69,17
Ativo Não Circulante	1.740	2.359	2.380	2.400	2.401	2.454	2.471	3.089	3.089	3.140	3.206	3.279
Tributos Diferidos	6,70	8,00	15,10	16,91	19,59	18,74	20,39	76,82	67,08	70,31	68,86	68,44
Contas a Receber e PCLD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos Não Circulantes	1,80	1,30	0,60	1,04	1,99	0,82	1,73	10,64	24,57	35,37	114,61	72,12
Investimentos	2,10	0,30	-	-	-	40,00	40,00	43,60	43,31	43,46	-	51,60
Imobilizado	1.334,40	1.371,90	1.401,50	1.451,76	1.463,40	1.489,97	1.517,30	218,69	221,23	230,71	252,48	287,93
Intangível	394,60	977,90	962,30	930,51	916,45	904,09	891,70	2.739,15	2.733,28	2.759,69	2.769,80	2.798,71
Total Ativos	1.922	2.636	2.603	2.937	2.963	3.640	3.712	4.166	4.193	4.045	4.225	4.156
Passivo Circulante	610,70	1.208,30	1.264,30	1.123,61	1.115,06	1.030,12	1.006,20	1.112,97	667,30	670,45	726,04	861,93
Fornecedores	46,10	60,40	73,00	82,87	74,65	80,12	92,71	97,60	83,92	108,95	103,58	133,64
Tributos a Pagar	9,90	10,10	12,00	14,48	13,28	11,70	13,41	21,76	19,00	21,62	20,77	21,57
Obrigações Sociais e Trabalhistas	16,90	14,00	17,70	17,69	17,84	17,70	21,00	28,94	35,57	32,38	37,20	30,61
Provisões	14,50	13,80	13,40	14,13	13,02	14,74	17,90	49,75	60,76	70,79	66,66	70,97
Outros Passivos Circulantes	13,80	17,80	12,90	59,10	123,50	25,75	24,89	131,14	40,94	40,92	35,82	46,30
Empréstimos/Debêntures	510	1.092	1.135	935	873	880	836	784	427	396	462	559
Passivo Não Circulante	671,70	762,70	684,50	1.179,66	1.214,32	1.070,14	1.078,10	1.264,94	1.646,14	1.552,86	1.574,07	1.409,41
Tributos Diferidos	5,90	5,80	5,40	5,14	5,44	5,51	5,75	20,92	21,21	2,25	24,47	27,14
Provisões	19,10	20,40	21,80	22,38	23,39	23,23	24,84	175,08	177,26	236,17	189,64	187,82
Outros Passivos Não Circulantes	6,10	7,60	4,90	5,07	5,11	4,99	3,31	6,77	5,37	9,55	4,98	4,95
Empréstimos/Debêntures	640,60	728,90	652,40	1.147,07	1.180,38	1.036,41	1.044,21	1.062,17	1.442,31	1.304,90	1.354,99	1.189,49
Patrimônio Líquido Total	639	665	654	634	634	1.540	1.628	1.788	1.880	1.821	1.925	1.885
Patrimônio Líquido	635,40	660,80	651,10	630,89	630,62	1.536,04	1.622,68	1.781,20	1.873,03	1.815,41	1.918,66	1.882,06
Participação de Acionistas Minoritários (IFRS)	4,00	4,20	3,10	2,79	3,20	4,20	4,92	6,66	6,78	6,02	6,50	3,04
Patrimônio Líquido + Passivo	1.922	2.636	2.603	2.937	2.963	3.640	3.712	4.166	4.193	4.045	4.225	4.156
Dividendos e JSCP	(28)	(21)	(48)	(43)	(53)	(97)	-	(129)	-	(145)	-	(148)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Fluxo de Caixa Operacional		90	88	202	232	133	108	364	32	200	(19)	238
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)		70	75	131	249	135	142	137	174	136	170	155
(+) Depreciação		46	56	61	59	61	63	-	41	42	42	39
(-) IR e CSLL		(32)	(29)	(38)	(36)	(36)	(49)	(41)	(53)	(48)	(58)	(58)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes		(1)	(6)	(2)	(4)	2	(3)	(65)	(4)	(14)	(78)	43
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes		3	(2)	0	1	(0)	0	169	1	44	(29)	1
Capital de Giro	(22)	(26)	(21)	(71)	(33)	(5)	40	(125)	2	(38)	28	(30)
(+/-) Variação do Capital de Giro		4	(6)	51	(38)	(28)	(45)	165	(127)	41	(67)	58
Fluxo de Caixa de Investimentos		(665)	(69)	(79)	(57)	(115)	(77)	(552)	(37)	(78)	(31)	(155)
(-) Investimentos		(665)	(69)	(79)	(57)	(115)	(77)	(552)	(37)	(78)	(31)	(155)
Fluxo de Caixa de Financiamentos		658	(90)	182	(243)	671	(42)	30	(6)	(315)	108	(205)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida		671	(33)	295	(29)	(137)	(36)	(35)	23	(169)	116	(69)
(-) Dividendos e JSCP		(21)	(48)	(43)	(53)	(97)	-	(129)	-	(145)	-	(148)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital		8	(9)	(70)	(161)	905	(6)	194	(29)	(1)	(8)	12
Caixa Final		83	(72)	305	(67)	690	(11)	(158)	(11)	(192)	58	(123)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Fluxo de Caixa Operacional	200	194	215	205	271	209	231	221	299	230	254	243
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	265	267	267	268	285	287	288	289	314	316	317	318
(+) Depreciação	45	45	45	45	48	48	48	48	53	53	53	53
(-) IR e CSLL	(96)	(96)	(96)	(97)	(103)	(104)	(104)	(104)	(113)	(114)	(114)	(115)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(2)	0	0	0	(10)	0	0	0	(14)	-	-	-
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	42	-	-	-	18	-	-	-	25	-	-	0
Capital de Giro	26	47	48	59	27	50	51	63	29	55	55	69
(+/-) Variação do Capital de Giro	(56)	(22)	(1)	(11)	32	(23)	(1)	(12)	33	(25)	(1)	(13)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(52)	(52)	(52)	(52)	(56)	(56)	(56)	(56)	(61)	(61)	(61)	(61)
(-) Investimentos	(52)	(52)	(52)	(52)	(56)	(56)	(56)	(56)	(61)	(61)	(61)	(61)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	88	(106)	72	(209)	95	(115)	77	(225)	104	(126)	85	(248)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	124	31	117	(18)	133	33	126	(19)	147	37	138	(21)
(-) Dividendos e JSCP	(36)	(137)	(45)	(191)	(39)	(148)	(49)	(206)	(43)	(163)	(53)	(227)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)
Caixa Final	235	36	235	(56)	310	39	253	(60)	342	43	279	(66)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
Fluxo de Caixa Operacional	329	253	280	268	361	278	308	294	395	305	337	323
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	347	349	349	351	381	384	384	387	419	422	422	424
(+) Depreciação	58	58	58	58	63	63	63	63	69	69	69	69
(-) IR e CSLL	(125)	(126)	(126)	(127)	(138)	(138)	(139)	(139)	(151)	(152)	(152)	(153)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(16)	0	0	0	(17)	-	-	-	(18)	-	-	-
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	29	-	-	-	31	-	-	-	33	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	32	60	61	75	35	65	66	82	38	71	72	89
(+/-) Variação do Capital de Giro	36	(28)	(1)	(14)	40	(30)	(1)	(16)	44	(33)	(1)	(17)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(66)	(66)	(66)	(66)	(73)	(73)	(73)	(73)	(69)	(69)	(69)	(69)
(-) Investimentos	(66)	(66)	(66)	(66)	(73)	(73)	(73)	(73)	(69)	(69)	(69)	(69)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	115	(139)	94	(273)	126	(153)	103	(301)	139	(168)	113	(331)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	162	40	153	(24)	178	44	168	(26)	196	49	184	(28)
(-) Dividendos e JSCP	(47)	(180)	(59)	(250)	(52)	(198)	(65)	(275)	(57)	(217)	(71)	(302)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)
Caixa Final	377	47	307	(72)	415	53	339	(79)	465	69	382	(76)

Apêndice D – Dados e Projeções para 2M13

1. Demonstrativo de Resultado															
1.1. Realizado															
R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88	457,60	479,90	512,31	535,30	526,68	576,09	763,99
Deduções da Receita	(15,49)	(16,17)	(19,40)	(22,69)	(23,71)	(23,47)	(26,43)	(27,04)	(35,20)	(38,63)	(41,29)	(42,63)	(51,07)	(54,87)	(72,25)
Receita Líquida de Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84	422,40	441,28	471,02	492,67	475,60	521,22	691,74
CSP	(65,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)	(221,03)	(258,31)	(378,55)
Custos dos Serviços Prestados	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)	(221,03)	(258,31)	(378,55)
Lucro Bruto	143,99	133,61	152,32	175,54	182,00	174,10	191,13	206,62	223,04	229,68	252,51	266,69	254,58	262,91	313,19
Recargas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)	(29,37)	(51,31)	(44,60)	(58,37)	(40,52)	(66,96)	(68,78)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)	(29,14)	(51,37)	(44,63)	(58,33)	(40,49)	(67,58)	(68,70)
Outras Recargas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)	(0,23)	0,06	0,03	(0,04)	(0,02)	0,62	(0,08)
Despesas/Recargas Operacionais	(45,93)	(52,23)	(70,00)	(44,48)	67,77	(55,81)	(70,96)	(68,87)	(58,74)	(102,62)	(89,20)	(116,74)	(81,03)	(133,92)	(117,57)
EBITDA	140,5	127,8	138,1	191,9	309	178,8	182,7	117,745	205	169	206	189	219	179	267
Depreciação e Amortização	98,1	81,4	82,3	131,1	250	118,3	120,2	118	164	127	163	150	174	129	196
Resultado Operacional (EBIT)	0,50	1,02	0,22	1,06	0,49	17,14	22,46	19,00	10,06	8,56	7,17	4,56	2,80	5,64	2,26
Despesa Financeira	(15,37)	(12,56)	(7,57)	(1,00)	(0,91)	(0,53)	(0,23)	-	-	-	-	-	-	-	-
Variação Cambial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equivalência Patrimonial	72,55	54,79	60,17	138,68	64,32	78,46	63,51	90,88	91,19	107,56	111,95	120,16	98,41	125,50	-
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT) (LAIR)	155,7	124,6	135,1	269,8	314	213,4	205,9	228	266	243	282	275	275	260	198
IR e CSLL	(35,94)	(31,70)	(29,20)	(38,47)	(35,68)	(36,18)	(48,85)	(41,14)	(52,99)	(48,17)	(58,28)	(58,18)	(64,37)	(54,27)	(72,40)
Lucro Líquido Antes dos Minoritários	118,8	92,9	105,9	231,3	278	177,2	157,1	186	213	195	224	216	210	206	125
Participações dos não controladores	(0,40)	(0,90)	(0,90)	(0,50)	(0,60)	(1,00)	0,70	1,01	(1,10)	(1,20)	(1,10)	(1,10)	(1,00)	(1,40)	(1,20)
Lucro Líquido	118,4	92,0	105,3	230,8	277	176,2	157,8	187	211	194	223	215	209	204	124

1.2. Margens e Projeções

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Receita 1	245,30	242,82	274,93	357,86	326,94	318,74	346,86	397,88	457,60	479,90	512,31	535,30
Deduções da Receita - % Receita Total	6,3%	6,7%	7,1%	6,3%	7,3%	7,4%	7,6%	6,8%	7,7%	8,0%	8,1%	8,0%
Deduções da Receita	(15)	(16)	(19)	(23)	(24)	(23)	(26)	(27)	(35)	(39)	(41)	(43)
Receita Líquida de Serviços	229,81	226,65	255,54	335,17	303,23	295,28	320,43	370,84	422,40	441,28	471,02	492,67
CSP	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)
Custos dos Serviços Prestados	(85,83)	(93,04)	(103,22)	(159,62)	(121,23)	(121,18)	(129,29)	(164,22)	(199,36)	(211,60)	(218,52)	(225,98)
Receitas (Despesas) Operacionais	(22,96)	(26,12)	(35,00)	(22,24)	33,88	(27,91)	(35,48)	(44,44)	(29,37)	(51,31)	(44,60)	(58,37)
Despesas Gerais e Administrativas	(22,96)	(26,12)	(36,80)	(20,44)	(31,59)	(28,78)	(35,74)	(36,21)	(29,14)	(51,37)	(44,63)	(58,33)
Outras Receitas (Despesas)	-	0,00	1,80	(1,80)	65,47	0,88	0,26	(8,23)	(0,23)	0,06	0,03	(0,04)
Despesas/Receitas Operacionais	(46)	(52)	(70)	(44)	68	(56)	(71)	(89)	(59)	(103)	(89)	(117)
Receita Financeira		1	0	1	0	17	22	19	10	9	7	5
% do Caixa do Período Anterior		0,99%	0,12%	0,92%	0,12%	4,86%	2,15%	1,84%	1,15%	0,99%	1,07%	0,63%
Despesa Financeira		(13)	(8)	(1)	(1)	(1)	(0)	-	-	-	0	-
% dos Empréstimos/Debêntures do Período Anterior		1,09%	0,42%	0,06%	0,04%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Equivalência Patrimonial												
IR e CSLL	(28)	(28)	(28)	(42)	(46)	(40)	(49)	(43)	(55)	(47)	(58)	(56)
IR e CSLL Contábil	(28)	(24)	(25)	(45)	(85)	(46)	(48)	(46)	(59)	(46)	(58)	(53)
Aliquota IR (34%)	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
% Benefício Fiscal / LAIR	0%	-6%	-3%	2%	16%	5%	0%	2%	2%	-1%	0%	-2%
Aliquota IR Efetiva	34%	40%	37%	32%	18%	29%	34%	32%	32%	35%	34%	36%
Participações dos não controladores	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	(1)	(1)
% do Caixa do Período Anterior	0,3%	1,0%	0,6%	0,2%	0,2%	0,6%	-0,4%	-0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%

2. Balanço Patrimonial**2.1. Realizado**

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12
Ativo Circulante	182,20	276,60	223,50	536,74	561,78	1.186,88	1.240,78	1.076,88	1.103,78	905,21	1.019,53	877,63	922,63	749,24	919,04
Disponibilidades	103,30	186,80	115,00	419,59	352,31	1.042,16	1.030,84	872,65	861,21	668,95	727,20	604,55	612,29	409,91	525,19
Contas a Receber e PCLD	61,30	71,10	82,50	91,18	89,40	99,16	114,49	127,72	123,57	148,16	158,09	176,51	169,93	206,90	232,77
Tributos a Recuperar	5,10	5,10	6,70	6,55	7,64	7,27	13,78	21,85	27,72	28,42	25,42	27,40	30,27	31,56	27,38
Outros Ativos Circulantes	13	14	19	19	112,42	38,29	81,68	54,65	91,28	59,68	108,83	69,17	110,14	100,87	133,71
Ativo Não Circulante	1.740	2.359	2.380	2.400	2.401	2.454	2.471	3.089	3.089	3.140	3.206	3.279	3.298	4.720	4.796
Tributos Diferidos	6,70	8,00	15,10	16,91	19,59	18,74	20,39	76,82	67,08	70,31	68,86	68,44	67,82	50,43	56,20
Outros Ativos Não Circulantes	1,80	1,30	0,60	1,04	1,99	0,82	1,73	10,64	24,57	35,37	114,61	72,12	85,27	126,15	140,40
Investimentos	2,10	0,30	-	-	-	40,00	40,00	43,60	43,31	43,46	-	51,60	53,02	53,19	52,89
Imobilizado	1.334,40	1.371,90	1.401,50	1.451,76	1.463,40	1.489,97	1.517,30	218,69	221,23	230,71	252,48	287,93	281,47	529,88	533,45
Intangível	394,60	977,90	962,30	930,51	916,45	904,09	891,70	2.739,15	2.733,28	2.759,69	2.769,80	2.798,71	2.810,11	3.960,82	4.013,03
Total Ativos	1.922	2.636	2.603	2.937	2.963	3.640	3.712	4.166	4.193	4.045	4.225	4.156	4.220	5.470	5.715
Passivo Circulante	610,70	1.208,30	1.264,30	1.123,61	1.115,06	1.030,12	1.006,20	1.112,97	667,30	670,45	726,04	861,93	888,45	1.601,20	1.670,98
Fornecedores	46,10	60,40	73,00	82,87	74,65	80,12	92,71	97,60	83,92	108,95	103,58	133,64	101,45	150,03	174,05
Tributos a Pagar	9,90	10,10	12,00	14,48	13,28	11,70	13,41	21,76	19,00	21,62	20,77	21,57	21,48	25,22	27,30
Obrigações Sociais e Trabalhistas	16,90	14,00	17,70	17,69	17,84	17,70	21,00	28,94	35,57	32,38	37,20	30,61	30,94	50,65	59,80
Provisões	14,50	13,80	13,40	14,13	13,02	14,74	17,90	49,75	60,76	70,79	66,66	70,97	84,51	82,30	95,05
Outros Passivos Circulantes	13,80	17,80	12,90	59,10	123,50	25,75	24,89	131,14	40,94	40,92	35,82	46,30	38,84	51,61	41,96
Empréstimos/Debêntures	510	1.092	1.135	935	873	880	836	784	427	396	462	559	611	1.241	1.273
Passivo Não Circulante	671,70	762,70	684,50	1.179,66	1.214,32	1.070,14	1.078,10	1.264,94	1.646,14	1.552,86	1.574,07	1.409,41	1.388,68	1.828,10	1.903,42
Tributos Diferidos	5,90	5,80	5,40	5,14	5,44	5,51	5,75	20,92	21,21	2,25	24,47	27,14	29,72	26,22	31,16
Provisões	19,10	20,40	21,80	22,38	23,39	23,23	24,84	175,08	177,26	236,17	189,64	187,82	183,92	178,13	171,46
Outros Passivos Não Circulantes	6,10	7,60	4,90	5,07	5,11	4,99	3,31	6,77	5,37	9,55	4,98	4,95	4,93	4,92	16,15
Empréstimos/Debêntures	640,60	728,90	652,40	1.147,07	1.180,38	1.036,41	1.044,21	1.062,17	1.442,31	1.304,90	1.354,99	1.189,49	1.170,11	1.618,83	1.684,65
Patrimônio Líquido Total	639	665	654	634	634	1.540	1.628	1.788	1.880	1.821	1.925	1.885	1.943	2.040	2.141
Patrimônio Líquido	635,40	660,80	651,10	630,89	630,62	1.536,04	1.622,68	1.781,20	1.873,03	1.815,41	1.918,66	1.882,06	1.940,13	2.021,90	2.120,89
Participação de Acionistas Minoritários (IFRS)	4,00	4,20	3,10	2,79	3,20	4,20	4,92	6,66	6,78	6,02	6,50	3,04	3,06	18,53	19,73
Patrimônio Líquido + Passivo	1.922	2.636	2.603	2.937	2.963	3.640	3.712	4.166	4.193	4.045	4.225	4.156	4.220	5.470	5.715
Dividendos e JSCP	(28)	(21)	(48)	(43)	(53)	(97)	-	(129)	-	(145)	-	(148)	(52)	(12)	-

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11
Fluxo de Caixa Operacional		90	88	202	232	133	108	364	32	200	(19)	238
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)		70	75	131	249	135	142	137	174	136	170	155
(+) Depreciação		46	56	61	59	61	63	-	41	42	42	39
(-) IR e CSLL		(32)	(29)	(38)	(36)	(36)	(49)	(41)	(53)	(48)	(58)	(58)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes		(1)	(6)	(2)	(4)	2	(3)	(65)	(4)	(14)	(78)	43
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes		3	(2)	0	1	(0)	0	169	1	44	(29)	1
Capital de Giro	(22)	(26)	(21)	(71)	(33)	(5)	40	(125)	2	(38)	28	(30)
(+/-) Variação do Capital de Giro		4	(6)	51	(38)	(28)	(45)	165	(127)	41	(67)	58
Fluxo de Caixa de Investimentos		(665)	(69)	(79)	(57)	(115)	(77)	(552)	(37)	(78)	(31)	(155)
(-) Investimentos		(665)	(69)	(79)	(57)	(115)	(77)	(552)	(37)	(78)	(31)	(155)
Fluxo de Caixa de Financiamentos		658	(90)	182	(243)	671	(42)	30	(6)	(315)	108	(205)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida		671	(33)	295	(29)	(137)	(36)	(35)	23	(169)	116	(69)
(-) Dividendos e JSCP		(21)	(48)	(43)	(53)	(97)	-	(129)	-	(145)	-	(148)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital		8	(9)	(70)	(161)	905	(6)	194	(29)	(1)	(8)	12
Caixa Final		83	(72)	305	(67)	690	(11)	(158)	(11)	(192)	58	(123)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14
Fluxo de Caixa Operacional	80	151	170	342	212	203	255	214	249	224	281	235
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	176	135	198	403	274	276	276	278	302	304	304	306
(+) Depreciação	46	50	72	73	49	49	49	49	54	54	54	54
(-) IR e CSLL	(64)	(54)	(72)	(147)	(100)	(101)	(101)	(102)	(111)	(111)	(111)	(112)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(13)	(23)	(20)	(24)	71	0	0	0	(14)	-	-	-
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	(1)	(9)	9	92	(99)	-	0	(0)	19	-	-	-
Capital de Giro	33	(20)	(4)	49	32	53	22	33	35	58	24	36
(+/-) Variação do Capital de Giro	(63)	54	(16)	(54)	17	(21)	31	(11)	(2)	(23)	34	(13)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(52)	(1.449)	(127)	(84)	(57)	(57)	(57)	(57)	(62)	(62)	(62)	(62)
(-) Investimentos	(52)	(1.449)	(127)	(84)	(57)	(57)	(57)	(57)	(62)	(62)	(62)	(62)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	(21)	1.096	72	(322)	107	(107)	135	(222)	117	(118)	149	(244)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	33	1.079	97	(38)	163	39	180	(27)	179	43	198	(29)
(-) Dividendos e JSCP	(52)	(12)	-	(283)	(57)	(147)	(46)	(195)	(63)	(162)	(51)	(215)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	(2)	29	(25)	(0)	1	0	1	(0)	1	0	1	(0)
Caixa Final	8	(202)	115	(63)	262	39	334	(65)	305	43	367	(71)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18
Fluxo de Caixa Operacional	331	298	372	313	363	327	407	343
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	404	406	406	409	443	445	446	449
(+) Depreciação	70	70	70	70	76	76	76	76
(-) IR e CSLL	(148)	(149)	(149)	(150)	(162)	(163)	(163)	(164)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(18)	-	-	-	(19)	-	-	-
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	25	-	-	-	27	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	45	75	31	47	49	82	34	51
(+/-) Variação do Capital de Giro	(2)	(30)	44	(16)	(2)	(32)	48	(18)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(81)	(81)	(81)	(81)	(76)	(76)	(76)	(76)
(-) Investimentos	(81)	(81)	(81)	(81)	(76)	(76)	(76)	(76)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	157	(158)	199	(327)	172	(173)	218	(359)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	240	58	265	(39)	263	63	291	(43)
(-) Dividendos e JSCP	(84)	(216)	(68)	(287)	(92)	(237)	(74)	(315)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	2	0	2	(0)	2	0	2	(0)
Caixa Final	408	59	490	(94)	459	77	549	(92)

3. Fluxo de Caixa

R\$ milhões	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
Fluxo de Caixa Operacional	275	247	309	260	302	271	339	286
Lucro Antes do IR e CSLL (EBT)	334	335	336	338	367	370	370	372
(+) Depreciação	59	59	59	59	64	64	64	64
(-) IR e CSLL	(122)	(123)	(123)	(124)	(134)	(135)	(135)	(136)
(+/-) Variação Ativos Operacionais Não Circulantes	(15)	(0)	(0)	(0)	(17)	-	-	-
(+/-) Variação Passivos Operacionais Não Circulantes	22	-	-	-	23	-	-	-
<i>Capital de Giro</i>	38	63	26	40	42	69	28	43
(+/-) Variação do Capital de Giro	(2)	(25)	37	(14)	(2)	(27)	41	(15)
Fluxo de Caixa de Investimentos	(68)	(68)	(68)	(68)	(74)	(74)	(74)	(74)
(-) Investimentos	(68)	(68)	(68)	(68)	(74)	(74)	(74)	(74)
Fluxo de Caixa de Financiamentos	130	(131)	164	(270)	143	(144)	181	(297)
(+/-) Aumento (Redução) da Dívida	198	48	219	(32)	218	53	241	(36)
(-) Dividendos e JSCP	(70)	(178)	(56)	(237)	(77)	(197)	(62)	(262)
(+/-) Aumento (Redução) de Capital	1	0	1	(0)	1	0	2	(0)
Caixa Final	337	48	405	(78)	371	53	446	(86)