AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA

RELATÓRIO CONSOLIDADO DO BLOCO

BLOCO SUL

AEROPORTO INTERNACIONAL DE CURITIBA/PR
AEROPORTO INTERNACIONAL DE FOZ DO IGUAÇU/PR
AEROPORTO INTERNACIONAL DE NAVEGANTES/SC
AEROPORTO DE LONDRINA/PR
AEROPORTO DE JOINVILLE/SC
AEROPORTO DE BACACHERI/PR
AEROPORTO INTERNACIONAL DE PELOTAS/RS
AEROPORTO DE URUGUAIANA/RS
AEROPORTO DE BAGÉ/RS

BACCO

CPEA

INFRAWAY ENGENHARIA

MP Moysés & Pires Sociedade de advogados

Proficenter NEGÓCIOS EM INFRAESTRUTURA

TERRAFIRMA

Novembro/2020

Sumário

Sumário 2

Figuras 4

Tabelas 5

NOTA: Atualização dos estudos devido à Pandemia 7

1. Objetivos 8

SEÇÃO I – APRESENTAÇÃO DOS DADOS E PREMISSAS CONSIDERADOS NA MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA DA CONCESSÃO 11

2. Premissas de modelagem 11
2.1 Premissas gerais 11
2.2 Modelagem da concessão de aeroportos em bloco 12

3. Premissas macroeconômicas 13

4. Projeções de demanda 14

5. Receita bruta de serviços 15

6. Considerações acerca dos regimes de tributação e dos benefícios fiscais 17
6.1 Regime de tributação 17
6.2 Benefícios fiscais 17

7. Impostos sobre receita 18
7.1 ISSQN 18
7.2 Débito de PIS e COFINS 18
7.3 Crédito de PIS e COFINS 19
7.4 Consolidação dos impostos sobre a receita 21

8. Custos operacionais (antes de outorgas) 22
8.1 Custos e despesas com pessoal 23
8.2 Custos e despesas com serviços contratados 25
8.3 Custos e despesas com despesas gerais 25
8.4 Custos e despesas com utilidades e serviços públicos 26
8.5 Custos e despesas com material de consumo 26
8.6 Outros custos e despesas 27
8.7 Custos e despesas totais 28

9. Investimentos (Capex) 29
9.1 Capex de desenvolvimento 29
9.2 Capex de manutenção 31
9.3 Capex consolidado 33
9.4 Nota sobre tratamento contábil de investimentos 35

10. Obrigações prévias à assinatura do contrato 37

11. Depreciação e amortização 38

12. Capital de giro 39

13. Financiamento com capital de terceiros 41
13.1 Condições e parâmetros de financiamento 41
13.2 Projeção dos ciclos de financiamento 43

14. Receita financeira 45

15. Imposto de renda 46
15.1 Apuração do imposto de renda para o fluxo de caixa para a firma 46
15.2 Apuração do imposto de renda para a simulação financeira completa 47

16. Aportes e dividendos 50

SEÇÃO II – RESULTADOS DA AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DA CONCESSÃO 51

17. Avaliação de viabilidade financeira da concessão 51

18. Avaliação das sinergias decorrentes da concessão dos aeroportos em Bloco 56

19. Definição de outorgas 59
19.1 Nota sobre tratamento contábil de outorga fixa inicial 61

20. Avaliação de atratividade do projeto para o acionista 62

21. Avaliação econômica do projeto 66

I. ANEXO I: RESULTADOS DA SIMULAÇÃO FINANCEIRA COMPLETA 71
Demonstração do Resultado do Exercício 71
Balanço Patrimonial 73
Demonstração do Fluxo de Caixa 75
Demonstrativo de Usos e Fontes 77

II. ANEXO II: AJUSTES INERENTES À MODELAGEM EM TERMOS REAIS 79

III. ANEXO III: METODOLOGIA PARA ESTIMATIVA DE IMPACTO SOCIOECONÔMICO DA CONCESSÃO 83
Metodologia de estimativa dos impactos em valor adicionado 83
Metodologia de estimativa da geração de empregos 86

Figuras

Figura 9-1: Projeção dos investimentos de desenvolvimento ao longo do contrato de concessão 31
Figura 9-2: Projeção dos investimentos de manutenção ao longo do contrato de concessão 33
Figura 9-3: Projeção dos investimentos totais ao longo do contrato de concessão 35
Figura 12-1: Benchmark de ativos circulantes como percentual de receita bruta entre aeroportos concedidos 39
Figura 12-2: Benchmark de contas a pagar como percentual de custos e Capex entre aeroportos concedidos 40
Figura 17-1: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma (não descontado) 52
Figura 17-2: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, não-descontado, acumulado 53
Figura 17-3: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, descontado, acumulado (antes do pagamento de outorgas) 54
Figura 18-1: Composição do valor do Bloco, em VPL 57
Figura 19-1: Sistemática de pagamento de outorga variável (5ª rodada de concessões) 59
Figura 19-2: Projeção do fluxo de pagamentos de outorgas 60
Figura 19-3: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, descontado, acumulado (incorporando o pagamento de outorgas) 61
Figura 20-1: Projeção de cumprimento de *covenant* de PL/Ativo 63
Figura 20-2: Projeção de cumprimento de *covenant* de ICSD 63
Figura 20-3: Projeção dos fluxos de aportes e dividendos, não-descontados 64
Figura 21-1: Valor adicionado à economia decorrente dos dispêndios da concessão do Bloco 67
Figura 21-2: Arrecadação de impostos prevista com a concessão do Bloco 68
Figura 21-3: Empregos gerados com a concessão do Bloco 69
Figura III-1: Fluxo de geração de emprego 87

Tabelas

Tabela 3-1: Premissas macroeconômicas 13
Tabela 4-1: Projeções de demanda do bloco, por aeroporto para os principais fluxos 14
Tabela 5-1: Projeções de receita bruta de serviços do bloco, por aeroporto 16
Tabela 7-1: Alíquota de ISSQN por aeroporto 18
Tabela 7-2: Projeção do imposto sobre serviços (ISSQN) a pagar 18
Tabela 7-3: Projeção dos débitos de PIS/COFINS a pagar 19
Tabela 7-4: Proporção de linhas de custo que permitem recuperação de créditos de PIS/COFINS 19
Tabela 7-5: Projeção dos créditos de PIS/COFINS a recuperar 20
Tabela 7-6: Demonstração extracontábil do balanço de créditos de PIS/COFINS 21
Tabela 7-7: Projeção consolidada dos impostos sobre receita e da receita líquida 21
Tabela 8-1: Análise de reestruturação do quadro de funcionários 24
Tabela 8-2: Projeção dos custos com pessoal, por aeroporto 25
Tabela 8-3: Projeção dos custos com serviços contratados, por aeroporto 25
Tabela 8-4: Projeção dos custos com despesas gerais, por aeroporto 26
Tabela 8-5: Projeção dos custos com utilidades, por aeroporto 26
Tabela 8-6: Projeção dos custos com material de consumo, por aeroporto 27
Tabela 8-7: Projeção dos custos com outras despesas, por aeroporto 27
Tabela 8-8: Projeção dos custos operacionais (antes de outorgas) 28
Tabela 9-1: Investimentos de desenvolvimento por aeroporto, em termos de vida útil fiscal dos ativos 30
Tabela 9-2: Investimentos de manutenção por aeroporto, em termos de vida útil fiscal dos ativos 32
Tabela 9-3: Projeção de Capex total, detalhado por classe de vida útil dos ativos 34
Tabela 9-4: Projeção da Receita de construção e do Custo de construção (fluxos contábeis) 36
Tabela 10-1: Obrigações prévias à assinatura do contrato 37
Tabela 11-1: Projeções de amortização contábil e fiscal 38
Tabela 12-1: Projeção da variação de capital de giro (antes de outorgas) 40
Tabela 13-1: Principais condições de linhas de financiamento consideradas no modelo financeiro 43
Tabela 13-2: Principais características dos ciclos de financiamento 44
Tabela 13-3: Projeção dos fluxos financeiros associados a empréstimos 44
Tabela 13-4: Projeção das despesas financeiras do período, em regime de competência (contábil) 44
Tabela 14-1: Projeção de receita financeira 45
Tabela 15-1: Projeção de Lucro Operacional Antes de Juros, desalavancado (contábil) 46
Tabela 15-2: Projeção da base de cálculo para imposto de renda para fluxo de caixa para a firma (fiscal) 47
Tabela 15-3: Projeção de imposto de renda a pagar (fluxo de caixa para a firma) 47
Tabela 15-4: Projeção de Lucro Antes de Imposto de Renda (contábil) 48
Tabela 15-5: Projeção da base de cálculo para imposto de renda na simulação financeira completa (fiscal) 48
Tabela 15-6: Projeção de imposto de renda a pagar (simulação financeira completa) 48
Tabela 17-1: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma 51
Tabela 17-2: Sensibilidade de VPL à redução de prazo 54
Tabela 17-3: Sensibilidade de VPL à oscilação de receita, custo e Capex 55

Tabela 18-1: Comparação em VPL do projeto sob cenários de concessão isolada e conjunta 57
Tabela 18-2: Comparação de nível de alavancagem sob cenários de concessão isolada e conjunta ... 58
Tabela 19-1: Total das outorgas ao poder concedente, em fluxo não-descontado e descontado 60
Tabela I-1: Demonstração do Resultado do Exercício 71
Tabela I-2: Balanço Patrimonial 73
Tabela I-3: Demonstração do Fluxo de Caixa 75
Tabela I-4: Demonstrativo de Usos e Fontes 77
Tabela II-1: Justificativa e detalhamento de ajustes à modelagem em termos reais 80
Tabela III-1: Matriz de Leontief de impacto intersetorial para economia brasileira 84
Tabela III-2: Matriz de Leontief - Modelo fechado 85
Tabela III-3: Valor adicionado bruto como proporção do valor da produção 86
Tabela III-4: Número de empregos gerados pelo aumento da demanda 88

NOTA: Atualização dos estudos devido à Pandemia

O presente estudo consiste em uma atualização da Avaliação Econômico-Financeira para a concessão do Bloco Sul, objeto da Consulta Pública nº 003/2020 da ANAC, em decorrência dos severos impactos da pandemia do COVID-19 no setor aéreo. Os Estudos foram elaborados com base no histórico e perspectivas vigentes à época de sua autorização, junho de 2019 (conforme Edital de Chamamento Público de estudos no 3/2019/GM do Ministério da Infraestrutura).

Reconhecendo a gravidade dos impactos da pandemia no ativo avaliado, a Secretaria Nacional de Aviação Civil procedeu à atualização dos Estudos de forma a aproximá-los da realidade e das novas perspectivas do setor aeroportuário.

Os valores obtidos nesta atualização da Avaliação Econômico-Financeira contemplam a consolidação de informações apresentadas nos Estudos de Mercado, nos Estudos de Engenharia e Afins e nos Estudos Ambientais, conforme referenciado ao longo do relatório. Além disso, procedeu-se à atualização dos parâmetros macroeconômicos com base em informações disponíveis na segunda semana de maio de 2020.

1. OBJETIVOS

O objetivo deste relatório é apresentar a avaliação, realizada pelo Consórcio Grupo de Consultores em Aeroportos – Consórcio GCA, do desempenho econômico-financeiro da concessão, de forma conjunta, dos **nove aeroportos** que compõem o **Bloco Sul** do Edital de Chamamento Público Nº 2/2019 do MI:

- AEROPORTO INTERNACIONAL DE CURITIBA/PR - AFONSO PENA - **(SBCT/CWB)**
- AEROPORTO INTERNACIONAL DE FOZ DO IGUAÇU/PR - CATARATAS - **(SBFI/IGU)**
- AEROPORTO INTERNACIONAL DE NAVEGANTES/SC - MINISTRO VICTOR KONDER - **(SBNF/NVT)**
- AEROPORTO DE LONDRINA/PR - GOVERNADOR JOSÉ RICHA - **(SBLO/LDB)**
- AEROPORTO DE JOINVILLE/SC - LAURO CARNEIRO DE LOYOLA - **(SBJV/JOI)**
- AEROPORTO DE BACACHERI/PR - **(SBBI/BFH)**
- AEROPORTO INTERNACIONAL DE PELOTAS/RS - **(SBPK/PET)**
- AEROPORTO DE URUGUAIANA/RS - RUBEM BERTA - **(SBUG/URG)**
- AEROPORTO DE BAGÉ/RS - COMANDANTE GUSTAVO KRAEMER - **(SBBG/BGX)**

O escopo das análises foi delineado visando:

- Avaliar a viabilidade da concessão conjunta do Bloco de aeroportos à iniciativa privada, incorporando eventuais ganhos de escala, de eficiência e subsídios cruzados entre os aeroportos;
- Oferecer parâmetros mínimos de outorga para uma futura licitação do Bloco;
- Oferecer subsídios adicionais sobre a atratividade da concessão ao ente privado e a sua conveniência ao ente público.

A Avaliação Econômico-Financeira foi materializada por intermédio de um modelo financeiro que exigiu a consolidação de diversas informações apresentadas nos relatórios individuais de cada aeroporto do Bloco, quais sejam: as projeções de volumes e de receitas apresentadas nos Estudos de Mercado; as projeções de custos e investimentos apresentadas nos Estudos de Engenharia e Afins; os dispêndios ambientais apresentados nos Estudos Ambientais; os resultados da diligência de contratos; e os parâmetros macroeconômicos, tributários, contábeis, legais, normativos e de mercado de capitais.

Cumpre notar que toda a avaliação foi pautada em três diretrizes: **(i)** embasamento de parâmetros e de hipóteses assumidas; **(ii)** consistência entre os parâmetros financeiros e os aspectos técnicos do projeto, evitando o risco de duplas-contagens ou omissões que distorceriam as análises; e **(iii)** incorporação de todos os ganhos de eficiência esperados com a concessão, maximizando o potencial de geração de valor do projeto sem incorrer em prejuízo ao parceiro privado.

Em relação a esta última diretriz, a avaliação econômico-financeira considera aspectos como: ampliações das receitas não-tarifárias decorrente da melhor gestão de espaço e da crescente concentração de riquezas na área aeroportuária; soluções técnicas e de engenharia que prezam pela racionalidade e maior eficiência no aproveitamento de ativos; considerações de economias de escala decorrentes do crescimento do porte de operações e ganhos de eficiência em despesas esperados pela

gestão privada, com base em análises de benchmark; aproveitamento correto de isenções de impostos e tratamentos contábeis/fiscais favoráveis (quando amparados por lei ou jurisprudência) – além de sinergias decorrentes da concessão de aeroportos em Bloco.

Deste modo, os parâmetros adotados nas projeções foram obtidos de uma série de fontes idôneas e extensamente documentadas para facilitar a diligência pelos órgãos de controle. Cita-se, como exemplo de fontes: as orientações da SAC/MI referentes a parâmetros específicos a serem considerados nas concessões; os contratos e relatórios de desempenho operacional e financeiro de aeroportos da Infraero, fornecidos pela SAC/MI; os relatórios de desempenho operacional e financeiro de concessionárias de aeroportos nacionais e internacionais; os relatórios e indicadores disponibilizados por agentes financeiros; os diplomas legais e normatização pertinentes à avaliação financeira de concessões; entre outras inúmeras fontes de dados.

Assim como nos relatórios individuais dos aeroportos, o presente Relatório de Avaliação Econômico-Financeira está estruturado em duas Seções:

I. Apresentação dos dados e premissas considerados na modelagem econômico-financeira da concessão:

Composta pelos capítulos 2 a 16, apresenta os principais dados de entrada e premissas considerados na modelagem econômico-financeira da concessão, incluindo informações relevantes de outros Relatórios produzidos por este Consórcio;

II. Resultados da Avaliação Econômico-Financeira da concessão:

Composta por cinco capítulos:

- O capítulo 17 apresenta a avaliação da viabilidade do projeto por meio de um modelo de fluxo de caixa descontado para a firma;
- O capítulo 18 destaca as sinergias financeiras proporcionadas pela concessão conjunta dos aeroportos em Bloco;
- O capítulo 19 apresenta quais seriam os valores de outorga fixa inicial e variável anual a serem pagas pelo concessionário de forma que o retorno de capital seja exatamente igual ao custo de capital normativo. O valor de outorga fixa inicial apurado corresponderá ao parâmetro mínimo para uma licitação futura do Bloco de aeroportos;
- O capítulo 20 avalia os principais indicadores de atratividade do projeto sob a ótica do acionista, abordando o perfil esperado de aportes e dividendos, a necessidade máxima acumulada de aportes, o cumprimento de condições de financiamento e a taxa de retorno ao acionista. A disponibilização de tais parâmetros visa ampliar a capacidade dos investidores interessados em avaliar a oportunidade do negócio;
- Por fim, o capítulo 21 apresenta a análise de impacto socioeconômico da concessão.

Note-se que todas as contas financeiras apresentadas até o Capítulo 18 (inclusive) desconsideram o pagamento de outorgas, uma vez que compõem a construção dos fluxos de caixa para a avaliação da viabilidade da concessão e os eventuais montantes a serem pagos a título de outorga só são determinados a partir desta avaliação.

Acompanham este Relatório ainda o ANEXO I, que apresenta os resultados da simulação financeira completa, com as respectivas demonstrações financeiras para todo o horizonte de concessão; o ANEXO II, que apresenta metodologia de ajustes para modelagens financeiras realizadas em termos reais[1] e o ANEXO III, que contém as metodologias utilizadas para desenvolvimento da análise de impacto socioeconômico.

[1] Como é o caso da modelagem realizada no âmbito do Edital de Chamamento Público Nº 2/2019, de acordo com as diretrizes exaradas pela SAC/MI.

SEÇÃO I – APRESENTAÇÃO DOS DADOS E PREMISSAS CONSIDERADOS NA MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA DA CONCESSÃO

Esta Seção visa consolidar as principais informações utilizadas na Avaliação Econômico-Financeira da concessão do Bloco de aeroportos. O intuito é que a comissão julgadora, os órgãos de controle e os potenciais interessados na concessão do Bloco de aeroportos consigam acompanhar e avaliar criticamente as análises desenvolvidas nas Seções subsequentes.

Os detalhamentos das premissas, hipóteses, fontes e discussões de resultados e projeções estão expostos nos relatórios individuais de cada aeroporto que compõe o Bloco a ser concedido. Por facilidade de leitura, apresenta-se nesta seção somente os resultados finais alcançados, além de análises específicas referentes a sinergias resultantes da operação de todos os aeroportos por um único concessionário.

2. PREMISSAS DE MODELAGEM

2.1 Premissas gerais

A Avaliação Econômico-Financeira foi desenvolvida a partir da análise dos fluxos de caixa descontados do Bloco de aeroportos. A valoração em **valor presente** foi descontada para a data base de **30/setembro/2021**. Salvo quando indicado o contrário, **a moeda base** de todos os valores monetários apresentados no relatório é o **Real (R$) a valores constantes, com nível de preços compatíveis com a data-base de janeiro/2019,** conforme orientação da SAC/MI.

As projeções abrangem o horizonte da concessão de 30 anos, compreendendo o período de 01/outubro/2021 a 30/setembro/2051. Ao longo do relatório, os resultados[2] são apresentados para anos-calendário selecionados: 2021 a 2025, 2030, 2040 e 2050. As projeções referentes ao ano-calendário de 2021 correspondem ao período entre 01/outubro/2021 e 31/dezembro/2021. Nos primeiros meses da concessão ocorrerá a primeira fase de transição (estágios 1 e 2 da Fase 1-A da concessão)[3], com a operação do Bloco de aeroportos sendo realizada pela Infraero. Durante o período, o concessionário não fará jus a custos e receitas de operação; ainda que arque com custos associados à estruturação de equipe própria, bem como responsabilidades de investimentos**.** Similarmente, todas as projeções para o ano-calendário de 2051 correspondem a 9 meses de operação, visto que a concessão chega a seu termo em 30/setembro/2051.

No âmbito do Edital de Chamamento Público Nº 2/2019 do MI, conforme orientações exaradas pela SAC/MI, a modelagem financeira foi realizada adotando-se termos reais**.** Como devidamente pontuado nas diretrizes, é condição para que se obtenha resultados consistentes a contabilização da amortização e depreciação em termos nominais, com posterior adequação dos valores à data-base do modelo. Analogamente, para representar fidedignamente a realidade, a modelagem em termos reais deve

[2] Por facilidade, quando pertinente, as tabelas de projeções referem-se aos aeroportos individuais por seus códigos ICAO.
[3] Para todos aeroportos, o Estágio 1 da Fase 1-A tem duração de 80 dias (de 01/outubro/2021 a 20/dezembro/2021). Já o Estágio 2 da Fase 1-A varia conforme o aeroporto. Para SBCT, SBFI, SBNF, SBLO: duração de 45 dias (de 20/dezembro/2021 a 03/fevereiro/2022). Para SBJV, SBBI, SBPK, SBUG, SBBG: duração de 15 dias (de 20/dezembro/2021 a 04/janeiro/2022).

também considerar ajustes adicionais em grandezas cujos saldos são registrados a valor histórico e não sofrem atualização de inflação (tais como contas de ativo e passivo, incluindo ativos tributários, capital de giro e empréstimos); ou que dependem de aplicação de taxas de juros (como receitas e despesas financeiras). A justificativa para o ajuste e a metodologia adotada para ajustar cada um dos itens pertinentes são explicadas detalhadamente no ANEXO II.

Por fim, o modelo financeiro foi desenvolvido de forma compatível com as normas e pronunciamentos técnicos de contabilidade para contratos de concessão, notadamente com os documentos ICPC01 (R1) e OCPC05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)[4]. O uso das normas contábeis impacta particularmente a avaliação de aportes e dividendos ao acionista, que dependem da avaliação de patrimônio líquido e, portanto, dos fluxos contábeis em regime de competência. Quando relevante, os capítulos deste relatório dão destaque ao tratamento contábil previsto na norma técnica.

2.2 Modelagem da concessão de aeroportos em bloco

O modelo toma como dados de entrada os principais resultados das projeções individuais de cada aeroporto, incluindo: receitas operacionais brutas, ISS pago (uma vez que este pode variar em função do munícipio em que cada aeroporto se localiza), custos operacionais e Capex de desenvolvimento e manutenção.

Tais parâmetros são consolidados no modelo conjunto do Bloco em uma nova simulação completa, de forma que esta reflita corretamente a estrutura de uma nova e única empresa responsável pela operação de todos os aeroportos. Assim, o modelo do Bloco incorpora e reflete corretamente possíveis ganhos de sinergia associados – por exemplo – ao aproveitamento de créditos de PIS/COFINS e à redução da base de cálculo de impostos sobre renda, resultante do aproveitamento de prejuízos gerados por aeroportos deficitários para diminuir o lucro tributável gerado pelos demais aeroportos lucrativos.

Além disso, no que tange os custos, são avaliadas economias prováveis que a nova estrutura consolidada permitirá em relação à operação individualizada de cada aeroporto, concentradas principalmente nas rubricas de custos de pessoal. Por fim, no que concerne especificamente à avaliação financeira sob a ótica do acionista, o modelo também absorve sinergias na captação de empréstimos para o financiamento dos investimentos (diante de eventual restrição ou inelegibilidade à captação de financiamento que pudesse afetar parte dos aeroportos em suas avalições isoladas).

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

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

3. PREMISSAS MACROECONÔMICAS

As projeções dos parâmetros macroeconômicos utilizadas no presente estudo foram extraídas das orientações fornecidas pela SAC/MI (no caso do crescimento do PIB brasileiro); de consultas a relatórios de instituições financeiras renomadas (Pesquisa Focus do Banco Central para projeções até o horizonte de 2024 e o relatório de projeções de longo prazo do Banco Santander até o horizonte de 2040[5]).

A Tabela 3-1 exibe os valores considerados. Para os indicadores com horizonte de projeção inferior ao término da concessão, assumiu-se a manutenção dos patamares (ou tendências) verificados nos anos anteriores.

Tabela 3-1: Premissas macroeconômicas

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	1,14%	-4,70%	3,20%	2,60%	2,50%	2,50%	2,30%	2,27%	2,23%
PIB Brasil [tri R$ @2018]	6,9	6,6	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5	7,7	7,8
Câmbio nominal [R$/US$ correntes]	3,95	5,25	5,00	4,59	4,56	4,57	4,61	4,66	4,71
Câmbio real [R$@'19/US$@'19]	3,95	5,29	5,01	4,55	4,48	4,44	4,44	4,44	4,44
Inflação IPCA [% a.a.]	4,31%	1,59%	3,20%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,30%	2,40%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
TLP nominal [% a.a. nominal]	6,22%	3,68%	5,58%	6,12%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
TLP real [% a.a. real]	1,83%	2,06%	2,31%	2,53%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	4,50%	2,25%	3,50%	5,25%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
SELIC real [% a.a. real]	0,18%	0,65%	0,29%	1,69%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	2,22%	2,22%	2,16%	2,12%	2,13%	2,10%	2,06%	2,04%	2,01%
PIB Brasil [tri R$ @2018]	8,0	8,2	8,4	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5
Câmbio nominal [R$/US$ correntes]	4,75	4,80	4,84	4,89	4,94	4,99	5,04	5,09	5,13
Câmbio real [R$@'19/US$@'19]	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44
Inflação IPCA [% a.a.]	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
TLP nominal [% a.a. nominal]	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
TLP real [% a.a. real]	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
SELIC real [% a.a. real]	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%

	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	1,98%	1,95%	1,91%	1,85%	1,79%	1,72%	1,66%	1,60%	1,54%
PIB Brasil [tri R$ @2018]	9,6	9,8	10,0	10,2	10,4	10,6	10,7	10,9	11,1
Câmbio nominal [R$/US$ correntes]	5,18	5,24	5,29	5,34	5,39	5,44	5,50	5,55	5,60
Câmbio real [R$@'19/US$@'19]	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44
Inflação IPCA [% a.a.]	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
TLP nominal [% a.a. nominal]	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
TLP real [% a.a. real]	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
SELIC real [% a.a. real]	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%

	2046	2047	2048	2049	2050	2051
Δ% PIB Brasil [% a.a. real]	1,49%	1,44%	1,40%	1,36%	1,33%	1,33%
PIB Brasil [tri R$ @2018]	11,2	11,4	11,6	11,7	11,9	12,0
Câmbio nominal [R$/US$ correntes]	5,66	5,71	5,77	5,83	5,88	5,94
Câmbio real [R$@'19/US$@'19]	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44	4,44
Inflação IPCA [% a.a.]	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Inflação CPI [% a.a.]	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
TLP nominal [% a.a. nominal]	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%
TLP real [% a.a. real]	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%
SELIC nominal [% a.a. nominal]	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
SELIC real [% a.a. real]	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%

Fonte: SAC/MI, BACEN, Banco Santander

[5] Banco Santander – Análise Econômica – Projeções, disponível em https://www.santander.com.br/analise-economica e consultado em 15/05/2020

4. PROJEÇÕES DE DEMANDA

Os resultados das projeções dos fluxos de passageiros, aeronaves e cargas atendidos por cada aeroporto e pelo total do Bloco são apresentados na Tabela 4-1, para os anos selecionados. O Aeroporto Internacional de Curitiba destaca-se no fluxo de passageiros, aeronaves e cargas com representatividades de 41%, 35% e 73% do Bloco em 2050, respectivamente.

Tabela 4-1: Projeções de demanda do bloco, por aeroporto para os principais fluxos

	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
PASSAGEIROS, MM	**1,4**	**8,5**	**11,2**	**13,3**	**14,1**	**17,0**	**22,4**	**27,0**
SBCT	0,7	4,2	5,5	6,4	6,6	7,7	9,5	11,1
SBFI	0,3	1,6	2,2	2,8	3,0	4,0	5,7	7,0
SBNF	0,2	1,5	2,1	2,4	2,5	3,2	4,5	5,7
SBLO	0,1	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2	1,6	1,8
SBJV	0,1	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,9	1,0
SBBI	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
SBPK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
SBUG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
SBBG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OPERAÇÕES, '000	**29,4**	**148,5**	**181,4**	**205,1**	**213,2**	**253,4**	**333,6**	**411,7**
SBCT	9,7	55,1	72,8	83,8	85,8	98,7	120,4	142,7
SBFI	3,3	18,5	23,6	28,8	31,1	39,7	55,5	68,9
SBNF	3,5	18,5	23,3	25,7	27,1	34,6	51,1	67,6
SBLO	4,3	20,1	22,9	25,6	26,8	32,6	46,7	61,6
SBJV	1,3	6,0	7,2	8,3	8,6	9,6	12,0	13,9
SBBI	6,9	28,2	29,0	29,8	30,5	34,3	42,4	49,8
SBPK	0,3	1,2	1,4	1,6	1,7	2,1	3,0	3,8
SBUG	0,1	0,5	0,6	0,8	0,8	1,1	1,6	2,1
SBBG	0,1	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0	1,2
CARGA, MM kg	**14,1**	**57,4**	**58,8**	**60,2**	**62,6**	**70,9**	**88,1**	**103,7**
SBCT	10,0	40,7	41,8	42,9	44,9	51,5	64,8	76,0
SBFI	0,4	1,8	1,8	1,9	2,0	2,3	3,5	5,4
SBNF	2,0	8,3	8,5	8,6	8,8	9,6	11,2	12,7
SBLO	0,8	3,3	3,3	3,4	3,4	3,7	4,3	4,9
SBJV	0,8	3,3	3,3	3,4	3,4	3,7	4,1	4,5
SBBI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SBPK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SBUG	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
SBBG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: Consórcio GCA

5. RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS

A Tabela 5-1 apresenta a receita bruta de serviços associada às projeções de demanda para cada aeroporto do Bloco. As receitas do concessionário são classificadas entre:

- **Receitas tarifárias,** incluindo tarifas de embarque, pouso, permanência de aeronaves, armazenagem e capatazia de cargas em fluxos doméstico e internacional, dentre outros[6].
- **Receitas não-tarifárias**, decorrentes da prestação de utilidades e serviços condominiais pelo aeroporto, e da cessão de áreas para desenvolvimento de atividades operacionais e comerciais por terceiros (incluindo terminal de cargas internacional, abastecimento de aeronaves, estacionamento de veículos, locação de automóveis, serviços de alimentação e varejo, atividades diversas de companhias aéreas e ESATAs, publicidade e mídia, dentre outros).

As receitas percebidas pelo concessionário no ano-calendário de 2022 correspondem àquelas observadas a partir do término da primeira fase de transição (estágios 1 e 2 da Fase 1-A da concessão), por cada aeroporto[7].

Entre 2023 e 2050, as receitas do Bloco crescerão a uma taxa média de 4,4% ao ano. As receitas tarifárias ampliarão sua representatividade no período da concessão, partindo de 55% em 2023 e atingindo 69% em 2050. O Aeroporto Internacional de Curitiba responde por mais de 51% das receitas totais do bloco em 2050.

[6] Cumpre notar que o Adicional FNAC incidente sobre a tarifa de embarque internacional não constitui receita do concessionário e, portanto, não foi considerado.
[7] Em 2021, o concessionário não irá auferir receitas com a concessão.

Tabela 5-1: Projeções de receita bruta de serviços do bloco, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
REC. BRUTA DE SERVIÇOS TOTAL	**0,0**	**293,9**	**393,2**	**456,0**	**482,2**	**606,3**	**793,3**	**992,7**
SBCT	0,0	158,8	207,9	233,9	243,2	309,2	396,6	504,2
SBFI	0,0	39,0	58,6	76,3	84,1	114,8	161,0	197,6
SBNF	0,0	48,4	67,8	77,2	83,7	102,3	137,4	176,0
SBLO	0,0	19,0	26,1	31,4	32,8	37,2	46,9	55,6
SBJV	0,0	17,1	20,4	23,5	24,3	26,6	31,0	35,3
SBBI	0,0	10,0	10,4	10,7	10,9	12,3	15,2	17,8
SBPK	0,0	0,8	1,0	1,3	1,4	1,8	2,4	3,2
SBUG	0,0	0,7	0,9	1,1	1,2	1,4	1,9	1,9
SBBG	0,0	0,1	0,1	0,6	0,6	0,7	1,0	1,2
Tarifária	**0,0**	**162,7**	**229,9**	**272,9**	**287,3**	**410,4**	**541,1**	**683,8**
SBCT	0,0	82,6	113,8	133,2	137,6	222,3	281,5	336,2
SBFI	0,0	29,6	43,9	56,0	61,3	80,3	113,8	141,1
SBNF	0,0	27,9	41,8	47,1	50,1	63,8	90,2	133,6
SBLO	0,0	12,9	18,3	22,1	23,1	26,7	33,9	40,3
SBJV	0,0	6,1	8,1	9,9	10,4	11,6	14,3	23,4
SBBI	0,0	2,6	2,7	2,8	2,9	3,3	4,1	4,8
SBPK	0,0	0,5	0,7	0,9	1,0	1,2	1,8	2,3
SBUG	0,0	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	1,1	1,3
SBBG	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7
Não Tarifária	**0,0**	**131,2**	**163,3**	**183,1**	**194,9**	**196,0**	**252,3**	**308,9**
SBCT	0,0	76,1	94,1	100,8	105,6	86,9	115,1	167,9
SBFI	0,0	9,4	14,7	20,3	22,8	34,5	47,2	56,5
SBNF	0,0	20,5	26,0	30,1	33,6	38,4	47,2	42,5
SBLO	0,0	6,0	7,8	9,3	9,7	10,5	13,0	15,2
SBJV	0,0	11,0	12,2	13,6	13,9	15,1	16,8	11,9
SBBI	0,0	7,4	7,6	7,9	8,1	9,0	11,1	13,0
SBPK	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9
SBUG	0,0	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,6
SBBG	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5

Fonte: Consórcio GCA

6. CONSIDERAÇÕES ACERCA DOS REGIMES DE TRIBUTAÇÃO E DOS BENEFÍCIOS FISCAIS

6.1 Regime de tributação

A avaliação econômico-financeira analisou a viabilidade da concessão do Bloco sob os regimes de tributação por Lucro Real (associado à incidência não-cumulativa de PIS/COFINS) e por Lucro Presumido (incidência cumulativa de PIS/COFINS).

Avaliou-se a elegibilidade do Bloco a cada regime tributário, bem como os impactos que cada regime teria sobre os fluxos de: impostos sobre a renda (incluindo a possibilidade de reduzir bases de cálculo mediante compensação de prejuízos), impostos sobre a receita operacional (incluindo a possibilidade de usufruir do tratamento fiscal associado à apuração de créditos de PIS/COFINS sobre parte dos custos da concessionária) e impostos sobre rendimentos financeiros (com isenção ou incidência, correspondentemente), seguindo a legislação tributária vigente.

No caso em tela, o faturamento projetado para o Bloco de aeroportos extrapola o limite máximo para seu enquadramento no regime de Lucro Presumido, atualmente definido em R$ 78 milhões anuais[8], em todos os anos da concessão.

Em vista disto, o cenário discorrido ao longo deste relatório considera a tributação sob regime de Lucro Real, e a incidência não-cumulativa de PIS/COFINS.

6.2 Benefícios fiscais

Cumpre notar que o futuro concessionário poderá ainda fazer jus a outro benefício fiscal – que não foi considerado para fins desta avaliação da viabilidade econômico-financeira da concessão, por orientação da SAC/MI. Mais especificamente:

- **REIDI – Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento da Infraestrutura**, que prevê a suspensão (e posterior aplicação com alíquota zero) de PIS e COFINS para aquisição de serviços, insumos e materiais, nacionais e importados, para incorporação em obras de infraestrutura destinados ao ativo imobilizado (equiparado também à incorporação em ativo intangível no caso de concessões de serviços públicos);

[8] Conforme redação dada pela Lei nº 12.814/2013.

7. IMPOSTOS SOBRE RECEITA

Incidem sobre a receita bruta do concessionário os impostos ISSQN, PIS e COFINS, detalhados a seguir.

7.1 ISSQN

A alíquota do Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISSQN) para os serviços prestados por cada um dos aeroportos do Bloco é apresentada na Tabela 7-1.

Tabela 7-1: Alíquota de ISSQN por aeroporto

	Alíquota
SBCT	5,0%
SBFI	4,0%
SBNF	3,0%
SBLO	5,0%
SBJV	5,0%
SBBI	5,0%
SBPK	4,0%
SBUG	3,0%
SBBG	5,0%

Fonte: Código tributário dos municípios

O imposto incide sobre a totalidade das receitas tarifárias e sobre a parcela das receitas não-tarifárias associadas à prestação de serviços. Assim, as receitas decorrentes da locação de áreas não se sujeitam à incidência de ISSQN[9].

A Tabela 7-2 apresenta a quantia de imposto a ser paga nos anos selecionados.

Tabela 7-2: Projeção do imposto sobre serviços (ISSQN) a pagar

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
ISS A PAGAR	-	**(7,3)**	**(10,3)**	**(12,2)**	**(12,8)**	**(18,5)**	**(24,2)**	**(30,2)**
SBCT	-	(4,2)	(5,7)	(6,7)	(6,9)	(11,2)	(14,1)	(16,9)
SBFI	-	(1,2)	(1,8)	(2,3)	(2,5)	(3,2)	(4,6)	(5,7)
SBNF	-	(0,8)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,9)	(2,7)	(4,0)
SBLO	-	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(2,0)
SBJV	-	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(1,2)
SBBI	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
SBPK	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
SBUG	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
SBBG	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)

Fonte: Consórcio GCA

7.2 Débito de PIS e COFINS

O Programa de Integração Social (PIS) e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) são regulamentados pelas Leis 10.637/2002 e 10.833/2003, incidentes sobre o total das

[9] O entendimento é de que a locação de bens imóveis não se sujeita à incidência de ISS, amparado:

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

receitas auferidas. Suas alíquotas no regime de tributação não-cumulativa são de 1,65% e 7,60% da receita bruta, respectivamente[10].

A projeção de débitos de PIS/COFINS é apresentada na Tabela 7-3.

Tabela 7-3: Projeção dos débitos de PIS/COFINS a pagar

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	0,0	293,9	393,2	456,0	482,2	606,3	793,3	992,7
Receita sujeita a pagamento de PIS/COFINS	0,0	293,9	393,2	456,0	482,2	606,3	793,3	992,7
% sujeita a pagamento de PIS/COFINS	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DÉBITO DE PIS/COFINS	-	(27,2)	(36,4)	(42,2)	(44,6)	(56,1)	(73,4)	(91,8)

Fonte: Consórcio GCA

7.3 Crédito de PIS e COFINS

Parte dos custos incorridos na prestação de serviços dão direito à recuperação de créditos de PIS/COFINS pelo regime de incidência não-cumulativa.

A proporção de custos passíveis de recuperação depende, entre outros fatores, do enquadramento às hipóteses previstas nas Leis 10.637/2002 e 10.833/2003 e da proporção de custos associados ao pagamento a pessoas físicas e ao pagamento por bens e serviços isentos de PIS/COFINS (redação dada pela Lei 10.865/2004).

A partir de valores divulgados pela Infraero por ocasião da segunda rodada de concessão de aeroportos nacionais[11], estimou-se a parcela das principais linhas de custos passível de ser recuperada por créditos de PIS/COFINS (Tabela 7-4)[12].

Tabela 7-4: Proporção de linhas de custo que permitem recuperação de créditos de PIS/COFINS

% Recuperação de créditos de PIS/COFINS	% de custo
Pessoal	0%
Serviços contratados (terceirizados)	95%
Despesas gerais (terceirizados)	95%
Utilidades	64%
Material de consumo	33%
Outorga variável	0%
Outras despesas	42%
Outorga fixa	0%
Amortização de intangível	100%

Fonte: EVTEAs da segunda rodada de concessões (Guarulhos, Brasília e Viracopos) e Consórcio GCA

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

[11] Este nível de detalhamento não foi disponibilizado nas demais rodadas de concessão e tampouco consta das demonstrações financeiras públicas dos atuais concessionários de aeroportos no Brasil. As informações disponibilizadas na primeira rodada de concessões são as únicas que permitem a estimativa da geração de créditos de PIS/COFINS de forma precisa.

[12] Análise feita com base em dados dos aeroportos de Guarulhos, Brasília e Viracopos no período imediatamente anterior à concessão dos mesmos, extraídos dos respectivos estudos de viabilidade publicados pela SAC/MI.

Note-se que não foi considerada a possibilidade de o concessionário apurar créditos de PIS/COFINS sobre valores recolhidos a título de outorga, uma vez que não existe parecer jurídico sedimentado que justifique tal procedimento.

Adicionalmente, uma vez que a modelagem supõe a realização de investimentos sem o benefício fiscal do REIDI (logo, os valores de investimentos estão sujeitos ao pagamento de PIS/COFINS), é adequado considerar a recuperação de créditos de PIS/COFINS sobre 100% da amortização de ativo intangível, conforme prevê a legislação vigente[13].

O total de créditos de PIS/COFINS foi determinado multiplicando-se as proporções acima pelos custos operacionais projetados, e aplicando a esta base de cálculo a alíquota cheia no regime de incidência não-cumulativa, de 9,25% (=1,65%+7,60%). Os resultados são apresentados na Tabela 7-5.

Tabela 7-5: Projeção dos créditos de PIS/COFINS a recuperar

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
CUSTO/DESPESA OPERACIONAL	**(7,7)**	**(176,8)**	**(218,1)**	**(266,9)**	**(274,4)**	**(314,1)**	**(388,1)**	**(470,7)**
Pessoal	(1,9)	(88,7)	(99,8)	(113,9)	(116,3)	(131,2)	(152,8)	(172,5)
Serviços contratados (Terceiros)	-	(46,5)	(57,3)	(68,5)	(70,4)	(81,2)	(96,6)	(111,0)
Despesas gerais (Terceiros)	-	(6,5)	(8,3)	(9,3)	(9,6)	(10,9)	(13,3)	(15,4)
Utilidades	-	(13,7)	(15,8)	(21,7)	(22,0)	(23,1)	(26,8)	(29,5)
Material de consumo	-	(5,9)	(6,6)	(9,2)	(9,2)	(9,3)	(10,4)	(11,0)
Outorga variável	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas	(5,7)	(10,0)	(8,1)	(8,1)	(9,4)	(8,7)	(10,2)	(10,0)
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortização de intangível	(0,1)	(5,5)	(22,2)	(36,3)	(37,5)	(49,6)	(77,9)	(121,2)
BASE DE CÁLCULO PARA RECUPERAR IMPOSTO	**(2,5)**	**(70,7)**	**(100,0)**	**(130,3)**	**(134,4)**	**(158,4)**	**(206,9)**	**(267,6)**
Pessoal	-	-	-	-	-	-	-	-
Serviços contratados (Terceiros)	-	(44,0)	(54,2)	(64,8)	(66,6)	(76,8)	(91,4)	(105,0)
Despesas gerais (Terceiros)	-	(6,2)	(7,9)	(8,8)	(9,1)	(10,3)	(12,6)	(14,6)
Utilidades	-	(8,8)	(10,1)	(13,9)	(14,1)	(14,9)	(17,2)	(19,0)
Material de consumo	-	(2,0)	(2,2)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,5)	(3,7)
Outorga variável	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas	(2,4)	(4,2)	(3,4)	(3,4)	(3,9)	(3,6)	(4,3)	(4,2)
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortização de intangível	(0,1)	(5,5)	(22,2)	(36,3)	(37,5)	(49,6)	(77,9)	(121,2)
% de custos recuperáveis	33%	40%	46%	49%	49%	50%	53%	57%
CRÉDITO DE PIS/COFINS A RECUPERAR	**0,2**	**6,5**	**9,3**	**12,1**	**12,4**	**14,7**	**19,1**	**24,8**

Fonte: Consórcio GCA

Os créditos de PIS/COFINS gerados em um período permitem o abatimento de débitos devidos no período. Caso se observe um saldo remanescente de créditos a recuperar após recolhimento de PIS/COFINS no período corrente, tal saldo é passível de utilização conjuntamente aos créditos recuperados no período contábil seguinte. Ressalte-se ainda que a confrontação de débitos e créditos ocorrerá no nível da SPE concessionária, permitindo a esta aproveitar (por exemplo) os créditos de PIS/COFINS gerados em excesso na operação de um determinado aeroporto para abater débitos de PIS/COFINS excedentes em outro aeroporto – inclusive em um mesmo período. A Tabela 7-6 apresenta a demonstração extracontábil do balanço de créditos de PIS/COFINS para a concessionária.

[13] De acordo com o § 21 do Art. 3° da Lei n°10.637 de 2002 e com o § 29 do Art. 3° da Lei n°10.833 de 2003. Ainda, é de particular interesse a Solução de Consulta nº 98 – Cosit da Receita Federal do Brasil publicada em 25/março/2019 (disponível em http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=99764), que esclarece em seus itens 18 a 21 a impossibilidade de aproveitamento acelerado de créditos de PIS/COFINS referentes a amortização conforme permitiria, por exemplo, o regime instituído no Art. 6º da Lei nº 11.488 de 2007.

Tabela 7-6: Demonstração extracontábil do balanço de créditos de PIS/COFINS

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
DÉBITO DE PIS/COFINS	-	**(27,2)**	**(36,4)**	**(42,2)**	**(44,6)**	**(56,1)**	**(73,4)**	**(91,8)**
CRÉDITOS DE PIS/COFINS - INÍCIO DE PERÍODO	-	**0,2**	-	-	-	-	-	-
(+) Créditos gerados no período	0,2	6,5	9,3	12,1	12,4	14,7	19,1	24,8
(-) Créditos aproveitados no período	-	(6,8)	(9,3)	(12,1)	(12,4)	(14,7)	(19,1)	(24,8)
CRÉDITOS DE PIS/COFINS - FIM DE PERÍODO	**0,2**	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Conforme diretriz exarada pela SAC/MI, a modelagem financeira adota valores em termos reais. Como os créditos de PIS/COFINS remanescentes de determinado período são registrados a valor histórico e não são automaticamente reajustados por inflação para utilização em períodos futuros, é necessário considerar a perda de valor real de eventuais saldos de créditos remanescentes ao transportar valores para períodos seguintes (para evitar superestimar o valor de créditos aproveitados futuramente). O procedimento de ajuste é apresentado no ANEXO II.

7.4 Consolidação dos impostos sobre a receita

A consolidação das projeções de impostos sobre receita e o cálculo da receita líquida são apresentados na Tabela 7-7.

Tabela 7-7: Projeção consolidada dos impostos sobre receita e da receita líquida

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	-	**293,9**	**393,2**	**456,0**	**482,2**	**606,3**	**793,3**	**992,7**
DEDUÇÕES	-	**(27,8)**	**(37,4)**	**(42,4)**	**(45,0)**	**(60,0)**	**(78,4)**	**(97,3)**
(-) ISS	-	(7,3)	(10,3)	(12,2)	(12,8)	(18,5)	(24,2)	(30,2)
(-) Débito PIS/COFINS	-	(27,2)	(36,4)	(42,2)	(44,6)	(56,1)	(73,4)	(91,8)
(+) Crédito PIS/COFINS	-	6,8	9,3	12,1	12,4	14,7	19,1	24,8
(=) RECEITA LÍQUIDA DE SERVIÇOS	-	**266,1**	**355,8**	**413,6**	**437,2**	**546,4**	**714,9**	**895,5**
Alíquota média de deduções [% ROB]	*0,0%*	*-9,4%*	*-9,5%*	*-9,3%*	*-9,3%*	*-9,9%*	*-9,9%*	*-9,8%*

Fonte: Consórcio GCA

As isenções e os créditos tributários contemplados na modelagem produzem uma economia média de 28% nos impostos sobre receitas, reduzindo a alíquota cheia ponderada incidente de 13,69% (=9,25%+4,44%)[14] para uma alíquota efetiva de 9,86%. A eficiência resulta em maior atratividade do projeto e resultará em maior valor de outorga ao poder concedente.

[14] Alíquota cheia ponderada de ISSQN obtida pela razão entre a soma de pagamentos de ISSQN e a soma das bases de cálculo de ISSQN para os aeroportos.

8. CUSTOS OPERACIONAIS (ANTES DE OUTORGAS)

Os custos operacionais são compostos por oito rubricas principais, quais sejam: custos com pessoal, serviços contratados, despesas gerais, utilidades, material de consumo, seguro para garantia de execução, despesas socioambientais e IPTU.

Os itens a seguir apresentam esses custos para cada aeroporto e para o total do Bloco, destacando as economias do concessionário com a operação coordenada dos aeroportos. As projeções incorporam ganhos de escala com o aumento esperado de volumes e ganhos de eficiência com a transferência da operação para a iniciativa privada no caso de cada aeroporto, ambos baseados em análises de *benchmark*. Tais eficiências já haviam sido incorporadas na avaliação isolada de cada um dos aeroportos que compõe o Bloco.

Foram ainda considerados ganhos adicionais de eficiência proporcionados pela operação conjugada dos aeroportos por um único operador, referentes aos custos e despesas com pessoal.

As demais categorias de custos estão tipicamente vinculadas a despesas correntes de cada aeroporto e à prestação de serviços ou fornecimento de bens em nível local, motivo pelo qual ganhos de eficiência derivados da operação conjunta do Bloco estão sujeitos a maior incerteza e, portanto, não foram considerados na avaliação econômico-financeira. Mais especificamente:

- **Serviços contratados** e **despesas gerais**: estes custos e despesas são majoritariamente associados à terceirização de serviços de conservação e limpeza, segurança e manutenção. Consistem em dispêndios diretamente vinculados e essenciais à operação de cada aeroporto e, devido à distribuição geográfica dos diferentes aeroportos do Bloco, não se tem garantia acerca da viabilidade de contratação de uma única empresa para a prestação de parte desses serviços para a totalidade dos aeroportos do Bloco (ou para um subconjunto), condição na qual o concessionário poderia vir a negociar um desconto na prestação dos serviços. Diante disso, não foram considerados ganhos de eficiência nesta rubrica de custos;

- **Utilidades e serviços públicos**: estes custos e despesas estão associados majoritariamente ao fornecimento de energia elétrica e de água e esgoto, além de coleta de lixo, entre outros. Naturalmente, são proporcionais ao consumo de cada aeroporto (no qual a operação do Bloco por um único concessionário não proporciona redução direta) e são prestados por diferentes empresas ou órgãos em cada cidade ou estado, sendo tipicamente objeto de tarifas reguladas. Diante disso, não foram considerados ganhos de eficiência nesta rubrica de custos.

- **Material de consumo**: estes custos e despesas estão majoritariamente associados ao fornecimento de itens para a manutenção de bens e equipamentos. A exemplo dos custos com serviços contratados, consistem em dispêndios diretamente vinculados e essenciais à operação de cada aeroporto e, devido à distribuição geográfica dos diferentes aeroportos do Bloco, não se tem garantia acerca da viabilidade de contratação de uma única empresa para o fornecimento de parcela desses bens para a totalidade dos aeroportos do Bloco (ou para um subconjunto), condição na qual o concessionário poderia vir a negociar um desconto na

prestação dos serviços. Diante disso, não foram considerados ganhos de eficiência nesta rubrica de custos.

Nas demais rubricas de custos também não foram considerados ganhos associados à operação em bloco dos aeroportos, uma vez que, respectivamente: o **seguro-garantia** de execução é proporcional às receitas projetadas; as **despesas socioambientais** derivam de programas e equipes ambientais específicas de cada aeroporto e o **IPTU** é devido a cada município, em função das características de cada sítio aeroportuário.

Ressalta-se que, enquanto a Infraero operar o aeroporto (Estágios 1 e 2 da Fase 1-A da concessão), a mesma terá a incumbência sobre as receitas e custos operacionais. Neste período, o concessionário arcará apenas com as despesas referentes à equipe própria que terá começado a estruturar, aos gastos para manter a garantia de execução do contrato (modelado como custeio de seguro-garantia) e às despesas socioambientais.

Os itens a seguir detalham as projeções para cada alínea de custos.

8.1 Custos e despesas com pessoal

A projeção de custos e despesas com pessoal tomou como ponto de partida as projeções desta alínea efetuada para os aeroportos individuais. A concessão de aeroportos em Bloco oferece oportunidades para otimização do quadro efetivo decorrentes da centralização de algumas atividades (em especial aquelas de natureza administrativa) e de potencial para remodelação das estruturas hierárquicas. Dessa forma, o novo organograma proposto reflete não só uma redução de quantitativo de pessoal como também altera a estrutura para alguns cargos específicos – apoiando-se no princípio de que a existência de responsáveis na estrutura da *holding* operadora do Bloco permite a contratação de funcionários com cargos inferiores em parte dos aeroportos, especialmente aqueles de menor porte.

As possíveis sinergias e consequentes ganhos de eficiência identificados no caso da operação dos nove aeroportos do Bloco por um único concessionário se concentram principalmente nos centros de custo administrativo e de manutenção.

No que diz respeito ao departamento administrativo, identificou-se a possibilidade de redução adicional do quadro de funcionários administrativos – em relação à soma dos quadros de pessoal dimensionados para os aeroportos caso fossem concedidos de forma isolada – em 15,7%, concentrando responsabilidades associadas principalmente a atividades comerciais e de apoio administrativo em um menor número de pessoas, o que proporciona uma redução de 14,1% das despesas totais deste centro de custos (resultado também da substituição de alguns profissionais por outros com cargos (e salários) inferiores na estrutura organizacional).

Com relação ao centro de custo de manutenção, a redução do quadro neste centro de custo está associada à reestruturação do corpo técnico e à concentração de atividades de coordenação, proporcionando uma redução de 13,9% no quadro e de 18,0% no custo total dessa alínea[15].

Os demais centros de custo (embarque e desembarque de passageiros, operação de aeronaves e armazenagem e capatazia, e serviço especializado contra incêndio em aeronaves) reúnem funcionários

[15] A redução no custo de manutenção é mais do que proporcional à redução em efetivo pois a revisão de cargos se concentra em atividades de coordenação em nível mais alto na hierarquia organizacional.

vinculados a atividades de natureza eminentemente operacional e corriqueira de cada aeroporto. Diante disso – e da estrutura otimizada já considerada para cada aeroporto individualmente –, ganhos de eficiência derivados da operação conjunta do Bloco nesses casos não são esperados e, portanto, não foram considerados na avaliação econômico-financeira.

A Tabela 8-1 apresenta resultados da análise de reestruturação de pessoal, confrontando a estrutura projetada para aeroportos individuais como a nova estrutura otimizada para a concessão em Bloco (em termos de quadro de colaboradores e de custo anual absoluto). **A otimização proposta proporcionaria uma redução de 8,1% do efetivo total da concessionária, e economia de 10,2% em seu custo total com pessoal.**

Tabela 8-1: Análise de reestruturação do quadro de funcionários[16]

Centro de custo agrupado[17]	Quadro de pessoal [nº colaboradores]			Custo anual médio [MM R$/ano]		
	Soma dos Aeroportos, isolados	Quadro otimizado para Bloco	Variação em quadro [%]	Soma dos Aeroportos, isolados	Quadro otimizado para Bloco	Economia em custo [%]
Administrativo	236	199	**-15,7%**	47,3	40,6	**-14,1%**
Manutenção	79	68	**-13,9%**	18,6	15,2	**-18,0%**
Embarque e desembarque de passageiros	27	27	**0%**	4,1	4,1	**0%**
Operações de aeronaves	107	107	**0%**	16,8	16,8	**0%**
Armazenagem e capatazia	1	1	**0%**	0,2	0,2	**0%**
Serviço especializado contra incêndio em aeronaves	140	140	**0%**	11,6	11,6	**0%**
Total	590	542	**-8,1%**	98,6	88,5	**-10,2%**

Fonte: Consórcio GCA

A Tabela 8-2 mostra a projeção desses custos para cada aeroporto e para o total do Bloco.

[16] Ressalte-se que a análise foi realizada com base no quadro de efetivo dos aeroportos administrados pela Infraero em 2018. Os resultados da análise serviram de base para a projeção de custo com pessoal, que ainda foram ajustadas em função do porte de operação a cada ano de concessão. Por este motivo, os resultados apresentados nesta tabela não coincidem com nenhum ano da projeção de custos com pessoal ilustrada adiante no texto.

[17] Os centros de custo foram agrupados em **administrativo** (centro de gerenciamento aeroportuário, comercialização, contratos de serviços contínuos, desenvolvimento mercadológico, empreendimentos temporários, finanças, gestão de suprimentos, meio ambiente, negócios em áreas externas e serviços aéreos, operações aeroportuárias, procuradoria-geral, recursos humanos, recursos materiais e segurança), **manutenção** (manutenção e execução), **embarque e desembarque de passageiros** (circuito fechado de televisão, raios-x de bagagem/detectores de explosivos e de metais, salas de pré-embarque, de desembarque, saguão e áreas comuns e sistema de orientação aos usuários), **operações de aeronaves** (pátio de manobra/área de estadia, pistas, SGSO), **armazenagem e capatazia** (logística de carga, TECA carga nacional, TECA internação, TECA exportação e TECA importação) e **serviço especializado contra incêndio em aeronaves**.

Tabela 8-2: Projeção dos custos com pessoal, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
Custo dos aeroportos individualmente	**(1,9)**	**(88,7)**	**(99,8)**	**(113,9)**	**(116,3)**	**(131,2)**	**(152,8)**	**(172,5)**
SBCT	(0,8)	(35,8)	(40,5)	(47,6)	(48,3)	(56,2)	(63,7)	(70,3)
SBFI	(0,3)	(13,6)	(15,7)	(17,7)	(18,4)	(21,2)	(26,3)	(30,5)
SBNF	(0,3)	(14,8)	(17,2)	(19,2)	(19,8)	(22,5)	(28,2)	(34,3)
SBLO	(0,2)	(9,8)	(11,0)	(12,9)	(13,2)	(14,3)	(16,5)	(18,2)
SBJV	(0,1)	(6,0)	(6,7)	(7,4)	(7,6)	(8,0)	(9,0)	(10,1)
SBBI	(0,1)	(4,2)	(4,2)	(4,3)	(4,3)	(4,3)	(4,4)	(4,4)
SBPK	(0,1)	(2,4)	(2,4)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,5)
SBUG	(0,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
SBBG	(0,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
Economia associada à operação em bloco	**0,2**	**9,0**	**10,1**	**12,0**	**12,2**	**13,2**	**15,3**	**17,0**
CUSTO TOTAL	**(1,7)**	**(79,7)**	**(89,8)**	**(101,9)**	**(104,1)**	**(118,0)**	**(137,6)**	**(155,5)**

Fonte: Consórcio GCA

8.2 Custos e despesas com serviços contratados

Os custos e despesas com serviços contratados foram calculados nos Estudos de Engenharia e Afins de cada aeroporto. A consolidação dos resultados obtidos por aeroporto e para o total do Bloco é apresentada na tabela a seguir. Conforme mencionado acima, ganhos adicionais de eficiência nesta rubrica de custos resultantes da operação dos aeroportos por um mesmo operador são incertos e, por isso, não foram considerados.

Tabela 8-3: Projeção dos custos com serviços contratados, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
Custo dos aeroportos individualmente	-	**(46,5)**	**(57,3)**	**(68,5)**	**(70,4)**	**(81,2)**	**(96,6)**	**(111,0)**
SBCT	-	(21,4)	(26,4)	(33,2)	(33,7)	(39,7)	(45,4)	(50,4)
SBFI	-	(7,3)	(9,4)	(11,1)	(11,7)	(14,0)	(18,1)	(21,6)
SBNF	-	(7,2)	(9,2)	(10,3)	(10,6)	(12,3)	(15,8)	(20,0)
SBLO	-	(4,3)	(5,4)	(6,3)	(6,5)	(7,1)	(8,5)	(9,6)
SBJV	-	(3,3)	(3,8)	(4,5)	(4,6)	(4,9)	(5,6)	(6,3)
SBBI	-	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
SBPK	-	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
SBUG	-	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
SBBG	-	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Economia associada à operação em bloco	-	-	-	-	-	-	-	-
CUSTO TOTAL	-	**(46,5)**	**(57,3)**	**(68,5)**	**(70,4)**	**(81,2)**	**(96,6)**	**(111,0)**

Fonte: Consórcio GCA

8.3 Custos e despesas com despesas gerais

Os custos e despesas com despesas gerais foram calculados nos Estudos de Engenharia e Afins de cada aeroporto. A consolidação dos resultados obtidos por aeroporto e para o total do Bloco é apresentada na tabela a seguir. Conforme mencionado acima, ganhos adicionais de eficiência nesta rubrica de custos resultantes da operação dos aeroportos por um mesmo operador são incertos e, por isso, não foram considerados.

Tabela 8-4: Projeção dos custos com despesas gerais, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
Custo dos aeroportos individualmente	-	**(6,5)**	**(8,3)**	**(9,3)**	**(9,6)**	**(10,9)**	**(13,3)**	**(15,4)**
SBCT	-	(2,8)	(3,7)	(4,1)	(4,2)	(4,7)	(5,6)	(6,3)
SBFI	-	(1,3)	(1,7)	(2,0)	(2,1)	(2,6)	(3,3)	(4,0)
SBNF	-	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(1,7)	(2,2)	(2,6)
SBLO	-	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(1,1)	(1,2)
SBJV	-	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,8)
SBBI	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
SBPK	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
SBUG	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
SBBG	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Economia associada à operação em bloco	-	-	-	-	-	-	-	-
CUSTO TOTAL	-	**(6,5)**	**(8,3)**	**(9,3)**	**(9,6)**	**(10,9)**	**(13,3)**	**(15,4)**

Fonte: Consórcio GCA

8.4 Custos e despesas com utilidades e serviços públicos

Os custos e despesas com utilidades e serviços públicos foram calculados nos Estudos de Engenharia e Afins de cada aeroporto. A consolidação dos resultados obtidos para cada aeroporto e para o total do Bloco é apresentada na Tabela 8-5 a seguir. Conforme mencionado acima, ganhos adicionais de eficiência nesta rubrica de custos resultantes da operação dos aeroportos por um mesmo operador são improváveis e, por isso, não foram considerados.

Tabela 8-5: Projeção dos custos com utilidades, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
Custo dos aeroportos individualmente	-	**(13,7)**	**(15,8)**	**(21,7)**	**(22,0)**	**(23,1)**	**(26,8)**	**(29,5)**
SBCT	-	(7,2)	(8,4)	(9,0)	(9,0)	(9,5)	(10,2)	(10,8)
SBFI	-	(2,1)	(2,5)	(3,3)	(3,4)	(3,8)	(4,8)	(5,6)
SBNF	-	(1,3)	(1,5)	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(3,8)	(4,8)
SBLO	-	(1,4)	(1,6)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(3,1)	(3,3)
SBJV	-	(0,8)	(0,9)	(2,2)	(2,2)	(2,3)	(2,5)	(2,7)
SBBI	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
SBPK	-	(0,2)	(0,2)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
SBUG	-	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
SBBG	-	(0,2)	(0,2)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
Economia associada à operação em bloco	-	-	-	-	-	-	-	-
CUSTO TOTAL	-	**(13,7)**	**(15,8)**	**(21,7)**	**(22,0)**	**(23,1)**	**(26,8)**	**(29,5)**

Fonte: Consórcio GCA

8.5 Custos e despesas com material de consumo

Os custos e despesas com material de consumo foram calculados nos Estudos de Engenharia e Afins de cada aeroporto. A consolidação dos resultados obtidos para cada aeroporto e para o total do Bloco é apresentada na Tabela 8-6 a seguir. Conforme mencionado acima, ganhos adicionais de eficiência nesta rubrica de custos resultantes da operação dos aeroportos por um mesmo operador são incertos e, por isso, não foram considerados.

Tabela 8-6: Projeção dos custos com material de consumo, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
Custo dos aeroportos individualmente	-	**(5,9)**	**(6,6)**	**(9,2)**	**(9,2)**	**(9,3)**	**(10,4)**	**(11,0)**
SBCT	-	(2,3)	(2,6)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,0)
SBFI	-	(1,0)	(1,1)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,6)	(1,7)
SBNF	-	(1,2)	(1,3)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,7)	(3,0)
SBLO	-	(0,7)	(0,8)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,3)	(1,3)
SBJV	-	(0,5)	(0,5)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
SBBI	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
SBPK	-	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
SBUG	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
SBBG	-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Economia associada à operação em bloco	-	-	-	-	-	-	-	-
CUSTO TOTAL	-	**(5,9)**	**(6,6)**	**(9,2)**	**(9,2)**	**(9,3)**	**(10,4)**	**(11,0)**

Fonte: Consórcio GCA

8.6 Outros custos e despesas

O concessionário do Bloco deverá ainda arcar com custos relativos: ao cumprimento de garantia de execução do contrato (considerando a contratação de um seguro-garantia); às despesas socioambientais; e ao pagamento de IPTU.

O concessionário será contratualmente obrigado a manter, durante todo o prazo da concessão, garantia de execução do contrato de 25% do valor da receita anual média estimada, conforme parâmetros definidos pela SAC/MI. Tipicamente, tal obrigação é cumprida por meio da contratação de um seguro-garantia, com custo anual estimado em 0,3% do valor da garantia[18].

Os custos e despesas ambientais, por sua vez, foram calculados nos Relatórios de Estudos Ambientais de cada aeroporto, e estão associados à equipe de gestão ambiental, ao pagamento de taxas de órgãos ambientais, à obtenção e renovação de licenças e à implantação e manutenção de programas de gerenciamento de fauna, ruídos, energia e emissões, recursos hídricos e efluentes e de resíduos sólidos.

O pagamento de IPTU foi calculado conforme as regras específicas do município de cada aeroporto, incidindo sobre áreas comerciais internas ao TPS e demais áreas externas com atividades não tarifadas.

Tabela 8-7: Projeção dos custos com outras despesas, por aeroporto

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
Custo dos aeroportos individualmente	**(5,7)**	**(10,0)**	**(8,1)**	**(8,1)**	**(9,4)**	**(8,7)**	**(10,2)**	**(10,0)**
SBCT	(0,9)	(2,5)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,7)	(2,7)
SBFI	(0,5)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,5)	(1,1)	(1,2)	(1,7)
SBNF	(0,7)	(1,1)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(1,2)	(1,3)
SBLO	(0,7)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(1,1)
SBJV	(0,6)	(0,7)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,5)
SBBI	(0,6)	(2,0)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,7)
SBPK	(0,6)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,3)
SBUG	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,7)	(0,3)	(0,4)	(0,5)
SBBG	(0,6)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,3)
CUSTO TOTAL	**(5,7)**	**(10,0)**	**(8,1)**	**(8,1)**	**(9,4)**	**(8,7)**	**(10,2)**	**(10,0)**

Fonte: Consórcio GCA

[18] Conforme consulta a especialista do mercado de seguros.

8.7 Custos e despesas totais

Os resultados da projeção de custos e despesas totais são apresentados na Tabela 8-8. Os custos com Pessoal e com Serviços contratados são os mais significativos para o Bloco, representando 47% e 33% dos custos totais em 2050, respectivamente.

Tabela 8-8: Projeção dos custos operacionais (antes de outorgas)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
CUSTOS OPERACIONAIS (SEM OUTORGA FIXA)	**(7,4)**	**(162,3)**	**(185,8)**	**(218,7)**	**(224,7)**	**(251,3)**	**(294,9)**	**(332,5)**
Pessoal	(1,7)	(79,7)	(89,8)	(101,9)	(104,1)	(118,0)	(137,6)	(155,5)
Serviços contratados	-	(46,5)	(57,3)	(68,5)	(70,4)	(81,2)	(96,6)	(111,0)
Despesas gerais	-	(6,5)	(8,3)	(9,3)	(9,6)	(10,9)	(13,3)	(15,4)
Utilidades	-	(13,7)	(15,8)	(21,7)	(22,0)	(23,1)	(26,8)	(29,5)
Material de consumo	-	(5,9)	(6,6)	(9,2)	(9,2)	(9,3)	(10,4)	(11,0)
Outorga variável	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras despesas	(5,7)	(10,0)	(8,1)	(8,1)	(9,4)	(8,7)	(10,2)	(10,0)

Fonte: Consórcio GCA

9. INVESTIMENTOS (CAPEX)

O projeto de concessão prevê a realização de investimentos de desenvolvimento (de natureza pontual, destinado à expansão dos ativos aeroportuários) e de investimentos de manutenção (de natureza periódica, destinados à conservação e reposição de ativos), em todos os aeroportos que compõem o Bloco, cujos principais aspectos da projeção são apresentados a seguir.

9.1 Capex de desenvolvimento

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

Seguindo a orientação do Edital de Chamamento Público Nº 2/2019, os valores unitários de investimento foram baseados em sistemas oficiais de preços, em preços de mercado ou em valores referenciais admitidos pela Administração Pública Federal, principalmente pelos órgãos de fiscalização e controle. Seguindo as orientações da SAC/MI, o modelo não considerou a possibilidade de utilização do benefício do REIDI por parte do concessionário.

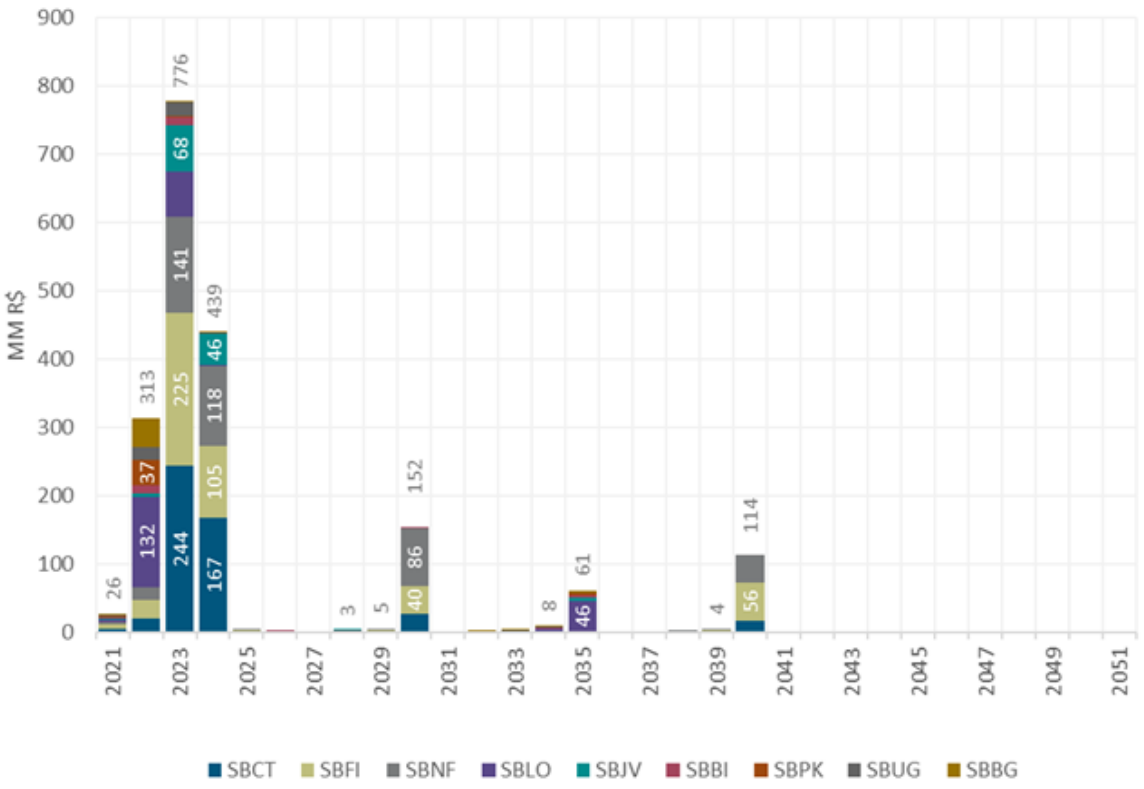
A Tabela 9-1 e a Figura 9-1 apresentam os investimentos de desenvolvimento previstos para cada aeroporto e o total consolidado do Bloco. O primeiro quinquênio da concessão concentra **R$ 1,6 Bi** em investimentos, equivalente a **81%** do capex de desenvolvimento previsto para a concessão.

Tabela 9-1: Investimentos de desenvolvimento por aeroporto, em termos de vida útil fiscal dos ativos

Valores em MM R$	2021-25	2026-30	2031-35	2036-40	2041-45	2046-51	Total
Total	**1.557,5**	**161,3**	**73,4**	**120,6**	-	-	**1.912,8**
SBCT	435,2	29,2	0,1	18,1	-	-	482,5
SBFI	366,2	42,9	0,0	58,8	-	-	467,9
SBNF	282,4	89,2	0,0	43,7	-	-	415,2
SBLO	200,7	0,0	50,5	-	-	-	251,1
SBJV	120,0	0,0	6,7	-	-	-	126,7
SBBI	25,9	0,0	4,7	-	-	-	30,6
SBPK	41,2	-	3,4	-	-	-	44,6
SBUG	40,9	-	3,0	-	-	-	43,9
SBBG	45,2	-	5,0	-	-	-	50,1
Com vida útil de 5 anos	-	**0,3**	-	**0,3**	-	-	**0,7**
SBCT	-	-	-	-	-	-	-
SBFI	-	0,3	-	-	-	-	0,3
SBNF	-	-	-	0,3	-	-	0,3
SBLO	-	-	-	-	-	-	-
SBJV	-	-	-	-	-	-	-
SBBI	-	-	-	-	-	-	-
SBPK	-	-	-	-	-	-	-
SBUG	-	-	-	-	-	-	-
SBBG	-	-	-	-	-	-	-
Com vida útil de 10 anos	**219,8**	**32,0**	**3,7**	**12,4**	-	-	**268,0**
SBCT	44,6	2,9	-	1,6	-	-	49,1
SBFI	56,8	7,7	-	2,4	-	-	66,9
SBNF	49,4	21,5	-	8,4	-	-	79,3
SBLO	31,3	-	3,0	-	-	-	34,3
SBJV	19,0	-	0,2	-	-	-	19,2
SBBI	2,1	-	0,2	-	-	-	2,2
SBPK	6,0	-	0,2	-	-	-	6,2
SBUG	4,7	-	0,2	-	-	-	4,9
SBBG	5,7	-	-	-	-	-	5,7
Com vida útil de 25 anos	**1.249,2**	**128,9**	**59,7**	**107,9**	-	-	**1.545,6**
SBCT	369,4	26,3	0,1	16,5	-	-	412,3
SBFI	289,0	34,9	0,0	56,4	-	-	380,3
SBNF	195,0	67,7	0,0	34,9	-	-	297,6
SBLO	169,3	0,0	37,5	-	-	-	206,8
SBJV	100,1	0,0	6,5	-	-	-	106,6
SBBI	23,9	0,0	4,6	-	-	-	28,4
SBPK	35,1	-	3,2	-	-	-	38,4
SBUG	27,9	-	2,9	-	-	-	30,8
SBBG	39,5	-	5,0	-	-	-	44,4
Desapropriações	**88,5**	-	**10,0**	-	-	-	**98,5**
SBCT	21,1	-	-	-	-	-	21,1
SBFI	20,4	-	-	-	-	-	20,4
SBNF	37,9	-	-	-	-	-	37,9
SBLO	-	-	10,0	-	-	-	10,0
SBJV	0,9	-	-	-	-	-	0,9
SBBI	-	-	-	-	-	-	-
SBPK	-	-	-	-	-	-	-
SBUG	8,2	-	-	-	-	-	8,2
SBBG	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Figura 9-1: Projeção dos investimentos de desenvolvimento ao longo do contrato de concessão



Fonte: Consórcio GCA

9.2 Capex de manutenção

O Capex de manutenção foi projetado para a conservação e reposição tanto dos novos ativos construídos durante a concessão quanto dos ativos pré-existentes, cuja responsabilidade de conservação passará a ser do concessionário.

Com exceção do investimento em recapeamento (das pistas de pouso e decolagem, de taxiamento e dos pátios de aeronaves, bem como do estacionamento de veículos e do sistema viário do Aeroporto) – que devido à sua relevância em termos operacionais e financeiros recebeu tratamento particular (descrito adiante) –, o valor de reposição dos ativos foi calculado com base no valor de reposição dos bens e de sua vida útil efetiva (estimado como 55% superior à vida útil fiscal[19]). Mais especificamente, considerou-se dispêndios anuais de modo que os investimentos totais em manutenção ao longo da vida útil dos ativos produzissem impacto equivalente em VPL (ao custo de capital normativo) à sua reposição por completo ao final da vida útil efetiva.

[19] Considerando que tipicamente a vida útil dos bens é superior à sua vida fiscal, como demonstra o fato de que a relação de bens que integram o patrimônio atual do Aeroporto inclui uma quantidade significativa de bens em operação com valor contábil já inteiramente depreciado. Uma análise específica das bases patrimoniais dos aeroportos da atual rodada revela que os ativos têm vida útil efetiva em média 55% superior à vida útil fiscal.

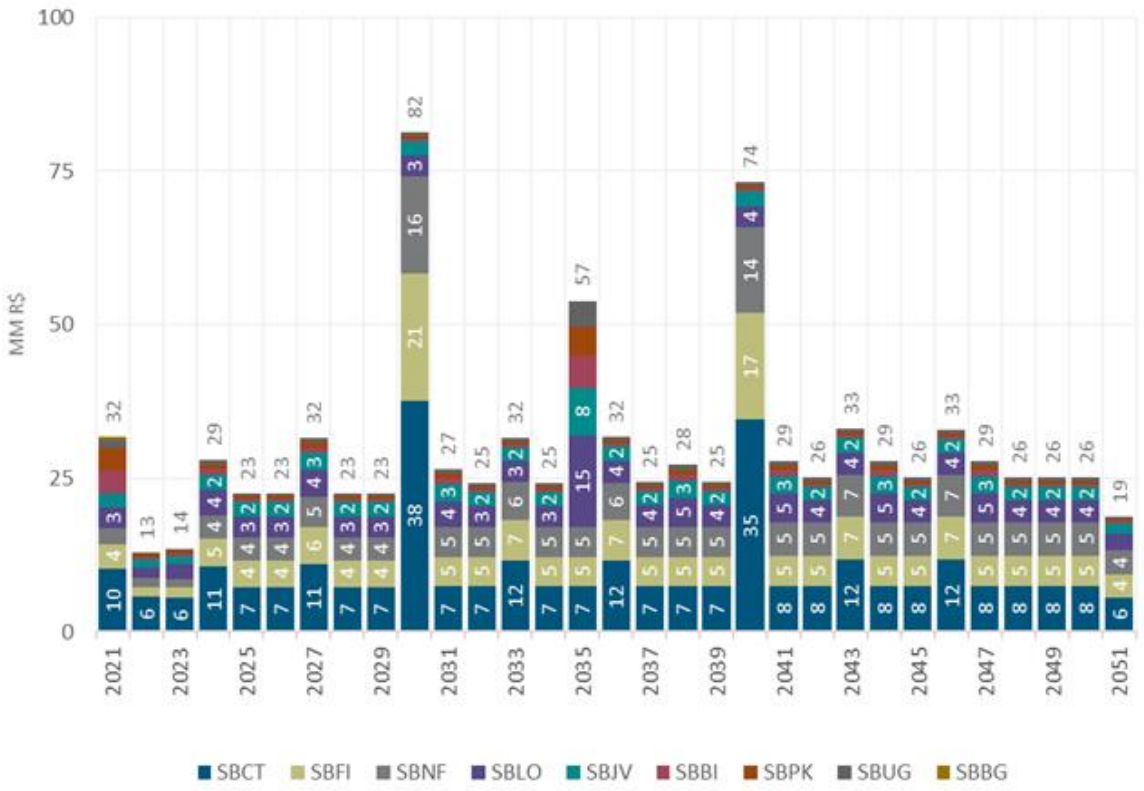
A Tabela 9-2 e a Figura 9-2 apresentam os investimentos de manutenção previstos para cada aeroporto. Os picos em anos específicos devem-se a períodos de execução de intervenções de recapeamento. Os dispêndios médios oscilam na ordem de R$25MM e R$30MM anuais ao longo da concessão, superados por picos de investimento nos anos com maiores intervenções de recapeamento.

Tabela 9-2: Investimentos de manutenção por aeroporto, em termos de vida útil fiscal dos ativos

Valores em MM R$	2021-25	2026-30	2031-35	2036-40	2041-45	2046-51	Total
Total	**110,7**	**183,1**	**165,6**	**183,4**	**141,8**	**158,0**	**942,5**
SBCT	39,2	70,7	41,4	68,4	41,9	47,5	309,2
SBFI	16,3	39,1	25,1	37,8	26,3	29,8	174,3
SBNF	12,9	32,6	25,9	34,9	28,5	32,5	167,3
SBLO	15,3	17,8	29,3	18,9	20,0	21,5	122,9
SBJV	9,6	12,2	17,6	12,3	12,7	14,0	78,4
SBBI	5,5	2,3	7,2	2,4	3,0	2,7	23,1
SBPK	6,1	3,0	7,2	3,1	3,4	3,5	26,4
SBUG	3,2	2,8	6,5	2,9	3,1	3,3	21,8
SBBG	2,6	2,7	5,3	2,7	2,9	3,1	19,2
Com vida útil de 5 anos	**19,5**	**23,0**	**23,1**	**23,1**	**23,3**	**26,8**	**138,9**
SBCT	7,4	8,7	8,7	8,7	8,7	10,0	52,2
SBFI	2,6	3,0	3,2	3,2	3,2	3,6	18,7
SBNF	2,7	3,2	3,2	3,2	3,3	3,8	19,4
SBLO	3,4	4,1	4,1	4,1	4,1	4,7	24,3
SBJV	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	18,3
SBBI	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6
SBPK	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8
SBUG	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5
SBBG	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0
Com vida útil de 10 anos	**74,9**	**134,9**	**115,1**	**132,6**	**89,6**	**98,0**	**645,2**
SBCT	24,6	53,0	23,6	50,6	24,0	26,9	202,8
SBFI	10,9	31,5	16,7	29,4	17,4	19,7	125,6
SBNF	8,4	25,2	17,3	26,3	19,0	21,7	117,9
SBLO	10,2	11,0	22,5	11,9	13,0	13,4	81,9
SBJV	6,0	6,9	12,3	7,0	7,4	7,9	47,5
SBBI	4,9	1,5	6,4	1,6	2,2	1,7	18,2
SBPK	5,4	2,1	6,3	2,1	2,4	2,4	20,6
SBUG	2,6	2,0	5,7	2,1	2,3	2,4	17,2
SBBG	1,8	1,7	4,3	1,7	1,9	1,9	13,4
Com vida útil de 25 anos	**16,2**	**25,3**	**27,3**	**27,7**	**28,8**	**33,1**	**158,4**
SBCT	7,2	9,0	9,1	9,1	9,2	10,6	54,2
SBFI	2,8	4,5	5,2	5,2	5,7	6,5	30,0
SBNF	1,8	4,2	5,4	5,4	6,1	7,0	30,0
SBLO	1,7	2,7	2,7	3,0	3,0	3,5	16,7
SBJV	1,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,6	12,6
SBBI	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	3,3
SBPK	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	3,9
SBUG	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	3,0
SBBG	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	4,7
Desapropriações	-	-	-	-	-	-	-
SBCT	-	-	-	-	-	-	-
SBFI	-	-	-	-	-	-	-
SBNF	-	-	-	-	-	-	-
SBLO	-	-	-	-	-	-	-
SBJV	-	-	-	-	-	-	-
SBBI	-	-	-	-	-	-	-
SBPK	-	-	-	-	-	-	-
SBUG	-	-	-	-	-	-	-
SBBG	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Figura 9-2: Projeção dos investimentos de manutenção ao longo do contrato de concessão



Fonte: Consórcio GCA

9.3 Capex consolidado

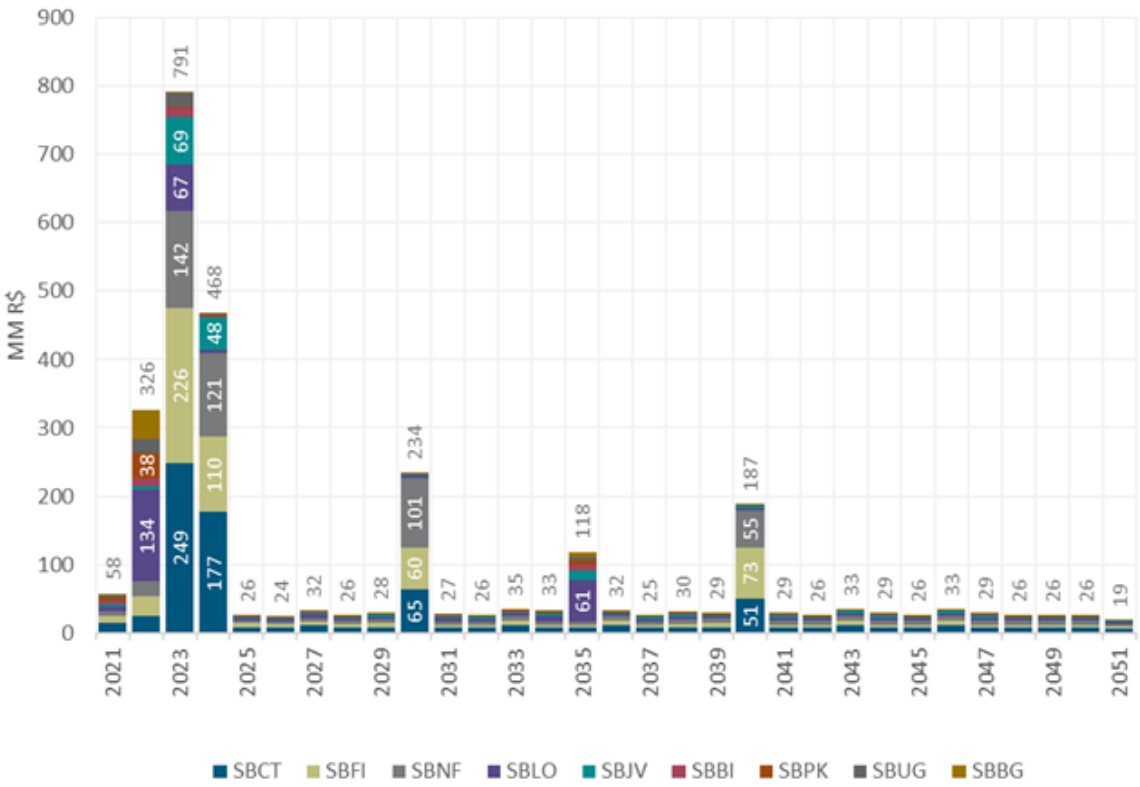
A projeção dos investimentos totais a serem realizados pela concessionária é apresentada na Tabela 9-3 para cada quinquênio da concessão, e ilustrada na Figura 9-3. O valor total alcança **R$ 2,9 Bi**, dos quais os aeroportos de Curitiba (SBCT), Foz do Iguaçu (SBFI) e Navegantes (SBNF) são responsáveis por 28%, 22% e 20%, respectivamente.

Tabela 9-3: Projeção de Capex total, detalhado por classe de vida útil dos ativos

Valores em MM R$	2021-25	2026-30	2031-35	2036-40	2041-45	2046-51	Total
Total	**1.668,1**	**344,4**	**239,0**	**304,0**	**141,8**	**158,0**	**2.855,2**
SBCT	474,4	99,9	41,5	86,5	41,9	47,5	791,7
SBFI	382,4	82,0	25,1	96,6	26,3	29,8	642,2
SBNF	295,3	121,8	25,9	78,5	28,5	32,5	582,5
SBLO	216,0	17,8	79,7	18,9	20,0	21,5	374,0
SBJV	129,6	12,2	24,3	12,3	12,7	14,0	205,1
SBBI	31,4	2,3	11,9	2,4	3,0	2,7	53,8
SBPK	47,3	3,0	10,7	3,1	3,4	3,5	71,0
SBUG	44,0	2,8	9,6	2,9	3,1	3,3	65,7
SBBG	47,7	2,7	10,3	2,7	2,9	3,1	69,3
Com vida útil de 5 anos	**19,5**	**23,3**	**23,1**	**23,5**	**23,3**	**26,8**	**139,6**
SBCT	7,4	8,7	8,7	8,7	8,7	10,0	52,2
SBFI	2,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,6	19,1
SBNF	2,7	3,2	3,2	3,5	3,3	3,8	19,7
SBLO	3,4	4,1	4,1	4,1	4,1	4,7	24,3
SBJV	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	18,3
SBBI	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6
SBPK	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8
SBUG	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5
SBBG	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0
Com vida útil de 10 anos	**294,7**	**166,9**	**118,9**	**145,0**	**89,6**	**98,0**	**913,1**
SBCT	69,3	55,9	23,6	52,2	24,0	26,9	251,9
SBFI	67,7	39,2	16,7	31,8	17,4	19,7	192,5
SBNF	57,9	46,7	17,3	34,7	19,0	21,7	197,2
SBLO	41,5	11,0	25,5	11,9	13,0	13,4	116,2
SBJV	25,0	6,9	12,5	7,0	7,4	7,9	66,7
SBBI	6,9	1,5	6,6	1,6	2,2	1,7	20,4
SBPK	11,4	2,1	6,4	2,1	2,4	2,4	26,9
SBUG	7,4	2,0	5,9	2,1	2,3	2,4	22,1
SBBG	7,6	1,7	4,3	1,7	1,9	1,9	19,1
Com vida útil de 25 anos	**1.265,4**	**154,1**	**87,0**	**135,5**	**28,8**	**33,1**	**1.704,0**
SBCT	376,7	35,3	9,2	25,7	9,2	10,6	466,6
SBFI	291,8	39,4	5,2	61,7	5,7	6,5	410,2
SBNF	196,8	71,9	5,4	40,3	6,1	7,0	327,6
SBLO	171,0	2,7	40,2	3,0	3,0	3,5	223,5
SBJV	101,1	2,2	8,8	2,3	2,3	2,6	119,2
SBBI	24,3	0,5	5,1	0,6	0,6	0,7	31,7
SBPK	35,6	0,7	3,9	0,7	0,7	0,8	42,3
SBUG	28,2	0,5	3,4	0,5	0,5	0,6	33,8
SBBG	40,0	0,8	5,8	0,8	0,8	0,9	49,2
Desapropriações	**88,5**	-	**10,0**	-	-	-	**98,5**
SBCT	21,1	-	-	-	-	-	21,1
SBFI	20,4	-	-	-	-	-	20,4
SBNF	37,9	-	-	-	-	-	37,9
SBLO	-	-	10,0	-	-	-	10,0
SBJV	0,9	-	-	-	-	-	0,9
SBBI	-	-	-	-	-	-	-
SBPK	-	-	-	-	-	-	-
SBUG	8,2	-	-	-	-	-	8,2
SBBG	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Figura 9-3: Projeção dos investimentos totais ao longo do contrato de concessão



Fonte: Consórcio GCA

9.4 Nota sobre tratamento contábil de investimentos

Para fins de contabilidade, segundo ICPC01 e OCPC05, os dispêndios do concessionário com investimento não integram o ativo imobilizado, mas irão compor um ativo intangível associado ao direto de exploração de um ativo e de cobrança de preços definidos do usuário dos serviços públicos.

O roteiro contábil prevê o reconhecimento do valor do Capex como um custo de construção, no período em que for realizado, associado a uma receita de construção que inclui uma margem para suportar os custos e riscos de construção (adotada como 2,6% dos custos, mediana dos parâmetros adotados pelos concessionários das rodadas anteriores de concessão de aeroportos)[20].

A receita de construção, por sua vez, leva a um acréscimo do ativo intangível, que será amortizado ao longo da vida inteira da concessão.

O resultado final dos fluxos contábeis é apresentado na Tabela 9-4.

[20] Considerando aeroportos que reconhecem margem de lucro de construção, quais sejam: Guarulhos, Brasília, Fortaleza e Porto Alegre. As receitas e custos de construção não integram a base de impostos de PIS/COFINS (redação dada pela Lei 12.973/2014) e ISS (assumido por analogia).

Tabela 9-4: Projeção da Receita de construção e do Custo de construção (fluxos contábeis)

Valores em MM R$	2021-25	2026-30	2031-35	2036-40	2041-45	2046-51	Total
RECEITA DE CONSTRUÇÃO	1.710,7	353,2	245,1	311,7	145,4	162,0	2.928,2
CUSTO DE CONSTRUÇÃO	(1.668,1)	(344,4)	(239,0)	(304,0)	(141,8)	(158,0)	(2.855,2)

Fonte: Consórcio GCA

10. OBRIGAÇÕES PRÉVIAS À ASSINATURA DO CONTRATO

Previamente à assinatura do contrato de concessão e em até 60 dias após o ato de homologação, a concessionária tem como obrigação realizar os seguintes desembolsos:

- Pagamento à Infraero referente ao custeio com programas de adequação do efetivo[21];
- Pagamento à empresa encarregada pela realização dos estudos de viabilidade técnica, econômica e ambiental[22];
- Remuneração à B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) pela realização do leilão[23];

A Tabela 10-1 consolida os valores despendidos com cada uma das obrigações.

Tabela 10-1: Obrigações prévias à assinatura do contrato

Valores em MM R$	TOTAL
OBRIGAÇÕES PRÉVIAS À ASSINATURA DO CONTRATO	**(501,9)**
Custeio com programa de readequação de efetivo - Infraero	(470,7)
Pagamento à empresa responsável pelo EVTEA	(30,5)
Pagamento à B3 pela realização do leilão	(0,6)

Fonte: SAC/MI

Os benefícios gerados pelos desembolsos iniciais estão associados ao direito de exploração da concessão por 30 anos, sendo adequado dispender tratamento contábil para incorporar estes gastos ao ativo intangível para serem amortizados ao longo do prazo da concessão.

[21] Considerado valor informado pela SAC/MI para o Bloco de aeroportos.
[22] Considerado ressarcimento solicitado pelo Consórcio GCA para o Bloco de aeroportos.
[23] Considerado valor de R$647.332,67 para o Bloco, informado pela SAC/MI.

11. DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO

Para fins de amortização contábil, apresentada no DRE e que impactará o lucro contábil antes de imposto de renda, a orientação OCPC05 indica que o ativo intangível seja amortizado pelo prazo inteiro da concessão, independentemente de sua vida útil, segundo uma taxa de amortização proporcional ao consumo do benefício econômico por ele gerado. Assumiu-se que consumo do benefício no tempo ocorreria de forma proporcional à operação de unidades de carga de trabalho (ou *Work Load Units - WLUs*[24]) pelo Aeroporto.

De maneira similar, **para fins de amortização fiscal, usada no cálculo de imposto de renda,** também se utiliza o método de amortização pelo prazo da concessão, proporcional à curva de demanda em termos de unidades de carga de trabalho (WLUs).

Conforme diretriz exarada pela SAC/MI, a modelagem financeira adota valores em termos reais. Para fins de modelagem, contudo, a maneira adequada de se tratar a depreciação e a amortização é realizar a projeção inicialmente em termos nominais – isto é, calcular com base no fluxo de Capex inflacionado para moeda corrente – e posteriormente deflacionar o fluxo de depreciação para termos reais. O procedimento de ajuste da depreciação e amortização é apresentado no ANEXO II.

As projeções de amortização contábil e fiscal são apresentadas na Tabela 11-1.

Tabela 11-1: Projeções de amortização contábil e fiscal

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
AMORTIZAÇÃO CONTÁBIL	0,1	5,7	22,8	37,2	38,5	50,9	79,9	124,3
Todos os ativos, independente de vida útil	0,1	5,7	22,8	37,2	38,5	50,9	79,9	124,3

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
DEPRECIAÇÃO FISCAL	0,1	5,5	22,2	36,3	37,5	49,6	77,9	121,2
Todos os ativos, independente de vida útil	0,1	5,5	22,2	36,3	37,5	49,6	77,9	121,2

Fonte: Consórcio GCA

A amortização fiscal indicada é ligeiramente inferior à amortização contábil, porque o fluxo fiscal depura a margem de lucro de construção[25] (discutida no item 9.4).

[24] 1 WLU corresponde a 1 passageiro ou a 100kg de cargas processados pelo aeroporto. O indicador busca condensar em uma única métrica a quantidade de trabalho para processar passageiros e carga.

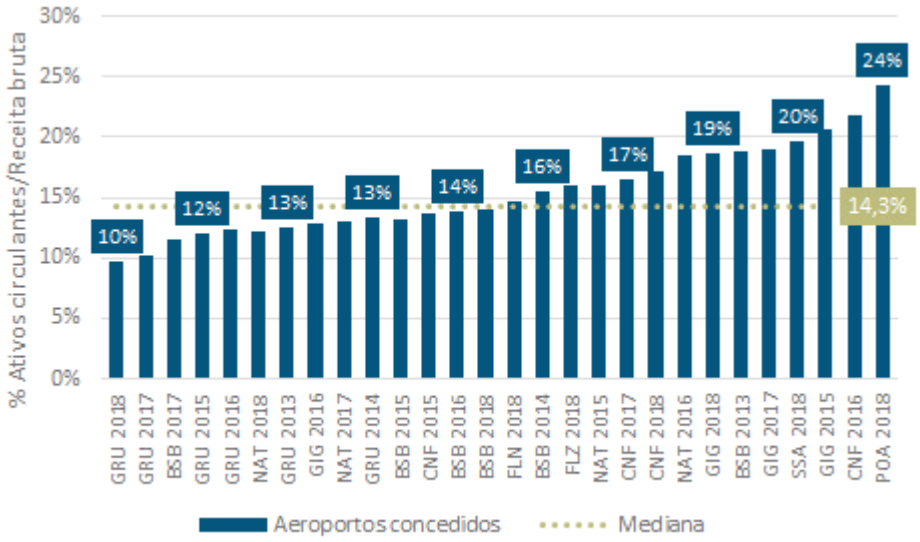
[25] Conforme estabelece o Art. 498 do Decreto nº 9.580/2018. De fato, reconhecer o lucro de construção na medida da realização do ativo intangível – conforme orienta o referido artigo – equivale a apurar a amortização líquida do lucro de construção, com base em custos de construção.

12. CAPITAL DE GIRO

O capital de giro é calculado pela diferença entre ativos circulantes não-caixa e passivos circulantes.

A projeção de **ativos circulantes** foi baseada em índices financeiros apurados para aeroportos concedidos nas rodadas anteriores[26]. Para estes, na mediana, os ativos circulantes (incluindo contas a receber, estoques e despesas pagas antecipadamente) corresponderam a **14,3% da receita bruta de serviços do período** – parâmetro adotado para a projeção. A Figura 12-1 apresenta os resultados da avaliação.

Figura 12-1: Benchmark de ativos circulantes como percentual de receita bruta entre aeroportos concedidos

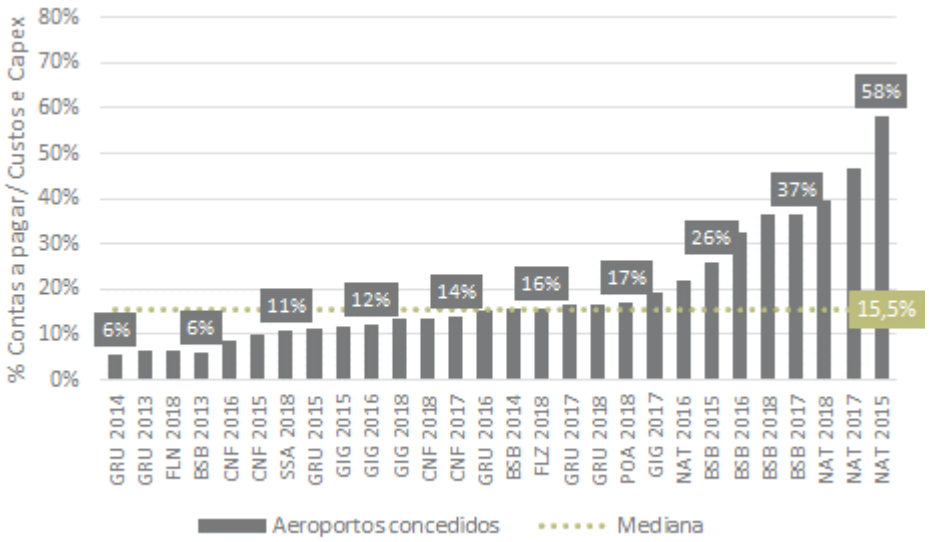


Fonte: Demonstrações financeiras das concessionárias e Consórcio GCA

Procedimento análogo foi realizado para **contas a pagar**. Na mediana, as contas a pagar (incluindo fornecedores a pagar, impostos a recolher, salários a pagar, dentre outros) correspondem a **15,5% da soma dos custos e Capex realizados no período**. Os resultados da análise são indicados na Figura 12-2.

[26] Considerando Guarulhos, Brasília, Galeão, Confins, Fortaleza, Salvador, Porto Alegre, Florianópolis e Natal.

Figura 12-2: Benchmark de contas a pagar como percentual de custos e Capex entre aeroportos concedidos



Fonte: Demonstrações financeiras das concessionárias e Consórcio GCA

A partir de referidos parâmetros e das projeções de receitas, custos e investimentos da concessão, foram projetados o capital de giro e sua variação anual, conforme apresentado na Tabela 12-1. No último ano de concessão (2051), os ativos e passivos são resolvidos, e os recursos empreendidos em capital de giro são liberados.

Tabela 12-1: Projeção da variação de capital de giro (antes de outorgas)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
(AUMENTO) REDUÇÃO DE CAP. GIRO	**10,1**	**23,8**	**62,4**	**(50,6)**	**(69,7)**	**28,4**	**20,4**	**(4,6)**
Capital de giro no ano	(10,1)	(33,5)	(94,8)	(40,9)	30,2	11,7	38,9	86,6
(+) Ativos circulantes	-	42,0	56,2	65,2	69,0	86,7	113,5	142,0
(–) Passivos circulantes	(10,1)	(75,6)	(151,0)	(106,1)	(38,8)	(75,1)	(74,6)	(55,4)
Auxiliar: Bases de cálculo								
Para ativos circulantes	-	**293,9**	**393,2**	**456,0**	**482,2**	**606,3**	**793,3**	**992,7**
Receita bruta de serviços	-	293,9	393,2	456,0	482,2	606,3	793,3	992,7
Para passivos circulantes	**(65,1)**	**(488,6)**	**(976,3)**	**(686,2)**	**(250,8)**	**(485,4)**	**(482,4)**	**(358,1)**
Custos operacionais	(7,4)	(162,3)	(185,8)	(218,7)	(224,7)	(251,3)	(294,9)	(332,5)
Capex total	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(234,1)	(187,5)	(25,6)

Fonte: Consórcio GCA

Conforme diretriz exarada pela SAC/MI, a modelagem financeira adota valores em termos reais. Como o capital de giro necessário para determinado ano é calculado a partir da diferença entre o saldo do ano anterior e o ano atual, a modelagem em termos reais deve considerar a perda de valor real sobre o saldo do ano anterior. O procedimento de ajuste do capital de giro é apresentado no ANEXO II.

13. FINANCIAMENTO COM CAPITAL DE TERCEIROS

13.1 Condições e parâmetros de financiamento

A avaliação econômico-financeira da concessão do Bloco de aeroportos considerou a possibilidade do concessionário financiar parte dos investimentos[27] mediante a captação de recursos de terceiros, reduzindo a necessidade de aporte de capital próprio – hipótese condicionada à capacidade financeira do projeto para suportar empréstimos.

O interessado poderia buscar diferentes fontes de financiamento, dentre as quais (a título de exemplo):

- **BNDES**: modalidade FINEM[28], voltada para projetos de investimento. Tem taxas de juros baseada em TLP, e permitem prazo extenso (até 24 anos para infraestrutura aeroportuária), com possibilidade de captação gradual, evitando a incidência integral de juros sobre o saldo não utilizado;

- **Debêntures incentivadas:** títulos destinados a implementar projetos prioritários em infraestrutura, P&D e inovação, que - conforme estabelecido em Art. 2º da Lei 12.431/2013 – oferecem tributação diferenciada sobre rendimentos auferidos por credores residentes ou domiciliados no país[29]. A tributação diferenciada permite a captação com taxas de juros atraentes. Captação tipicamente ocorre com emissão em uma tranche única.

Conforme diretrizes exaradas pela SAC/MI, a estrutura considerada na análise contemplou a possibilidade de financiamento via BNDES e debêntures incentivadas.

Os parâmetros de financiamento – incluindo **percentual de valor a financiar**, **custos financeiros**, **forma de captação**, **prazos** e **sistema de amortização** – foram definidos também a partir das condições anunciadas pelo BNDES para a última rodada de concessões de aeroportos e da análise das linhas de financiamento efetivamente negociadas pelos concessionários da quarta rodada de concessão de aeroportos (mais recentes disponíveis)[30], indicadas em bases de dados do BNDES[31] e nas demonstrações financeiras das respectivas concessionárias, refletindo, portanto, condições de mercado. Sempre que apropriado, os parâmetros aferidos foram ajustados para refletir mudanças recentes no mercado de capitais.

[27] Pressupôs-se que o Capex de manutenção não será financiado com capital de terceiros.
[28] FINEM: Financiamento a empreendimentos, com linhas acima de R$ 10 milhões voltadas para projetos de investimento.
[29] Alíquota de imposto sobre a renda de 0% quando rendimentos forem auferidos por pessoa física; e 15% quando forem auferidos por pessoa jurídica.
[30] Financiamento via BNDES: condições mais recentes obtidas por concessionárias de aeroportos da 4ª rodada de concessões (Florianópolis e Porto Alegre) financiadas via BNDES. Demais aeroportos da 4ª rodada se financiaram via Banco do Nordeste, com recursos do FNE. Debêntures: condições da emissão de debêntures do aeroporto de Guarulhos (mais recente disponível).
[31] Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads.

Com relação ao **percentual de investimentos a financiar,** considerou-se as condições anunciadas pelo BNDES na última rodada, permitindo captação de até 80% do valor dos itens de investimentos financiáveis, divididos em duas parcelas iguais (de até 40% dos itens de investimento cada)[32]:

- Uma parcela captada junto ao BNDES, vinculada à Taxa de Longo Prazo – TLP;
- Outra parcela mediante a emissão de debêntures incentivadas;

Note-se que esses percentuais de alavancagem refletem o limite máximo permitido, condicionado à possibilidade de cumprimento de *covenants* de Índice de Cobertura do Serviço da Dívida Global do Projeto – ICSD[33] mínimo de 1,30 e de Patrimônio Líquido Ajustado mínimo equivalente a 20% do valor total do ativo. O nível de alavancagem foi definido para cada ciclo de investimento, buscando maximizar o montante financiado sem ferir o cumprimento de *covenants*.

Com relação aos **custos financeiros**, o spread das debêntures (referenciadas ao IPCA) foi atualizado para refletir a percepção de risco do mercado. Para tanto, apurou-se o spread médio observado para debêntures incentivadas[34] emitidas em 2019[35] em relação a títulos IPCA+ emitidos pelo Tesouro Nacional.

Complementarmente, o spread da parcela captada junto ao BNDES foi apurado através da média das taxas oferecidas pelo Banco para os aeroportos de Florianópolis e Porto Alegre[36], ambos concedidos na quarta rodada de concessões. Ainda, adotou-se uma redução de 0,2% a.a. para refletir a mudança na condição de apoio pelo BNDES (remuneração básica atual[37] de 1,3% a.a. em vez dos 1,5% a.a. observados na quarta rodada). Cumpre notar que o valor do spread (tanto no caso das debêntures incentivadas quanto no caso do empréstimo via BNDES) depende principalmente da solvência do tomador. A premissa adotada pressupõe, portanto, que o futuro concessionário terá condições financeiras equivalentes às dos concessionários tomados como referência.

Com relação ao **prazo do financiamento, forma de captação** e **sistema de amortização**, apoiou-se nas condições contratadas por concessionárias aeroportuárias bem como naquelas previstas pelo BNDES em apoio à quinta rodada de concessões. A parcela de financiamento com fundos do BNDES considerou captação gradual proporcional aos investimentos incorridos, e amortização por sistema SAC. Com relação às debêntures, considerou-se a possibilidade de captação em emissão única, simultânea à estruturação do empréstimo de longo prazo, e de customização do cronograma de

[32] Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/leiloes-infraestrutura/apoio-aos-investimentos-previstos-na-5-rodada-de-concessoes-aeroportuarias-aeroportos-integrantes-dos-blocos-nordeste-centro-oeste-e-sudeste, acessado em 03/10/2019.
[33] ICSD = (A) / (B) em que: (A) = Geração de Caixa = (+) EBITDA (-) Imposto de Renda (-) Contribuição Social (-)Outras receitas e despesas operacionais, e (B) = Serviço da Dívida = (+) Amortização de Principal (+) Pagamento de Juros.
[34] Instituídas pela Lei 12.431 de 2011.
[35] Conforme base de dados disponível no site www.debentures.com.br, administrado pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)
[36] Demais aeroportos da 4ª rodada (Salvador e Fortaleza) se financiaram via Banco do Nordeste, com recursos do FNE.
[37] Tanto em relação aos parâmetros disponibilizados para 5ª rodada de concessões quanto em relação a outros projetos com possibilidade de financiamento pelo BNDES, como a subconcessão da Ferrovia Norte Sul (https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/leiloes-infraestrutura/apoio-aos-investimentos-previstos-na-subconcessao-da-ferrovia-norte-sul-tramo-central)

amortização de forma a permitir a maximização do nível de alavancagem na realização dos investimentos, sem ferir os *covenants* exigidos.

Quando necessário, os prazos de amortização em cada ciclo de financiamento foram ajustados para garantir sua quitação completa com antecedência em relação ao término da concessão. Quando o Bloco tem geração de caixa suficiente para pagar o serviço da dívida desde o início do empréstimo, eliminou-se a carência dos juros. Este recurso evita restrições à distribuição de lucros que usualmente acompanham períodos de carência, permitindo assim antecipar dividendos e proporcionar retorno mais atraente aos acionistas.

A Tabela 13-1 apresenta os principais parâmetros das possíveis linhas de financiamento consideradas na avaliação financeira.

Tabela 13-1: Principais condições de linhas de financiamento consideradas no modelo financeiro

Linha de financiamento	BNDES Longo Prazo	Debêntures incentivadas
% de investimento (limite máximo)	40%	40%
Prazo de carência [anos]	2,5	3,0
Parcelas de amortização anuais (limite máximo)	21,5	9,0
Taxa básica de juros	TLP	IPCA
Spread	2,27%	4,84%
Cadência na liberação de recursos	Gradual	Emissão única
Sistema de amortização	Sistema SAC	Customizado

Fonte: BNDES, ANBIMA e Consórcio GCA

A efetiva elegibilidade do projeto ao financiamento e o nível viável de alavancagem dependem, entretanto, da capacidade de cumprimento de *covenants*. Blocos de aeroportos com maior capacidade de geração de caixa operacional naturalmente permitem níveis de alavancagem superiores, enquanto Blocos com menor potencial de geração de caixa tendem a ter maiores restrições para obter capital de terceiros.

13.2 Projeção dos ciclos de financiamento

No presente caso, a geração de caixa da concessão é suficiente para permitir a captação do nível máximo de financiamento permitido em todas as fases de desenvolvimento dos aeroportos do Bloco, com o cumprimento dos *covenants* exigidos. As principais características dos ciclos de investimento e financiamento são apresentadas na Tabela 13-2. No caso do 1º e do 3º ciclo, o percentual financiado por capital de terceiros é inferior ao limite de 80% do Capex total devido às desapropriações que compõem o Capex mas não são financiáveis.

Tabela 13-2: Principais características dos ciclos de financiamento

Ciclo de financiamento	1º ciclo	2º ciclo	3º ciclo	4º ciclo
Fases de investimento contempladas	1ª	2ª	3ª	4ª
Horizonte de captação	2022-24	2029-30	2034-35	2039-40
Duração de captação [anos]	3,0	2,0	2,0	2,0
Capex total [MM R$]	1.528,4	157,4	69,9	118,1
Capex financiável [MM R$]	1.447,5	157,4	59,9	118,1
% de capex financiável	*95%*	*100%*	*86%*	*100%*
Valor da captação [MM R$]	1.011,7	128,1	48,7	96,1
% de capex total financiado com dívida	*64%*	*80%*	*69%*	*80%*
% de capex total financiado com equity	*36%*	*20%*	*31%*	*20%*

Fonte: Consórcio GCA

Adotou-se como premissa o início do financiamento em 2022, assumindo prazo para estruturação em linha com as concessões da 4ª rodada de aeroportos[38].

A consideração de tais premissas de financiamento resulta em uma projeção de fluxos associados a empréstimos - incluindo captações, pagamento de juros e amortizações - apresentada na Tabela 13-3. Os fluxos de serviço de dívida são apresentados nessa tabela apenas para os anos selecionados e a projeção completa encontra-se no ANEXO I.

Tabela 13-3: Projeção dos fluxos financeiros associados a empréstimos

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
(=) FLUXOS DE FINANCIAMENTO	-	**713,7**	**298,0**	**(25,3)**	**(135,1)**	**(82,2)**	**5,5**	-
(+) Captações	-	713,7	298,0	-	-	60,9	45,5	-
(–) Amortizações	-	-	-	(9,3)	(50,6)	(96,2)	(25,1)	-
(–) Juros pagos	-	-	-	(16,0)	(84,5)	(47,0)	(15,0)	-

Fonte: Consórcio GCA

O fluxo contábil de despesas financeiras (reconhecidas em regime de competência) são apresentados na Tabela 13-4. A cada ciclo, as despesas financeiras incorridas durante a fase de construção dos respectivos ativos financiados são capitalizadas para compor o ativo intangível.

Tabela 13-4: Projeção das despesas financeiras do período, em regime de competência (contábil)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
DESPESAS FINANCEIRAS INCORRIDAS	-	-	**(57,1)**	**(82,7)**	**(84,5)**	**(52,4)**	**(15,0)**	-
Despesas financeiras reconhecidas como despesa do período	-	-	-	(32,0)	(84,5)	(47,0)	(10,9)	-
Despesas financeiras ativadas para Ativo Intangível	-	-	(57,1)	(50,7)	-	(5,4)	(4,1)	-

Fonte: Consórcio GCA

Conforme diretriz exarada pela SAC/MI, a modelagem financeira adota valores em termos reais. Tal como no cálculo de depreciação, a modelagem fidedigna de empréstimos em termos reais deve ser efetuada inicialmente em termos nominais, convertendo-se posteriormente os fluxos apurados para termos reais, sob pena de subestimar o benefício da dívida em dedutibilidade de impostos. O procedimento de ajuste do saldo e das parcelas de financiamento é apresentado no ANEXO II.

[38] As concessionárias da 4ª rodada levaram de 11 a 16 meses entre a data de assinatura de contrato e a estruturação do financiamento com BNDES/BNB.

14. RECEITA FINANCEIRA

Para a avaliação sob a ótica do acionista, discutida no Capítulo 20 adiante, considerou-se que todo o valor excedente do caixa será aplicado e gerará receitas financeiras correspondentes ao rendimento da taxa SELIC. A projeção dessas receitas é apresentada na Tabela 14-1. Desde 1º de julho de 2015, os rendimentos financeiros percebidos sob regime de incidência não cumulativa de PIS/COFINS são tributáveis à alíquota combinada de 4,65% (Art 1º do Decreto nº 8.426/2015). A receita financeira é apresentada líquida desta tributação.

Tabela 14-1: Projeção de receita financeira

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
RECEITA FINANCEIRA	-	-	27,9	10,4	1,0	8,8	1,7	2,1

Fonte: Consórcio GCA

Conforme diretriz exarada pela SAC/MI, a modelagem financeira adota valores em termos reais. Tal como no caso de despesas financeiras, a modelagem fidedigna deve considerar o rendimento financeiro inicialmente em termos nominais, e a posterior deflação dos fluxos para termos reais (sob pena de subestimar a receita financeira a ser ofertada para tributação). O procedimento de ajuste das receitas financeiras é apresentado no ANEXO II.

15. IMPOSTO DE RENDA

A modelagem financeira considera a tributação da futura concessionária em regime de lucro real. A alíquota vigente do IRPJ é de 15% acrescida de 10% sobre a parcela tributável que exceder R$240.000,00 por ano. A alíquota vigente da CSLL é de 9% aplicável sobre o lucro tributável.

A análise de imposto de renda considerou dois cálculos diferentes, com finalidades distintas:

- Para avaliação da viabilidade financeira da concessão, calculou-se o imposto de renda esperado em cenário desalavancado, compatível com análise para fluxo de caixa para a firma;
- Para simulação financeira completa da concessão e avaliação da rentabilidade para o acionista, calculou-se o imposto de renda esperado em um cenário alavancado, incluindo o impacto de despesas e receitas financeiras nos fluxos.

Em cenário de concessão em Bloco, se observará como benefício a redução da base de recolhimento de impostos sobre lucro pagos pelo concessionário. Dado que parte dos aeroportos do Bloco apresenta resultados deficitários (acumulando prejuízos ao longo da concessão) e parte é superavitária, é possível aproveitar uma sinergia tributária com a redução da base de recolhimento de impostos sobre lucro na concessão em Bloco (inclusive em um mesmo exercício), resultando na majoração do valor do projeto.

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

15.1 Apuração do imposto de renda para o fluxo de caixa para a firma

O cálculo do imposto de renda para o fluxo de caixa para a firma parte da apuração do Lucro Operacional Antes de Juros (EBIT/LAJI), **contábil**, na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) (Tabela 15-1) [39].

Tabela 15-1: Projeção de Lucro Operacional Antes de Juros, desalavancado (contábil)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
(+) Receita bruta de serviços	-	293,9	393,2	456,0	482,2	606,3	793,3	992,7
(+) Receita de construção	59,2	334,6	810,7	479,5	26,7	240,1	192,3	26,3
(–) Impostos sobre receita	-	(27,8)	(37,4)	(42,4)	(45,0)	(60,0)	(78,4)	(97,3)
(=) Receita líquida	**59,2**	**600,7**	**1.166,5**	**893,1**	**463,9**	**786,5**	**907,2**	**921,7**
(–) Custos operacionais	(7,4)	(162,3)	(185,8)	(218,7)	(224,7)	(251,3)	(294,9)	(332,5)
(–) Custos de construção	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(234,1)	(187,5)	(25,6)
(=) EBITDA	**(5,9)**	**112,2**	**190,1**	**206,9**	**213,1**	**301,1**	**424,8**	**563,6**
(–) Amortização de ativos	(1,4)	(12,7)	(31,7)	(47,3)	(48,8)	(61,4)	(89,7)	(132,6)
(=) EBIT/LAJI (desalavancado)	**(7,3)**	**99,4**	**158,5**	**159,5**	**164,3**	**239,7**	**335,1**	**431,0**

Fonte: Consórcio GCA

Realiza-se então ajustes ao EBIT/LAJI para considerar os itens que são ou não são tributáveis ou dedutíveis no exercício. Especificamente, se exclui a receita de construção (não tributável); adiciona-se a amortização societária de ativos intangíveis de Capex adquiridos (não dedutível); adiciona-se o

[39] Antes de considerar o impacto de outorgas, o Lucro Operacional Antes de Juros é calculado na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) pela seguinte forma: +Receita bruta de serviços +Receita de construção –Deduções – Custos operacionais –Custos de construção –Amortização de ativo intangível em regime de competência (incluindo obrigações prévias à assinatura do contrato). Em um cenário desalavancado, o fluxo de amortizações não deve incluir a amortização de eventuais despesas financeiras ativadas para durante fase de construção do ativo. A grandeza calculada seria equivalente ao Lucro Antes de Importo de Renda (LAIR).

custo de construção (não dedutível); e exclui-se a depreciação fiscal dos Capex adquiridos (dedutíveis para fins de imposto de renda, mas não contemplados no EBIT/LAJI até o momento) [40].

Por fim, a análise considerou a possibilidade de aproveitamento de prejuízos fiscais de períodos passados para reduzir a base de tributação até o limite de 30% do valor do lucro do período[41]. Efetuando-se este ajuste permitido pela legislação tributária, alcança-se então a base de cálculo do imposto de renda (Tabela 15-2).

Tabela 15-2: Projeção da base de cálculo para imposto de renda para fluxo de caixa para a firma (fiscal)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
EBIT/LAJI (desalavancado)	**(7,3)**	**99,4**	**158,5**	**159,5**	**164,3**	**239,7**	**335,1**	**431,0**
(–) Receita de construção	(59,2)	(334,6)	(810,7)	(479,5)	(26,7)	(240,1)	(192,3)	(26,3)
(+) Despesa de amortização societária com ativos construídos	0,1	5,7	22,8	37,2	38,5	50,9	79,9	124,3
(+) Custo de construção	57,8	326,3	790,5	467,5	26,1	234,1	187,5	25,6
(–) Despesa de amortização fiscal	(0,1)	(5,5)	(22,2)	(36,3)	(37,5)	(49,6)	(77,9)	(121,2)
(=) Subtotal, após diferenças temporárias	**(8,8)**	**91,3**	**138,9**	**148,5**	**164,6**	**235,0**	**332,3**	**433,4**
(+) Aproveitamento de prejuízos acumulados	-	(8,5)	-	-	-	-	-	-
Base de cálculo de imposto de renda	**(8,8)**	**82,8**	**138,9**	**148,5**	**164,6**	**235,0**	**332,3**	**433,4**
Cálculo auxiliar:								
Prejuízos acumulados, início de período	-	**8,8**	-	-	-	-	-	-
(-) Ajuste real de prejuízos acumulados	-	(0,3)	-	-	-	-	-	-
Prejuízos acumulados, início de período (ajustado)	-	**8,5**	-	-	-	-	-	-
(+) Adição de prejuízos acumulados	8,8	-	-	-	-	-	-	-
(–) Aproveitamento de prejuízos acumulados	-	(8,5)	-	-	-	-	-	-
Prejuízos acumulados, fim de período	**8,8**	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Uma vez conhecida a base de cálculo, aplica-se as alíquotas de CSLL e IRPJ. A Tabela 15-3 apresenta a base de cálculo e o total de imposto de renda a ser pago.

Tabela 15-3: Projeção de imposto de renda a pagar (fluxo de caixa para a firma)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
BASE DE CÁLCULO DE IR	**(8,8)**	**82,8**	**138,9**	**148,5**	**164,6**	**235,0**	**332,3**	**433,4**
IMPOSTO DE RENDA A PAGAR	-	**(28,1)**	**(47,2)**	**(50,5)**	**(55,9)**	**(79,9)**	**(113,0)**	**(147,3)**
CSLL (9%)	-	(7,5)	(12,5)	(13,4)	(14,8)	(21,1)	(29,9)	(39,0)
IRPJ base (15%)	-	(12,4)	(20,8)	(22,3)	(24,7)	(35,2)	(49,8)	(65,0)
IRPJ adicional (10%)	-	(8,3)	(13,9)	(14,8)	(16,4)	(23,5)	(33,2)	(43,3)
Alíquota média efetiva	**0,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**

Fonte: Consórcio GCA

15.2 Apuração do imposto de renda para a simulação financeira completa

O cálculo do imposto de renda para a simulação financeira completa parte da apuração do Lucro Antes de Imposto de Renda (LAIR) – incorporando impactos de despesas e receitas financeiras – grandeza **contábil** apresentada na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) (Tabela 15-4) [42].

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

[41] Decreto 9.580/2018, Art. 580º.

[42] Antes de considerar o impacto de outorgas, o Lucro Antes de Imposto de Renda é calculado na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) pela seguinte forma: +Receita bruta de serviços +Receita de construção –Deduções – Custos operacionais

Tabela 15-4: Projeção de Lucro Antes de Imposto de Renda (contábil)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
(+) Receita bruta de serviços	-	293,9	393,2	456,0	482,2	606,3	793,3	992,7
(+) Receita de construção	59,2	334,6	810,7	479,5	26,7	240,1	192,3	26,3
(–) Impostos sobre receita	-	(27,8)	(37,4)	(42,4)	(45,0)	(60,0)	(78,4)	(97,3)
(=) Receita líquida	**59,2**	**600,7**	**1.166,5**	**893,1**	**463,9**	**786,5**	**907,2**	**921,7**
(–) Custos operacionais	(7,4)	(162,3)	(185,8)	(218,7)	(224,7)	(251,3)	(294,9)	(332,5)
(–) Custos de construção	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(234,1)	(187,5)	(25,6)
(=) EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Amortização de ativos	(1,4)	(12,7)	(32,8)	(49,7)	(51,3)	(64,1)	(92,6)	(135,1)
(=) EBIT/LAJI	**(7,3)**	**99,4**	**157,4**	**157,1**	**161,9**	**237,0**	**332,2**	**428,5**
(+) Receitas financeiras	-	-	27,9	10,4	1,0	8,8	1,7	2,1
(–) Despesas financeiras (competência)	-	-	-	(32,0)	(84,5)	(47,0)	(10,9)	-
(=) LUCRO ANTES DE IMPOSTO DE RENDA	**(7,3)**	**99,4**	**185,2**	**135,5**	**78,3**	**198,8**	**323,0**	**430,6**

Fonte: Consórcio GCA

De maneira similar ao procedimento realizado para o imposto de renda para a firma, ajusta-se o LAIR para considerar os itens que são ou não são tributáveis ou dedutíveis no exercício, e desconta-se deste subtotal os prejuízos fiscais de períodos passados até o limite de 30% do valor do lucro do período[43], alcançando-se a base de cálculo do imposto de renda (Tabela 15-5). Aplicando-se as alíquotas de CSLL e IRPJ, a Tabela 15-6 sintetiza o total de imposto de renda a ser pago.

Tabela 15-5: Projeção da base de cálculo para imposto de renda na simulação financeira completa (fiscal)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
LUCRO ANTES DE IMPOSTO DE RENDA	**(7,3)**	**99,4**	**185,2**	**135,5**	**78,3**	**198,8**	**323,0**	**430,6**
(–) Receita de construção	(59,2)	(334,6)	(810,7)	(479,5)	(26,7)	(240,1)	(192,3)	(26,3)
(+) Despesa de amortização societária com Ativos construídos	0,1	5,7	22,8	37,2	38,5	50,9	79,9	124,3
(+) Custo de construção	57,8	326,3	790,5	467,5	26,1	234,1	187,5	25,6
(–) Despesa de amortização fiscal	(0,1)	(5,5)	(22,2)	(36,3)	(37,5)	(49,6)	(77,9)	(121,2)
(=) Subtotal, após diferenças temporárias	**(8,8)**	**91,3**	**165,6**	**124,5**	**78,6**	**194,1**	**320,2**	**433,1**
(+) Aproveitamento de prejuízos acumulados	-	(8,5)	-	-	-	-	-	-
Base de cálculo de imposto de renda	**(8,8)**	**82,8**	**165,6**	**124,5**	**78,6**	**194,1**	**320,2**	**433,1**
Cálculo auxiliar:								
Prejuízos acumulados, início de período	-	**8,8**	-	-	-	-	-	-
(-) Ajuste real de prejuízos acumulados	-	(0,3)	-	-	-	-	-	-
Prejuízos acumulados, início de período (ajustado)	-	**8,5**	-	-	-	-	-	-
(+) Adição de prejuízos acumulados	8,8	-	-	-	-	-	-	-
(–) Aproveitamento de prejuízos acumulados	-	(8,5)	-	-	-	-	-	-
Prejuízos acumulados, fim de período	**8,8**	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Tabela 15-6: Projeção de imposto de renda a pagar (simulação financeira completa)

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
BASE DE CÁLCULO DE IR	**(8,8)**	**82,8**	**165,6**	**124,5**	**78,6**	**194,1**	**320,2**	**433,1**
IMPOSTO DE RENDA A PAGAR	-	**(28,1)**	**(56,3)**	**(42,3)**	**(26,7)**	**(66,0)**	**(108,8)**	**(147,2)**
CSLL (9%)	-	(7,5)	(14,9)	(11,2)	(7,1)	(17,5)	(28,8)	(39,0)
IRPJ base (15%)	-	(12,4)	(24,8)	(18,7)	(11,8)	(29,1)	(48,0)	(65,0)
IRPJ adicional (10%)	-	(8,3)	(16,5)	(12,4)	(7,8)	(19,4)	(32,0)	(43,3)
Alíquota média efetiva	**0,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**	**34,0%**

Fonte: Consórcio GCA

Conforme diretriz exarada pela SAC/MI, a modelagem financeira adota valores em termos reais. No que concerne o cálculo de imposto de renda, a modelagem deve considerar a perda de valor real do

–Custos de construção –Amortização de ativo intangível (incluindo obrigações prévias à assinatura do contrato) +Receita financeira –Despesa financeira em regime de competência.

[43] Decreto 9.580/2018, Art. 580º.

saldo dos prejuízos acumulados (registrados a valor histórico e não atualizados por inflação) entre o período de apuração do prejuízo e a futura compensação de lucros em períodos seguintes, para não superestimar o efeito da redução de base de cálculo de imposto gerado por este mecanismo. O procedimento de ajuste do saldo de prejuízos acumulados é apresentado no ANEXO II.

16. APORTES E DIVIDENDOS

Considerando a modelagem na ótica do **acionista**, adotou-se como premissa a maximização da distribuição de valores (condicionada ao cumprimento de obrigações associadas a patrimônio líquido) através das seguintes considerações:

- Realização de aportes de capital próprio para:
    - Garantir o capital social mínimo[44] (definido como 20% do Capex projetado para os primeiros 5 anos, sendo 2% do valor obrigatoriamente integralizado na assinatura do contrato, conforme orientado pela SAC/MI);
    - Atendimento de condicionantes (*covenants*) de alavancagem máxima (proporção entre patrimônio líquido ajustado e ativo ajustado de no mínimo 20%, conforme condições estabelecidas pelo BNDES para financiamento das últimas rodadas de concessão de aeroportos[45]);
    - Cobertura de necessidades de caixa após consideração de fluxo de caixa operacional e de financiamento com capital de terceiros;
    - Garantia de caixa operacional mínimo de 3,8% da receita bruta do período (percentual estabelecido com base nas demais concessões de aeroportos brasileiros[46]).
- Vedação da distribuição de dividendos/devolução de capital social nas seguintes situações:
    - Existência de algum empréstimo em período de carência de juros (pois configuraria prejuízo ao credor ao antecipar pagamento ao acionista enquanto aquele abdica de remuneração);
    - Descumprimento de condições de capital social mínimo ou de condicionantes de dívida devido à distribuição/devolução.

Caso as demais condições estejam satisfeitas, o modelo maximiza a distribuição de recursos ao acionista, limitado à disponibilidade de patrimônio líquido e de caixa. A avaliação da atratividade do projeto para o acionista é apresentada no Capítulo 20.

[44] Conforme minuta de contrato da 5ª rodada de concessões, garantiu-se o capital social mínimo em termos reais, reajustado anualmente por inflação.
[45] Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/leiloes-infraestrutura/leiloes-infraestrutura-aeroportuaria/.
[46] Considerou-se a mediana do caixa mínimo entre concessões com vigência superior a 2 anos, excetuando-se Viracopos (Guarulhos, Brasília, Galeão, Confins e Natal).

SEÇÃO II – RESULTADOS DA AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DA CONCESSÃO

Esta Seção apresenta e discute os resultados da Avaliação Econômico-Financeira da concessão do Bloco de aeroportos, conforme orientação do Edital de Chamamento Público Nº 2/2019 do MI.

17. AVALIAÇÃO DE VIABILIDADE FINANCEIRA DA CONCESSÃO

O presente capítulo consolida os parâmetros financeiros apurados nos itens anteriores do relatório e apura a viabilidade financeira da concessão do Bloco, por meio de análise de fluxo de caixa descontado, avaliado para a firma.

O projeto de concessão proposto será considerado viável caso o somatório dos fluxos de caixa ao longo da concessão (positivos e negativos) descontados pelo custo de capital normativo produzir um valor presente líquido (VPL) maior do que zero.

Conforme orientado pela SAC/MI, a avaliação de viabilidade da concessão do Bloco de aeroportos considerou o custo de capital (WACC[47]) de 7,23% a.a. real[48].

O cálculo de fluxo de caixa livre para a firma é composto pelo resultado operacional ajustado para refletir apenas efeitos de caixa (EBITDA ajustado[49]), subtraído de pagamento de impostos (em cenário desalavancado), da variação do capital de giro e de dispêndios com Capex, sendo apresentado na Tabela 17-1 e ilustrado na Figura 17-1 adiante.

Tabela 17-1: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2040	2050
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS	-	**293,9**	**393,2**	**456,0**	**482,2**	**606,3**	**793,3**	**992,7**
(–) Deduções	-	(27,8)	(37,4)	(42,4)	(45,0)	(60,0)	(78,4)	(97,3)
(=) RECEITA LÍQUDA DE SERVIÇOS	-	**266,1**	**355,8**	**413,6**	**437,2**	**546,4**	**714,9**	**895,5**
(–) Custos e despesas operacionais	(7,4)	(162,3)	(185,8)	(218,7)	(224,7)	(251,3)	(294,9)	(332,5)
(=) EBITDA AJUSTADO	**(7,4)**	**103,8**	**170,0**	**194,9**	**212,5**	**295,1**	**420,0**	**563,0**
(–) Imposto de renda sobre EBIT	-	(28,1)	(47,2)	(50,5)	(55,9)	(79,9)	(113,0)	(147,3)
(–) Pagamento de obrigações pré-assinatura de contrato	(501,9)	-	-	-	-	-	-	-
(–/+) Aumento/Redução de capital de giro	10,1	23,8	62,4	(50,6)	(69,7)	28,4	20,4	(4,6)
(–) Capex	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(234,1)	(187,5)	(25,6)
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA	**(556,9)**	**(226,8)**	**(605,4)**	**(373,7)**	**60,7**	**9,5**	**140,0**	**385,4**

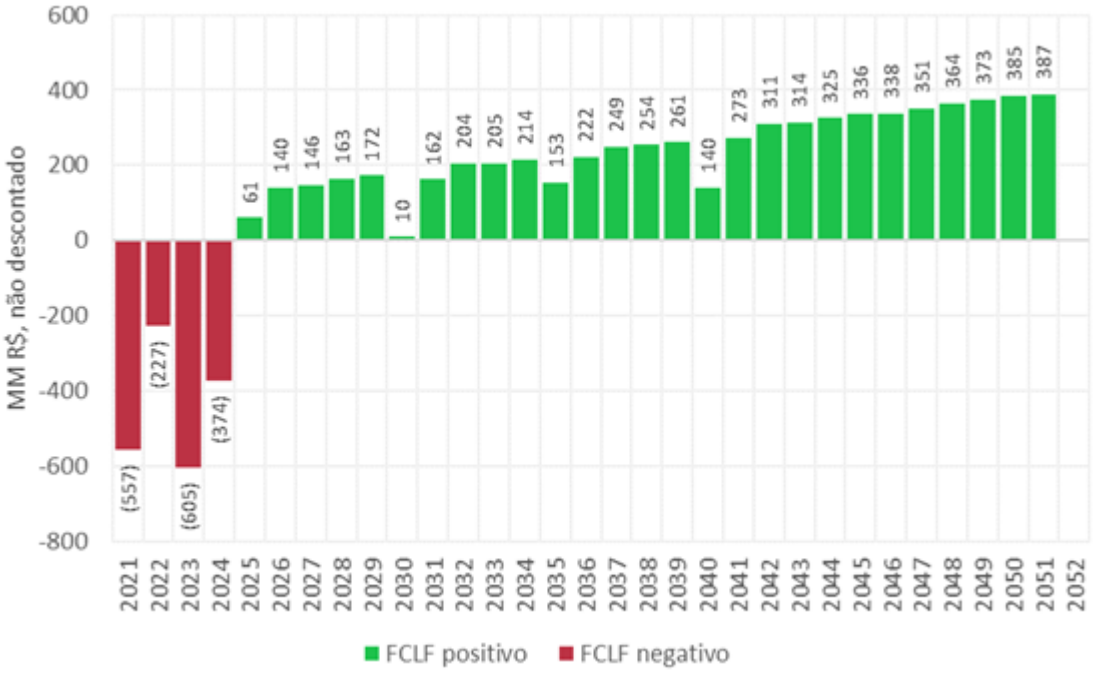
Fonte: Consórcio GCA

[47] Do inglês *Weighted-Average Cost of Capital*, ou custo de capital médio ponderado.

[48] Baseado na Nota Técnica Conjunta nº01/2018/STN/SEAE/ME, de 15 de fevereiro de 2018.

[49] EBITDA é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest*, *Taxes*, *Depreciation and Amortization*, e corresponde ao lucro operacional antes de depreciação e amortização. Trata-se de uma grandeza contábil, mas que serve de indicador aproximativo para a geração de caixa de um projeto.
A denominação "EBITDA ajustado" denota uma variação do EBITDA que é apresentado em regime de competência, por depurar efeitos contábeis sem impacto financeiro no exercício de apuração (ou inversamente, incluir impactos financeiros não reconhecidos contabilmente no período em questão) – para minimizar distorções na avaliação da geração de caixa a partir deste indicador. No caso concreto, exclui receitas e custos de construção.

Figura 17-1: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma (não descontado)



Fonte: Consórcio GCA

Ressalta-se que:

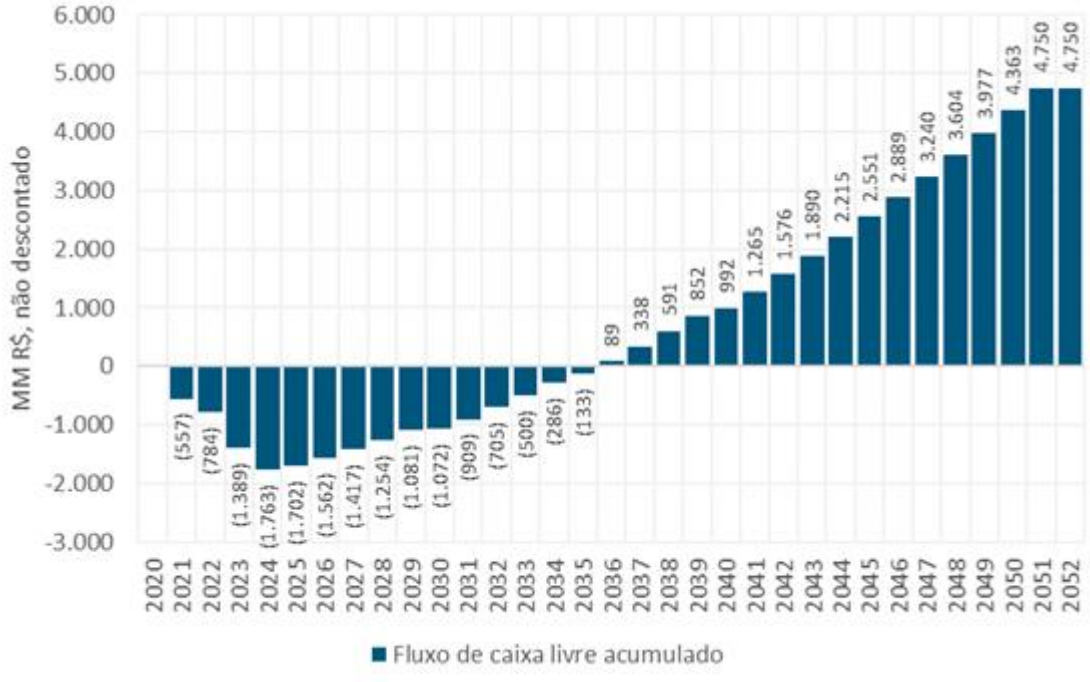
- As obrigações pré-contratuais somadas aos investimentos previstos na primeira fase do plano de desenvolvimento e expansão do Bloco superam a capacidade de geração de caixa, exigindo a injeção de recursos de *equity* e dívida;
- Antes de considerar o pagamento de outorgas, o projeto tornar-se-ia gerador líquido de caixa a partir do 5º ano (2025), com geração de caixa crescente à medida que o porte de operações cresce e o Bloco beneficia-se de economias de escala;
- A queda nos fluxos de caixa nos anos de 2030, 2035, e 2040 corresponde aos desembolsos para os Capex de desenvolvimento previstos na 2ª, 3ª e 4ª fase de investimentos somados a maiores desembolsos de Capex de manutenção por intervenções programadas de recapeamento. Note-se que estes investimentos poderiam ser financiados com geração de caixa próprio do empreendimento caso não houvesse o pagamento de outorgas, visto que os fluxos de caixa nesses anos permanecem positivos (ainda que menores);
- No último ano de concessão, a redução esperada no fluxo de caixa devido à operação durante apenas nove meses do ano é parcialmente compensada pela devolução do capital de giro.

A **Taxa Interna de Retorno (TIR)** do fluxo de caixa livre para a firma é de **8,4% a.a. real**, que supera o custo de capital do projeto de 7,23% a.a.

A **TIR Modificada (MTIR)**[50], por sua vez, é de **7,6% a.a. real**, também superior ao custo de capital do empreendimento. O cálculo da MTIR considera uma taxa de financiamento igual ao custo de capital de 7,23% a.a. real (pois os fluxos de caixa negativos serão suportados por todos os provedores de capital) e uma taxa de reinvestimento também igual ao custo de capital de 7,23% a.a. real (pois mediamente as oportunidades de reinvestimento se aproximarão do custo de capital dos provedores de capital).

A Figura 17-2 apresenta os fluxos de caixa livre de forma acumulada ao longo da concessão. Nota-se que a **máxima exposição de caixa**[51] do projeto para a firma é de **R$ 1,8 Bi**, ocorrendo em 2024, e o **prazo de *payback* não descontado**[52] é de **14,9 anos em relação ao início da concessão.**

Figura 17-2: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, não-descontado, acumulado



Fonte: Consórcio GCA

Por fim, ponderou-se o valor dos fluxos financeiros no tempo e o risco associado aos fluxos de caixa. Após descontar os fluxos de caixa pelo custo de capital (WACC) estabelecido de 7,23% a.a. real,

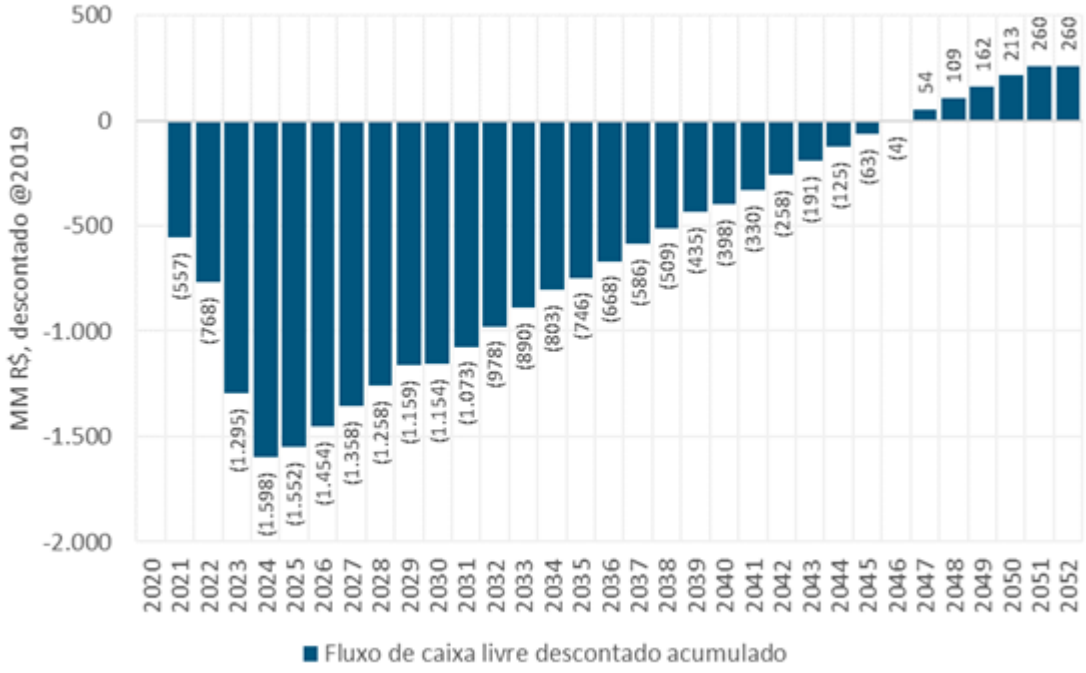
[50] A MTIR consiste na taxa de desconto composta que seria capaz de transformar o valor presente dos fluxos de caixa negativos (descontados por sua taxa de financiamento) no valor futuro dos fluxos de caixa positivos (levados a valor futuro pela taxa de reinvestimento). A MTIR é calculada em função dos fluxos de caixa ao longo dos anos; de uma taxa de financiamento para fluxos de caixa negativos; e de uma taxa de reinvestimento plausível para os fluxos de caixa positivos intermediários.

[51] A máxima exposição corresponde à maior necessidade acumulada de recursos a ser suportada pelos provedores de capital.

[52] Isto é, o prazo necessário em relação ao início da concessão para que o valor acumulado dos fluxos de caixa livre não descontados passe a ser positivo, e o projeto tenha gerado mais caixa do que consumido (em termos não descontados e em preços constantes).

acumulou-se os fluxos anuais resultantes, obtendo a projeção do valor presente líquido acumulado a cada período da concessão, antes da consideração de pagamento de outorgas (Figura 17-3).

Figura 17-3: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, descontado, acumulado (antes do pagamento de outorgas)



Fonte: Consórcio GCA

Conclui-se que a concessão **gera R$ 260,4 MM de VPL** (ao custo de capital de 7,23% a.a. real), com **prazo de *payback* descontado em 25,3 anos,** indicando que, ao longo de sua vigência de 30 anos, o projeto proporciona um retorno acima do custo de capital exigido por seus provedores de capital.

Deste modo, **resta comprovada a viabilidade financeira da concessão do Bloco Sul de aeroportos conforme os projetos propostos.**

Diante do valor gerado pela concessão, foram realizadas análises de sensibilidade em relação ao cenário base com o objetivo de avaliar (i) efeitos de redução de prazo da concessão em 5 anos[53] e (ii) sensibilidade do VPL a oscilações de receita, custo e Capex. O resultado das análises é apresentado, respectivamente, na Tabela 17-2 e na Tabela 17-3 .

Tabela 17-2: Sensibilidade de VPL à redução de prazo

Prazo de concessão	VPL (MM R$)
30 anos (Cenário base)	**260,4**
25 anos (Redução em 5 anos)	95,2

[53] Análise simplificada, reduzindo prazos de amortização e dos fluxos financiamentos com capital de terceiros e mantendo Capex projetado para período completo de concessão.

Fonte: Consórcio GCA

Tabela 17-3: Sensibilidade de VPL à oscilação de receita, custo e Capex

Valores em VPL (MM R$)	Receita	Custo	Capex
Redução de 5%	26,9	358,6	340,9
0% (Cenário base)	**260,4**	**260,4**	**260,4**
Aumento de 5%	493,9	162,2	179,9

Fonte: Consórcio GCA

18. AVALIAÇÃO DAS SINERGIAS DECORRENTES DA CONCESSÃO DOS AEROPORTOS EM BLOCO

A concessão de forma conjunta dos nove aeroportos do Bloco Sul traz como principais benefícios em relação à possibilidade de concessão isolada de cada um deles:

- A viabilização da concessão de aeroportos que seriam isoladamente inviáveis: Londrina, Joinville, Bacacheri, Pelotas, Uruguaiana e Bagé. Neste modelo, o excedente de valor gerado pelos aeroportos de Curitiba, Foz do Iguaçu e Navegantes viabiliza a adequação operacional e a elevação do nível de serviço dos demais aeroportos;
- A maximização do valor gerado pelas concessões, diante, principalmente, das seguintes sinergias geradas[54]:
    - Melhor aproveitamento de créditos de impostos (PIS/COFINS), com ganho de **R$4,6MM** em VPL;
    - Economia nos custos de mão de obra, com redução, principalmente, do quadro administrativo necessário à gestão dos aeroportos, com ganho de **R$160,0MM** em VPL aferido em termos de custos[55];
    - Redução marginal da alíquota efetiva de impostos sobre lucro pagos pelo concessionário, mediante o aproveitamento de prejuízos de aeroportos deficitários para o abatimento da base de cálculo de impostos de aeroportos superavitários. Contudo, devido à relevante economia com os custos de mão de obra, a composição dos fatores resultou em base de cálculo de impostos superior, com redução líquida de **R$-8,0MM** em VPL; A economia de custos causa ainda uma variação marginal no capital de giro, com impacto negativo sobre VPL de **R$-2,4MM**.
- As sinergias decorrentes da concessão dos aeroportos em Bloco representam um acréscimo de valor (em VPL), antes do pagamento de outorgas, de cerca de **R$ 154,2 MM**, correspondendo a um **ganho de 145% de valor em relação à concessão individual**, como destaca a Tabela 18-1. A Figura 18-1, por sua vez, apresenta a composição do VPL do Bloco, explicitando o efeito das sinergias.

[54] Ainda, a licitação em bloco potencialmente permitiria uma economia de escala no ressarcimento à B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) pela realização de leilão, na hipótese em que a soma dos ressarcimentos por leilões de aeroportos individuais fosse maior do que o ressarcimento pelo leilão destes mesmos aeroportos concedidos em bloco. Contudo, conquanto seja uma hipótese razoável, não é possível obter parâmetros com confiabilidade. Por um lado, a orientação exarada pela SAC/MI indica somente o valor a ser adotado para licitação em bloco. Por outro, os dados das rodadas anteriores não permitem aferir com precisão qual seria o valor associado a aeroportos individuais. Cita-se, por exemplo, que o ressarcimento para aeroportos individuais da 3a ou 4a rodada foram inclusive superiores em termos reais a valores para o bloco Centro-Oeste da 5a rodada (que contemplava 4 aeroportos); e que os valores médios unitários de ressarcimento por aeroporto de cada blocos da 5a rodada são materialmente diferentes entre si. Conservadoramente, visto que esta sinergia poderia não se materializar, optou-se por não a incorporar à modelagem.

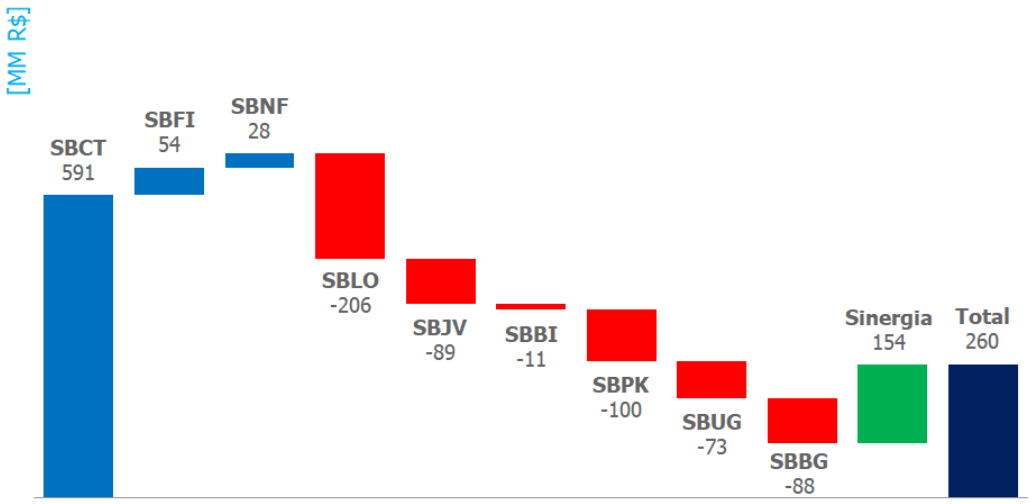
[55] Parte do ganho com economia de custos é dissipado devido ao consequente aumento da base de cálculo de imposto de renda, conforme discute-se adiante.

Tabela 18-1: Comparação em VPL do projeto sob cenários de concessão isolada e conjunta

Valores em VPL (MM R$)	VPL Concessão individual	Soma VPL Individual	Ganhos de eficiência	VPL do Bloco
SBCT	591,5	106,2	154,2 (+145%)	260,4
SBFI	54,4			
SBNF	27,7			
SBLO	(206,1)			
SBJV	(88,7)			
SBBI	(11,2)			
SBPK	(100,2)			
SBUG	(73,0)			
SBBG	(88,2)			

Fonte: Consórcio GCA

Figura 18-1: Composição do valor do Bloco, em VPL



Fonte: Consórcio GCA

Em tempo, no caso específico do Bloco Sul, existiria a possibilidade de se realizar a divisão dos aeroportos em sub-blocos. Uma configuração possível incluiria o seguinte arranjo:

- Sub-bloco 1: SBCT, SBLO, SBJV, SBPK, SBUG, SBBG – **VPL (sem sinergias) de R$ 35,3 MM;**
  Sub-bloco 2: SBFI, SBNF e SBBI – **VPL (sem sinergias) de R$ 70,9 MM**.

A concessão em Bloco gera um benefício adicional ao acionista, referente ao maior acesso ao financiamento. Aeroportos superavitários do Bloco (com geração de caixa superior aos próprios compromissos de serviço de dívida financiamento) contribuem para viabilizar a captação de financiamento para obras em aeroportos deficitários do Bloco (que individualmente enfrentariam restrição ou inelegibilidade ao financiamento). A título de comparação, o índice de alavancagem média[56] avaliada para a soma dos aeroportos individuais seria de **55,6%**; ao passo que a concessão em Bloco permite elevar este patamar para **67,2%**[57] (Tabela 18-2). O maior nível de financiamento permite ao acionista reduzir o volume de aportes para implantação do projeto, além de maximizar sua taxa de retorno ao financiar parte dos investimentos com custo de capital inferior à TIR do projeto.

Tabela 18-2: Comparação de nível de alavancagem sob cenários de concessão isolada e conjunta

	Soma de Aeroportos individuais	Avaliação em Bloco, com sinergia de financiamento
Soma de captações ao longo da concessão [MM R$]	1.063	1.285
Soma de capex de desenvolvimento ao longo da concessão [MM R$]	1.913	1.913
Alavancagem média [%]	55,6%	67,2%

Fonte: Consórcio GCA

[56] Definido nesta oportunidade como a razão entre a soma de todas as captações e a soma dos fluxos de Capex de desenvolvimento, apurados em termos reais, ao longo da vida da concessão.

[57] No caso em tela, o indicador apenas não alcança o nível de alavancagem máximo de 80% porque o Capex de desenvolvimento total inclui valores não financiáveis.

19. DEFINIÇÃO DE OUTORGAS

Uma vez verificada a viabilidade financeira da concessão, é possível apurar quais seriam os pagamentos a título de outorgas que permitiriam ao concessionário obter um retorno justo para o padrão de risco do empreendimento (ou seja, exatamente igual ao custo de capital).

A SAC/MI estabeleceu que as outorgas se dividirão entre uma parcela inicial fixa de valor igual a 50% do VPL da concessão antes de outorgas (a ser paga à vista na assinatura do contrato pelo concessionário) e parcelas variáveis anuais (iguais a uma porcentagem da receita bruta do concessionário apurada a cada período). No caso destas últimas, prevê-se cobranças seguindo a mesma sistemática adotada na 5ª rodada concessão de aeroportos conforme orientação da SAC/MI, como se observa no excerto retirado da minuta de contrato (Figura 19-1)[58]:

Figura 19-1: Sistemática de pagamento de outorga variável (5ª rodada de concessões)

2.17. A primeira Contribuição Variável terá como base a receita bruta referente ao quinto ano-calendário completo da concessão, contado a partir da Data de Eficácia, seguindo, a partir de então, as alíquotas e periodicidade de que trata a tabela abaixo:

2.17.1. Bloco Nordeste:

Período	Alíquota
Da data de eficácia do contrato até o quarto ano-calendário completo	Zero
Quinto ano	1,63%
Sexto ano	3,27%
Sétimo ano	4,90%
Oitavo ano	6,53%
Até o final da concessão	8,16%

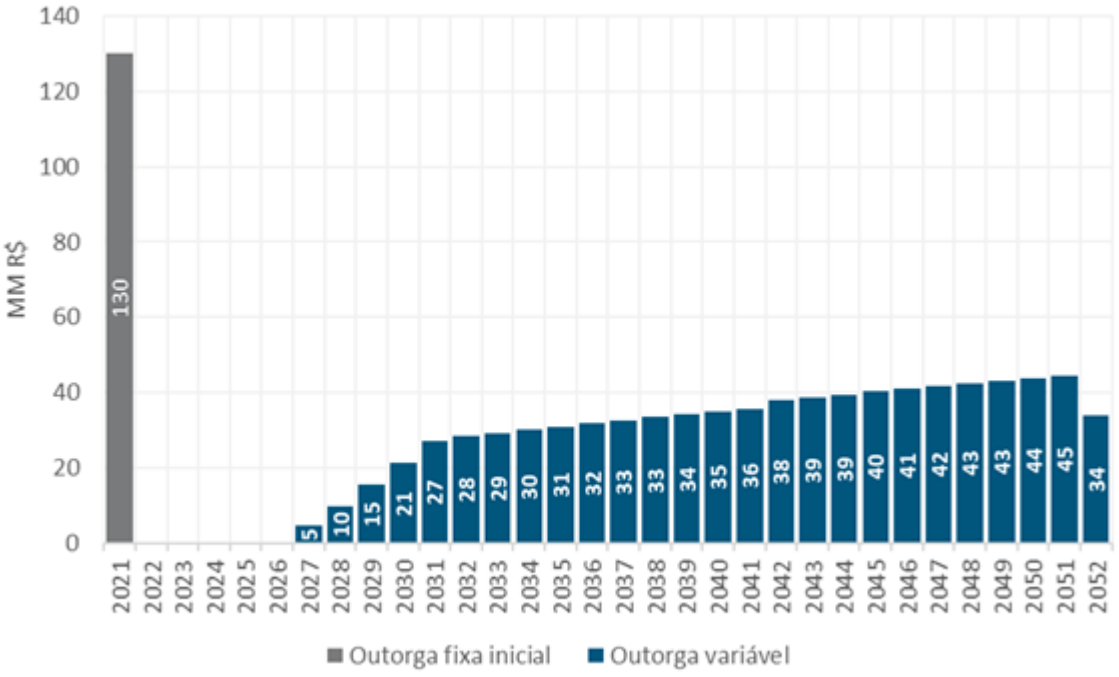
Fonte: Minuta de contrato da 5ª rodada

A partir de ferramenta apropriada em programa de planilha eletrônica, foram calculados os valores das outorgas abaixo, levando à projeção de pagamentos de outorga ilustrada na Figura 19-2:

- **Parcela fixa inicial: R$ 130,2 MM** (valor expresso em reais de janeiro/2019, com desembolso previsto em até 60 dias antes da assinatura do contrato, prevista para 01/outubro/2021);
- **Parcelas variáveis:** porcentual final de **4,6% da receita bruta.**

[58] O contrato da 5ª rodada prevê a seguinte sistemática: no 5º ano-calendário da concessão, o concessionário começará a pagar outorga variável, proporcional à receita bruta do exercício anterior, com alíquota igual a 20% do porcentual final de outorga variável a ser pago. Entre o 6º e o 8º ano-calendário, o concessionário pagará alíquotas crescentes, iguais a 40%, 60% e 80% do porcentual final de outorga variável. Do 9º ano-calendário em diante, vigoraria a alíquota final de outorga variável a ser paga (isto é, a alíquota determinada de forma a tornar o VPL da concessão igual a zero).

Figura 19-2: Projeção do fluxo de pagamentos de outorgas



Fonte: Consórcio GCA

Conforme prevê o item 3.1.40.2 da minuta de contrato da 5ª rodada de concessões, o pagamento da Contribuição Variável se dará no momento da apresentação dos demonstrativos contábeis, o que deve ocorrer até o dia 15 de maio do exercício subsequente. Dessa forma, prevê-se o primeiro pagamento de outorga variável em 2027 e o último em 2052.

A somatória dos fluxos de outorga ao longo da concessão é apresentada na Tabela 19-1 em duas formas: (i) não-descontada e (ii) em valor presente, descontando-se ao custo de capital de 7,23% a.a. real.

Tabela 19-1: Total das outorgas ao poder concedente, em fluxo não-descontado e descontado

Valores em MM R$	Total, não descontado	Total descontado @7,23% a.a.
TOTAL	**976**	**356**
Outorga fixa inicial	130	130
Outorga variável	845	226

Fonte: Consórcio GCA

O projeto de concessão proposto produz um **fluxo total de outorgas** não descontadas de **R$975,6 MM** ao Poder Concedente**.** O **valor presente das outorgas** alcançará **R$356,2 MM**.

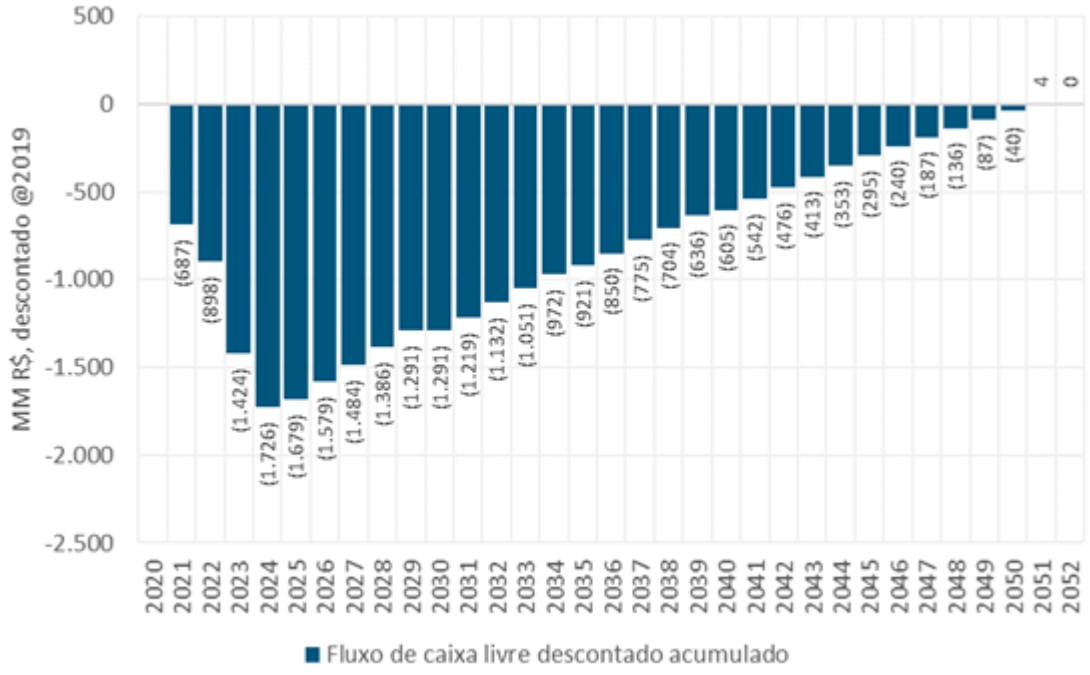
Nota-se que, ainda que seja definido de forma a zerar o VPL de fluxos de caixa de projeto, o VPL de outorgas (R$356,2 MM) é superior ao VPL dos fluxos de caixa de projeto (R$260,4 MM, conforme

apurado no capítulo 17), uma vez que os pagamentos de outorga geram economias de imposto que marginalmente ampliam o VPL dos fluxos de caixa de projeto.

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

A projeção do fluxo de caixa do projeto descontado acumulado, incorporando os pagamentos de outorgas e correspondentes impactos tributários, é apresentada na Figura 19-3 abaixo. Por construção, o **VPL gerado ao longo do prazo de concessão torna-se nulo** e **o payback descontado é obtido ao término do contrato em 30 anos**.

Figura 19-3: Projeção do fluxo de caixa livre para a firma, descontado, acumulado (incorporando o pagamento de outorgas)



Fonte: Consórcio GCA

19.1 Nota sobre tratamento contábil de outorga fixa inicial

Para fins de contabilidade, o dispêndio do concessionário com o pagamento da outorga fixa inicial não é reconhecido como despesa. Sua contabilização envolve um reconhecimento inicial de um ativo intangível correspondente (direito de exploração de serviço público). O valor do ativo intangível é amortizado ao longo do prazo da concessão, baseado em curva de consumo dos benefícios que este produz. Como explicitado no Capítulo 11, que trata sobre os valores de depreciação e amortização, adotou-se a projeção das unidades de carga de trabalho (WLU) para a curva de uso de benefícios.

20. AVALIAÇÃO DE ATRATIVIDADE DO PROJETO PARA O ACIONISTA

O presente capítulo avalia a atratividade do projeto sob a ótica do acionista. **Os resultados apresentados incorporam os parâmetros de outorga inicial e variável estabelecidas no capítulo anterior.** A ideia é permitir que o Poder Concedente avalie o empreendimento do ponto de vista do ente privado, sujeito às condições de financiamento momentâneas e à disponibilidade de capital à mercado.

Ressalve-se que este capítulo não substitui e não pretende substituir uma análise diligente por parte do interessado para balizar eventuais ofertas pela concessão do Bloco de aeroportos em questão. Apenas oferece um conjunto de informações complementares sobre a avaliação da atratividade ao investidor privado, gerando maior confiança ao Poder Concedente e ao investidor a respeito da viabilidade concessão e dos pagamentos de outorga e ao investidor para balizar sua oferta na licitação.

Devido à maciça quantidade de resultados, optou-se por apresentar os resultados da simulação financeira completa da concessão no ANEXO I, para consulta. O presente capítulo exibe os principais resultados para investidores em termos da financiabilidade do projeto, da necessidade de recursos, e das taxas de retorno proporcionadas aos acionistas.

Com base no volume e nas condições de financiamento contratado e considerando os resultados financeiros do Bloco, é possível avaliar a capacidade de cumprimento de condicionantes de dívida (*covenants*) por dois indicadores de alavancagem, estabelecidos pelo BNDES para o apoio às concessões das últimas rodadas de aeroportos[59]:

- Razão entre Patrimônio Líquido ajustado e Ativo ajustado superior a 20%[60];
- Índice de Cobertura do Serviço de Dívida (ICSD[61]) superior a 1,3.

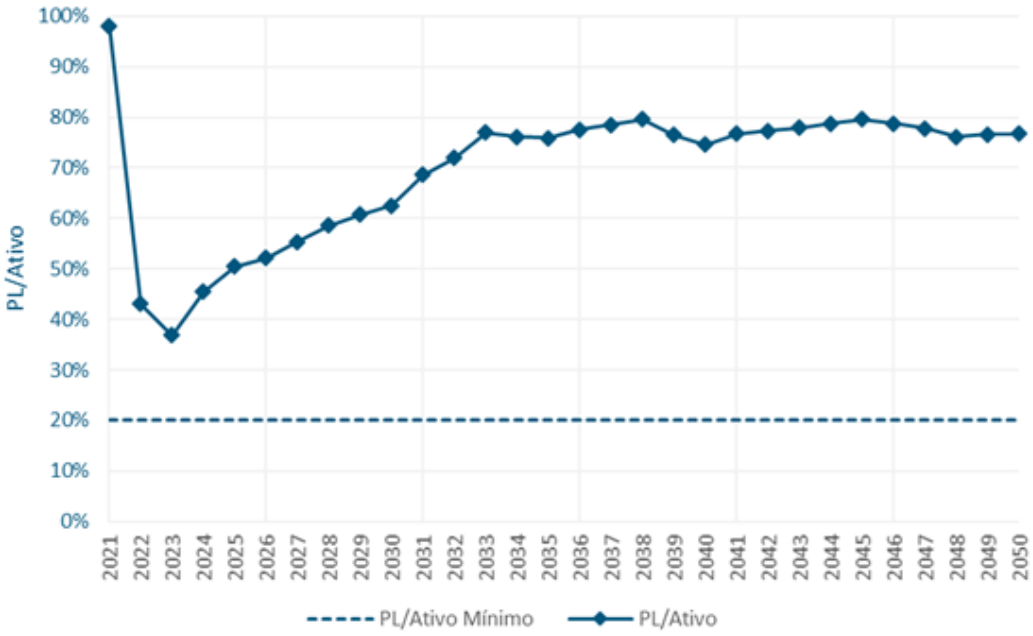
A Figura 20-1 e a Figura 20-2 indicam os resultados da projeção para estes indicadores.

[59] Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/leiloes-infraestrutura/leiloes-infraestrutura-aeroportuaria/

[60] Definido como:
- PL ajustado = Patrimônio Líquido + Outorga do Passivo – Outorga do Ativo
- Ativo ajustado = Ativo Total – Outorga do Ativo

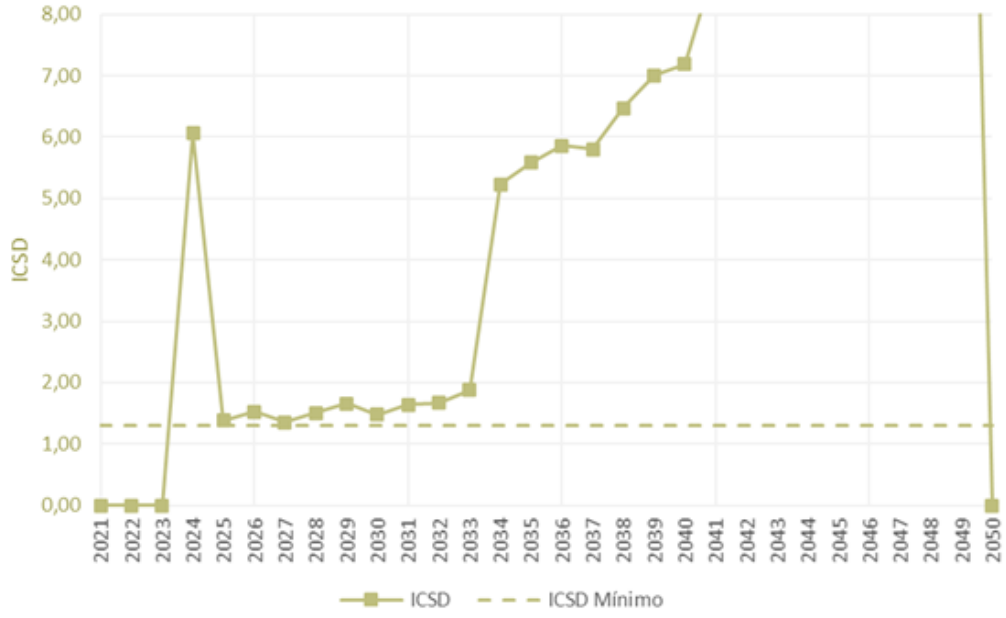
[61] Definido como Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) = (A) / (B) em que: (A) = Geração de Caixa = (+) EBITDA (-) Imposto de Renda (-) Contribuição Social (-)Outras receitas e despesas operacionais, e (B) = Serviço da Dívida = (+) Amortização de Principal (+) Pagamento de Juros

Figura 20-1: Projeção de cumprimento de *covenant* de PL/Ativo



Fonte: Consórcio GCA

Figura 20-2: Projeção de cumprimento de *covenant* de ICSD[62]



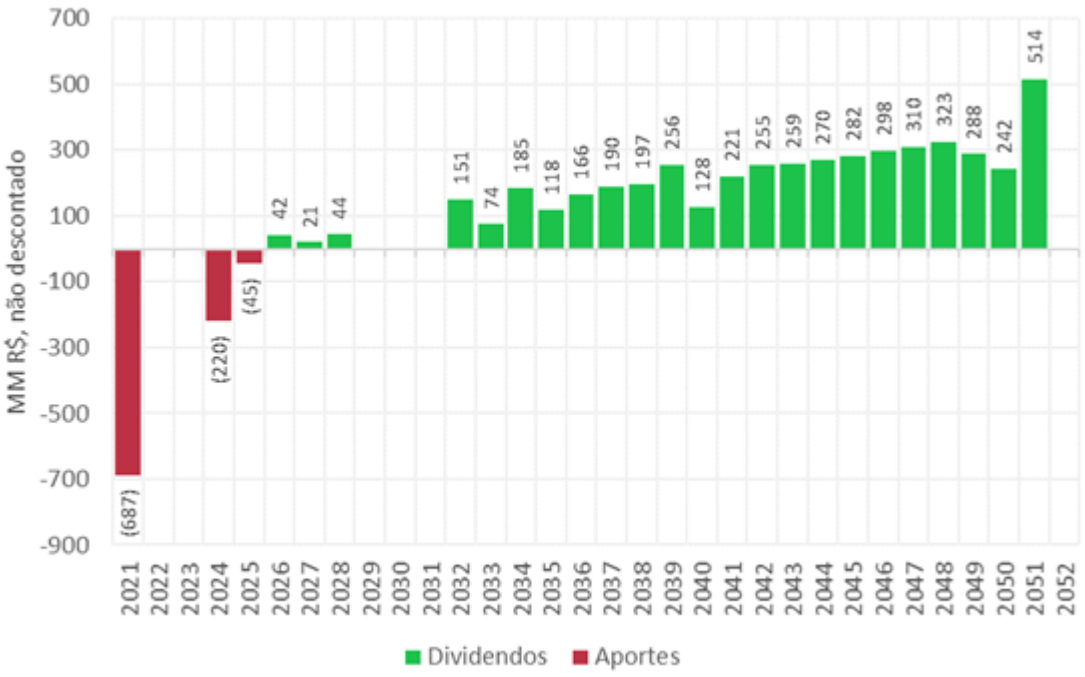
Fonte: Consórcio GCA

[62] O eixo foi limitado ao valor de 8,0 para permitir melhor visualização do gráfico, sem prejuízo à análise do atendimento do *covenant* - uma vez que as condições são cumpridas caso o ICSD seja superior a 1,3.

Nota-se que os principais condicionantes de dívida são atendidos em todos os períodos da concessão (ressalvado o último ano completo, em que já não há fluxos de financiamento), indicando que o projeto proposto possui boa capacidade para honrar compromissos de financiamento.

Por fim, avaliou-se o fluxo de aportes e dividendos ao acionista calculado na simulação financeira da concessão e ilustrado na Figura 20-3.

Figura 20-3: Projeção dos fluxos de aportes e dividendos, não-descontados



Fonte: Consórcio GCA

Conclui-se que:

- **Os fluxos de aportes e dividendos para o acionista têm um perfil diferente dos fluxos de caixa livres para o projeto.** Em primeira instância, porque os fluxos percebidos pelo acionista já incorporam efeitos – positivos e negativos – decorrentes de captação e pagamento de empréstimos. Em segundo lugar, o dever de cumprimento de exigências de patrimônio líquido definidas no contrato de concessão (capital social mínimo), nos contratos de financiamento (*covenants*) e nas disposições legais (possibilidade de distribuição de dividendos) faz com que seja necessário antecipar aportes (ou postergar dividendos) em relação ao que seria estritamente demandado para fazer frente aos investimentos e atividades operacionais.

- **O primeiro aporte, de R$687 MM, ocorre no ano de 2021, na véspera do início da concessão, sendo necessário, principalmente, para fazer frente ao pagamento da outorga inicial à vista e das obrigações iniciais. Tal aporte é também suficiente para garantir o cumprimento da exigência de capital social mínimo**;

- Nos anos entre 2022 e 2023, a distribuição de caixa não é possível em função da vigência de períodos de captação ou carência de financiamentos que serão levantados para a realização dos investimentos previstos para a primeira fase do plano de desenvolvimento e expansão do Bloco de aeroportos;

- Em 2024 e 2025, são necessários dois aportes adicionais (de R$220 MM e R$45 MM, respectivamente) para fazer frente aos investimentos da 1ª fase.

- De 2026 em diante, a geração de caixa é suficiente para a distribuição de dividendos aos acionistas, que passa a ser feita regularmente, com oscilações relacionadas ao pagamento do serviço da dívida. A distribuição de dividendos é interrompida nos períodos de captação e carência do empréstimo para financiar a 2ª fase de investimentos (entre 2029 e 2031). Por outro lado, durante esse período, a geração de caixa decorrente da operação supre a necessidade de capital próprio para tais investimentos, não sendo necessários aportes adicionais. Tal fato leva a um acúmulo de caixa durante os períodos em que não se pode distribuir resultados. Como consequência, assim que termina tal período, os acionistas recebem um fluxo de dividendos que incorpora o resultado acumulado de 3 anos de geração de caixa;

- No último ano (2051), a distribuição de dividendos é superior aos anos anteriores devido à devolução do capital social;

A taxa de retorno ao acionista foi estimada a partir de dois métodos, descontando-se o fluxo de caixa livre ao acionista (Free Cash Flow to Equity[63]) e descontando-se os efetivos fluxos de aportes e dividendos (Dividend Discount Model, conforme ilustrado na Figura 20-3). O primeiro método aponta uma taxa de retorno ao acionista de **9,2% a.a. real** e o segundo, de **8,7% a.a. real**, inferior em relação ao método de fluxo de caixa livre devido às regras que restringem a distribuição de dividendos em parte dos anos da concessão, principalmente.

[63] Fluxo apresentado na Tabela I-3 no ANEXO I.

21. AVALIAÇÃO ECONÔMICA DO PROJETO

A concessão do Bloco Sul trará benefícios em diferentes escalas geográficas – seja federal, estadual ou municipal – e em múltiplas disciplinas – como geração de empregos, melhoria na arrecadação pública, maior eficiência no transporte, entre outros[64]. Este item apresenta justificativas socioeconômicas para a realização da concessão e mensura seus benefícios, partindo de metodologias detalhadas no ANEXO III, respectivamente para impactos em valor adicionado e geração de empregos.

Esta análise apresenta os impactos decorrentes dos gastos incorridos pelo futuro concessionário a título de custos e investimentos (em linha com as estimativas apresentadas no Relatório de Engenharia e Afins)[65].

Valor adicionado pela Concessão do Bloco

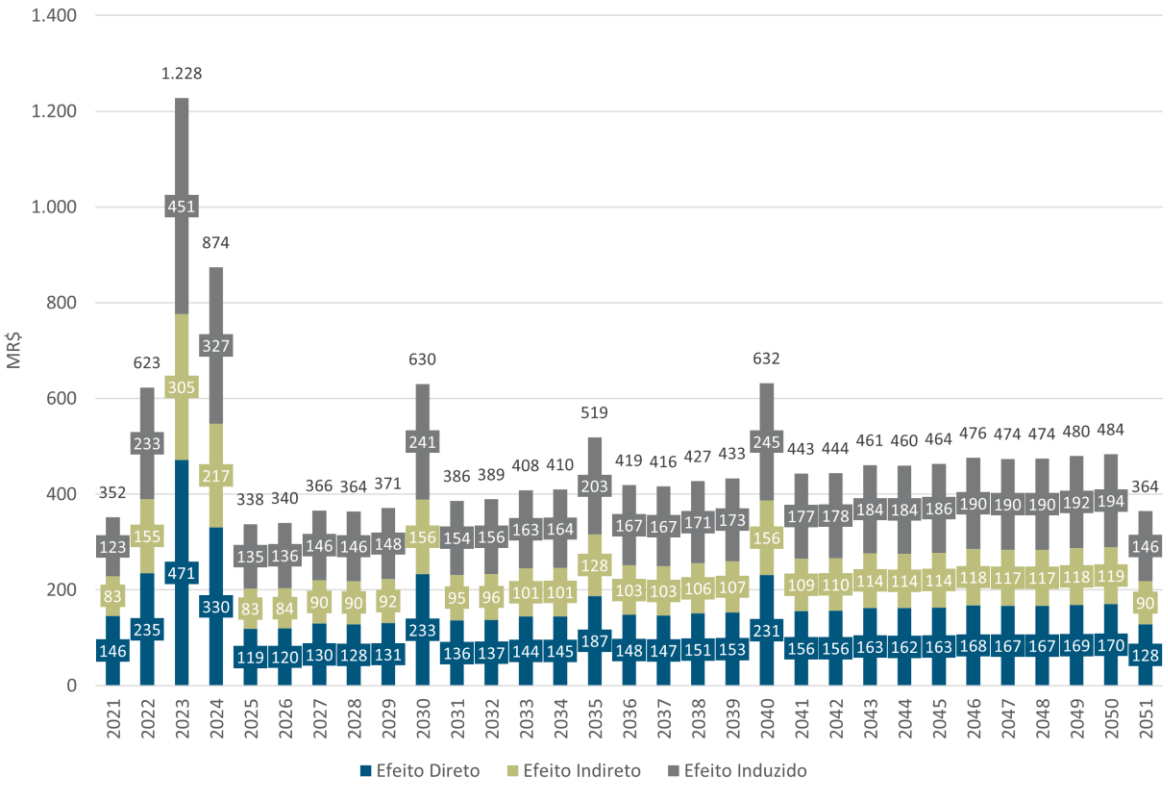
Os dispêndios (Opex e Capex) decorrentes do projeto deverão gerar os seguintes impactos em termos de valor adicionado:

- Efeitos diretos: Relativos aos dispêndios em Construção Civil (obras de infraestrutura no lado ar e no lado terra, etc.), Outros Serviços (projetos, etc.) e Indústria de Transformação (equipamentos de navegação aérea, equipamentos do TPS, etc.);
- Efeitos indiretos e induzidos: Trata-se de valor econômico adicionado pela aquisição de insumos ou pela renda distribuída, que retornará à economia na forma de novos dispêndios.

A Figura 21-1 apresenta a evolução desses valores ao longo do tempo. Os picos da curva estão relacionados aos ciclos de investimento. Os efeitos diretos partem de R$ 119MM ao ano em 2025 (após o primeiro ciclo de investimentos) e atingem R$ 170MM em 2050. Já os efeitos indiretos e induzidos partem de R$ 218MM em 2025 e atingem R$ 313MM em 2050.

[64] O item também atende à exigência indicada no item 10.1.6. do Edital de Chamamento Público 02/2019 da SAC/MI.
[65] A estrutura da análise e os textos deste item foram baseados nos EVTEs para concessão dos Aeroportos de Salvador (SBSV) e Fortaleza (SBFZ), licitados em 2017 pela SAC/MI. Os Estudos estão disponíveis em: http://www.anac.gov.br/assuntos/paginas-tematicas/concessoes/audiencias-publicas-florianopolis-sc-fortaleza-ce-porto-alegre-rs-e-salvador-ba.

Figura 21-1: Valor adicionado à economia decorrente dos dispêndios da concessão do Bloco

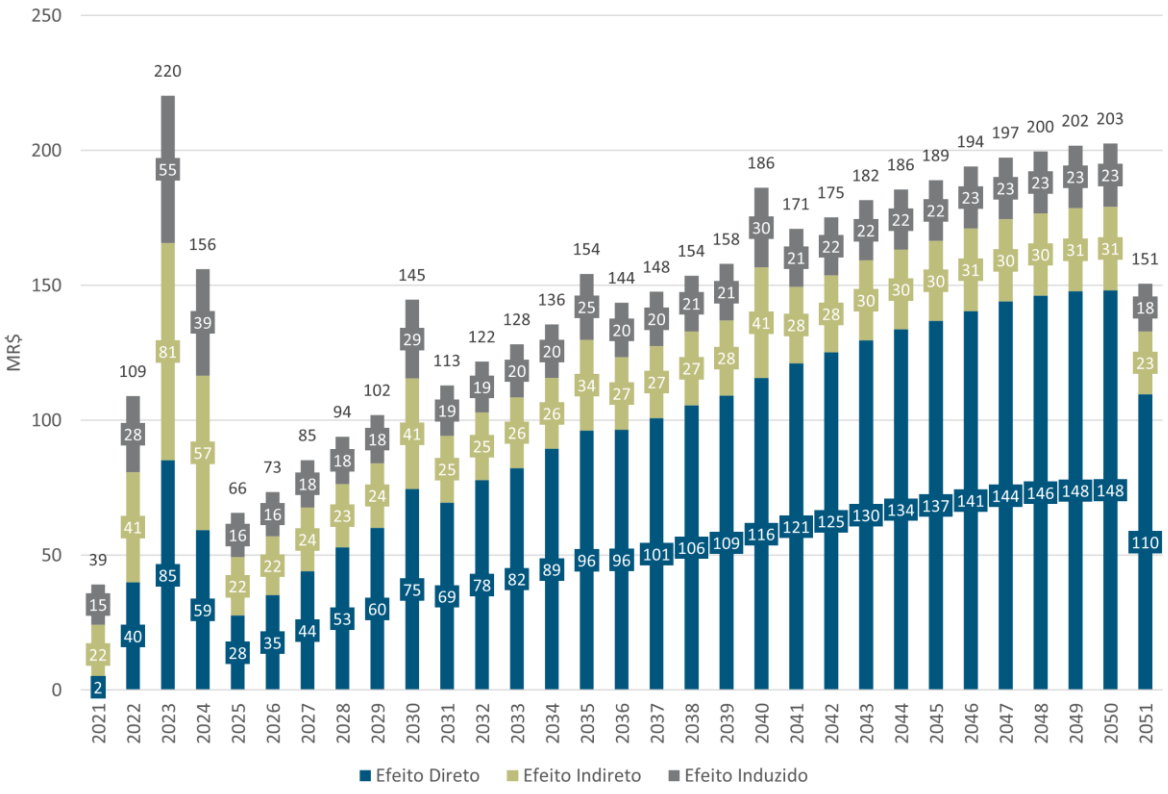


Fonte: Consórcio GCA

Fluxo de impostos gerados pela Concessão do Bloco

As transações financeiras associadas à exploração da concessão, diretamente ou indiretamente, deverão gerar um fluxo financeiro de impostos nas diferentes esferas governamentais. A Figura 21-2 apresenta estimativas anuais para a geração de fluxos de impostos. Para os impostos diretos considerou-se os valores originados pela modelo econômico-financeiro da concessão.

Figura 21-2: Arrecadação de impostos prevista com a concessão do Bloco



Fonte: Consórcio GCA

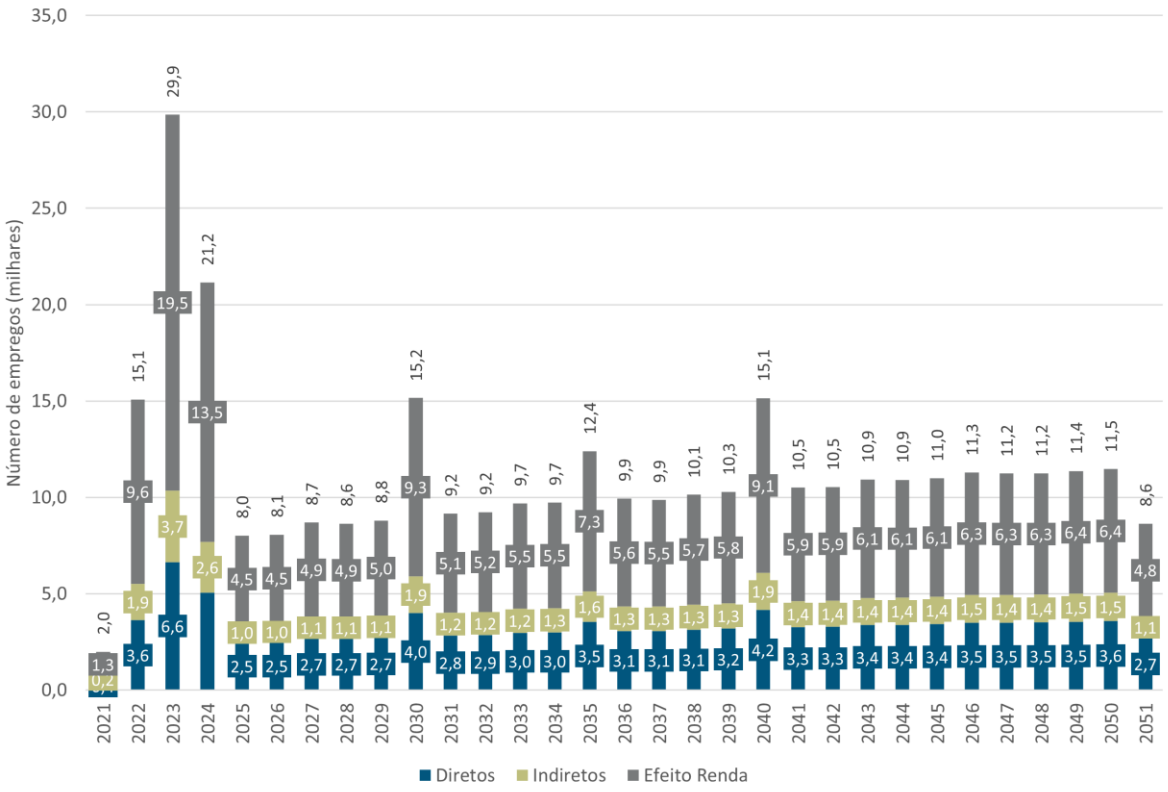
Geração de empregos decorrente da Concessão

Por fim, estima-se a geração de empregos com a concessão[66] decorrente dos dispêndios mencionados. Projeta-se que o estoque de empregos decorrentes da exploração do Bloco de aeroportos no regime de concessão partirá de 8,0 mil em 2025 (após o primeiro ciclo de investimentos) e atingirá 11,5 mil em 2050, somando empregos diretos, indiretos e provocados pelo Efeito Renda[67], com picos acentuados nas fases de obras (Figura 21-3).

[66] A estimativa foi realizada a partir da relação atual entre o número de empregos e a receita bruta do setor (com base nos dados do Modelo de Geração de Emprego publicado pelo BNDES) e do aumento de receita esperado para o setor equivalente aos investimentos previstos.

[67] Decorrente da produção de bens e serviços demandados em função da renda gerada pelo projeto e atividades indiretas.

Figura 21-3: Empregos gerados com a concessão do Bloco



Fonte: Consórcio GCA

<u>Outros impactos qualitativos decorrentes da Concessão</u>

Podem ser mencionados outros impactos econômicos e sociais decorrentes da concessão, incluindo:

- Melhoria no nível de serviço fornecido aos passageiros, em linha com os padrões mundiais;
- Melhoria nas condições de operação das companhias aéreas e prestadores de serviços, viabilizando a expansão do número de frequências e da conectividade dos aeroportos;
- Melhoria nas condições de segurança na operação dos aeroportos por meio da melhoria de equipamentos de navegação aérea e sinalização, controle de avifauna, entre outros, reduzindo riscos de acidentes aéreos ou no perímetro do sítio aeroportuário;
- Tratamento adequado de eventuais conflitos com o entorno dos aeroportos (tratamento que por vezes é inviabilizado pela morosidade inerente às decisões que envolvem órgãos públicos);
- Melhoria do controle das atividades que ocorrem dentro do sítio aeroportuário, incluindo a instalação de câmeras e sistemas de iluminação;
- Adequado tratamento das questões ambientais que afetam os aeroportos, incluindo passivos;
- Redução de risco de acidentes por adequação de infraestrutura aeroportuária a normas de segurança;
- Redução de custos decorrentes de congestionamento, pela promoção de incrementos de capacidade;
- Ganhos de eficiência derivados da transferência de operações para o ente privado;

- Melhor aproveitamento da capacidade do sítio aeroportuário, evitando custos de deslocamentos para aeroportos localizadas em regiões mais distantes da demanda; ou evitando a necessidade de implantação de outros aeroportos perdendo economias de escala;
- Impacto no mercado imobiliário devido à valorização dos terrenos próximos aos aeroportos.

O ANEXO III apresenta as metodologias que basearam as análises quantitativas apresentadas no presente capítulo.

I. ANEXO I: RESULTADOS DA SIMULAÇÃO FINANCEIRA COMPLETA

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

Demonstração do Resultado do Exercício

Tabela I-1: Demonstração do Resultado do Exercício

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita bruta	**59,2**	**628,5**	**1.203,9**	**935,4**	**508,9**	**529,3**	**575,1**	**595,4**
Receita de serviços	-	**293,9**	**393,2**	**456,0**	**482,2**	**504,5**	**542,0**	**569,0**
Receita tarifária	-	162,7	229,9	272,9	287,3	299,4	357,1	382,5
Receita não-tarifária	-	131,2	163,3	183,1	194,9	205,0	184,9	186,5
Receita de construção	**59,2**	**334,6**	**810,7**	**479,5**	**26,7**	**24,8**	**33,1**	**26,4**
(–) Deduções	-	(27,8)	(37,4)	(42,4)	(45,0)	(47,3)	(53,0)	(56,4)
(–) ISS	-	(7,3)	(10,3)	(12,2)	(12,8)	(13,4)	(16,1)	(17,3)
(–) PIS/COFINS	-	(27,2)	(36,4)	(42,2)	(44,6)	(46,7)	(50,1)	(52,6)
(+) Crédito PIS/COFINS	-	6,8	9,3	12,1	12,4	12,7	13,2	13,5
(=) Receita líquida	**59,2**	**600,7**	**1.166,5**	**893,1**	**463,9**	**481,9**	**522,1**	**538,9**
(–) Custos e despesas operacionais	(7,4)	(162,3)	(185,8)	(218,7)	(224,7)	(232,9)	(250,2)	(260,3)
(–) Custo de construção	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(24,2)	(32,3)	(25,7)
(=) EBITDA	**(5,9)**	**112,2**	**190,1**	**206,9**	**213,1**	**224,8**	**239,6**	**252,9**
(–) Depreciação e amortização	(1,7)	(14,5)	(35,1)	(52,4)	(54,0)	(55,0)	(56,3)	(57,3)
(–) Amortização ativo de construção	(0,1)	(5,7)	(22,8)	(37,2)	(38,5)	(39,5)	(40,6)	(41,6)
(–) Amortização despesas financeiras ativadas	-	-	(1,1)	(2,4)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,5)
(–) Amortização outorga fixa	(0,3)	(1,8)	(2,3)	(2,6)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)
(–) Amortização obrigações pré-contrato	(1,2)	(7,0)	(8,9)	(10,1)	(10,3)	(10,4)	(10,5)	(10,5)
(=) EBIT (Lucro operacional)	**(7,6)**	**97,6**	**155,1**	**154,5**	**159,2**	**169,8**	**183,3**	**195,6**
(+) Receita financeira	-	-	27,9	10,5	1,0	1,0	1,1	1,2
(–) Despesa financeira	-	-	-	(32,0)	(84,5)	(77,6)	(71,1)	(62,6)
(–) Juros incorridos	-	-	-	(32,0)	(84,5)	(77,6)	(71,1)	(62,6)
(=) Lucro antes de imposto de renda	**(7,6)**	**97,6**	**183,0**	**133,0**	**75,7**	**93,2**	**113,3**	**134,2**
(–) Imposto de renda corrente	-	(27,4)	(55,5)	(41,5)	(25,8)	(31,8)	(38,5)	(45,7)
(+/–) Imposto de renda diferido	2,6	(5,8)	(6,7)	(3,7)	0,1	0,1	0,1	0,1
(–) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	**(5,0)**	**64,5**	**120,8**	**87,8**	**50,0**	**61,5**	**74,8**	**88,6**

Valores em MM R$	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Receita bruta	**616,6**	**846,5**	**657,6**	**676,7**	**704,4**	**721,2**	**826,8**	**757,7**
Receita de serviços	587,8	606,3	629,7	650,5	668,9	687,3	705,3	724,7
Receita tarifária	396,1	410,4	424,3	437,9	451,1	464,1	477,1	490,2
Receita não-tarifária	191,6	196,0	205,4	212,6	217,9	223,2	228,2	234,5
Receita de construção	**28,8**	**240,1**	**27,9**	**26,3**	**35,5**	**33,9**	**121,5**	**33,0**
(–) Deduções	(58,5)	(60,0)	(62,3)	(64,6)	(66,5)	(68,5)	(70,1)	(72,2)
(–) ISS	(17,9)	(18,5)	(19,1)	(19,7)	(20,3)	(20,9)	(21,4)	(22,0)
(–) PIS/COFINS	(54,4)	(56,1)	(58,2)	(60,2)	(61,9)	(63,6)	(65,2)	(67,0)
(+) Crédito PIS/COFINS	13,7	14,7	15,1	15,3	15,7	15,9	16,5	16,9
(=) Receita líquida	**558,0**	**786,5**	**595,3**	**612,2**	**637,9**	**652,7**	**756,7**	**685,5**
(–) Custos e despesas operacionais	(269,1)	(279,4)	(288,5)	(293,3)	(299,9)	(303,4)	(306,9)	(312,6)
(–) Custo de construção	(28,1)	(234,1)	(27,2)	(25,6)	(34,6)	(33,1)	(118,5)	(32,1)
(=) EBITDA	**260,8**	**272,9**	**279,6**	**293,2**	**303,4**	**316,2**	**331,3**	**340,8**
(–) Depreciação e amortização	(58,2)	(66,8)	(67,7)	(68,6)	(69,8)	(70,9)	(76,6)	(77,8)
(–) Amortização ativo de construção	(42,5)	(50,9)	(51,9)	(52,8)	(54,0)	(55,3)	(60,9)	(62,3)
(–) Amortização despesas financeiras ativadas	(2,5)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(2,7)
(–) Amortização outorga fixa	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,6)
(–) Amortização obrigações pré-contrato	(10,5)	(10,5)	(10,5)	(10,4)	(10,4)	(10,3)	(10,2)	(10,2)
(=) EBIT (Lucro operacional)	**202,6**	**206,1**	**211,8**	**224,6**	**233,6**	**245,2**	**254,7**	**263,0**
(+) Receita financeira	1,2	8,4	4,7	6,3	1,4	1,5	1,5	1,5
(–) Despesa financeira	(54,6)	(47,0)	(48,5)	(40,0)	(30,9)	(22,4)	(19,8)	(21,3)
(–) Juros incorridos	(54,6)	(47,0)	(48,5)	(40,0)	(30,9)	(22,4)	(19,8)	(21,3)
(=) Lucro antes de imposto de renda	**149,2**	**167,6**	**167,9**	**190,9**	**204,1**	**224,3**	**236,4**	**243,3**
(–) Imposto de renda corrente	(50,8)	(55,3)	(57,3)	(65,1)	(69,5)	(76,4)	(79,9)	(82,9)
(+/–) Imposto de renda diferido	0,1	(1,6)	0,2	0,2	0,2	0,2	(0,5)	0,2
(–) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	**98,5**	**110,6**	**110,9**	**126,1**	**134,8**	**148,1**	**156,1**	**160,6**

Fonte: Consórcio GCA

Tabela I-1: Demonstração do Resultado do Exercício (continuado)

Valores em MM R$	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Receita bruta	**768,6**	**791,0**	**806,7**	**985,6**	**872,1**	**885,7**	**913,2**	**926,5**
Receita de serviços	743,0	760,0	776,8	793,3	842,8	859,4	878,9	897,2
Receita tarifária	503,2	515,9	528,6	541,1	553,1	564,9	589,4	612,6
Receita não-tarifária	239,9	244,1	248,2	252,3	289,7	294,5	289,5	284,6
Receita de construção	**25,6**	**31,0**	**29,8**	**192,3**	**29,3**	**26,3**	**34,3**	**29,3**
(–) Deduções	(74,1)	(76,0)	(77,7)	(78,4)	(83,2)	(85,0)	(87,3)	(89,5)
(–) ISS	(22,6)	(23,1)	(23,7)	(24,2)	(24,7)	(25,2)	(26,2)	(27,1)
(–) PIS/COFINS	(68,7)	(70,3)	(71,9)	(73,4)	(78,0)	(79,5)	(81,3)	(83,0)
(+) Crédito PIS/COFINS	17,1	17,4	17,8	19,1	19,5	19,8	20,2	20,6
(=) Receita líquida	**694,5**	**715,0**	**728,9**	**907,2**	**788,9**	**800,7**	**826,0**	**837,0**
(–) Custos e despesas operacionais	(317,9)	(322,1)	(328,5)	(331,8)	(339,1)	(343,4)	(349,4)	(354,3)
(–) Custo de construção	(25,0)	(30,3)	(29,1)	(187,5)	(28,5)	(25,6)	(33,5)	(28,5)
(=) EBITDA	**351,6**	**362,7**	**371,3**	**387,9**	**421,2**	**431,7**	**443,1**	**454,2**
(–) Depreciação e amortização	(78,6)	(79,8)	(81,1)	(95,1)	(96,4)	(97,6)	(99,8)	(101,8)
(–) Amortização ativo de construção	(63,2)	(64,6)	(66,0)	(79,9)	(81,4)	(82,7)	(85,2)	(87,4)
(–) Amortização despesas financeiras ativadas	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,8)	(2,8)
(–) Amortização outorga fixa	(2,6)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,4)	(2,4)
(–) Amortização obrigações pré-contrato	(10,1)	(10,0)	(9,9)	(9,8)	(9,6)	(9,5)	(9,4)	(9,2)
(=) EBIT (Lucro operacional)	**273,0**	**282,9**	**290,2**	**292,8**	**324,8**	**334,1**	**343,3**	**352,4**
(+) Receita financeira	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
(–) Despesa financeira	(18,8)	(16,0)	(13,4)	(10,9)	(16,3)	(14,2)	(11,8)	(9,5)
(–) Juros incorridos	(18,8)	(16,0)	(13,4)	(10,9)	(16,3)	(14,2)	(11,8)	(9,5)
(=) Lucro antes de imposto de renda	**255,8**	**268,5**	**278,5**	**283,6**	**310,2**	**321,7**	**333,4**	**344,8**
(–) Imposto de renda corrente	(87,3)	(91,5)	(95,0)	(95,4)	(105,9)	(109,8)	(113,8)	(117,7)
(+/–) Imposto de renda diferido	0,3	0,3	0,3	(1,0)	0,4	0,5	0,4	0,5
(–) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	**168,8**	**177,2**	**183,8**	**187,2**	**204,8**	**212,4**	**220,1**	**227,6**

Valores em MM R$	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
Receita bruta	**939,2**	**962,5**	**976,4**	**987,8**	**1.003,6**	**1.019,0**	**772,6**	-
Receita de serviços	912,9	928,3	947,2	961,5	977,3	992,7	753,0	-
Receita tarifária	623,8	634,8	649,7	660,3	672,1	683,8	519,1	-
Receita não-tarifária	289,1	293,5	297,5	301,2	305,2	308,9	233,8	-
Receita de construção	**26,3**	**34,3**	**29,3**	**26,3**	**26,3**	**26,3**	**19,6**	-
(–) Deduções	(91,0)	(92,4)	(94,3)	(95,5)	(96,6)	(97,3)	(72,3)	-
(–) ISS	(27,6)	(28,0)	(28,7)	(29,2)	(29,7)	(30,2)	(22,9)	-
(–) PIS/COFINS	(84,4)	(85,9)	(87,6)	(88,9)	(90,4)	(91,8)	(69,6)	-
(+) Crédito PIS/COFINS	21,0	21,5	22,0	22,6	23,5	24,8	20,2	-
(=) Receita líquida	**848,2**	**870,1**	**882,1**	**892,3**	**907,0**	**921,7**	**700,3**	-
(–) Custos e despesas operacionais	(360,2)	(363,0)	(366,6)	(370,3)	(375,0)	(378,6)	(285,7)	-
(–) Custo de construção	(25,6)	(33,4)	(28,5)	(25,6)	(25,6)	(25,6)	(19,2)	-
(=) EBITDA	**462,3**	**473,7**	**487,0**	**496,3**	**506,4**	**517,5**	**395,5**	-
(–) Depreciação e amortização	(103,9)	(107,8)	(112,4)	(117,2)	(124,6)	(137,3)	(120,4)	-
(–) Amortização ativo de construção	(89,7)	(93,9)	(98,6)	(103,7)	(111,3)	(124,3)	(110,8)	-
(–) Amortização despesas financeiras ativadas								
(–) Amortização outorga fixa	(2,4)	(2,3)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(1,6)	-
(–) Amortização obrigações pré-contrato	(9,1)	(8,9)	(8,8)	(8,6)	(8,5)	(8,3)	(6,1)	-
(=) EBIT (Lucro operacional)	**358,5**	**365,9**	**374,6**	**379,2**	**381,8**	**380,2**	**275,1**	-
(+) Receita financeira	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	4,5	8,3	-
(–) Despesa financeira	(7,2)	(5,0)	(3,8)	(2,6)	(1,5)	-	-	-
(–) Juros incorridos	(7,2)	(5,0)	(3,8)	(2,6)	(1,5)	-	-	-
(=) Lucro antes de imposto de renda	**353,3**	**362,9**	**372,8**	**378,6**	**382,4**	**384,7**	**283,4**	-
(–) Imposto de renda corrente	(120,6)	(123,9)	(127,3)	(129,4)	(130,7)	(131,6)	(97,1)	-
(+/–) Imposto de renda diferido	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	-
(–) Baixa de ativo de imposto	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro líquido	**233,2**	**239,5**	**246,1**	**249,9**	**252,4**	**253,9**	**187,1**	-

Fonte: Consórcio GCA

Balanço Patrimonial

Tabela I-2: Balanço Patrimonial

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ATIVO	**692,7**	**1.516,0**	**2.025,3**	**2.285,7**	**2.188,7**	**2.091,4**	**2.007,4**	**1.916,8**
Ativo circulante	-	**529,7**	**239,6**	**82,5**	**87,3**	**91,3**	**98,1**	**103,0**
Caixa e equivalentes	-	487,6	183,4	17,3	18,3	19,1	20,6	21,6
Ativos circulantes não-caixa	-	42,0	56,2	65,2	69,0	72,2	77,5	81,4
Ativo não circulante	**692,7**	**986,3**	**1.785,7**	**2.203,2**	**2.101,4**	**2.000,1**	**1.909,3**	**1.813,8**
Imposto diferido ativo	3,1	-	-	-	-	-	-	-
Ativo intangível	689,6	986,3	1.785,7	2.203,2	2.101,4	2.000,1	1.909,3	1.813,8
Ativos construídos	59,1	386,0	1.160,9	1.563,9	1.499,2	1.433,9	1.377,8	1.316,0
Custo histórico	59,2	391,8	1.189,3	1.628,5	1.600,2	1.570,9	1.550,9	1.524,8
(-) Amortização acumulada	(0,1)	(5,8)	(28,4)	(64,6)	(101,0)	(137,0)	(173,0)	(208,7)
Despesas financeiras ativadas	-	-	56,0	102,4	96,5	90,7	85,1	79,7
Custo histórico	-	-	57,1	105,9	102,3	98,9	95,5	92,3
(-) Amortização acumulada	-	-	(1,1)	(3,5)	(5,9)	(8,2)	(10,4)	(12,6)
Outorga fixa	129,9	123,7	117,2	110,6	104,2	98,0	91,9	86,1
Valor reconhecido	130,2	125,8	121,5	117,4	113,5	109,6	105,9	102,3
(-) Amortização acumulada	(0,3)	(2,1)	(4,4)	(6,8)	(9,3)	(11,7)	(14,0)	(16,2)
Obrigações pré-assinatura de contrato	500,6	476,7	451,7	426,3	401,5	377,6	354,4	331,9
Custo histórico	501,9	484,9	468,5	452,7	437,3	422,6	408,3	394,5
(-) Amortização acumulada	(1,2)	(8,2)	(16,8)	(26,4)	(35,8)	(45,0)	(53,9)	(62,6)
PASSIVO + PL	**692,7**	**1.516,0**	**2.025,3**	**2.285,7**	**2.188,7**	**2.091,4**	**2.007,4**	**1.916,8**
Passivos	**10,6**	**792,5**	**1.205,5**	**1.186,1**	**1.031,6**	**953,9**	**854,6**	**758,4**
Contas a pagar e Outros passivos circulantes	10,1	75,6	151,0	106,1	38,8	39,0	42,1	41,8
Outorga variável a pagar	-	-	-	-	-	4,7	10,1	15,9
Empréstimos	-	713,7	1.044,7	1.066,8	980,1	898,1	790,7	689,6
Imposto diferido passivo	0,5	3,3	9,8	13,2	12,7	12,1	11,7	11,1
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio líquido	682,1	723,5	819,8	1.099,6	1.157,1	1.137,5	1.152,8	1.158,3
Capital social	687,1	663,9	641,4	839,4	855,8	826,9	798,9	771,9
Lucros/prejuízos acumulados	(5,0)	59,6	178,4	260,1	301,3	310,6	353,8	386,4

Valores em MM R$	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
ATIVO	**1.954,4**	**2.011,6**	**1.941,7**	**1.757,8**	**1.671,4**	**1.585,3**	**1.586,2**	**1.495,6**
Ativo circulante	**231,4**	**168,2**	**200,3**	**117,7**	**121,1**	**124,4**	**127,7**	**131,2**
Caixa e equivalentes	147,3	81,4	110,3	24,7	25,4	26,1	26,8	27,5
Ativos circulantes não-caixa	84,1	86,7	90,1	93,0	95,7	98,3	100,9	103,7
Ativo não circulante	**1.723,0**	**1.843,5**	**1.741,3**	**1.640,1**	**1.550,3**	**1.460,9**	**1.458,6**	**1.364,4**
Imposto diferido ativo	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo intangível	1.723,0	1.843,5	1.741,3	1.640,1	1.550,3	1.460,9	1.458,6	1.364,4
Ativos construídos	1.257,9	1.404,5	1.333,1	1.261,5	1.200,3	1.138,4	1.160,4	1.091,9
Custo histórico	1.502,0	1.691,4	1.662,1	1.632,1	1.612,4	1.591,9	1.659,5	1.636,4
(-) Amortização acumulada	(244,2)	(286,8)	(329,0)	(370,6)	(412,1)	(453,5)	(499,1)	(544,5)
Despesas financeiras ativadas	74,5	74,7	69,5	64,4	59,6	54,9	52,5	48,0
Custo histórico	89,2	91,6	88,5	85,5	82,6	79,8	79,3	76,6
(-) Amortização acumulada	(14,7)	(16,9)	(19,0)	(21,0)	(23,0)	(24,9)	(26,8)	(28,6)
Outorga fixa	80,5	75,0	69,8	64,7	59,8	55,1	50,6	46,3
Valor reconhecido	98,9	95,5	92,3	89,2	86,2	83,3	80,4	77,7
(-) Amortização acumulada	(18,4)	(20,5)	(22,5)	(24,5)	(26,3)	(28,1)	(29,8)	(31,5)
Obrigações pré-assinatura de contrato	310,2	289,2	269,0	249,4	230,6	212,5	195,1	178,3
Custo histórico	381,1	368,2	355,8	343,8	332,1	320,9	310,0	299,6
(-) Amortização acumulada	(70,9)	(79,0)	(86,8)	(94,3)	(101,5)	(108,4)	(115,0)	(121,3)
PASSIVO + PL	**1.954,4**	**2.011,6**	**1.941,7**	**1.757,8**	**1.671,4**	**1.585,3**	**1.586,2**	**1.495,6**
Passivos	**736,7**	**724,5**	**587,2**	**474,3**	**370,5**	**365,1**	**369,6**	**325,7**
Contas a pagar e Outros passivos circulantes	42,6	75,1	44,3	44,6	46,9	47,1	60,7	48,1
Outorga variável a pagar	21,9	28,2	29,3	30,2	31,1	31,9	32,8	33,7
Empréstimos	661,6	609,4	502,3	388,8	282,3	276,4	266,3	234,6
Imposto diferido passivo	10,7	11,9	11,3	10,7	10,2	9,6	9,8	9,2
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio líquido	**1.217,7**	**1.287,1**	**1.354,5**	**1.283,5**	**1.300,9**	**1.220,2**	**1.216,7**	**1.169,9**
Capital social	745,8	720,6	696,2	672,7	649,9	627,9	606,7	586,2
Lucros/prejuízos acumulados	471,9	566,5	658,2	610,8	651,0	592,3	610,0	583,7

Fonte: Consórcio GCA

Tabela I-2: Balanço Patrimonial (continuado)

Valores em MM R$	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
ATIVO	**1.399,8**	**1.311,3**	**1.223,4**	**1.291,0**	**1.194,0**	**1.090,5**	**996,9**	**899,3**
Ativo circulante	**134,5**	**137,6**	**140,6**	**143,6**	**152,5**	**155,5**	**159,1**	**162,4**
Caixa e equivalentes	28,2	28,8	29,5	30,1	32,0	32,6	33,4	34,1
Ativos circulantes não-caixa	106,3	108,7	111,1	113,5	120,6	122,9	125,7	128,3
Ativo não circulante	**1.265,3**	**1.173,7**	**1.082,8**	**1.147,4**	**1.041,4**	**934,9**	**837,8**	**736,9**
Imposto diferido ativo	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo intangível	1.265,3	1.173,7	1.082,8	1.147,4	1.041,4	934,9	837,8	736,9
Ativos construídos	1.017,4	949,4	881,2	963,7	879,1	792,8	715,2	632,8
Custo histórico	1.606,6	1.583,3	1.559,7	1.699,2	1.671,0	1.640,7	1.619,6	1.594,1
(–) Amortização acumulada	(589,3)	(633,9)	(678,4)	(735,4)	(791,9)	(847,9)	(904,4)	(961,3)
Despesas financeiras ativadas	43,6	39,5	35,5	35,4	31,3	27,4	23,7	20,1
Custo histórico	74,0	71,5	69,1	70,8	68,4	66,1	63,9	61,7
(–) Amortização acumulada	(30,4)	(32,0)	(33,6)	(35,4)	(37,1)	(38,7)	(40,2)	(41,6)
Outorga fixa	42,1	38,1	34,2	30,5	27,0	23,6	20,4	17,3
Valor reconhecido	75,1	72,5	70,1	67,7	65,4	63,2	61,1	59,0
(–) Amortização acumulada	(33,0)	(34,5)	(35,9)	(37,2)	(38,4)	(39,6)	(40,7)	(41,7)
Obrigações pré-assinatura de contrato	162,2	146,7	131,9	117,7	104,1	91,0	78,6	66,7
Custo histórico	289,4	279,6	270,2	261,0	252,2	243,7	235,5	227,5
(–) Amortização acumulada	(127,2)	(132,9)	(138,3)	(143,4)	(148,2)	(152,6)	(156,8)	(160,8)
PASSIVO + PL	**1.399,8**	**1.311,3**	**1.223,4**	**1.291,0**	**1.194,0**	**1.090,5**	**996,9**	**899,3**
Passivos	**290,9**	**259,9**	**279,7**	**320,2**	**271,9**	**241,7**	**215,5**	**186,8**
Contas a pagar e Outros passivos circulantes	47,7	49,0	49,7	74,6	50,8	50,9	52,9	52,8
Outorga variável a pagar	34,5	35,3	36,1	36,9	39,2	39,9	40,8	41,7
Empréstimos	200,0	167,5	186,4	200,6	174,4	144,1	115,7	87,0
Imposto diferido passivo	8,6	8,0	7,5	8,2	7,4	6,7	6,1	5,4
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio líquido	**1.108,9**	**1.051,4**	**943,7**	**970,8**	**922,1**	**848,8**	**781,4**	**712,6**
Capital social	566,4	547,2	528,7	510,8	493,6	476,9	460,7	445,2
Lucros/prejuízos acumulados	542,5	504,2	415,0	459,9	428,6	371,9	320,7	267,4

Valores em MM R$	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
ATIVO	**799,6**	**707,4**	**609,5**	**506,4**	**440,5**	**440,8**	**35,0**	**0,0**
Ativo circulante	**165,2**	**168,0**	**171,4**	**174,0**	**217,7**	**336,6**	**35,0**	**0,0**
Caixa e equivalentes	34,6	35,2	35,9	36,5	77,9	194,5	35,0	0,0
Ativos circulantes não-caixa	130,6	132,8	135,5	137,5	139,8	142,0	-	-
Ativo não circulante	**634,4**	**539,4**	**438,1**	**332,3**	**222,8**	**104,2**	**(0,0)**	**(0,0)**
Imposto diferido ativo	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo intangível	634,4	539,4	438,1	332,3	222,8	104,2	(0,0)	(0,0)
Ativos construídos	548,0	469,8	384,5	294,1	199,1	94,4	-	-
Custo histórico	1.566,5	1.547,7	1.524,7	1.499,4	1.474,9	1.451,3	1.421,9	1.373,8
(–) Amortização acumulada	(1.018,5)	(1.078,0)	(1.140,1)	(1.205,3)	(1.275,8)	(1.357,0)	(1.421,9)	(1.373,8)
Despesas financeiras ativadas	16,7	13,4	10,3	7,4	4,6	1,9	(0,0)	(0,0)
Custo histórico	59,6	57,6	55,7	53,8	52,0	50,2	48,5	46,9
(–) Amortização acumulada	(43,0)	(44,2)	(45,4)	(46,4)	(47,4)	(48,3)	(48,5)	(46,9)
Outorga fixa	14,4	11,6	8,9	6,4	3,9	1,6	(0,0)	(0,0)
Valor reconhecido	57,0	55,1	53,2	51,4	49,7	48,0	46,4	44,8
(–) Amortização acumulada	(42,7)	(43,5)	(44,3)	(45,1)	(45,8)	(46,4)	(46,4)	(44,8)
Obrigações pré-assinatura de contrato	55,4	44,6	34,3	24,5	15,2	6,3	(0,0)	(0,0)
Custo histórico	219,8	212,4	205,2	198,2	191,5	185,1	178,8	172,8
(–) Amortização acumulada	(164,4)	(167,8)	(170,9)	(173,7)	(176,4)	(178,7)	(178,8)	(172,8)
PASSIVO + PL	**799,6**	**707,4**	**609,5**	**506,4**	**440,5**	**440,8**	**35,0**	**(0,0)**
Passivos	**160,2**	**148,1**	**133,3**	**119,5**	**102,0**	**102,3**	**35,0**	**(0,0)**
Contas a pagar e Outros passivos circulantes	53,1	54,6	54,3	54,3	54,9	55,4	-	-
Outorga variável a pagar	42,4	43,1	44,0	44,7	45,4	46,1	35,0	-
Empréstimos	60,0	46,4	31,7	18,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Imposto diferido passivo	4,6	4,0	3,3	2,5	1,7	0,8	0,0	0,0
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio líquido	**639,5**	**559,3**	**476,2**	**386,9**	**338,5**	**338,5**	-	-
Capital social	430,1	415,6	401,5	386,9	338,5	338,5	-	-
Lucros/prejuízos acumulados	209,3	143,7	74,7	-	-	-	-	-

Fonte: Consórcio GCA

Demonstração do Fluxo de Caixa

Tabela I-3: Demonstração do Fluxo de Caixa

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT (Lucro operacional)	**(7,6)**	**97,6**	**155,1**	**154,5**	**159,2**	**169,8**	**183,3**	**195,6**
(–) Impostos sobre EBIT	-	(27,4)	(46,4)	(49,6)	(55,0)	(58,7)	(63,2)	(67,5)
Ajustes de caixa	(621,7)	30,0	77,2	(10,2)	(16,4)	55,2	57,6	57,4
(–) Receita de construção	(59,2)	(334,6)	(810,7)	(479,5)	(26,7)	(24,8)	(33,1)	(26,4)
(+) Custo de construção	57,8	326,3	790,5	467,5	26,1	24,2	32,3	25,7
(–) Pagamento de outorga fixa	(130,2)	-	-	-	-	-	-	-
(–) Pagamento de obrigações pré-contrato	(501,9)	-	-	-	-	-	-	-
(+) Amortização de outorga fixa	0,3	1,8	2,3	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7
(+) Amortização de ativos construídos	0,1	5,7	22,8	37,2	38,5	39,5	40,6	41,6
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	-	-	1,1	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	1,2	7,0	8,9	10,1	10,3	10,4	10,5	10,5
(+) Apuração (competência) de outorga variável	-	-	-	-	-	4,7	10,1	15,9
(-) Pagamento (caixa) de outorga variável	-	-	-	-	-	-	(4,5)	(9,7)
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	10,1	23,8	62,4	(50,6)	(69,7)	(4,0)	(3,4)	(5,4)
(–) Capex	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(24,2)	(32,3)	(25,7)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	**(687,1)**	**(226,0)**	**(604,6)**	**(372,8)**	**61,7**	**142,1**	**145,5**	**159,8**
(+) Captações de empréstimos	-	713,7	298,0	-	-	-	-	-
(–) Amortizações de empréstimos	-	-	-	(9,3)	(50,6)	(48,9)	(77,0)	(74,4)
(–) Juros pagos	-	-	-	(16,0)	(84,5)	(77,6)	(71,1)	(62,6)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	-	-	-	12,1	29,6	27,3	25,1	22,2
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	**(687,1)**	**487,6**	**(306,5)**	**(386,0)**	**(43,9)**	**42,8**	**22,4**	**45,0**
(+) Receitas financeiras sobre caixa	-	-	27,9	10,5	1,0	1,0	1,1	1,2
(–) Imposto sobre receitas financeiras	-	-	(9,1)	(4,0)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
(+) Aportes	687,1	-	-	219,7	44,8	-	-	-
(–) Devolução de capital integralizado	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Dividendos	-	-	-	-	-	(42,0)	(21,1)	(44,1)
(=) Variação de caixa no ano	-	**487,6**	**(287,8)**	**(159,9)**	**1,6**	**1,5**	**2,1**	**1,7**
Caixa no início de período	-	-	487,6	183,4	17,3	18,3	19,1	20,6
(–) Ajuste real sobre saldo de ano anterior	-	-	(16,5)	(6,2)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)
Caixa no fim de período	-	487,6	183,4	17,3	18,3	19,1	20,6	21,6

Valores em MM R$	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
EBIT (Lucro operacional)	**202,6**	**206,1**	**211,8**	**224,6**	**233,6**	**245,2**	**254,7**	**263,0**
(–) Impostos sobre EBIT	(69,8)	(69,4)	(73,1)	(77,5)	(80,5)	(84,4)	(87,0)	(90,6)
Ajustes de caixa	60,8	96,3	34,6	65,7	68,8	67,9	84,8	62,2
(–) Receita de construção	(28,8)	(240,1)	(27,9)	(26,3)	(35,5)	(33,9)	(121,5)	(33,0)
(+) Custo de construção	28,1	234,1	27,2	25,6	34,6	33,1	118,5	32,1
(–) Pagamento de outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Pagamento de obrigações pré-contrato	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Amortização de outorga fixa	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
(+) Amortização de ativos construídos	42,5	50,9	51,9	52,8	54,0	55,3	60,9	62,3
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	10,5	10,5	10,5	10,4	10,4	10,3	10,2	10,2
(+) Apuração (competência) de outorga variável	21,9	28,2	29,3	30,2	31,1	31,9	32,8	33,7
(-) Pagamento (caixa) de outorga variável	(15,3)	(21,1)	(27,2)	(28,3)	(29,2)	(30,0)	(30,9)	(31,7)
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(3,2)	28,4	(34,5)	(4,2)	(2,0)	(4,1)	9,3	(16,7)
(–) Capex	(28,1)	(234,1)	(27,2)	(25,6)	(34,6)	(33,1)	(118,5)	(32,1)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	**165,5**	**(1,1)**	**146,1**	**187,3**	**187,3**	**195,6**	**134,0**	**202,5**
(+) Captações de empréstimos	67,1	60,9	-	-	-	26,9	21,7	-
(–) Amortizações de empréstimos	(71,8)	(96,2)	(94,6)	(96,6)	(93,3)	(23,3)	(22,5)	(22,6)
(–) Juros pagos	(54,6)	(47,0)	(40,4)	(40,0)	(30,9)	(22,4)	(21,9)	(21,3)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	19,4	17,1	17,5	14,7	11,5	8,6	7,7	8,2
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	**125,6**	**(66,2)**	**28,6**	**65,4**	**74,6**	**185,4**	**119,1**	**166,9**
(+) Receitas financeiras sobre caixa	1,2	8,4	4,7	6,3	1,4	1,5	1,5	1,5
(–) Imposto sobre receitas financeiras	(0,4)	(3,1)	(1,7)	(2,3)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
(+) Aportes	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Devolução de capital integralizado	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Dividendos	-	-	-	(151,2)	(73,9)	(184,8)	(118,4)	(166,2)
(=) Variação de caixa no ano	**126,4**	**(60,9)**	**31,6**	**(81,9)**	**1,5**	**1,6**	**1,6**	**1,6**
Caixa no início de período	21,6	147,3	81,4	110,3	24,7	25,4	26,1	26,8
(–) Ajuste real sobre saldo de ano anterior	(0,7)	(5,0)	(2,8)	(3,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(0,9)
Caixa no fim de período	147,3	81,4	110,3	24,7	25,4	26,1	26,8	27,5

Fonte: Consórcio GCA

Tabela I-3: Demonstração do Fluxo de Caixa (continuado)

Valores em MM R$	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
EBIT (Lucro operacional)	**273,0**	**282,9**	**290,2**	**292,8**	**324,8**	**334,1**	**343,3**	**352,4**
(–) Impostos sobre EBIT	(94,0)	(97,3)	(99,9)	(99,6)	(111,8)	(115,0)	(118,1)	(121,2)
Ajustes de caixa	75,1	77,9	78,6	112,8	67,0	94,4	98,0	98,1
(–) Receita de construção	(25,6)	(31,0)	(29,8)	(192,3)	(29,3)	(26,3)	(34,3)	(29,3)
(+) Custo de construção	25,0	30,3	29,1	187,5	28,5	25,6	33,5	28,5
(–) Pagamento de outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Pagamento de obrigações pré-contrato	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Amortização de outorga fixa	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4
(+) Amortização de ativos construídos	63,2	64,6	66,0	79,9	81,4	82,7	85,2	87,4
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	2,7	2,7	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	10,1	10,0	9,9	9,8	9,6	9,5	9,4	9,2
(+) Apuração (competência) de outorga variável	34,5	35,3	36,1	36,9	39,2	39,9	40,8	41,7
(-) Pagamento (caixa) de outorga variável	(32,5)	(33,4)	(34,1)	(34,9)	(35,6)	(37,8)	(38,6)	(39,5)
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(4,9)	(3,1)	(3,7)	20,4	(32,2)	(4,6)	(3,2)	(5,2)
(–) Capex	(25,0)	(30,3)	(29,1)	(187,5)	(28,5)	(25,6)	(33,5)	(28,5)
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	**229,0**	**233,2**	**239,8**	**118,5**	**251,5**	**287,8**	**289,7**	**300,7**
(+) Captações de empréstimos	-	-	50,5	45,5	-	-	-	-
(–) Amortizações de empréstimos	(26,7)	(25,8)	(26,0)	(25,1)	(19,3)	(24,4)	(23,6)	(24,8)
(–) Juros pagos	(18,8)	(16,0)	(13,4)	(15,0)	(16,3)	(14,2)	(11,8)	(9,5)
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	7,4	6,5	5,6	4,9	6,7	6,0	5,1	4,4
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	**191,0**	**197,9**	**256,6**	**128,9**	**222,5**	**255,2**	**259,5**	**270,8**
(+) Receitas financeiras sobre caixa	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
(–) Imposto sobre receitas financeiras	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,9)
(+) Aportes	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Devolução de capital integralizado	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Dividendos	(190,3)	(197,2)	(255,9)	(128,2)	(220,6)	(254,5)	(258,7)	(270,0)
(=) Variação de caixa no ano	**1,6**	**1,6**	**1,6**	**1,6**	**2,9**	**1,7**	**1,8**	**1,8**
Caixa no início de período	27,5	28,2	28,8	29,5	30,1	32,0	32,6	33,4
(–) Ajuste real sobre saldo de ano anterior	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
Caixa no fim de período	28,2	28,8	29,5	30,1	32,0	32,6	33,4	34,1

Valores em MM R$	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
EBIT (Lucro operacional)	**358,5**	**365,9**	**374,6**	**379,2**	**381,8**	**380,2**	**275,1**	-
(–) Impostos sobre EBIT	(123,3)	(125,8)	(128,8)	(130,4)	(131,4)	(130,9)	(94,9)	-
Ajustes de caixa	100,9	105,8	108,3	113,9	121,7	134,3	194,0	(33,8)
(–) Receita de construção	(26,3)	(34,3)	(29,3)	(26,3)	(26,3)	(26,3)	(19,6)	-
(+) Custo de construção	25,6	33,4	28,5	25,6	25,6	25,6	19,2	-
(–) Pagamento de outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Pagamento de obrigações pré-contrato	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Amortização de outorga fixa	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	1,6	-
(+) Amortização de ativos construídos	89,7	93,9	98,6	103,7	111,3	124,3	110,8	-
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	1,8	-
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	9,1	8,9	8,8	8,6	8,5	8,3	6,1	-
(+) Apuração (competência) de outorga variável	42,4	43,1	44,0	44,7	45,4	46,1	35,0	-
(-) Pagamento (caixa) de outorga variável	(40,3)	(41,0)	(41,7)	(42,5)	(43,2)	(43,9)	(44,6)	(33,8)
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(4,4)	(3,3)	(5,7)	(4,8)	(4,5)	(4,6)	83,7	-
(–) Capex	(25,6)	(33,4)	(28,5)	(25,6)	(25,6)	(25,6)	(19,2)	-
(=) Fluxo de caixa livre para a firma	**310,4**	**312,5**	**325,5**	**337,0**	**346,5**	**357,9**	**355,0**	**(33,8)**
(+) Captações de empréstimos	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Amortizações de empréstimos	(24,0)	(11,6)	(13,1)	(12,6)	(17,4)	-	-	-
(–) Juros pagos	(7,2)	(5,0)	(3,8)	(2,6)	(1,5)	-	-	-
(+) Benefício da dívida sobre juros incorridos	3,7	3,2	3,2	5,0	(1,6)	-	-	-
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	**283,0**	**299,1**	**311,8**	**326,7**	**326,0**	**357,9**	**355,0**	**(33,8)**
(+) Receitas financeiras sobre caixa	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	4,5	8,3	-
(–) Imposto sobre receitas financeiras	(1,0)	(1,3)	(1,7)	(3,9)	2,3	(0,7)	(2,2)	-
(+) Aportes	-	-	-	-	-	-	-	-
(–) Devolução de capital integralizado	-	-	-	(1,1)	(35,3)	-	(327,0)	-
(–) Dividendos	(282,2)	(298,1)	(310,2)	(322,0)	(252,4)	(242,5)	(187,1)	-
(=) Variação de caixa no ano	**1,7**	**1,8**	**1,9**	**1,8**	**42,7**	**119,3**	**(153,0)**	**(33,8)**
Caixa no início de período	34,1	34,6	35,2	35,9	36,5	77,9	194,5	35,0
(–) Ajuste real sobre saldo de ano anterior	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(2,6)	(6,6)	(1,2)
Caixa no fim de período	34,6	35,2	35,9	36,5	77,9	194,5	35,0	0,0

Fonte: Consórcio GCA

Demonstrativo de Usos e Fontes

Tabela I-4: Demonstrativo de Usos e Fontes

Valores em MM R$	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
(+) Fontes	**689,8**	**813,9**	**790,5**	**492,8**	**162,8**	**194,2**	**208,0**	**218,2**
Operação	2,7	100,2	176,8	102,8	117,0	193,2	206,9	217,0
Aporte	687,1	-	-	219,7	44,8	-	-	-
Captação de dívida	-	713,7	298,0	-	-	-	-	-
Redução de caixa e rec. financeira	-	-	315,7	170,4	1,0	1,0	1,1	1,2
(–) Usos	**(689,8)**	**(813,9)**	**(790,5)**	**(492,8)**	**(162,8)**	**(194,2)**	**(208,0)**	**(218,2)**
Capex	(57,8)	(326,3)	(790,5)	(467,5)	(26,1)	(24,2)	(32,3)	(25,7)
Dividendo / Devolução capital	-	-	-	-	-	(42,0)	(21,1)	(44,1)
Serviço da dívida	-	-	-	(25,3)	(135,1)	(126,5)	(148,1)	(136,9)
Aumento de caixa	-	(487,6)	-	-	(1,6)	(1,5)	(2,1)	(1,7)
Outorga fixa	(130,2)	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de outorga variável (caixa)	-	-	-	-	-	-	(4,5)	(9,7)
Obrigações iniciais	(501,9)	-	-	-	-	-	-	-
Auxiliar:								
(=) Operação	2,7	100,2	176,8	102,8	117,0	193,2	206,9	217,0
(+) EBIT (Lucro operacional)	(7,6)	97,6	155,1	154,5	159,2	169,8	183,3	195,6
(–) Receita de construção	(59,2)	(334,6)	(810,7)	(479,5)	(26,7)	(24,8)	(33,1)	(26,4)
(+) Custo de construção	57,8	326,3	790,5	467,5	26,1	24,2	32,3	25,7
(+) Amortização de outorga fixa	0,3	1,8	2,3	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7
(+) Amortização de ativos construídos	0,1	5,7	22,8	37,2	38,5	39,5	40,6	41,6
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	-	-	1,1	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	1,2	7,0	8,9	10,1	10,3	10,4	10,5	10,5
(+) Outorga variável	-	-	-	-	-	4,7	10,1	15,9
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	10,1	23,8	62,4	(50,6)	(69,7)	(4,0)	(3,4)	(5,4)
(–) Impostos pagos	-	(27,4)	(55,5)	(41,5)	(25,8)	(31,8)	(38,5)	(45,7)

Valores em MM R$	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
(+) Fontes	**296,2**	**398,4**	**221,0**	**341,7**	**263,5**	**295,1**	**313,7**	**275,5**
Operação	227,9	268,2	216,4	253,5	262,1	266,7	290,5	274,0
Aporte	-	-	-	-	-	-	-	-
Captação de dívida	67,1	60,9	-	-	-	26,9	21,7	-
Redução de caixa e rec. financeira	1,2	69,3	4,7	88,2	1,4	1,5	1,5	1,5
(–) Usos	**(296,2)**	**(398,4)**	**(221,0)**	**(341,7)**	**(263,5)**	**(295,1)**	**(313,7)**	**(275,5)**
Capex	(28,1)	(234,1)	(27,2)	(25,6)	(34,6)	(33,1)	(118,5)	(32,1)
Dividendo / Devolução capital	-	-	-	(151,2)	(73,9)	(184,8)	(118,4)	(166,2)
Serviço da dívida	(126,4)	(143,2)	(135,0)	(136,6)	(124,2)	(45,7)	(44,5)	(43,9)
Aumento de caixa	(126,4)	-	(31,6)	-	(1,5)	(1,6)	(1,6)	(1,6)
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de outorga variável (caixa)	(15,3)	(21,1)	(27,2)	(28,3)	(29,2)	(30,0)	(30,9)	(31,7)
Obrigações iniciais	-	-	-	-	-	-	-	-
Auxiliar:								
(=) Operação	227,9	268,2	216,4	253,5	262,1	266,7	290,5	274,0
(+) EBIT (Lucro operacional)	202,6	206,1	211,8	224,6	233,6	245,2	254,7	263,0
(–) Receita de construção	(28,8)	(240,1)	(27,9)	(26,3)	(35,5)	(33,9)	(121,5)	(33,0)
(+) Custo de construção	28,1	234,1	27,2	25,6	34,6	33,1	118,5	32,1
(+) Amortização de outorga fixa	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
(+) Amortização de ativos construídos	42,5	50,9	51,9	52,8	54,0	55,3	60,9	62,3
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	10,5	10,5	10,5	10,4	10,4	10,3	10,2	10,2
(+) Outorga variável	21,9	28,2	29,3	30,2	31,1	31,9	32,8	33,7
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(3,2)	28,4	(34,5)	(4,2)	(2,0)	(4,1)	9,3	(16,7)
(–) Impostos pagos	(50,8)	(55,3)	(57,3)	(65,1)	(69,5)	(76,4)	(79,9)	(82,9)

Fonte: Consórcio GCA

Tabela I-4: Demonstrativo de Usos e Fontes (continuado)

Valores em MM R$	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
(+) Fontes	**294,9**	**304,2**	**360,1**	**392,2**	**323,3**	**358,3**	**368,0**	**374,1**
Operação	293,3	302,6	308,0	345,0	321,6	356,5	366,1	372,2
Aporte	-	-	-	-	-	-	-	-
Captação de dívida	-	-	50,5	45,5	-	-	-	-
Redução de caixa e rec. financeira	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
(–) Usos	**(294,9)**	**(304,2)**	**(360,1)**	**(392,2)**	**(323,3)**	**(358,3)**	**(368,0)**	**(374,1)**
Capex	(25,0)	(30,3)	(29,1)	(187,5)	(28,5)	(25,6)	(33,5)	(28,5)
Dividendo / Devolução capital	(190,3)	(197,2)	(255,9)	(128,2)	(220,6)	(254,5)	(258,7)	(270,0)
Serviço da dívida	(45,4)	(41,8)	(39,4)	(40,0)	(35,6)	(38,6)	(35,3)	(34,3)
Aumento de caixa	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(2,9)	(1,7)	(1,8)	(1,8)
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de outorga variável (caixa)	(32,5)	(33,4)	(34,1)	(34,9)	(35,6)	(37,8)	(38,6)	(39,5)
Obrigações iniciais	-	-	-	-	-	-	-	-
Auxiliar:								
(=) Operação	293,3	302,6	308,0	345,0	321,6	356,5	366,1	372,2
(+) EBIT (Lucro operacional)	273,0	282,9	290,2	292,8	324,8	334,1	343,3	352,4
(–) Receita de construção	(25,6)	(31,0)	(29,8)	(192,3)	(29,3)	(26,3)	(34,3)	(29,3)
(+) Custo de construção	25,0	30,3	29,1	187,5	28,5	25,6	33,5	28,5
(+) Amortização de outorga fixa	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4
(+) Amortização de ativos construídos	63,2	64,6	66,0	79,9	81,4	82,7	85,2	87,4
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas	2,7	2,7	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	10,1	10,0	9,9	9,8	9,6	9,5	9,4	9,2
(+) Outorga variável	34,5	35,3	36,1	36,9	39,2	39,9	40,8	41,7
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(4,9)	(3,1)	(3,7)	20,4	(32,2)	(4,6)	(3,2)	(5,2)
(–) Impostos pagos	(87,3)	(91,5)	(95,0)	(95,4)	(105,9)	(109,8)	(113,8)	(117,7)

Valores em MM R$	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
(+) Fontes	**381,0**	**390,8**	**399,3**	**408,3**	**418,0**	**431,2**	**577,8**	**33,8**
Operação	379,0	388,8	397,3	406,2	416,0	426,8	416,5	-
Aporte	-	-	-	-	-	-	-	-
Captação de dívida	-	-	-	-	-	-	-	-
Redução de caixa e rec. financeira	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	4,5	161,3	33,8
(–) Usos	**(381,0)**	**(390,8)**	**(399,3)**	**(408,3)**	**(418,0)**	**(431,2)**	**(577,8)**	**(33,8)**
Capex	(25,6)	(33,4)	(28,5)	(25,6)	(25,6)	(25,6)	(19,2)	-
Dividendo / Devolução capital	(282,2)	(298,1)	(310,2)	(323,1)	(287,7)	(242,5)	(514,1)	-
Serviço da dívida	(31,1)	(16,6)	(16,9)	(15,3)	(18,9)	-	-	-
Aumento de caixa	(1,7)	(1,8)	(1,9)	(1,8)	(42,7)	(119,3)	-	-
Outorga fixa	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de outorga variável (caixa)	(40,3)	(41,0)	(41,7)	(42,5)	(43,2)	(43,9)	(44,6)	(33,8)
Obrigações iniciais	-	-	-	-	-	-	-	-
Auxiliar:								
(=) Operação	379,0	388,8	397,3	406,2	416,0	426,8	416,5	-
(+) EBIT (Lucro operacional)	358,5	365,9	374,6	379,2	381,8	380,2	275,1	-
(–) Receita de construção	(26,3)	(34,3)	(29,3)	(26,3)	(26,3)	(26,3)	(19,6)	-
(+) Custo de construção	25,6	33,4	28,5	25,6	25,6	25,6	19,2	-
(+) Amortização de outorga fixa	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	1,6	-
(+) Amortização de ativos construídos	89,7	93,9	98,6	103,7	111,3	124,3	110,8	-
(+) Amortização de despesas financeiras ativadas								
(+) Amortização de obrigações pré-contrato	9,1	8,9	8,8	8,6	8,5	8,3	6,1	-
(+) Outorga variável	42,4	43,1	44,0	44,7	45,4	46,1	35,0	-
(–/+) (Aumento) Redução de capital de giro	(4,4)	(3,3)	(5,7)	(4,8)	(4,5)	(4,6)	83,7	-
(–) Impostos pagos	(120,6)	(123,9)	(127,3)	(129,4)	(130,7)	(131,6)	(97,1)	-

Fonte: Consórcio GCA

II. ANEXO II: AJUSTES INERENTES À MODELAGEM EM TERMOS REAIS

Por orientação da SAC/MI, a modelagem econômico-financeira foi desenvolvida e apresentada em termos reais. A modelagem em termos reais apresenta benefícios em relação ao modelo em termos nominais – notadamente:

- **A facilidade de interpretação de variações em receitas, despesas e fluxos de caixas**, já que as projeções estão sempre depuradas dos impactos de inflação[68];
- **Uma aparente simplificação do esforço de modelagem**, uma vez que os reajustes por inflação são implícitos nas projeções a valores constantes. Desta forma, o modelo não requer a correção de grandezas mediante índices de inflação; facilidade que é particularmente percebida nas projeções de receitas e custos, que frequentemente são reajustadas por inflação por força de contrato, ou que indiretamente acompanham os índices gerais de preços em negociações a mercado.

Justamente pela aparente simplificação, a modelagem em termos reais exige atenção para não incorrer em inconsistências. Modelagens menos atentas poderão implicitamente supor que todas as grandezas se reajustam por inflação. Contudo, na prática, diversos fluxos contábeis e financeiros dependem de grandezas registradas a valores históricos, que não sofrem atualização por inflação com o passar dos anos. A modelagem que não enxergar este ponto incorrerá em falhas que impactam a valoração do projeto, tanto para a ótica da firma quanto a do acionista.

Um exemplo ajuda a evidenciar a inconsistência. Suponha-se um projeto que inicia com R$100 de caixa ao final do Ano 0, e termine o Ano 1 sem gerar ou consumir caixa; supondo ainda que a inflação no Ano 1 foi de 10%. Uma modelagem menos atenta poderia sugerir que o caixa ao final do Ano 1 fosse de R$100 em termos reais (R$100 iniciais + R$0 de variação). Porém, a representação de R$100 em valores constantes ao final do Ano 1 corresponderia na verdade a R$110 em valores correntes – o que é incongruente visto que não houve geração de caixa no Ano 1. A incongruência decorre de não considerar a perda de valor real do caixa do Ano 0 para o Ano 1 (a correta modelagem em termos reais deveria indicar que o caixa ao final do Ano 1 seria de R$90,91 com duas casas decimais).

Para a modelagem em termos reais ser fidedigna à realidade, é necessário promover ajustes para reproduzir a forma de atualização de cada grandeza no tempo[69]. Os ajustes promovidos na presente modelagem podem ser classificados em três tipos:

1. Ajuste do valor real para saldos que não são automaticamente corrigidos por inflação: aplicados às contas do balanço patrimonial (como o Caixa, entre outros) ou de saldos registrados extracontabilmente a valor histórico (como créditos de PIS/COFINS);
2. Cálculo adequado de fluxos de amortizações que são baseados em custos históricos: aplicados à amortização de ativos intangíveis e também à amortização de empréstimos;
3. Consideração adequada de juros ativos e passivos: aplicado no cálculo de receitas financeiras e despesas financeiras.

[68] Note-se que R$1,00 corrigido por inflação de 4% a.a. ao longo de 30 anos resultaria em R$3,24; ou seja, multiplica-se por um fator de 3,24 vezes. A projeção em termos nominais incorporaria as variações de inflação às projeções, tornando menos intuitiva a interpretação de grandezas.

[69] A necessidade de ajustes em modelos em termos reais é discutida por exemplo em Velez-Pareja, Ignacio, "Project Evaluation in an Inflationary Environment", Cuadernos de Administracion, Vol. 14, No. 23, pp. 107-130, (Junho 2001). e Tham, Joseph and Velez-Pareja, Ignacio, "Modeling the Impacts of Inflation in Investment Appraisal" (Dezembro 2001).

A Tabela II-1 a seguir detalha as grandezas que mereceram ajustes para adequada projeção em termos reais, detalhando – (i) a grandeza envolvida, (ii) o tratamento que é usualmente dispensado à grandeza na modelagem simplificada em termos reais; (iii) as imprecisões que tais tratamentos podem gerar; e finalmente (iv) o ajuste que foi contemplado no presente estudo.

Após os ajustes, todas as grandezas apresentadas em valores constantes – em todos os anos da projeção e em todos demonstrativos financeiros (incluindo o balanço patrimonial) – passam a ser uma fiel representação do valor esperado para esta respectiva grandeza. Dito de outra forma: apenas com o ajuste é possível converter entre os valores constantes e valores correntes aplicando-se a taxa de correção por inflação[70].

A consideração dos ajustes abaixo elencados proporciona uma representação fidedigna da realidade esperada para a concessão, e permite apurar a viabilidade do empreendimento com base em valores corretos.

Tabela II-1: Justificativa e detalhamento de ajustes à modelagem em termos reais

Grandeza	Tratamento usual adotado em modelo simplificado em termos reais	Inconsistência decorrente do tratamento usual	Tratamento adequado (adotado na presente modelagem econômico-financeira)
Créditos tributários (Créditos de PIS/COFINS e Prejuízos acumulados)	Supõe-se que o saldo de créditos tributários ao final de um período atualiza-se por inflação nos anos seguintes (transportando saldos de um ano ao seguinte sem considerar a perda de valor real do saldo) Considera o aproveitamento de créditos (indevidamente inflados por atualização) em anos subsequentes	Superestima o aproveitamento de créditos tributários (créditos de PIS/COFINS ou prejuízos acumulados) para compensar lucros futuros Como consequência: **superestima o valor do projeto para a firma e para o acionista**	[Ajuste tipo 1] Consideração explicita da perda de valor real do saldo de créditos tributários remanescentes ao final de cada ano
Capital social	Considera a reprodução do mesmo valor numérico observado em um ano para anos subsequentes (implicitamente assumindo que o capital social espontaneamente crescesse à taxa de inflação)	Não detecção da necessidade de integralização de valores adicionais para cobrir exigência de capital social mínimo (por orientação da SAC/MI, o capital social mínimo será ajustado por inflação ao longo da concessão) Como consequência: subestima a necessidade de aportes; **superestima o valor da concessão para o acionista** e **não garante o cumprimento de obrigação de capital social mínimo**	[Ajuste tipo 1] Consideração explicita da perda de valor real do capital social integralizado, de modo que a atualização do capital social mínima demanda integralização de valores adicionais a cada ano

[70] O mesmo não pode ser dito para modelos sem tais ajustes. Considere-se o modelo que não incorpora a perda de valor real aos saldos remanescentes de caixa: nesta modelagem o valor do caixa em termos constantes estaria equivocadamente igual ao valor do caixa em termos correntes, denotando uma inconsistência na modelagem.

Grandeza	Tratamento usual adotado em modelo simplificado em termos reais	Inconsistência decorrente do tratamento usual	Tratamento adequado (adotado na presente modelagem econômico-financeira)
Outras contas do balanço patrimonial (caixa, contas que compõem capital de giro, lucros acumulados)	Tal como capital social, considera a reprodução do mesmo valor numérico observado em um ano para anos subsequentes (implicitamente assumindo que grandezas espontaneamente crescessem à taxa de inflação)	**Distorção de indicadores para avaliação do projeto** Para capital de giro: não reconhece necessidade de investir o equivalente à perda de valor real do capital de giro de um ano para o seguinte; **superestima valor para firma e para o acionista** Para caixa: distorce a visão sobre disponibilidade de recursos para aplicação em diferentes usos; Para lucros: distorce a visão sobre disponibilidade de lucros para distribuição de dividendos	[Ajuste tipo 1] Consideração explicita da perda de valor real ao longo dos anos
Amortização de intangível	Supõe que a amortização linear produziria parcelas com mesmo valor numérico em termos constantes ao longo do período de amortização	Supõe incorretamente que a soma em termos nominais dos valores depreciados (dedutíveis de imposto de renda) superaria o valor do custo histórico do ativo. Como consequência: subestima-se a incidência de IR, e **superestima-se o valor do projeto para a firma e para o acionista**	[Ajuste tipo 2] Por orientação da SAC/MI, modelo considera a projeção dos fluxos de depreciação em termos nominais, para posteriormente deflacioná-los para termos reais
Amortização de empréstimo	Supõe que a amortização em sistema SAC produziria parcelas com mesmo valor numérico em termos constantes ao longo do período de amortização	Implicitamente corresponderia a supor parcelas de principal com valor crescente (uma vez que o mesmo valor numérico em termos reais representará um valor crescente em termos nominais) Como consequência, tem-se uma **representação equivocada dos fluxos de empréstimo, prejudicando a avaliação da financiabilidade e do fluxo de caixa para o acionista**	[Ajuste tipo 2] Tal como na avaliação de amortização de intangível, procedeu-se inicialmente à projeção de fluxos em termos nominais, para posteriormente deflacioná-los para termos reais

Grandeza	Tratamento usual adotado em modelo simplificado em termos reais	Inconsistência decorrente do tratamento usual	Tratamento adequado (adotado na presente modelagem econômico-financeira)
Receita financeira	Supõe-se implicitamente que caixa atualiza por inflação de um ano para o outro (omitindo a perda de valor real do saldo de caixa) Aplicação de taxa de juros real sobre o caixa inflacionado (na tentativa de compensar o primeiro passo)	Subestima a receita financeira reconhecida como resultado do exercício (visto que inflação foi implicitamente incorporada ao Caixa, sem transitar pelo DRE) Como consequência: subestima o pagamento de impostos, e **superestima o valor do projeto para o acionista**	[Ajuste tipo 3] (Tendo considerado explicitamente a perda de valor real do caixa de um ano para o outro) Aplicação de taxas de juros nominais sobre o saldo não inflacionado de caixa, e subsequente deflação dos fluxos
Despesa financeira	Supõe-se que o saldo de empréstimos atualiza por inflação de um ano para o outro (omitindo a perda de valor real do saldo do principal da dívida) Aplicação de taxa de juros real sobre o saldo inflacionado (na tentativa de compensar o primeiro passo)	Subestima a despesa financeira reconhecida no resultado do exercício (visto que inflação foi implicitamente incorporada ao principal, cuja amortização não transita pela DRE) Como consequência: superestima o pagamento de impostos, e **subestima o valor do projeto para o acionista**	[Ajuste tipo 3] (Tendo considerado explicitamente a perda de valor real do saldo de empréstimo de um ano para o outro) Aplicação de taxas de juros nominais sobre o saldo ajustado, e subsequente deflação dos fluxos

III. ANEXO III: METODOLOGIA PARA ESTIMATIVA DE IMPACTO SOCIOECONÔMICO DA CONCESSÃO

A demanda por produtos de um determinado setor acarretará na demanda por produtos de outros setores da economia, tanto pela compra de insumos como pela remuneração aos funcionários, que gerará mais consumo ou investimentos num efeito multiplicador.

A demanda por produção por sua vez estará associada impactos socioeconômicos, tais como a geração de riqueza, a arrecadação de impostos e geração de empregos.

A presente análise quantifica os impactos socioeconômicos associados à concessão.

Metodologia de estimativa dos impactos em valor adicionado

Os impactos econômicos são qualificáveis em:

- Diretos: resultantes das obras de implantação e operação do projeto;
- Indiretos: decorrentes da produção de bens e serviços empregados nas obras de implantação e operação do projeto; e
- Induzidos (efeito renda): associados à produção de bens e serviços demandados em função da renda gerada pela implantação e operação do projeto.

A fim de quantificar os desdobramentos intersetoriais, utilizou-se o modelo de Insumo-Produto proposto pelo economista Wassily Leontief. Esse modelo aborda o encadeamento entre os diversos setores da economia e permite avaliar o impacto do aumento de demanda em determinado setor sobre o nível de produção dos demais setores e atividades.

Operacionalmente, o modelo prevê que a produção de um setor i, x_i, é destinada à demanda intersetorial (i.e.: utilização como insumo no setor j, segundo quantidade x_{ij}) e à demanda final[71], d_i.

$$x_i = \sum_j x_{ij} + d_i$$

Ademais, presume-se que a relação entre insumos consumidos no setor j, x_{ij}, e a produção total do setor j, x_j, é constante e ilustrada pelo coeficiente técnico de produção, a_{ij}, conforme abaixo:

$$x_{ij} = a_{ij} \cdot x_j$$

Considerando todos os setores conjuntamente, as relações expostas tomam a forma de uma equação matricial.

$$x = A \cdot x + d$$

[71] A demanda final deve ser interpretada como a demanda agregada, composta de consumo, gastos governamentais, investimentos, e exportação, ou seja: $d_i = C_i + G_i + I_i + X_i$.

Onde x é o vetor coluna contendo a produção de todos os setores, d é o vetor coluna da demanda final de todos os setores, e $A = [a_{ij}]$ é a matriz[72] de coeficientes técnicos. A equação pode ser rearranjada para se obter a produção x em função da demanda d:

$$x = [I - A]^{-1} \cdot d$$

A matriz $[I - A]^{-1}$, denominada *Matriz de Leontief*, relaciona valor da produção dos diversos setores e o vetor de demanda final[73]. A Matriz de Leontief para a economia brasileira é disponibilizada pelo IBGE[74]. A metodologia adotada considera a desagregação em 12 setores (Tabela III-1).

Tabela III-1: Matriz de Leontief de impacto intersetorial para economia brasileira

Descrição da atividade	Cod.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Agropecuária	01	1,136	0,031	0,145	0,016	0,041	0,013	0,040	0,015	0,010	0,002	0,031	0,014
Indústria extrativa mineral	02	0,030	1,079	0,085	0,051	0,033	0,008	0,022	0,009	0,006	0,002	0,016	0,008
Indústria de transformação	03	0,431	0,312	1,583	0,156	0,414	0,130	0,397	0,150	0,095	0,024	0,266	0,128
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	04	0,028	0,074	0,069	1,296	0,024	0,031	0,041	0,033	0,016	0,003	0,043	0,030
Construção	05	0,002	0,017	0,004	0,002	1,022	0,002	0,002	0,008	0,008	0,024	0,008	0,027
Comércio	06	0,067	0,049	0,089	0,027	0,078	1,036	0,064	0,029	0,021	0,005	0,052	0,026
Transporte, armazenagem e correio	07	0,050	0,140	0,081	0,040	0,040	0,059	1,118	0,041	0,022	0,004	0,043	0,022
Serviços de informação	08	0,016	0,063	0,035	0,031	0,015	0,027	0,031	1,211	0,062	0,004	0,081	0,067
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar	09	0,029	0,039	0,046	0,029	0,024	0,029	0,040	0,040	1,137	0,005	0,023	0,086
Atividades imobiliárias e aluguel	10	0,006	0,013	0,012	0,007	0,006	0,025	0,010	0,032	0,010	1,004	0,015	0,020
Outros serviços	11	0,026	0,094	0,062	0,076	0,040	0,075	0,092	0,128	0,097	0,013	1,085	0,094
Administração, saúde e educação públicas	12	0,002	0,006	0,005	0,008	0,002	0,003	0,005	0,004	0,003	0,000	0,004	1,003

Fonte: IBGE

O modelo proposto permite que sejam calculados os efeitos diretos e indiretos decorrentes dos dispêndios, e é denominado Modelo Aberto de Leontief. Todavia o modelo não considera o efeito renda decorrente do aumento do consumo das famílias e seus desdobramentos, o que permitiria o cálculo dos efeitos induzidos dos investimentos.

O efeito renda pode ser incorporado ao Modelo Aberto de Leontief adicionando uma coluna com a relação intersetorial do consumo das famílias – isto é, o que uma variação endógena do consumo das

[72] A matriz é quadrada, com tantas colunas e linhas quanto há setores.
[73] É possível considerar a seguinte interpretação: uma variação exógena da demanda final acarreta uma variação do nível de produção de todos os setores, devido à demanda intersetorial por insumos.
[74] IBGE, 2008 – Contas Nacionais, número 23, Matriz de Insumo-Produto Brasil 2000/2005, disponível em http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/matrizinsumo_produto/publicacao.pdf

famílias ocasionaria em aumento da produção de um dado setor – e uma linha representando o efeito renda de cada um dos setores considerados.

O modelo resultante final é chamado de Modelo Fechado de Leontief, e permitiria o cálculo dos desdobramentos induzidos dos investimentos realizados. Os parâmetros devem ser baseados no perfil do consumo das famílias e no valor de salários gerados em cada setor, divulgados pelo IBGE.

A nova matriz dos coeficientes técnicos considerando-se o efeito renda ($\bar{A}$), seguindo a metodologia apresentada, pode ser representada pela matriz: $\bar{A} = \begin{bmatrix} A & H_c \\ H_r & 0 \end{bmatrix}$:

Onde H_c é o vetor consumo das famílias e H_r é o vetor renda.

Operacionalmente o vetor oferta estará relacionado com o vetor demanda da mesma forma que no modelo aberto, sendo $x = [I - \bar{A}]^{-1} \cdot d$, onde a Matriz $[I - \bar{A}]^{-1}$ é a Matriz de Leontief para o modelo fechado (Tabela III-2).

Tabela III-2: Matriz de Leontief - Modelo fechado

Descrição da atividade	#	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	CF
Agropecuária	01	1,172	0,056	0,177	0,039	0,070	0,052	0,077	0,046	0,045	0,010	0,078	0,077	0,121
Indústria extrativa mineral	02	0,045	1,089	0,097	0,060	0,044	0,023	0,037	0,021	0,019	0,005	0,034	0,033	0,047
Indústria de transformação	03	0,675	0,475	1,796	0,312	0,606	0,387	0,647	0,352	0,327	0,075	0,579	0,550	0,813
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	04	0,061	0,096	0,098	1,317	0,050	0,066	0,075	0,061	0,047	0,010	0,085	0,087	0,110
Construção	05	0,005	0,019	0,007	0,004	1,025	0,006	0,006	0,010	0,012	0,024	0,013	0,033	0,012
Comércio	06	0,142	0,099	0,154	0,075	0,137	1,114	0,141	0,091	0,092	0,020	0,148	0,155	0,248
Transporte, armazenagem e correio	07	0,094	0,168	0,118	0,067	0,075	0,105	1,162	0,077	0,064	0,013	0,099	0,097	0,144
Serviços de informação	08	0,050	0,085	0,064	0,053	0,042	0,063	0,066	1,239	0,095	0,011	0,124	0,125	0,113
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar	09	0,081	0,074	0,091	0,062	0,065	0,084	0,093	0,083	1,187	0,016	0,089	0,176	0,173
Atividades imobiliárias e aluguel	10	0,065	0,053	0,064	0,045	0,052	0,087	0,070	0,080	0,066	1,016	0,090	0,122	0,196
Outros serviços	11	0,142	0,171	0,163	0,149	0,131	0,196	0,210	0,224	0,207	0,037	1,233	0,294	0,384
Administração, saúde e educação públicas	12	0,007	0,008	0,008	0,010	0,006	0,008	0,009	0,008	0,007	0,001	0,009	1,010	0,014
Renda	13	0,413	0,276	0,361	0,264	0,326	0,435	0,425	0,342	0,394	0,086	0,531	0,716	1,377

Fonte: IBGE

O resultado extraído da Matriz de Leontief, contudo, não deve ser contabilizado inteiramente no PIB, uma vez que inclui o valor dos insumos nacionais e importados, além dos impostos indiretos. A contribuição ao PIB, decorrente do acréscimo de produção, pode ser estimada através da relação entre Valor da Produção e Valor Adicionado Bruto[75] para cada setor (Tabela III-3).

[75] Fonte: IBGE.

Tabela III-3: Valor adicionado bruto como proporção do valor da produção[76]

Setor	Valor Adicionado Bruto / Valor da Produção
Agropecuária	54%
Indústria extrativa mineral	42%
Indústria de transformação	25%
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	53%
Construção	54%
Comércio	70%
Transporte, armazenagem e correio	51%
Serviços de informação	52%
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar	65%
Atividades imobiliárias e aluguel	94%
Outros serviços	57%
Administração, saúde e educação públicas	64%

Fonte: IBGE

Metodologia de estimativa da geração de empregos

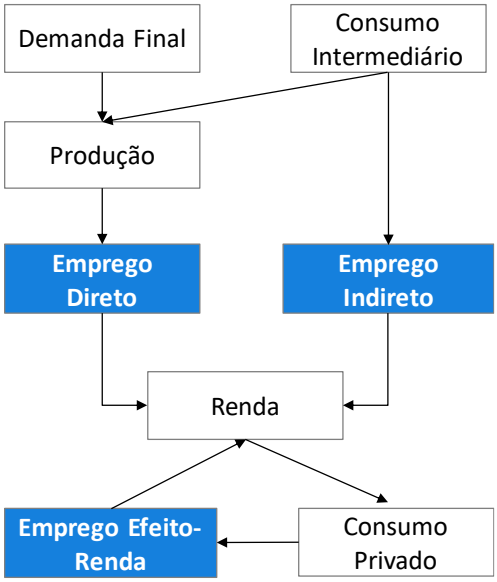
Para estimar a quantidade de empregos gerados pelo empreendimento utilizou-se a metodologia publicada pelo BNDES[77].

Entende-se que o emprego gerado por cada setor está linearmente correlacionado à produção, o que traduz num "coeficiente de emprego", definido como a relação entre o número de trabalhadores e a produção de cada setor.

No item anterior explicou-se a metodologia para calcular o valor adicionado à produção para um dado setor, em seus efeitos diretos, indiretos e induzidos. Aplicando este valor adicionado ao coeficiente de emprego estima-se a quantidade de empregos gerado pelo empreendimento (Tabela III-3).

[76] Estimado a partir dos dados do IBGE de Contas Nacionais.
[77] Fonte: *Naiberg, A., Ikeda, M. Modelo de geração de emprego: metodologia e resultados*. BNDES, 1999.

Figura III-1: Fluxo de geração de emprego



Fonte: EVTE Concessão do Aeroporto de Fortaleza – SAC 2015

A Tabela III-4 apresenta o número de empregos gerados por aumento da demanda de R$1MM a preços de julho de 1999 (equivalente a R$3,2MM a preços de janeiro de 2019[78], data-base do modelo econômico financeiro).

[78] Atualização pelo IPCA.

Tabela III-4: Número de empregos gerados pelo aumento da demanda

Setor	Diretos	Indiretos	Efeito-renda	Total
Agropecuária	88	25	74	187
Extrativa Mineral	18	19	62	99
Petróleo e Gás	3	12	47	62
Mineral Não-Metálico	17	19	66	102
Siderurgia	2	23	57	82
Metalurgia de Não-Ferrosos	3	16	54	73
Outros Produtos Metalúrgicos	18	18	59	95
Máquinas e Equipamentos	10	12	60	82
Material Elétrico	6	18	55	79
Equipamentos Eletrônicos	5	12	46	63
Automóveis, Caminhões e	2	17	49	68
Peças e Outros Veículos	7	19	55	81
Madeira e Mobiliário	37	38	65	140
Celulose, Papel e Gráfica	11	25	55	91
Indústria da Borracha	4	19	57	80
Elementos Químicos	3	37	66	106
Refino do Petróleo	1	10	57	68
Produtos Químicos Diversos	5	17	53	75
Farmacêutica e Veterinária	5	19	58	82
Artigos Plásticos	11	10	58	79
Indústria Têxtil	9	23	52	84
Artigos do Vestuário	118	21	59	198
Fabricação de Calçados	48	30	56	134
Indústria do Café	7	74	69	150
Beneficiamento de Produtos	9	66	66	141
Abate de Animais	8	74	68	150
Indústria de Laticínios	5	67	72	144
Fabricação de Açúcar	11	62	63	136
Fabricação de Óleos Vegetais	2	71	74	147
Outros Produtos Alimentícios	14	45	65	124
Indústrias Diversas	19	18	57	94
Serv. Ind. de Util. Públ.	4	6	55	65
Construção Civil	20	12	67	99
Comércio	60	12	59	131
Transportes	35	14	54	103
Comunicações	5	6	65	76
Instituições Financeiras	8	10	59	77
Serv. Prest. à Família	75	17	59	151
Serv. Prest. à Empresa	37	9	61	107
Aluguel de Imóveis	2	1	71	74
Administração Pública	23	13	65	101

Fonte: BNDES