



***Enel Brasil S.A. - Laudo de  
Avaliação da Companhia  
Eletropaulo Metropolitana  
Eletricidade de São Paulo S.A.***

*Junho, 2019*

26 de junho de 2019



**pwc**



À

**Enel Brasil S.A.**

Praça Leoni Ramos, 1 – São Domingos, Niterói  
24.210-205 – Rio de Janeiro – RJ

26 de junho de 2019

Atenção:

Avaliação da Companhia Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

Prezado Senhores,

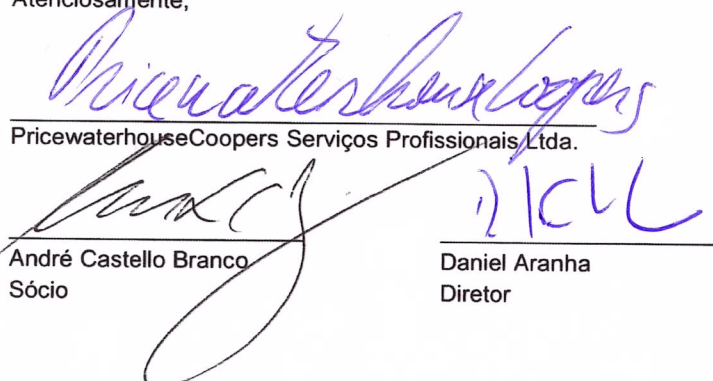
A PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda. ("PwC") apresenta a seguir o laudo de avaliação ("Laudo") da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Enel Distribuição São Paulo", "Eletropaulo" ou "Companhia"), conforme nossa proposta de prestação de serviços profissionais endereçada à Enel Brasil S.A. ("EB", "Contratante") datada de 22 de maio de 2019 ("Proposta"), para fins exclusivos de atendimento à Instrução CVM 361 e suas posteriores atualizações realizadas através das Instruções 436/06, 480/09, 487/10, 492/11 e 604/18 (em conjunto "ICVM 361").

O escopo, objetivo, critérios de avaliação e resultados de nossos trabalhos estão descritos a seguir.

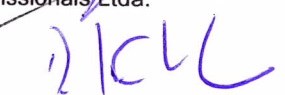
Colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

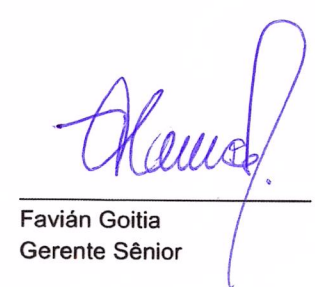
Atenciosamente,

**PricewaterhouseCoopers  
Serviços Profissionais Ltda.**  
Avenida Francisco Matarazzo,  
1400 - Torre Torino, São Paulo -  
SP, Brazil 05001-100  
T: +55 (11) 3674-2000  
[www.pwc.com/br](http://www.pwc.com/br)

  
PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda.

André Castello Branco  
Sócio

  
Daniel Aranha  
Diretor

  
Favián Goitia  
Gerente Sênior

---

# Índice

1. SUMÁRIO EXECUTIVO .....	4
2. INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR .....	9
3. INFORMAÇÕES SOBRE A COMPANHIA .....	14
4. AVALIAÇÃO DA COMPANHIA .....	30
ANEXOS .....	51
GLOSSÁRIO .....	56

---

# ***1. Sumário Executivo***

## Contexto

A Enel Distribuição São Paulo é a maior concessionária de distribuição de energia elétrica do Brasil em volume de energia vendida<sup>1</sup> e atende 24 cidades da região metropolitana de São Paulo (incluindo a capital). A Companhia está autorizada a operar a área de concessão até 15 de junho de 2028, de acordo com Contrato de Concessão de Distribuição de Energia Elétrica nº 162/1998 (Resolução ANEEL nº 72, de 25/03/1998).

A Companhia possui capital aberto no segmento denominado “Novo Mercado” da B3 S.A. e a totalidade do capital está composto ações ordinárias, as quais são identificadas por meio do *ticker* ELPL3.

Desde 4 de junho de 2018, a Companhia é controlada pela Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. (“EBIS”), subsidiária integral da EB, controlada pelo grupo italiano Enel S.p.A.

A EBIS venceu o leilão para aquisição do controle da Companhia (122.799.289 ações equivalentes a 73,4% do capital votante) com a oferta de 45,22 R\$/ação. Em 13 de julho de 2018, aumentou sua participação para 93,3% do capital (156.158.581 ações), por meio da adesão dos acionistas minoritários remanescentes à oferta realizada pela EBIS. Em 26 de julho de 2018, o aumento de capital de R\$1,5 bilhão e subscrição de 33.171.164 novas ações ao preço de 45,22 R\$/ação, representou o aumento da participação da EBIS para 94,4% do Capital (189.323.545 ações) e diluição dos acionistas que não subscreveram nenhuma ação durante o período para exercício do direito de preferência.

Em 26 de junho de 2019, a Companhia divulgou fato relevante para, dentre outras notícias, comunicar a intenção da EB, na qualidade de acionista controlador indireto da Companhia, lançar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações de emissão da Enel Distribuição São Paulo para cancelamento do registro de companhia aberta da Companhia perante a CVM sob a categoria A e conversão para categoria B, saindo do

segmento de listagem Novo Mercado. (“Fato Relevante” e “OPA”, respectivamente).

## Escopo e Objetivo

Conforme os termos de nossa Proposta para prestação de serviços profissionais, o objetivo de nosso trabalho foi efetuar a avaliação da Enel Distribuição São Paulo, baseada em diferentes metodologias, para fins de atendimento ao disposto na Lei nº 6.404/76 e na ICVM 361, no contexto da realização da OPA.

Nosso trabalho incluiu o cálculo do valor das ações de emissão da Enel Distribuição São Paulo utilizando as seguintes metodologias:

- I – Valor do Patrimônio Líquido por Ação;
- II – Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações (“PMPCA”); e
- III – Valor Econômico, calculado com base na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”) e múltiplos de mercado.

## Base de Informações

A Data-Base considerada na avaliação foi 31 de março de 2019. (“Data-Base”). Nosso trabalho foi baseado nas informações financeiras contábeis auditadas e relatório sobre a revisão de demonstrações financeiras intermediárias, históricas da Companhia, referentes a exercícios fiscais até 31 de março de 2019, respectivamente.

Adicionalmente, nos baseamos em entrevistas com a administração da Enel Distribuição São Paulo (“Administração”) e em dados gerenciais, informações adicionais, escritas ou verbais, planos de negócios e em outras informações projetivas da Companhia, providas pela Administração, que nos foram apresentadas e que julgamos serem consistentes para utilização em nosso trabalho.

<sup>1</sup> Dados da Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica – ABRADEE, dezembro/2017;

---

## **Critérios de Avaliação**

### **I – Valor do Patrimônio Líquido por Ação**

Método de avaliação estático que não considera: (i) valor de mercado dos ativos/passivos, e (ii) valor de ativos intangíveis e perspectiva de rentabilidade futura. Considerando que a Companhia é operacional e tem perspectivas de continuar operando, esta metodologia não é a mais adequada para definição do valor de suas ações.

### **II – Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações**

Calculado com base nos preços médios diários de negociação das ações da Companhia na bolsa de valores, extraídos do terminal da *Bloomberg*, ponderados pelo volume negociado a cada dia.

Os períodos de análise definidos na ICVM 361 são:

- 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data de publicação do Fato Relevante; e
- entre data de publicação do Fato Relevante e a data do Laudo.

### **III – Valor Econômico**

Os seguintes métodos podem ser utilizados:

- Fluxo de Caixa Descontado: consiste em estabelecer um conjunto de premissas operacionais que são utilizadas para calcular os fluxos de caixa futuros esperados. Dessa forma, o valor de uma empresa, negócio ou ativo é igual à soma do valor presente dos fluxos de caixa previstos, considerando taxa de desconto que remunere adequadamente os investidores, tendo em vista os riscos do negócio;
- Múltiplo de mercado: média de um determinado múltiplo de (i) companhias do mesmo setor e (ii) transações de operações similares, quando disponíveis. O múltiplo EV/EBITDA foi escolhido de empresas do setor com informações públicas, aplicando-se o EBITDA (LTM) da Companhia reportado na Data-Base.

## **Eventos Subsequentes**

O trabalho foi realizado considerando a Data-Base de 31 de março de 2019, a posição patrimonial da Companhia naquela data e o valor de cotação das ações até a data do Laudo.

O presente Laudo também reflete os eventos ocorridos entre a Data-Base e a data de sua emissão, que foram trazidos ao conhecimento da PwC pela Administração. Eventuais assuntos relevantes que tenham ocorrido nesse período e que não tenham sido informados à PwC podem afetar os resultados da presente avaliação.

As premissas macroeconômicas atualizadas até 13 de setembro de 2019, conforme as expectativas divulgadas pelo BACEN, sofreram alterações em relação àquelas consideradas neste Laudo. Tais alterações, contudo, não são suficientes para que o resultado da avaliação (de R\$ 41,75 por ação) altere-se para um valor fora do intervalo apresentado neste Laudo (entre R\$ 40,01 e R\$ 43,58, conforme seção “Conclusão”).

## **Resultados**

### **I – Valor do Patrimônio Líquido por Ação**

Calculado em 14,94 R\$/ação com base nas informações das últimas demonstrações financeiras auditadas da Companhia, relativas a 31 de março de 2019.

### **II – O Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações**

Calculamos o PMPCA para os seguintes períodos:

- 12 meses anteriores ao Fato Relevante: R\$32,00
- Considerando que a data do Laudo coincide com a data de publicação do Fato Relevante, não é aplicável analisar a evolução do preço de cotação para esse período de tempo.

### **III – Valor Econômico**

---

O valor econômico da Companhia foi analisado considerando as abordagens de avaliação econômica disponíveis na ICVM 361 (FCD e Múltiplo de mercado). Nesse contexto, dentre as abordagens disponíveis, optamos por concluir por meio da abordagem de FCD, uma vez que essa abordagem é a que melhor se adequa às particularidades da Companhia e suas expectativas futuras.

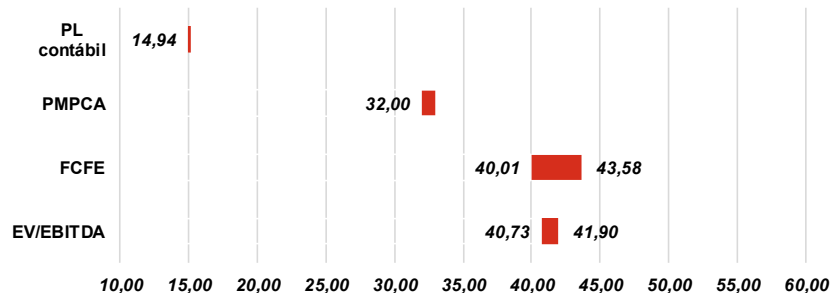
A análise de Múltiplo (EV/EBITDA) não foi considerada como base de nossa conclusão, uma vez que possui certas particularidades para sua apropriada aplicação, como a dificuldade na identificação de empresas 100% comparáveis à Companhia atuantes no mercado brasileiro.

Dessa forma, o valor por ação calculado com base no método FCD é de R\$ 41,75, considerando a taxa de desconto equivalente de 12,3%. Também foram calculados cenários com variações na taxa de desconto, utilizando as taxas de 12,6% e 12,1%, resultando nos valores por ação de R\$ 40,01 e R\$ 43,58 respectivamente.

## Conclusão

A seguir demonstramos o resumo dos valores por ação da Enel Distribuição São Paulo, com base nas diferentes metodologias:

Resultados - R\$/ação



### INDICAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO ESCOLHIDO E PRINCIPAIS RAZÕES PARA A ESCOLHA

Consideramos o método do FCD, baseado em fluxos de caixa descontados construídos sob a ótica dos Fluxos de Caixa Livres para o Acionista (FCFE) e taxa de desconto calculada com base na abordagem CAPM, como o mais adequado para refletir o valor das ações da Enel Distribuição São Paulo. As principais razões para escolha do método estão descritas abaixo:

- Contempla a evolução dos resultados e indicadores históricos da Companhia;
- Considera a expectativa de evolução do mercado e premissas macroeconômicas; e
- Captura as expectativas futuras da operação a partir do: Plano de negócios e projeções operacionais preparadas pela Administração e, consequentemente, a expectativa de geração e/ou distribuição de caixa.

Concluindo, com base no método de avaliação escolhido (FCD), cujas razões estão acima descritas, o valor das ações é de R\$ 41,75 (descontado pela taxa de 12,3%), apresentando-se no intervalo entre R\$ 40,01 e R\$ 43,58 conforme apresentado no gráfico ao lado.

Destacamos que a compreensão completa da conclusão deste Laudo somente ocorrerá mediante a leitura integral do documento. Dessa forma, não se deve extrair conclusões de sua leitura parcial.

---

## ***2. Informações sobre o Avaliador***

---

## PricewaterhouseCoopers

### Presença no Mundo

A PwC é uma *network* global de firmas separadas e independentes que trabalham de forma integrada na prestação de serviços de Assessoria Tributária, Empresarial e de Auditoria.

As firmas que compõem o *network* global estão presentes em cerca de 158 territórios e congregam mais de 250 mil colaboradores e sócios em todo o mundo. O conhecimento, a experiência e a capacidade de nossos profissionais em desenvolver soluções especializadas permitem criar valor para nossos clientes, acionistas e *stakeholders*. Nossa atuação é pautada pelo rigor na adoção das boas práticas de governança corporativa e pela ética na condução dos negócios.

### Presença no Brasil

Presente no país desde 1915, quando inaugurou seu primeiro escritório no Rio de Janeiro, a PwC Brasil possui cerca de 4.200 profissionais distribuídos em 17 escritórios em todas as regiões brasileiras com o intuito de garantir que, os colaboradores regionais tenham amplo conhecimento das culturas e das vocações econômicas próprias de cada região. Conhecimento regional, experiência profissional e excelência acadêmica dos colaboradores das firmas são fatores que garantem a qualidade na prestação de serviços do *network*.

Nossos escritórios no Brasil:



## PwC no Brasil

A PwC Brasil conta, há mais de 30 anos, com um time dedicado a avaliação de empresas e de negócios, atualmente contando com 14 sócios dedicados à estas atividades e soluções.

Entre nossos clientes estão empresas de diversos portes, incluindo empresas nacionais e grupos internacionais. Os segmentos atendidos abrangem praticamente todos os setores da economia.

Além da experiência do próprio time de avaliação de empresas, a PwC mantém grupos multidisciplinares dedicados a setores-chave da economia. Quando necessário, servem como fonte de referência e informações para o desenvolvimento dos projetos.

Nossa experiência inclui avaliações de empresas para:

- ✓ Troca de participações, em que os valores de cada empresa definem a razão de troca; muitas destas avaliações foram para fins públicos, inclusive para registro na CVM;
- ✓ Operações de M&A e captação de recursos;
- ✓ Suporte a empresas na análise de licitações, leilões e definição de lances;
- ✓ Análise de viabilidade de negócios e empreendimentos, desde novos negócios até a análise 'continuidade de operação vs. encerramento';
- ✓ Disputas jurídicas ou arbitrais, inclusive atuando como peritos;
- ✓ Cumprimento das normas contábeis, regidas pelo IFRS e outras normas similares;
- ✓ PPA (alocação do preço de aquisição) para fins contábeis e fiscais; e
- ✓ Valor justo de ativos e passivos, ativos biológicos etc.

## Credenciais

A seguir, apresentam-se as credencias recentes da PwC referente à execução de serviços de Avaliação Econômica Financeira no Brasil:

Data	Companhia	Trabalho	Setor
2019	Tarpon Investimentos S.A.	OPA	Gestão de Ativos
2017	Valepar S.A.	Incorporação pela VALE S.A.	Mineração
2017	Paraná Banco S.A.	OPA	Financeiro
2017	Nova Energia Holding S.A. (AES Tietê)	Artigo 256 da Lei das S.A.	Energia
2017	BW Guirapá I S.A.	Aquisição pela FERBASA	Energia
2016	ELPA S.A.	OPA	Energia
2016	Santher Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.	Marcação a mercado	Papel e Celulose
2016	Tempo Participações S.A.	PPA	Serviços
2015	Banco Bradesco S.A. (HSBC Bank Brasil)	Artigo 256 da Lei das S.A.	Financeiro
2014	Coelce - Companhia Energética do Ceará S.A.	OPA	Utilidade Pública
2014	Fertilizantes Heringer SA	Subscrição de ações de acordo com o § 1º do artigo 170 da Lei das S.A.	Químico
2013	Rasip Agro Pastoril S.A.	OPA	Agropecuário

## Processos Internos de Aprovação do Laudo

O processo interno de elaboração e aprovação do Laudo inclui a condução dos trabalhos por um time compreendendo consultor(es), gerente(s) e diretor(es), sob a direção geral de um sócio, que conduziu entrevistas com a Administração. O trabalho final foi revisado por um segundo sócio não envolvido na execução dos trabalhos e na preparação do Laudo. A aprovação interna deste Laudo incluiu a revisão metodológica e de cálculos pela liderança da equipe envolvida no trabalho. A versão preliminar do Laudo foi submetida à aprovação da Enel Distribuição São Paulo antes da sua emissão em formato final.

## Profissionais

Profissionais sênior da PwC envolvidos na presente avaliação:

### **André Castello Branco** **Sócio** *andre.castello@pwc.com*

André é sócio da PwC com base em São Paulo. Ingressou na PwC em 2012, e anteriormente foi sócio da KPMG Corporate Finance por 14 anos, atendendo em sua maioria, as indústrias de Energia e de Recursos Naturais.

André possui uma vasta experiência em diversos setores, como: Agronegócio, Oil & Gas, Mineração, Infraestrutura, entre outros. É considerado um expert no setor de biocombustíveis brasileiro devido à grande experiência em muitos projetos de M&A.

André possui bacharelado em Economia (1988) pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC RJ). Ele completou seu MBA / Executivo em Finanças no IBMEC em 2004 e Pós-graduação na Fundação Dom Cabral (FDC - SP) em 2010. É fluente em inglês e francês, com um bom conhecimento em espanhol.

### **Daniel Aranha** **Diretor** *daniel.aranha@pwc.com*

Daniel trabalha na PwC desde 2001, fazendo parte da equipe de Deals desde 2009. Baseado em São Paulo, ele tem sido responsável por trabalhos de avaliação econômica (incluindo valuation de ativos intangíveis e alocação do preço de compra) e Fusões e Aquisições (M&A) em diversos setores como serviços financeiros (bancos, seguros etc.), energia, varejo, TI, consumo, entre outros.

Em 2012, Daniel atuou na PwC da Bélgica (Bruxelas) por um período de 2 anos. Ele trabalhou em diversos projetos cross-border, junto a relevantes empresas globais.

É graduado em Economia e Contabilidade. Também é Mestre (MsC) em Administração de Empresas pela FGV. Atualmente estuda filosofia na USP. Daniel é fluente em inglês e tem nível intermediário de francês.

### **Favian Goitia** **Gerente Sênior** *favian.goitia@pwc.com*

Favián trabalha no Network PwC desde 2007. A partir de 2012 juntou-se à equipe de Corporate Finance da PwC no Brasil, tem trabalhado nos escritórios do Rio de Janeiro e São Paulo.

Possui sólida experiência em gerenciamento de projetos na área de Corporate Finance, incluindo: avaliação de empresas e ativos intangíveis, modelagem financeira e revisão de estudos de viabilidade.

Na indústria, Favián tem assessorado diversos clientes locais e internacionais atuantes nas diferentes atividades do setor de Energia Elétrica: Geração, Distribuição, Transmissão e Comercialização.

É graduado no curso de Engenharia Financeira pela Universidade Privada Boliviana (UPB) e fluente em Espanhol, Português e Inglês.

---

## Declarações

A PwC declara que:

- ✓ Na data deste Laudo, nenhum dos profissionais da PwC que participaram do projeto, assim como a PwC, são titulares de valores mobiliários de emissão da Enel Distribuição São Paulo ou de seus controladores e controladas, nem derivativos nelas referenciados, bem como não são administradores de valores mobiliários da Enel Distribuição São Paulo.
- ✓ Não possui outras informações comerciais e creditícias de qualquer natureza relativas a Enel Distribuição São Paulo que possam impactar a preparação do presente Laudo.
- ✓ Não possui conflito de interesses com a Enel Distribuição São Paulo, seus acionistas controladores e seus administradores, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração do Laudo.
- ✓ Pelos serviços referentes à preparação deste Laudo de avaliação, a PwC receberá do Contratante a importância de R\$ 580.060,42 e não receberá qualquer remuneração variável.
- ✓ Na data deste Laudo, a PwC não mantém relacionamento comercial com a Enel Distribuição São Paulo, suas controladas, coligadas, exceto no que se refere na elaboração deste Laudo.
- ✓ Não tem conhecimento de nenhuma ação da administração da Companhia com o objetivo de direcionar, limitar, dificultar ou praticar quaisquer atos que tenham ou possam ter comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou procedimentos de trabalho relevantes para a qualidade de nosso Laudo.
- ✓ Nos últimos 12 meses, além da remuneração acordada em decorrência dos serviços apresentados no âmbito da OPA, o Avaliador recebeu R\$ 664.126 da Contratante e R\$102.173 de outra subsidiária do Grupo Enel no Brasil relacionados a serviços de

consultoria para: (i) mapeamento de processos de *BackOffice* e (ii) proposição de novo modelo de processos e estrutura de *Headcount*.

- ✓ O Avaliador faz parte de um *network* de firmas e, nos últimos 12 meses, outras empresas desse *network* de firmas receberam por parte de outras subsidiárias do Grupo Enel no Brasil um total de R\$ 229.679 até a data desse Laudo referentes a serviços de assessoria tributária prestados com o objetivo de preparação de relatório sobre a contribuição tributária total do Grupo Enel nos diversos países em que atua. Dessa forma, exceto pelos valores informados no parágrafo anterior, o Avaliador não recebeu honorários adicionais pela Contratante, Companhia, suas subsidiárias e/ou controladas.
- ✓ Não identificou inconsistências nas informações gerenciais fornecidas pela administração da Companhia e utilizadas no presente Laudo.

---

## ***3. Informações sobre a Companhia<sup>2</sup>***

---

<sup>2</sup> Fonte: Demonstrações Financeiras Anuais e Trimestrais da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

---

## Visão Geral da Companhia

### Perfil Empresarial

A Enel Distribuição São Paulo é a maior distribuidora de energia elétrica do Brasil em volume de energia vendida<sup>3</sup>, dessa forma é responsável pelo fornecimento de 32,5% do total da energia consumida no estado de São Paulo, representando 9,1% do consumo total do Brasil.

A área de concessão da Companhia supera 4,5 mil km<sup>2</sup> e abrange 24 cidades da região metropolitana de São Paulo, incluindo a capital paulista; dessa forma, os serviços fornecidos atingem aproximadamente a 18 milhões de pessoas.

Considerando a magnitude das áreas concessionadas, a rede de distribuição operada por mais de 7 mil funcionários está composta por:

- 162 subestações;
- 1,8 mil km de linha de subtransmissão;
- 39,4 mil km de rede distribuição aérea; e
- 2,5 mil km de rede de distribuição subterrânea

O Contrato de Concessão de Distribuição de Energia Elétrica N°162/1998 (Resolução ANEEL nº 72, de 25 de março de 1998) datado de 15 de junho de 1998, tem vigência de 30 anos e deve concluir em junho/2028. Na função de concessionária de serviços públicos, a Companhia possui suas atividades são regulamentadas e fiscalizadas pela ANEEL, vinculada ao MME.

A Companhia possui capital aberto e atualmente está listada no segmento denominado do Novo Mercado da B3 S.A. seu capital compreende apenas ações ordinárias, sob o *ticker* ELPL3, com 100% de direito de *tag along*.

### Breve Histórico da Companhia

- 1979 - O governo brasileiro, por meio da Eletrobrás, comprou da Brascan Limited o controle acionário da então Light Serviços de Eletricidade S.A. que envolvia inclusive as operações de distribuição de energia da região metropolitana de São Paulo;
- 1981 - A empresa passou às mãos do governo paulista e mudou seu nome para Eletropaulo - Eletricidade de São Paulo S.A.;
- 1995 - A Eletropaulo - Eletricidade de São Paulo S.A foi reestruturada, dando origem a quatro empresas: (i) Eletropaulo; (ii) Empresa Bandeirante de Energia S.A; (iii) Empresa Paulista de Transmissão de Energia Elétrica S.A (atual CTEEP) e; (iv) Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A.;
- 1998 - A Companhia foi adquirida por meio de leilão público de privatização pela Lightgás Ltda., controlada pelas: AES Corporation, Companhia Siderúrgica Nacional, Eletricité de France e Reliant Energy. Em 15 de junho, a Companhia celebrou com a ANEEL contrato de concessão de distribuição com vigência de 30 anos;
- 2001 - Após diversas alterações em sua composição acionária, a Companhia passou a ser controlada pela AES Corporation;
- 2003 - No contexto do processo de reestruturação da dívida das empresas do grupo AES Corporation. Cria-se a holding Companhia Brasileira de Energia S.A. (com participação da AES Corporation e BNDESPAR) que passa deter participação na Companhia;
- 2004 - A Companhia passou a ter suas ações negociadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3;
- 2015 - Conclui-se reestruturação societária da Companhia Brasileira de Energia S.A. e a Eletropaulo passa a ser controlada pela Brasileira Participações S.A.

---

<sup>3</sup> Dados da Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica – ABRADEE, de dezembro de 2017;

- 2017 - A totalidade das ações preferenciais da Companhia foi convertida em ações ordinárias na proporção de uma ação preferencial para uma ação ordinária, passando estas a serem negociadas no Novo Mercado da B3, sob o código ELPL3. Como consequência da migração para o Novo Mercado, a The AES Corporation deixou de ser controladora majoritária da Companhia.;
- 2018
  - Abril, inicia-se processo de Oferta Pública de Aquisição de Ações da Eletropaulo, envolvendo os seguintes interessados: Energisa S.A, Neoenergia S.A e EBIS;
  - Maio, a EBIS e a Neoenergia S.A. apresentaram em envelopes lacrados suas últimas ofertas de preço. A EBIS venceu o leilão para aquisição do controle da Companhia (122.799.289 ações equivalentes a 73,4% do capital votante) com a oferta de 45,22 R\$/ação;
  - Julho de 2018, a EBIS aumentou sua participação para 93,3% do capital (156.158.581 ações), por meio da adesão dos acionistas minoritários remanescentes à oferta realizada pela EBIS. Por outro lado, o aumento de capital de R\$1,5 bilhão e subscrição de 33.171.164 novas ações ao preço de 45,22 R\$/ação, representou o aumento da participação da EBIS para 94,4% do Capital (189.323.545 ações) e diluição dos acionistas que não subscreveram nenhuma ação durante o período para exercício do direito de preferência.
  - Dezembro - A Companhia passa a se chamar Enel Distribuição São Paulo (nome fantasia)

## Eficiência Comercial

A eficiência comercial da Companhia é controlada por meio do Índice de Satisfação de Qualidade Percebida ("ISQP")<sup>4</sup>, o qual é calculado em parceria com a ABRADÉE por meio de entrevistas estruturadas para mensurar a percepção dos clientes da área de concessão da Companhia sobre esse quesito. A tabela a seguir apresenta a evolução deste indicador:

Índice de Eficiência	2016	2017	2018
Índice de Satisfação de Qualidade Percebida pelos clientes residenciais	74,7%	74,9%	73,3%

O ISQP manteve-se estável em 2016 e 2017, a queda observada em 2018 se dá em função a (i) aumento da tarifa, resultante do reajuste tarifário, e (ii) efeitos da crise econômica.

## Mercado de atuação

A tabela a seguir apresenta a evolução da venda e transporte de energia para os clientes do Mercado Cativo e clientes livres:

R\$ milhões			
Venda e Transporte de Energia (GWh)	2017	2018	LTM mar/19
Residencial	16.090,1	16.187,3	16.410,3
Industrial	3.343,9	3.122,9	3.105,9
Comercial	10.698,8	10.410,1	10.610,1
Rural	31,0	31,4	31,4
Setor Público	2.612,5	2.478,6	2.497,6
<b>Total de Venda de Energia no Mercado Cativo</b>	<b>32.776,3</b>	<b>32.230,3</b>	<b>32.655,3</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,7%</i>	<i>1,3%</i>
Industrial	5.266,8	5.323,0	5.262,0
Comercial	3.562,4	3.820,8	3.881,8
Setor Público	1.376,4	1.503,6	1.550,6
<b>Total de Transporte de Energia para Clientes Livres</b>	<b>10.205,6</b>	<b>10.647,4</b>	<b>10.694,4</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,3%</i>	<i>0,4%</i>
<b>Total - Venda e Transporte de Energia</b>	<b>42.981,9</b>	<b>42.877,7</b>	<b>43.349,7</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,2%</i>	<i>1,1%</i>

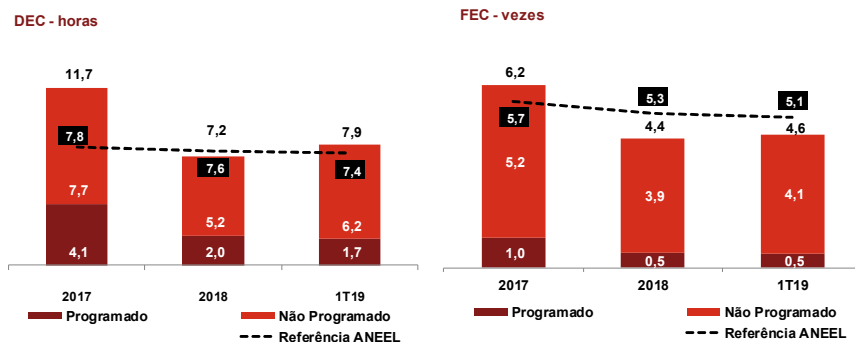
<sup>4</sup> Fonte: Demonstrações Financeiras da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A

Para o primeiro trimestre de 2019, acumulado dos últimos 12 meses, o mercado de atuação totalizou 43,3 TWh em volume de energia vendida e/ou transportada, 1,1% acima do saldo final de 2018, pela sua vez:

- O Mercado Cativo teve um aumento de 1,3% influenciado principalmente pelo aumento do consumo das categorias residencial e comercial; enquanto
- O ambiente de contratação livre manteve-se em linha com o acumulado 2018, ano impactado pela migração de cliente do Mercado Cativo para o mercado livre. Ressalta-se que esta migração não tem impactos relevantes nas margens.

## Desempenho Operacional

A seguir mostra-se a evolução dos indicadores de controle operacional, definidos pela ANEEL, que consideram as interrupções acima de três minutos excluindo-se os dias com volume atípico de ocorrências: (i) DEC (“Duração Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora”) e; (ii) FEC (“Frequência Equivalente de Interrupção Unidade Consumidora”).

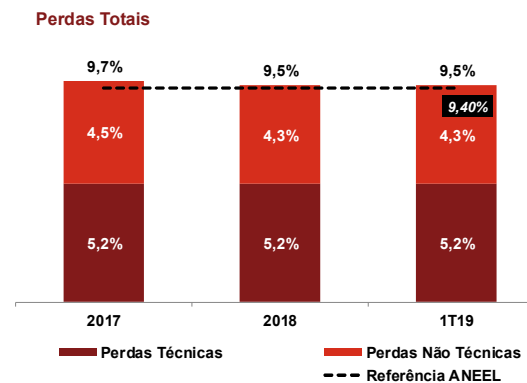


A redução observada no período de análise decorre dos efeitos das iniciativas de ampliação e modernização da rede de distribuição. Dessa forma, reduziram-se os ressarcimentos impostos pelo regulador por meio das seguintes taxas: DIC, FIC, DMIC e DICRI. Por outro lado, a evolução

de perdas totais de energia na rede de distribuição é analisada considerando as seguintes categorias:

- Perdas técnicas: Geradas pelo consumo dos equipamentos responsáveis pela distribuição de energia, estão relacionadas ao processo de conversão de energia elétrica em energia térmica nos condutores, perdas nos núcleos de transformadores e perdas dielétricas.
- Perdas não técnicas: Diretamente associadas à gestão comercial da distribuidora, correspondem à diferença entre as perdas totais e as perdas técnicas (furtos de energia, erros de medição, erros no processo de faturamento, unidades consumidoras sem equipamento de medição).

A tabela a seguir mostra a evolução das perdas técnicas para as duas categorias:



O nível de Perdas Técnicas manteve-se estável no período de análise, entretanto, nota-se uma ligeira redução nas Perdas Não Técnicas, a qual indica uma melhora na eficiência de ações de combate às perdas comerciais para os segmentos de baixa renda.

## Desempenho Econômico Financeiro<sup>5</sup>

### Receita Operacional

A receita operacional está dividida em três categorias:

- Receita com clientes do Mercado Cativo: faturamento dos clientes residenciais, industriais, rurais, poder público e iluminação pública;
- Receitas de contratos com clientes: disponibilização de rede de distribuição, revenda de energia no mercado livre, contratos de construção e outras receitas relacionadas com a concessão;
- Outras receitas: Subvenção de recursos da CDE e receita do ativo e passivo financeiro setorial.

As deduções que incidem na receita operacional, são compostas por: (i) Impostos: PIS/COFINS, ICMS e ISS e; (ii) Encargos/tarifas: Eficiência energética, P&D, FNDCT, EPE, CDE, PROINFA, CCRBT e TFSEE.

A tabela a seguir mostra evolução da receita operacional bruta e líquida:

R\$ milhões				
Receita Operacional Bruta	2016	2017	2018	LTM mar/19
Receita de clientes cativos	18.558,4	17.599,1	18.992,4	19.837,7
Receitas originadas de contratos com clientes	2.460,6	2.309,9	3.036,3	2.892,7
Outras Receitas	(729,7)	1.667,0	2.068,8	1.984,4
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>20.289,3</b>	<b>21.576,1</b>	<b>24.097,5</b>	<b>24.714,7</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>2,6%</i>
Deduções da Receita Operacional Bruta	(8.755,0)	(8.492,9)	(9.607,7)	(9.958,9)
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>11.534,3</b>	<b>13.083,2</b>	<b>14.489,8</b>	<b>14.755,9</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,4%</i>	<i>10,8%</i>	<i>1,8%</i>

Principalmente influenciada por: (i) recuperação do consumo de energia nas diversas categorias de clientes do Mercado Cativo, (ii) reajustes tarifários anuais, (iii) resultados da aplicação da política de bandeiras tarifárias, (iv) encargos do consumidor não estão atreladas à evolução da receita e (iv) migração de clientes do Mercado Cativo para o livre.

<sup>5</sup> Em 2018 teve a reapresentação dos resultados históricos e correntes em função de: (i) readequação na interpretação de certas normas contábeis, e (ii) alinhamento de práticas com a EB.

### Custos e Despesas Operacionais

Os custos e despesas operacionais são divididos em duas categorias:

- Parcela A (“Não Gerenciáveis”): compostos principalmente de custos de compra de energia para revenda e encargos setoriais e possuem característica essencialmente variável.
- Parcela B (“Gerenciáveis”): compostos de PMSO, despesas administrativas e provisões (principalmente PECLD e contingências diversas). Adicionalmente despesas como depreciação/amortização, previdência privada e custo de construção são também apresentadas nesta categoria.

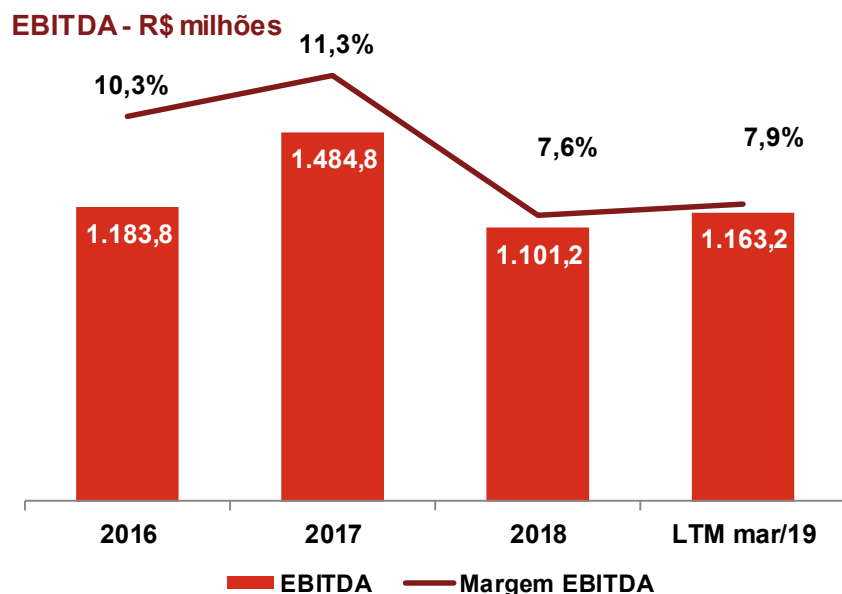
A tabela a seguir mostra a evolução dos custos e despesas:

R\$ milhões				
Custos e Despesas	2016	2017	2018	LTM mar/19
Energia Elétrica Comprada para Revenda	(6.396,7)	(7.562,0)	(8.075,5)	(8.477,8)
Energia Elétrica Comprada para Revenda - PROINFA	(305,2)	(241,3)	(254,9)	(265,9)
Encargos de Transmissão e Distribuição	(943,2)	(944,3)	(1.579,1)	(1.471,7)
<b>Total - Parcela A</b>	<b>(7.645,1)</b>	<b>(8.747,6)</b>	<b>(9.909,4)</b>	<b>(10.215,4)</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,3%</i>	<i>3,1%</i>
Pessoal	(783,5)	(821,9)	(1.016,1)	(991,7)
Previdência Privada	(17,7)	(18,4)	(20,7)	(21,2)
Serviços de Terceiros	(567,1)	(563,4)	(596,9)	(586,9)
Material	(77,1)	(61,5)	(71,7)	(67,7)
PECLD	(346,1)	(219,4)	(57,4)	(73,2)
Provisão para processos judiciais e outros	(24,8)	(45,8)	(277,4)	(284,0)
Outras Despesas Operacionais	(86,5)	(85,5)	(172,9)	(156,3)
<b>Total - Parcela B (PMSO)</b>	<b>(1.902,9)</b>	<b>(1.815,8)</b>	<b>(2.213,1)</b>	<b>(2.181,0)</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>-4,6%</i>	<i>21,9%</i>	<i>-1,5%</i>
<b>Custos e Despesas Operacionais</b>	<b>(9.548,0)</b>	<b>(10.563,4)</b>	<b>(12.122,5)</b>	<b>(12.396,4)</b>
<i>Variação</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>2,3%</i>

As variações de custos da Parcela A são repassadas através da tarifa para o consumidor final por meio de reajustes anuais e ciclos de revisão periódica. Enquanto, a evolução dos itens da Parcela B refletem eventuais melhoras na gestão da operação.

## EBITDA

A evolução do EBITDA e da margem EBITDA da Companhia é apresentado no gráfico a seguir:



A evolução do EBITDA da Companhia no período de análise foi influenciada, principalmente, pelos seguintes aspectos:

- Aumento/Diminuição do volume de energia consumida no Mercado Cativo pelos segmentos residencial e comercial e, aumento do volume de energia transportada no , devido a migração de certos clientes industriais e comerciais do Mercado Cativo para o mercado livre, aspecto que afeta na geração de receita, mas que tem efeito pouco relevante em termos de margem;
- Reajuste tarifário que ocorre anualmente no dia 4 de julho na Companhia e a variação das bandeiras tarifárias que (i) compensa o impacto da defasagem da revisão periódica da tarifa de energia a cada 4 (quatro) anos e (ii) compensa o impacto da flutuação dos preços de compra da energia;
- Efeitos da implementação de programas de melhora no fornecimento de energia e atendimento a usuários, que se refletiram na redução do dispêndio com penalidades regulatórias associadas aos indicadores DEC e FEC; e
- Revisão periódica do orçamento de Despesas Gerenciáveis.

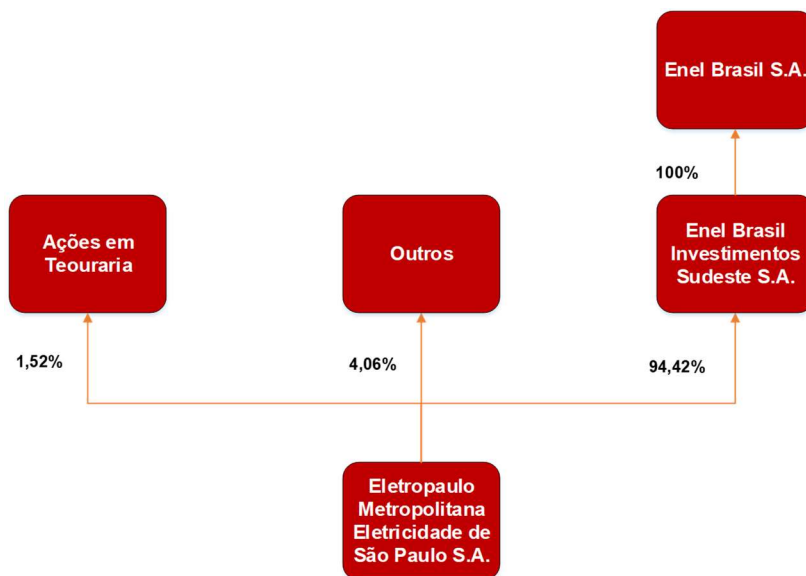
As demonstrações financeiras de 2016 e 2017 foram reapresentadas em função de (i) adoção do CPC 47 – Receita de Contrato com Cliente e do CPC 48 – Instrumentos Financeiros e (ii) mudanças na apresentação dos resultados decorrente da troca do grupo de controle.

### Reajuste Tarifário Anual

A tarifa de energia elétrica é regulamentada pela ANEEL e sofre um reajuste tarifário anual e uma revisão tarifária periódica a cada 4 (quatro) anos. A data de aniversário dos reajustes e revisões da Enel Distribuição São Paulo é 4 de julho e, em 2019, acontecerá a revisão periódica da tarifa.

## Estrutura Societária na Data-Base<sup>6</sup>

A tabela a seguir mostra resume a estrutura societária na Data-Base da Companhia:



A totalidade das ações da Companhia são ordinárias e com direito *tag along*. Na Data-Base, o capital está composto por 200,5 milhões de ações das quais 98,48% (197,4 milhões de ações) em posse de acionistas e restante em tesouraria, conforme apresentado a seguir:

Quantidade de ações ON	mar-19	
<b>Controladores</b>	<b>189.323.545</b>	<b>94,42%</b>
Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A.	189.323.545	94,42%
<b>Não Controladores</b>	<b>8.133.352</b>	<b>4,06%</b>
Outros	8.133.352	4,06%
<b>Ações em Tesouraria</b>	<b>3.058.154</b>	<b>1,52%</b>
<b>Total</b>	<b>200.515.051</b>	<b>100,00%</b>

<sup>6</sup> Fonte: Demonstrações Financeiras da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A

## Informações Financeiras Históricas<sup>7</sup>

A seguir, é apresentado o balanço patrimonial consolidado da Enel Distribuição São Paulo nos últimos quatro exercícios encerrados:

R\$ milhões

Ativo	2016	2017	2018	31/03/2019
<b>Circulante</b>	<b>5.109,5</b>	<b>4.450,1</b>	<b>5.860,8</b>	<b>6.870,2</b>
Caixa e equivalentes de caixa	1.012,5	597,4	936,7	1.554,3
Investimentos de curto prazo	55,1	3,8	4,8	4,1
Consumidores, revendedores e outros	2.008,1	2.058,7	2.323,6	2.351,7
Imposto de renda e contribuição social compensáveis	34,6	32,1	23,3	70,4
Outros tributos compensáveis	68,5	89,5	129,4	110,0
Contas a receber - acordos	123,4	124,2	192,4	218,1
Outros créditos	291,8	346,4	227,8	259,2
Almoxarifado	24,0	30,2	31,5	33,0
Serviços em curso	207,4	154,0	139,0	145,0
Despesas pagas antecipadamente	33,0	37,1	43,1	53,7
Ativo financeiro setorial	1.251,2	976,6	1.809,2	2.070,8
<b>Não circulante</b>	<b>10.100,3</b>	<b>11.637,2</b>	<b>12.693,8</b>	<b>12.557,0</b>
Consumidores, revendedores e outros	12,23	13,4	25,1	25,9
Outros tributos compensáveis	44,0	62,2	85,0	82,5
Tributos e contribuições sociais diferidos	1.565,1	1.998,4	2.159,7	2.131,3
Cauções e depósitos vinculados	491,8	532,5	539,4	546,6
Contas a receber - acordos	6,8	11,7	10,9	8,5
Outros créditos	67,2	46,8	47,3	43,4
Ativo contratual (infraestrutura em construção)	672,4	528,2	634,9	456,8
Ativo financeiro da concessão	2.386,2	3.011,8	3.795,3	4.033,7
Ativo financeiro setorial	254,9	761,2	836,6	532,4
Investimento	13,1	44,0	45,4	41,3
Imobilizado arrendado	69,6	72,8	66,3	179,8
Intangível	4.516,9	4.554,3	4.448,1	4.475,0
<b>Total do Ativo</b>	<b>15.209,8</b>	<b>16.087,3</b>	<b>18.554,6</b>	<b>19.427,2</b>

Passivo e Patrimônio líquido	2016	2017	2018	31/03/2019
<b>Circulante</b>	<b>5.303,0</b>	<b>5.545,4</b>	<b>5.455,9</b>	<b>6.310,3</b>
Fornecedores	1.468,3	1.789,7	1.625,4	1.925,6
Empréstimos e financiamentos	278,2	461,1	437,7	945,3
Debêntures	575,1	534,7	240,0	199,1
Obrigações por arrendamentos	28,6	30,6	31,3	72,3
Subvenções governamentais	4,0	4,9	4,1	3,9
Imposto de renda e contribuição social a pagar	2,6	-	-	-
Obrigações Fiscais	524,9	453,0	497,5	499,3
Dividendos e juros sobre capital próprio a pagar	23,1	2,0	0,4	0,4
Obrigações sociais e trabalhistas	115,7	119,4	190,4	170,7
Encargos setoriais	661,8	451,0	404,7	387,8
Obrigações com benefícios pós-emprego	-	-	11,2	11,3
Contas a pagar - acordo Eletrobras	-	-	-	270,7
Provisão para processos judiciais e outros	163,6	481,9	520,9	278,9
Reserva de reversão	-	-	7,3	7,3
Outras obrigações	250,2	258,8	255,9	277,4
Passivo financeiro setorial	1.206,9	958,3	1.229,3	1.260,3
<b>Não circulante</b>	<b>7.236,5</b>	<b>8.790,1</b>	<b>10.217,7</b>	<b>10.166,9</b>
Empréstimos e financiamentos	510,6	473,1	55,7	52,1
Debêntures	1.830,8	2.016,6	3.333,0	3.334,9
Obrigações por arrendamentos	48,1	52,9	47,6	132,2
Subvenções governamentais	12,0	12,6	8,5	7,6
Obrigações com benefícios pós-emprego	3.777,3	3.707,1	3.895,5	3.866,6
Contas a pagar - acordo Eletrobras	-	-	-	1.249,4
Provisão para processos judiciais e outros	359,6	1.546,9	1.965,1	738,2
Encargos setoriais	56,5	30,9	38,7	69,7
Obrigações sociais e trabalhistas	0,7	0,9	0,4	0,5
Reserva de reversão	66,1	66,1	51,4	49,6
Outras obrigações	7,0	8,5	19,8	19,6
Passivo financeiro setorial	567,8	874,5	802,0	646,8
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>2.670,4</b>	<b>1.751,8</b>	<b>2.881,0</b>	<b>2.950,0</b>
Capital social	1.257,6	1.323,5	2.823,5	2.823,5
Reservas de capital	692,5	644,1	642,2	642,2
Reservas de Lucros	1.323,5	487,5	196,8	196,8
Lucros/Prejuízos acumulados	(24,5)	(56,6)	-	87,8
Ajustes de Avaliação Patrimonial	1.050,1	976,2	895,1	876,3
Outros Resultados Abrangentes	(1.628,9)	(1.622,9)	(1.676,6)	(1.676,6)
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>15.209,9</b>	<b>16.087,3</b>	<b>18.554,6</b>	<b>19.427,2</b>

<sup>7</sup> Fonte: Demonstrações Financeiras da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

A seguir, é apresentado o demonstrativo de resultado consolidado da Enel Distribuição São Paulo nos últimos quatro exercícios encerrados:

R\$ milhões

<b>Demonstração do Resultado</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>31/03/2019</b>	<b>LTM 31/03/2019</b>
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>11.534,3</b>	<b>13.083,2</b>	<b>14.489,8</b>	<b>3.467,9</b>	<b>14.755,9</b>
Receita de Venda Bens e/ou Serviços	11.534,3	13.083,2	14.489,8	3.467,9	14.755,9
<b>Custo com Energia Elétrica</b>	<b>(7.645,1)</b>	<b>(8.747,6)</b>	<b>(9.909,4)</b>	<b>(2.421,9)</b>	<b>(10.215,4)</b>
Energia elétrica comprada para revenda	(6.396,7)	(7.562,0)	(8.075,5)	(1.982,5)	(8.477,8)
Energia elétrica comprada para revenda - PROINFA	(305,2)	(241,3)	(254,9)	(75,1)	(265,9)
Encargos do uso do sistema de transmissão e distribuição	(943,2)	(944,3)	(1.579,1)	(364,3)	(1.471,7)
<b>Custo de Operação</b>	<b>(3.308,5)</b>	<b>(3.374,9)</b>	<b>(4.038,2)</b>	<b>(807,2)</b>	<b>(3.958,8)</b>
Pessoal e administradores	(783,5)	(821,9)	(1.016,1)	(195,5)	(991,7)
Entidade de previdência privada	(17,7)	(18,4)	(20,7)	(5,7)	(21,2)
Serviços de terceiros	(567,1)	(563,4)	(596,9)	(125,7)	(586,9)
Material	(77,1)	(61,5)	(71,7)	(13,7)	(67,7)
Custo de construção	(802,5)	(1.035,0)	(1.266,2)	(198,6)	(1.196,2)
Perda esperada com créditos de liquidação duvidosa	(346,1)	(219,4)	(57,4)	(67,1)	(73,2)
Provisão para processos judiciais e outros, líquida	(24,8)	(45,8)	(277,4)	(18,4)	(284,0)
Depreciação e amortização	(490,4)	(524,1)	(558,9)	(160,2)	(581,6)
Outras despesas operacionais	(199,3)	(85,5)	(172,9)	(22,4)	(156,3)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>580,7</b>	<b>960,7</b>	<b>542,3</b>	<b>238,9</b>	<b>581,6</b>
Despesas/Receitas Operacionais	112,7	-	-	-	-
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>(715,1)</b>	<b>(2.273,7)</b>	<b>(991,1)</b>	<b>(163,7)</b>	<b>(951,7)</b>
Receitas financeiras	317,2	237,4	176,4	72,2	207,4
Despesas financeiras	(1.031,7)	(2.511,2)	(1.168,4)	(235,9)	(1.159,9)
Variações cambiais, líquidas	(0,6)	0,1	0,9	0,0	0,9
<b>Resultado antes dos Tributos sobre Lucro</b>	<b>(21,7)</b>	<b>(1.313,0)</b>	<b>(448,8)</b>	<b>75,1</b>	<b>(370,0)</b>
<b>Imposto de Renda e Contribuição Social</b>	<b>18,1</b>	<b>434,4</b>	<b>133,6</b>	<b>(6,1)</b>	<b>129,3</b>
Corrente	(18,1)	(2,0)	-	22,3	22,3
Diferido	36,2	436,4	133,6	(28,4)	107,0
<b>Lucro (Prejuízo) Líquido do Exercício</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(878,6)</b>	<b>(315,3)</b>	<b>69,1</b>	<b>(240,8)</b>

## Mercado de Atuação

### Ambiente Institucional

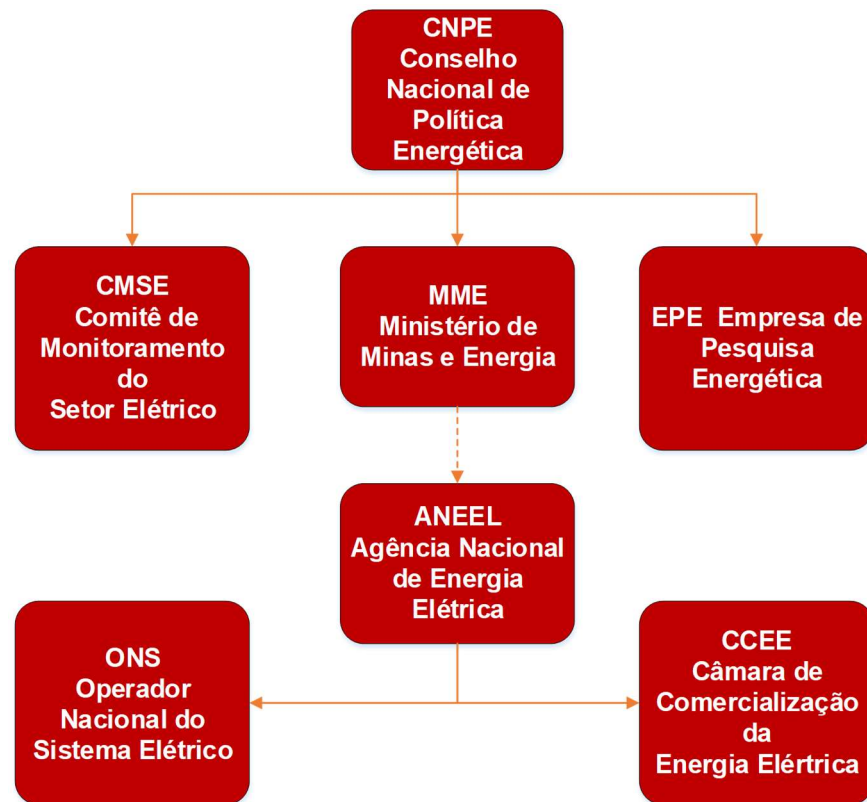
A Constituição Federal brasileira prevê que a exploração dos serviços e instalações de energia elétrica possa ser realizada diretamente pelo Governo Federal ou indiretamente por meio da outorga de concessões, permissões ou autorizações.

A Lei das Concessões estabelece as condições que as concessionárias deverão cumprir na prestação do serviço objeto do contrato, bem como direitos dos usuários, obrigações da concessionária para o eficiente fornecimento dos serviços e obrigações do poder concedente.

Em 1997, com o intuito de otimizar a utilização dos recursos energéticos do Brasil e assegurar o fornecimento de energia elétrica, foi criado o CNPE. Abaixo do CNPE, está o MME, principal órgão do setor energético brasileiro, o qual atua como Poder Concedente em nome do Governo Federal e é responsável pelo planejamento, gestão e desenvolvimento da legislação do setor, bem como pela supervisão e controle da execução das políticas direcionadas ao desenvolvimento energético do país.

Respeitada a competência do MME, o setor elétrico brasileiro é regulado e fiscalizado por meio da ANEEL, que regula e fiscaliza a geração, transmissão, distribuição e comercialização de eletricidade.

As atividades operacionais atreladas à implementação de regras definidas pela Aneel recaem no Operador Nacional do Sistema Elétrico ("ONS") e a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica ("CCEE").



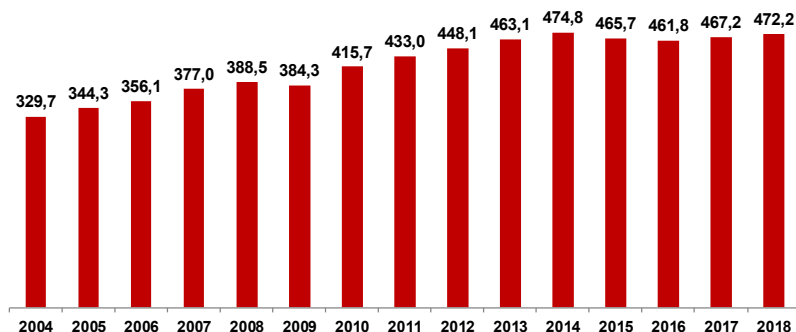
## Consumo de Energia Elétrica

O sistema elétrico nacional está composto pelos subsistemas de geração, transmissão e distribuição. O crescimento da economia brasileira, a intensificação das atividades industriais e o crescimento da população estimularam o crescimento e/ou redução da demanda por energia elétrica.

O ano de 2004 representou um marco para o mercado brasileiro de eletricidade. Naquele ano, foi introduzido o Novo Modelo do Setor Elétrico, que visa garantir a segurança no suprimento, além de promover a modicidade tarifária e a inserção social. Desde a implementação do novo modelo até o fim de 2018, o consumo de energia elétrica no Brasil cresceu 40%.

A série histórica do consumo elétrico nacional é apresentada no gráfico<sup>8</sup> a seguir:

Consumo de Energia Elétrica - TWh



O Novo Modelo do Setor Elétrico foi formulado em 2004 com o objetivo de garantir a segurança no suprimento de energia no território nacional e promover o acesso a este serviço público. A partir de sua implementação e até o fim de 2018, o consumo de energia apresentou crescimento acumulado de 43,2% e taxa de crescimento média anual de 2,42%.

<sup>8</sup>Fonte: EPE – Empresa de Pesquisa Energética, Laudo: PDE 2027\_aprovado\_OFICIAL.pdf

O comportamento observado no período de 15 anos foi influenciado, dentre outros, por: (i) investimentos em infraestrutura de geração e transmissão, (ii) evolução da atividade econômica do país; (iii) crescimento da população e (iv) iniciativas de universalização do acesso a este serviço público.

A elasticidade entre a demanda de energia elétrica e a variação do PIB, historicamente<sup>9</sup>, tem-se mostrado elástica (superior a 1), ou seja, indicando que a demanda por energia elétrica pode evoluir acima do crescimento do PIB. Essa característica é levada em consideração na elaboração de projeções desenvolvidas pelos órgãos reguladores do setor.

Para a Data-Base, considerando o acumulado dos últimos 12 meses anteriores, o consumo apresentou crescimento de 2,0% (consolidado Brasil) e 2,6% (região Sudeste). Conforme apresentado a seguir:

Consumo de Energia - GWh	LTM 31/03/2018	LTM 31/03/2019	%
Residencial	134.129	138.574	3,3%
Industrial	168.490	169.368	0,5%
Comercial	87.955	90.091	2,4%
Outros	76.976	78.726	2,3%
<b>Brasil</b>	<b>467.550</b>	<b>476.759</b>	<b>2,0%</b>

Consumo de Energia - GWh	LTM 31/03/2018	LTM 31/03/2019	%
Residencial	64.876	66.757	2,9%
Industrial	89.884	92.045	2,4%
Comercial	46.556	47.530	2,1%
Outros	31.355	32.309	3,0%
<b>Sudeste</b>	<b>232.671</b>	<b>238.641</b>	<b>2,6%</b>

<sup>9</sup> Fonte: Plano Decenal de Expansão de Energia 2027, EPE, [seção 2.2.4. Eletricidade](#)

A evolução apresentada tanto no nível consolidado quanto na região Sudeste se deu principalmente pelo aumento do consumo Residencial e Comercial e, em menor escala, pelo consumo Industrial.

Na região Sudeste, responsável por 50% do consumo de energia elétrica do Brasil, observa-se crescimentos consistentes em todas as categorias, inclusive na categoria Industrial, que sugere uma eventual recuperação e redução da capacidade ociosa com a evolução de consumidores *eletro intensivos*.

De forma geral, observa-se que em 2018 e 2019 (LTM Março) o consumo de energia elétrica tem conseguido recuperar os patamares reportados em 2014 (último pico de consumo observado nos últimos 5 anos).

### Projeção do Demanda de Energia Elétrica

As projeções de demanda de energia direcionam decisões estratégicas do setor para curto e longo prazo, são periodicamente revisitadas pela EPE, e constam em planos de desenvolvimento energético anuais, quinquenais e decenais.

Para o cálculo se adota um conjunto de premissas básicas sobre perspectivas futuras do cenário econômico e de expansão demográfica, as quais alimentam modelos. De forma geral, são aplicadas duas abordagens de projeção, conforme descrito a seguir:

- *Bottom-up*: baseada na análise dos usos finais da eletricidade em cada setor da economia por meio da aplicação do Modelo Integrado de Planejamento Energético (COPPE, 1997) e Modelo do Setor Residencial (ACHÃO, 2003).
- *Top-down*: correlaciona o consumo de energia elétrica, por classe de consumo e por região (subsistema elétrico);

De acordo com estudo de demanda da EPE<sup>10</sup> (Abril/2019), o consumo nacional no SIN de energia elétrica deverá crescer à taxa média anual de

3,8% a.a. até 2023, principalmente em função ao ajuste nas expectativas de evolução de alguns segmentos *eletro intensivos* e redução de capacidade ociosa. A seguir apresenta-se a projeção por categoria de cliente no nível consolidado Brasil:

Consumo de Energia - GWh	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Residencial	139.640	145.138	150.807	156.532	162.419	3,9%
Industrial	176.138	181.558	186.416	193.152	199.987	3,2%
Comercial	91.565	95.192	99.028	103.046	107.290	4,0%
Outros	80.173	83.792	87.670	91.744	96.112	4,6%
<b>Brasil</b>	<b>487.516</b>	<b>505.680</b>	<b>523.921</b>	<b>544.474</b>	<b>565.808</b>	<b>3,8%</b>

Consumo de Energia - GWh	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Residencial	81.357	84.188	87.085	89.989	92.950	3,4%
Industrial	104.458	107.644	110.637	113.936	117.666	3,0%
Comercial	57.131	59.345	61.681	64.127	66.704	3,9%
Outros	42.187	43.819	45.550	47.355	49.270	4,0%
<b>Sudeste/Centro-Oeste</b>	<b>285.133</b>	<b>294.996</b>	<b>304.953</b>	<b>315.407</b>	<b>326.590</b>	<b>3,5%</b>

Os Plano Decenal de Energia mais recente e ainda em fase de discussão corresponde ao período 2017-2027. Em função do contexto atual, o novo Plano Decenal de Energia, ainda em elaboração, deverá refletir as políticas de desenvolvimento que o atual governo federal vislumbra para o setor. No entanto, com base nas informações disponíveis do PDE 2017/2027 espera-se que o indicador de elasticidade renda seja de 1,28, dessa forma, o consumo total de energia elétrica deveria crescer 0,7 p.p. a mais que a economia brasileira para esse período.

### Mercado de Distribuição de Energia

O segmento de distribuição de energia abrange cerca de 83 milhões de unidades consumidoras localizadas em mais de 99% dos municípios brasileiros.<sup>11</sup> A maior concentração de unidades consumidoras se dá na categoria Residencial e Comercial. No entanto, em termos de carga consumida, a categoria Industrial apresenta maior relevância.

<sup>10</sup>Fonte: 1ª Revisão Quadrimestral das Projeções da demanda de energia elétrica do Sistema Interligado Nacional 2019-2023 da EPE, ONS e CCEE

<sup>11</sup> Fonte: EMIS

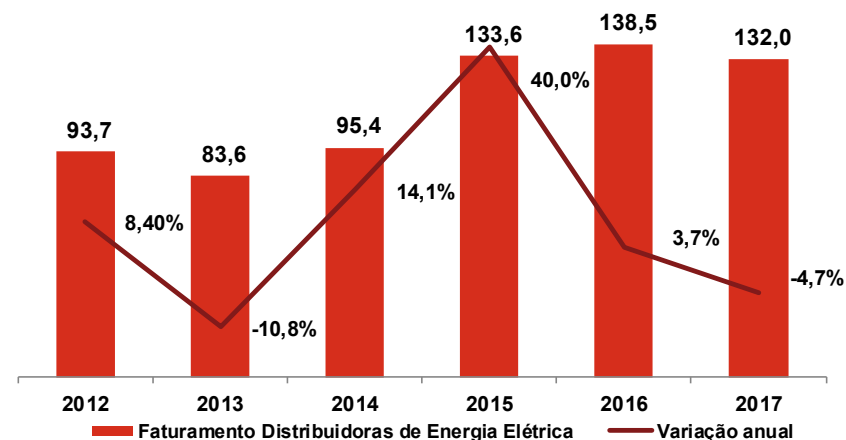
A rede de distribuição nacional está composta por uma vasta infraestrutura de linhas de alta, média e baixa tensão, bem como de demais instalações de transmissão. Considerando a magnitude do mercado a ser atendido, existem no cadastro da Abradee, 56 operadores agrupados em 2 categorias definidas em função à origem do capital:

- Privados: 40 concessionários subsidiários de grupos empresariais nacionais e internacionais de diversas regiões (norte-americanas, espanholas, portuguesas, italianas e chinesas, entre outras).
- Públicos: (i) Governo Federal: por meio da Eletrobras detêm 6 operações, as quais se encontram atualmente em fase de privatização, o que aumenta o número de concessionários privados para 46; (ii) Estadual: 7 operações; e (iii) Municipal: 3 operações.

A presença de operadores privados é reflexo da implementação do marco normativo definido na Lei nº 9.074/1995 e Lei Nº10.848/2004, o qual promove a iniciativa privada por meio de contratos com prazo médio de 30 anos, bem como a possibilidade de renovação pelo Poder Concedente (a exclusivo critério do regulador ANEEL e o MME). No entanto, tem se observado que existem diversos precedentes recentes de renovação (22 casos reportados por associadas da ABRADEE) e nos termos da Lei nº 12.783/2013 e regulamento do Decreto 8.461/2015. As prerrogativas de renovação exigem, entre outros: (i) manutenção e melhora de padrões de qualidade; e (ii) sustentabilidade econômica e financeira, com trajetória para os primeiros 5 anos, sob pena de extinção da concessão.

O setor atravessou por um período de bastante volatilidade conforme apresenta-se no gráfico<sup>12</sup> de faturamento consolidado a seguir:

#### Faturamento das Distribuidoras de Energia Elétrica - R\$ bi



Fonte: EMIS - Emerging markets research data and News

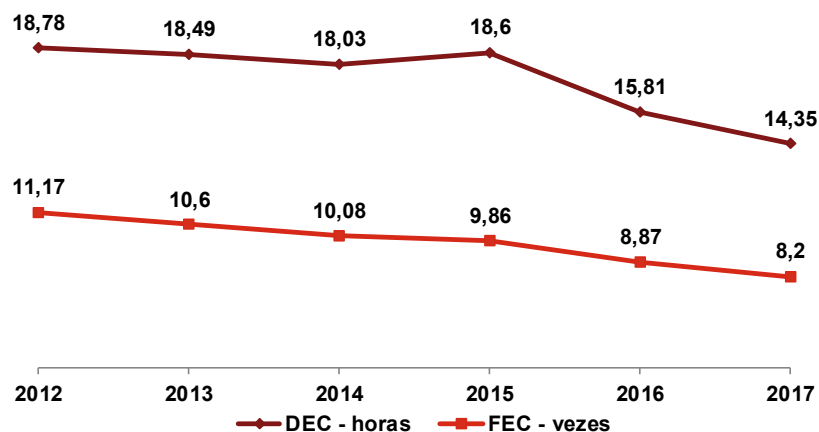
Diversos fatores motivaram tal volatilidade, por um lado, a retração da demanda (que impacta os indicadores de sobre contratação) e, por outro lado, o acentuado aumento nos preços da energia decorrentes da crise hídrica.

<sup>12</sup>

[https://www.emis.com/php/store/reports/BR/Brazil\\_Electric\\_Power\\_Sector\\_Report\\_20182022\\_en\\_644254784.html](https://www.emis.com/php/store/reports/BR/Brazil_Electric_Power_Sector_Report_20182022_en_644254784.html)

Medidas regulatórias adotadas a partir de 2015 estabilizaram a situação de caixa das distribuidoras e motivaram a recuperação dos indicadores de eficiência. Dessa forma, os indicadores de qualidade da oferta apresentaram a seguinte evolução:

### Qualidade da oferta de Energia Elétrica



Fonte: EMIS - Emerging markets research data and News

### Esferas de ação das distribuidoras

As distribuidoras atuam em duas esferas de mercado:

- Mercado Cativo (“Mercado Cativo”): base de clientes recebem o serviço de disponibilização de rede de energia e adicionalmente adquirem a energia elétrica por meio da concessionária; e
- Clientes Livres (“Clientes Livres”): os consumidores que negociam de forma independente a energia que será por consumida e remuneram à concessionária exclusivamente pela disponibilização da rede de distribuição (TUSD).

Existe a possibilidade de migração voluntária de clientes do Mercado Cativo para o mercado livre (em junho de 2018, o número de companhias do Mercado Livre chegou a 5.495, alta de 25% frente ao ano de 2015).

### Reajuste Tarifário Anual

A tarifa de energia elétrica praticada pelas distribuidoras a clientes finais pelo uso da rede e fornecimento, é determinada de acordo com o contrato de concessão e com a regulamentação estabelecida pela ANEEL. Ambos estabelecem um teto tarifário e reajustes: (i) anuais; (ii) periódicos (quadrienais, quinquenais ou outros, a depender da concessão) e (iii) extraordinários quando há necessidade de reequilíbrio econômico-financeiro decorrente de casos específicos.

A metodologia de revisão tarifária definida pela ANEEL busca remunerar o concessionário pelos custos e despesas incorridos e investimentos realizados, dessa forma está estruturado conforme apresentado a seguir:

- Parcela A (não gerenciáveis): compreendem o custo da energia comprada para revenda, os encargos setoriais, os custos referentes aos encargos de conexão e uso dos sistemas de transmissão e distribuição, os quais são repassados ao cliente final;
- Parcela B (gerenciáveis): compreende o retorno sobre os investimentos relacionados à concessão, a depreciação regulatória e os custos de operação e manutenção do sistema de distribuição. Tais

custos são corrigidos pelo índice IGP-M ajustado pelo Fator X que compreende na somatória dos seguintes componentes:

- XPd – Componente de produtividade: consiste nos ganhos de produtividade da distribuidora no período histórico analisado, ajustado pela variação observada no mercado e nas unidades consumidoras;
- Xt – Componente de trajetória de custos operacionais: objetiva ajustar os custos operacionais observados ao custo operacional eficiente; e
- XQ – Componente de qualidade: mede a qualidade dos serviços técnicos e comerciais prestados por cada distribuidora aos seus consumidores. Estabelecido e revisado no decorrer do ciclo, nos reajustes tarifários anuais.

## Bandeiras Tarifárias

Desde o ano de 2015, as contas de energia elétrica dos clientes cativos inseridos no SIN passaram a integrar o sistema de bandeiras tarifárias. Tal sistema estabelece valores adicionais às tarifas de modo a refletir a variação dos custos da geração de energia. No Brasil, a matriz energética de geração é predominantemente hídrica, dependendo diretamente das chuvas e do nível de água nos reservatórios para que as usinas termoeletricas não sejam acionadas, dado que as termoeletricas apresentam um custo maior de geração de energia. Como os reajustes tarifários ocorrem anualmente, as bandeiras tarifárias foram criadas para repassar parte deste aumento antes do reajuste e, ao mesmo tempo, sinalizar os clientes para adaptarem seu consumo de energia.

Nesse contexto, as bandeiras tarifárias são compostas por quatro modalidades:

- Bandeira verde: a tarifa não sofre nenhum acréscimo;
- Bandeira amarela: acréscimo de R\$ 10/MWh; e

- Bandeira vermelha: patamar 1 – acréscimo de R\$ 30 MWh; patamar 2 – acréscimo de R\$ 50 MW/h (esses limites são revisitados).

## Premissas Macroeconômicas

### Premissas Macroeconômicas

Seguem abaixo as premissas macroeconômicas utilizadas na avaliação. Para os últimos 9 meses do ano de 2019 calculou-se a taxa do período em questão e, adicionalmente, a partir de 2023, foi considerado o valor dos indicadores projetados do ano anterior como constantes. Todas as projeções dos indicadores foram obtidas no site de sistemas de expectativas de mercado do Bacen (29 de março de 2019):<sup>13</sup>

Indicadores	9M 2019	2020	2021	2022	2023
IPCA	2,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%
IGPM	3,9%	4,2%	4,1%	4,0%	4,1%
PIB	1,5%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%
SELIC	4,8%	7,2%	7,7%	7,8%	7,7%
USD/R\$	3,73	3,73	3,77	3,83	3,88

<sup>13</sup> <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>

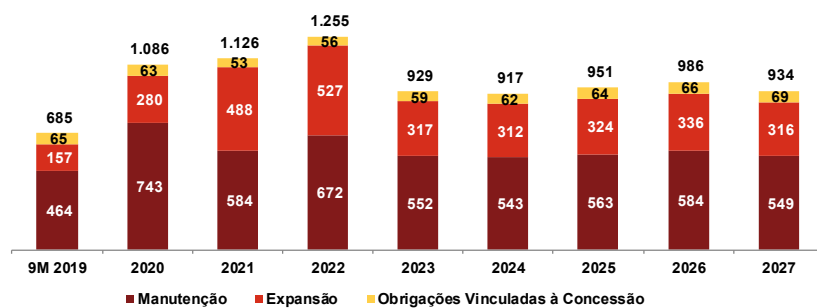
## Projetos de Investimentos Relevantes

### Projetos de Investimentos Relevantes

Foram considerados na avaliação investimentos necessários para manutenção do ativo da concessão. Tais investimentos são divididos em 3 linhas:

- Manutenção: investimento necessário para manutenção de toda a infraestrutura de distribuição de energia elétrica da concessão;
- Expansão: investimento para expansão infraestrutura de distribuição de energia elétrica da concessão; e
- Obrigatórios: investimentos obrigatórios vinculados a concessão.

Investimentos - R\$ milhões



---

## ***4. Avaliação da Companhia***

## Crêterios de Avaliação

Na avaliação da Companhia utilizamos as seguintes metodologias:

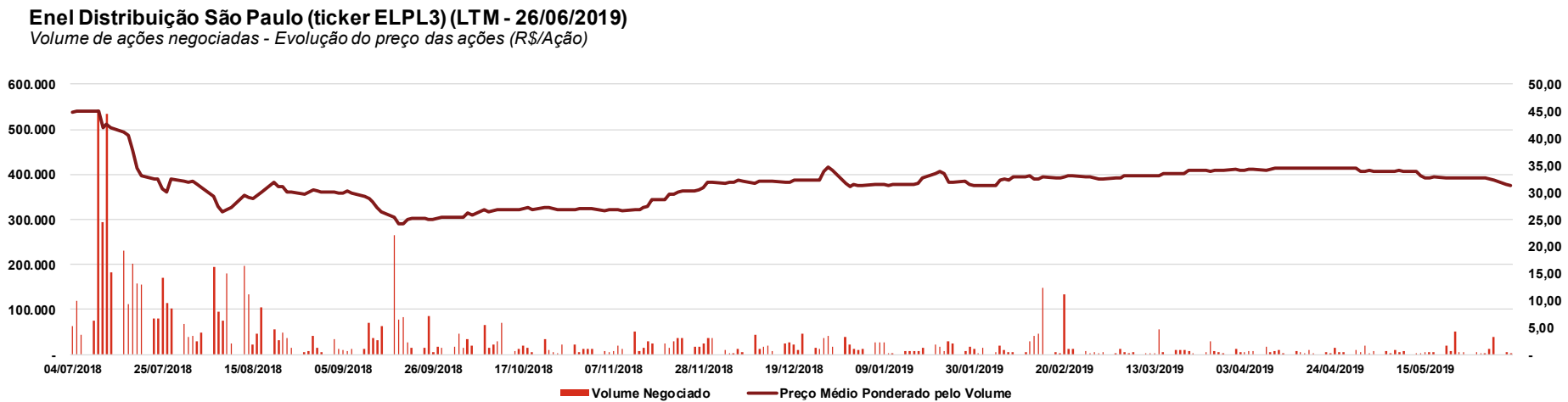
- **Preço médio ponderado de cotação das ações:** preço médio ponderado das ações calculado no período de 12 meses anteriores ao Fato Relevante e no período compreendido entre a data do Fato Relevante e a data deste Laudo;
- **Valor do patrimônio líquido por a  o na Data-Base:** Calculado com base no valor do patrimônio líquido da Enel Distribuição São Paulo na Data-Base da avaliação conforme dados publicados;
- **Valor econômico:** Calculado com base em um dos seguintes métodos:
  - **Avaliação por múltiplo:** Calculado com base no múltiplo médio e mediano das companhias comparáveis com capital aberto;
  - **FCD:**
    - Método consiste em estabelecer um conjunto de premissas operacionais que são utilizadas para calcular os resultados futuros da operação;
    - O valor do negócio é igual à soma dos valores presentes dos fluxos de caixa previstos (após Imposto de Renda);
    - Os fluxos são obtidos mediante projeção da máxima distribuição possível de recursos aos titulares do capital sem afetar o equilíbrio financeiro do negócio; e
    - O valor presente é calculado a partir de uma taxa de desconto que remunere adequadamente o capital de um investidor, tendo em conta os riscos específicos do negócio e do país em que o negócio se insere.



**A ICVM 361 Anexo III, item XII alínea (c), faculta a utilização das 3 (três) possíveis metodologias para o cálculo do valor da companhia avaliada, das quais ao menos uma deve ser utilizada. Utilizamos a metodologia do FCD, atendendo o critério estabelecido.**

# Avaliação pelo preço médio ponderado de cotação das ações

O gráfico a seguir apresenta o preço médio ponderado de cotação das ações nos últimos 12 meses anteriores ao fato relevante, conforme estabelecido pela ICVM 361:



ELPL3	Média	Mediana	Máximo	Mínimo
LTM 26/06/2019	R\$ 32,00	R\$ 32,08	R\$ 42,57	R\$ 24,13

Fonte: Bloomberg

## Avaliação pelo valor do patrimônio líquido contábil por ação

A tabela a seguir apresenta o valor do patrimônio líquido por ação na Data-Base:

R\$ milhões

Ativos	mar-19
<b>Ativo Circulante</b>	<b>6.870,2</b>
Caixa e equivalentes de caixa	1.554,3
Investimentos de curto prazo	4,1
Consumidores, revendedores e outros	2.351,7
Imposto de renda e contribuição social compensáveis	70,4
Outros tributos compensáveis	110,0
Contas a receber - acordos	218,1
Outros créditos	259,2
Almoxarifado	33,0
Serviços em curso	145,0
Despesas pagas antecipadamente	53,7
Ativo financeiro setorial	2.070,8
<b>Ativo não circulante</b>	<b>12.557,0</b>
Consumidores, revendedores e outros	25,9
Outros tributos compensáveis	82,5
Tributos e contribuições sociais diferidos	2.131,3
Cauções e depósitos vinculados	546,6
Contas a receber - acordos	8,5
Outros créditos	43,4
Ativo contratual (infraestrutura em construção)	456,8
Ativo financeiro da concessão	4.033,7
Ativo financeiro setorial	532,4
Investimento	41,3
Imobilizado arrendado	179,8
Intangível	4.475,0
<b>Total Ativo</b>	<b>19.427,2</b>

<b>Cálculo do valor do Patrimônio Líquido por ação</b>	<b>mar-19</b>
Patrimônio líquido total	2.950,0
# total de ações excluindo tesouraria (em milhões)	197,5
<b>Patrimônio Líquido / Ação (R\$)</b>	<b>14,94</b>

Passivos e Patrimônio Líquido	mar-19
<b>Passivo Circulante</b>	<b>6.310,3</b>
Fornecedores	1.925,6
Empréstimos e financiamentos	945,3
Debêntures	199,1
Obrigações por arrendamentos	72,3
Subvenções governamentais	3,9
Imposto de renda e contribuição social a pagar	-
Outros tributos a pagar	499,3
Dividendos e juros sobre capital próprio a pagar	0,4
Obrigações sociais e trabalhistas	170,7
Encargos setoriais	387,8
Obrigações com benefícios pós-emprego	11,3
Contas a pagar - acordo Eletrobras	270,7
Provisão para processos judiciais e outros	278,9
Reserva de reversão	7,3
Outras obrigações	277,4
Passivo financeiro setorial	1.260,3
<b>Passivo não circulante</b>	<b>10.166,9</b>
Empréstimos e financiamentos	52
Debêntures	3.335
Obrigações por arrendamentos	132
Subvenções governamentais	8
Obrigações com benefícios pós-emprego	3.867
Contas a pagar - acordo Eletrobras	1.249
Provisão para processos judiciais e outros	738
Encargos setoriais	70
Obrigações sociais e trabalhistas	0
Reserva de reversão	50
Outras obrigações	20
Passivo financeiro setorial	647
<b>Total Passivo</b>	<b>16.477,2</b>
<b>Total Patrimônio Líquido</b>	<b>2.950,0</b>

## Avaliação por múltiplo de mercado

A avaliação por múltiplos consiste em estimar o valor de uma empresa em função das relações entre valor de mercado e indicadores financeiros ou operacionais de companhias comparáveis à analisada. O valor de mercado das companhias comparáveis é obtido por meio de cotação em mercado de ações. Este valor é então dividido por um indicador de referência (usualmente EBITDA, receita líquida ou outros), gerando um múltiplo que pode ser adotado para a companhia a ser avaliada. A abordagem por múltiplos baseia-se na ideia de que ativos semelhantes devem ter rentabilidade futura semelhantes, e podem ser avaliados/precificados de forma relativa.

Ressalva-se que a comparação direta de múltiplos de avaliação deve ser feita com cautela, pois a amostra de companhias normalmente utilizada como comparável é constituída de companhias com diferentes tamanhos, contextos operacionais e atividades. Além disso, fatores pontuais podem afetar o valor de mercado e, nesse contexto, o valor de mercado pode conter um prêmio positivo ou negativo.

Foi considerado o múltiplo de EV/EBITDA de mercado para a Data-Base. A base de análise foi a amostra de empresas utilizadas no cálculo do beta (vide anexo 1), cujo critério considerou: (i) perfil operacional; (ii) empresas atuantes no Brasil; e (ii) mais do que 50% da receita da empresa sendo gerada por atividades de distribuição de energia.

A seguir apresentamos todas as empresas selecionadas para análise de comparáveis para a avaliação por múltiplos, ainda sem qualquer exclusão:

Múltiplos de mercado

Ticker	Companhia	EBITDA	EV	EV/EBITDA
ENGI3 BZ Equity	ENERGISA S.A.	3.922,9	32.035,7	8,2x
LIGT3 BZ Equity	LIGHT SA	1.704,0	12.564,8	7,4x
CPFE3 BZ Equity	CPFL ENERGIA SA	5.466,9	52.845,1	9,7x
ENBR3 BZ Equity	EDP - ENERGIAS DO BRASIL SA	2.828,6	17.388,6	6,1x
EQTL3 BZ Equity	EQUATORIAL ENERGIA SA - ORD	2.762,9	29.413,2	10,6x
CPLE6 BZ Equity	CIA PARANAENSE DE ENERGI-PFB	3.343,8	22.049,6	6,6x
CMIG4 BZ Equity	CIA ENERGETICA MINAS GER-PRF	3.892,4	37.190,8	9,6x
ELPL3 BZ Equity	ELETROPAULO METROPOLITANA SP	1.249,1	9.994,9	8,0x
CLSC4 BZ Equity	CENTRAIS ELETRICAS SANTA CAT	610,0	1.909,3	3,1x
<b>Média</b>				<b>7,7x</b>
<b>Mediana</b>				<b>8,0x</b>

Fonte: Bloomberg

O cálculo dos múltiplos partiu desta base de empresas, porém com a exclusão da Centrais Elétricas de Santa Catarina, que apresentou múltiplo implícito que destoava da concentração de múltiplos observados nas demais empresas desta amostra (maior que duas vezes o desvio padrão da amostra – “σ” de 2,1).

Foi considerado o EBITDA<sup>14</sup>, publicados nos informes de resultados trimestrais das respectivas companhias.

Seguem abaixo as tabelas com as companhias comparáveis e seus respectivos múltiplos, assim como o resultado da avaliação por múltiplo:

Múltiplos de mercado

Ticker	Companhia	EBITDA	EV	EV/EBITDA
ENGI3 BZ Equity	ENERGISA S.A.	3.922,9	32.035,7	8,2x
LIGT3 BZ Equity	LIGHT SA	1.704,0	12.564,8	7,4x
CPFE3 BZ Equity	CPFL ENERGIA SA	5.466,9	52.845,1	9,7x
ENBR3 BZ Equity	EDP - ENERGIAS DO BRASIL SA	2.828,6	17.388,6	6,1x
EQTL3 BZ Equity	EQUATORIAL ENERGIA SA - ORD	2.762,9	29.413,2	10,6x
CPLE6 BZ Equity	CIA PARANAENSE DE ENERGI-PFB	3.343,8	22.049,6	6,6x
CMIG4 BZ Equity	CIA ENERGETICA MINAS GER-PRF	3.892,4	37.190,8	9,6x
ELPL3 BZ Equity	ELETROPAULO METROPOLITANA SP	1.249,1	9.994,9	8,0x
<b>Média</b>				<b>8,3x</b>
<b>Mediana</b>				<b>8,1x</b>

Fonte: Bloomberg

<sup>14</sup> Fonte: LTM EBITDA na Data-Base retirado da Bloomberg para todas as companhias. No caso da Enel Distribuição São Paulo o EBITDA utilizado corresponde ao dado ajustado e apresentado do ITR 2019, o qual expurga efeitos de prática contábil que não possuem impactos de caixa e itens não recorrentes.

R\$ milhões

<b>Avaliação por Múltiplo</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>
EV/EBITDA	8,3x	8,1x
Enterprise Value	10.328,8	10.097,8
Dívida financeira líquida	(2.055,7)	(2.055,7)
<b>Equity Value</b>	<b>8.273,0</b>	<b>8.042,1</b>
# de ações excluindo tesouraria (em milhões)	197,5	197,5
<b>Preço por ação - R\$/ação</b>	<b>41,90</b>	<b>40,73</b>

## Avaliação por fluxo de caixa descontado

### Premissas Gerais

As projeções de fluxo de caixa da Companhia foram elaboradas considerando os seguintes principais parâmetros:

- Data-base da avaliação: 31 de março de 2019. Ressalta-se que não houve distribuição de dividendos entre a Data-Base e a data de emissão do presente Laudo;
- As projeções foram elaboradas em termos nominais, ou seja, considerando os efeitos da inflação, e os valores estão apresentados em R\$ milhões, exceto se indicado de forma distinta;
- As projeções foram baseadas em informações históricas de desempenho da Companhia e plano de negócios de longo prazo aprovado pela Companhia;
- Utilizou-se a abordagem de geração dos fluxos de caixa para o acionista (*"Free Cash Flow to Equity"*). Nessa abordagem, os fluxos de caixa projetados consideram os efeitos do resultado financeiro e variações de caixa e dívidas. O valor presente destes fluxos de caixa é posteriormente ajustado por outros ativos e passivos, considerados pelos seus valores contábeis reportados na Data-Base, de modo a se chegar ao valor das ações (*"Equity Value"*);
- Horizonte de projeção compreende o prazo remanescente da concessão atual até junho 2028. Para o cálculo do valor residual da projeção adotou-se a premissa de renovação do contrato de concessão por período equivalente a 30 anos (até junho de 2058). Desta forma, foram considerados os aspectos na elaboração do fluxo de caixa da renovação: (i) evolução da receita em função ao crescimento da inflação (IPCA) projetada de longo prazo e crescimento do PIB de 2,49%; (ii) manutenção de margens operacionais observadas na projeção do último ciclo de revisão tarifária; e (iii) alinhamento da estrutura de endividamento da operação com a média observada na amostra de companhias consultadas no cálculo do Beta.

- Foi considerado o *mid-year convention* para desconto a valor presente dos fluxos de caixa projetados. Como as entradas e saídas de caixa ocorrem ao longo do ano, o cálculo a valor presente desses fluxos deveria refletir os respectivos momentos nos quais ocorrem. Ou seja, os fluxos de caixa gerados no início de cada período deveriam ser trazidos a valor presente considerando um desconto menor do que aqueles gerados no final de cada período. Dessa forma, por motivos práticos, essa convenção considera que os fluxos de caixa são gerados no meio de cada período da projeção; e
- A taxa de desconto calculada por meio da metodologia CAPM e considerando duas etapas: (i) Taxas variáveis ajustadas pela relação D/E intrínseca da operação até o fim da concessão atual; e (ii) única de desconto para os fluxos de caixa correspondente à renovação do contrato de concessão. Nesse contexto, a taxa de desconto equivalente foi de 12,1% em termos nominais. Na sensibilidade de taxa considerou-se 0,25 pontos percentuais para cima e para baixo, com objetivo de manter a faixa de variação de resultados (mínimo e máximo) definida pela ICVM 361.

### Premissas Macroeconômicas

Seguem abaixo as premissas macroeconômicas utilizadas na avaliação. Para os últimos 9 meses do ano de 2019 calculou-se a taxa do período em questão e, adicionalmente, a partir de 2023, foi considerado o valor dos indicadores projetados do ano anterior como constantes. Todas as projeções dos indicadores foram obtidas no site de sistemas de expectativas de mercado do Bacen (29 de março de 2019):

Indicadores	9M 2019	2020	2021	2022	2023
IPCA	2,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%
IGPM	3,9%	4,2%	4,1%	4,0%	4,1%
PIB	1,5%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%
SELIC	4,8%	7,2%	7,7%	7,8%	7,7%
USD/R\$	3,73	3,73	3,77	3,83	3,88

---

## Receita Operacional

As categorias de receita operacional são descritas a seguir:

- **Receita de clientes cativos** – Composta por clientes que adquirem a energia por meio da distribuidora (modalidade *pass through*) está segmentado em (i) residencial, (ii) industrial, (iii) comercial, (iv) rural, (v) poder público e (vi) iluminação pública. O faturamento dos serviços é efetuado de acordo com o consumo do período de competência e a receita é calculada utilizando as tarifas de energia homologadas pela ANEEL; incorpora os efeitos de políticas de bandeiras tarifárias e ajuste de competência oriunda da leitura de relógios de consumo.
- **Receitas originadas de contratos com clientes**
  - **TUSD:** refere-se à remuneração pelo uso da rede de distribuição no perímetro da concessão, sendo pago pelos Clientes Livres;
  - **Mercado de Liquidação de Curto Prazo (Spot):** refere-se à receita obtida pela liquidação do excedente de energia comprada para atender o Mercado Cativo, sendo precificadas com base no PLD do submercado;
  - **Arrendamentos e aluguéis:** principalmente originada de contratos de compartilhamento de pontos de fixação na infraestrutura dos postes de distribuição de energia elétrica;
  - **Receita de construção:** oriunda da aplicação da norma contábil IFRIC 12, a Companhia registra receita/custo atrelada aos montantes de CAPEX realizados ao longo da projeção para a manutenção e expansão da infraestrutura concessionada; e
  - **Outras receitas de contratos:** composta por certos serviços taxados, recolhimento de taxa Cosip e suprimento de energia.
- **Outras receitas** – proveniente principalmente de subsídios incidentes nas tarifas aplicáveis aos usuários da rede; e receita financeira ativo de contrato, oriunda da aplicação da norma contábil IFRIC 12 e está atrelada ao CAPEX de manutenção e expansão em construção.

## Custos e Despesas Operacionais

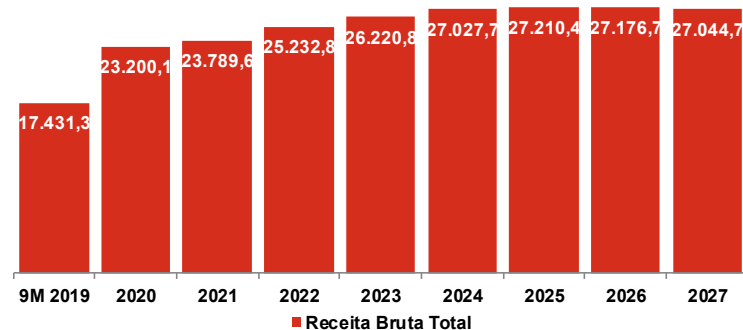
As categorias de custos e despesa são descritas a seguir:

- **Parcela A – Custos não gerenciáveis**
  - **Contratos de compra de energia:** referem-se à composição da matriz energética para atendimento da demanda dos clientes do Mercado Cativo, considerando os parâmetros de sobrecontratação definidos como razoáveis pelo regulador. Nesse contexto, a matriz energética está majoritariamente composta por contratos com geradoras a partir dos leilões no âmbito da CCEE e contratos com Itaipu, Angra, cota MP 579 e PROINFA. Ressalta-se que o PROINFA é projetado até o ano de 2025, e posteriormente é encerrado;
  - **Encargos de Rede:** engloba custos referentes à rede básica, ONS, conexão do sistema de transmissão e serviço de manutenção do sistema; e
  - **Tarifas Obrigatórias:** definidos pelo regulador são compostos pelos seguintes itens: (i) CDE; (ii) EPE; (iii) P&D; (iv) FNDCT; (v) PEE.
- **Parcela B - Custos gerenciáveis**
  - **PMSO:** composto pelas despesas com pessoal, materiais, serviços de terceiros e outros. São custos sobre os quais a Companhia possui controle possibilitando a eventual implementação de políticas de eficiência e consequentes ganhos de escala;
  - **PECLD:** provisão esperada de créditos de liquidação duvidosa é constituída com base nos indicadores históricos; e
  - **Provisões para contingências:** constituídas por provisões trabalhistas, cíveis e fiscais em linha com a evolução histórica da Enel Distribuição São Paulo.

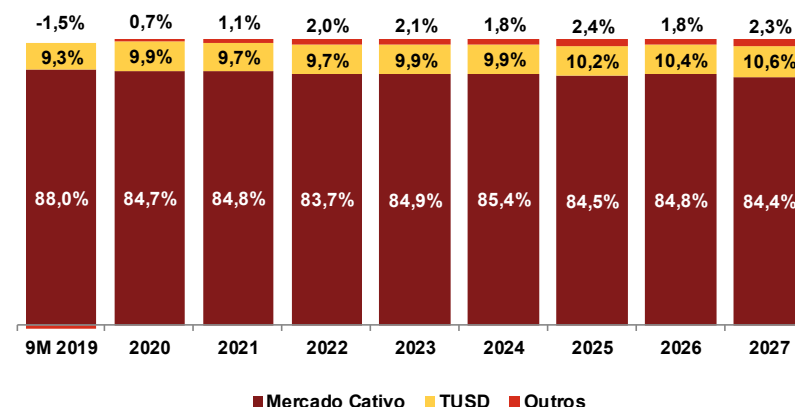
## Projeção da Receita Bruta

Os gráficos a seguir apresentam a projeção da receita bruta total e a composição por categoria:

Projeção da Receita Bruta Total - R\$ milhões

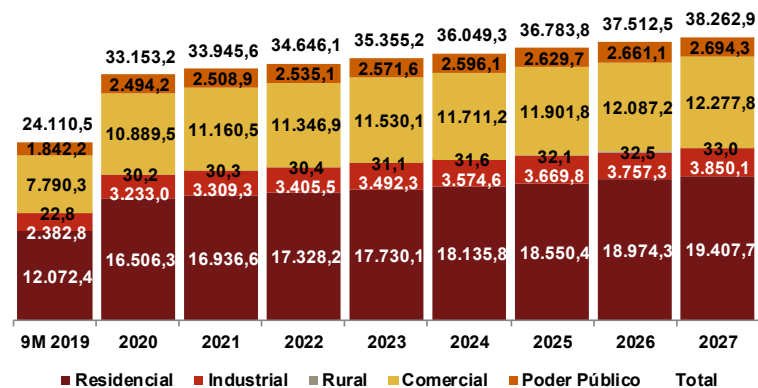


Projeção da Receita Bruta Total por Categoria

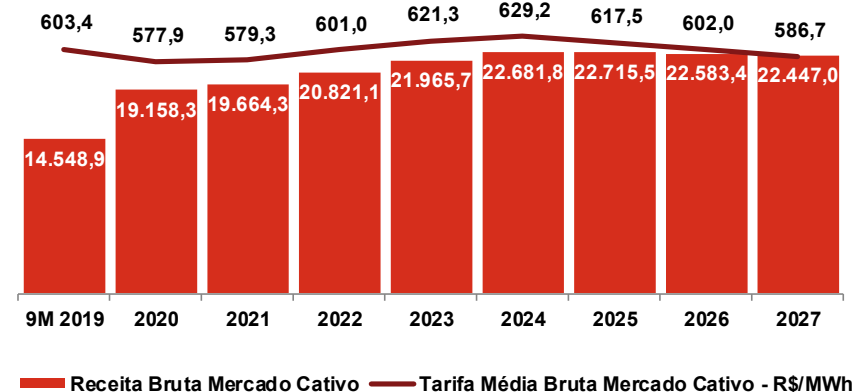


A seguir apresenta-se a projeção da receita bruta do Mercado Cativo:

Projeção de Demanda do Mercado Cativo - GWh

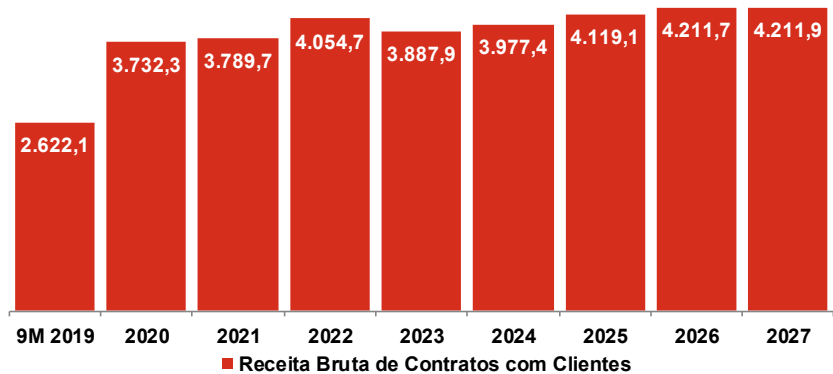


Projeção da Receita Bruta do Mercado Cativo - R\$ milhões



A seguir apresenta-se a projeção da receita bruta de contratos com clientes:

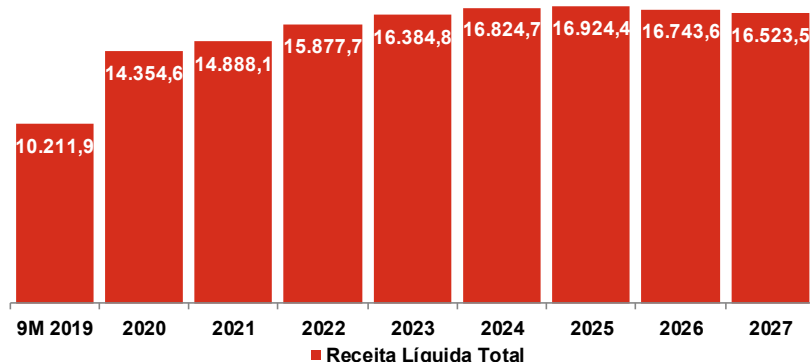
Receita Bruta de Contratos com Clientes - R\$ milhões



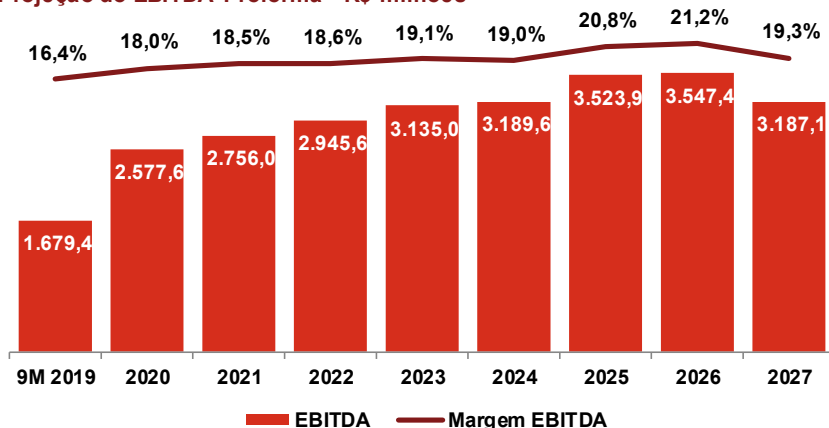
## Projeção Receita Líquida e EBITDA (Proforma)

Abaixo apresenta-se a projeção da receita líquida e EBITDA (Proforma):

Projeção da Receita Líquida - R\$ milhões



Projeção do EBITDA Proforma - R\$ milhões



As projeções de receita líquida, EBITDA (Proforma) e da Margem EBITDA são impactados por:

- Recuperação da demanda por energia elétrica em todas as categorias, com ênfase na categoria industrial;
- Migração de clientes do Mercado Cativo para o mercado livre que impacta na mensuração da matriz energética;
- Impacto do comportamento projetado de encargos setoriais e regulatórios;
- Evolução dos custos de compra de energia elétrica no SIN. As reduções projetadas são decorrentes de: (i) expectativa de redução gradativa dos custos de PPAs novos; (ii) encerramento do contrato de compra PROINFA em 2025; e (iii) redução do impacto do risco hidrológico no repasse de custos de energia por meio de bandeiras tarifárias;
- Evolução das despesas gerenciáveis, impactadas pela continuação da implementação de políticas e programas de otimização dos serviços, impactando tanto na geração de despesas como também na expectativa de diminuição de penalidades regulatórias; e
- Ciclo de reajuste tarifário e revisão periódica a cada 4 (quatro) anos. Vale ressaltar que o intervalo de 4 (quatro) anos na revisão da tarifa causa essa volatilidade na margem EBITDA.

---

## Deduções da Receita Bruta

As deduções que incidem sobre a receita bruta referem-se aos seguintes impostos e alíquotas:

- **PIS/COFINS:** alíquota referencial de 9,25%, no entanto a alíquota efetiva média é de 4,4%, após créditos oriundos principalmente da compra de energia; e
- **ICMS:** a projeção considera duas alíquotas médias: (i) 14,16% para a receita TUSD; e (ii) 19,25% para as receitas no Mercado Cativo.

## Imposto de Renda e Contribuição Social

A Enel Distribuição São Paulo é optante pelo regime do Lucro Real. As alíquotas aplicadas são:

- **IRPJ:** aplica-se a alíquota de 25% sobre o lucro tributável; e
- **CSLL:** aplica-se a alíquota de 9% sobre lucro tributável.

Para o cálculo do lucro tributável consideram-se os seguintes ajustes:

- Itens não dedutíveis:** receitas financeiras do ativo financeiro e do ativo de construção; depreciação do ativo imobilizado do *leasing* operacional, provisões para inadimplentes, provisão para contingências processuais e atualização de contingências; e
- Itens dedutíveis:** pagamento de contingências processuais, uso de créditos referentes de ágio de incorporação e uso de créditos oriundos de prejuízos fiscais acumulados.

## Capital de Giro

O capital de giro foi projetado considerando os seguintes parâmetros:

- **Contas a receber:** receita de fornecimento faturado e fornecimento não faturado líquido em relação a conta de contas a receber comerciais, resultando na média de 47 dias de giro;
- **Estoques:** foi considerada a relação histórica entre despesa com materiais e a conta de estoques para fins de projeção deste item, resultando na média de 1.118 dias de giro. Esse giro maior de estoques é devido a conta de estoques da Enel Distribuição São Paulo ser composta majoritariamente por materiais de almoxarifado e em transformação.
- **Despesas antecipadas:** despesa de compra de energia Proinfa do período seguinte em relação as despesas antecipadas, resultando na média de 57 dias de giro;
- **Fornecedores:** despesa de compra de energia em relação a conta de fornecedores, resultando na média de 84 dias de giro;
- **Encargos setoriais:** despesas de encargos setoriais e de encargos regulatórios em relação a conta de encargos setoriais, resultando na média de 39 dias de giro;
- **Salários e Encargos:** despesa com pessoal em relação a conta de salários e encargos, resultando na média de 64 dias de giro; e

**Encargos sobre serviços:** despesa de serviços em relação a conta de encargos sobre serviços, resultando na média de 31 dias de giro.

## Provisões e Contingências

As contingências de natureza trabalhista, fiscal e cível foram projetadas com base nos indicadores históricos, e sua realização gradual considerou a liquidação de acordo com as estimativas para encerramento dos processos. Adicionalmente, a projeção de depósitos judiciais respeitou a relação com as contingências reportadas na Data-Base.

## Ativos da Concessão (Investimentos)

A seguir apresenta-se a projeção dos ativos da concessão:

### • Ativo Contratual (infraestrutura em construção)

Refere-se ao ativo criado pelos investimentos de manutenção e expansão dos ativos cedidos e que se encontram em fase de construção ao final de cada período projetado.

Na finalização da construção são transferidos para a rubrica de ativo intangível ou ativo financeiro da concessão. A receita financeira para manutenção de valor é calculada considerando uma taxa de remuneração.

### • Ativo Intangível da Concessão

Compreende a porção de ativos cedidos em curso, os investimentos adicionais considerados nesta rubrica que apresentem saldo positivo no final da concessão não farão parte da contraprestação final a ser recebida pelo concessionário. A amortização projetada foi calculada considerando uma taxa de 4,1%.

### • Ativo Financeiro da Concessão (BRR)

O ativo financeiro da concessão representa a porção de investimentos em infraestrutura que fazem parte da BRR. Os saldos não amortizados integralmente até o final da concessão farão parte da contraprestação a ser recebida pelo concessionário. Nesse contexto, para projeção do ativo financeiro da Companhia, considera-se o valor contábil na Data-Base e os seguintes parâmetros:

- CAPEX homologado para compor a BRR e que não será amortizado integralmente até o final do período de concessão;
- Amortização e atualização da BRR com base nos critérios regulatórios;
- Remuneração financeira do saldo contábil do ativo financeiro.

## Perfil do Endividamento

Na tabela a seguir apresenta-se o perfil de endividamento da Companhia na Data-Base:

R\$ milhões			
Empréstimos e Financiamentos			
FINEP 1	5,4	2020	4,0%
FINEP 2	63,1	2024	TJLP + 5,0%
Debêntures			
Debêntures 14ª Emissão	544,5	2021	CDI + 2,62%
Debêntures 23ª Emissão (1ª Série)	702,9	2021	111,02% do CDI
Debêntures 23ª Emissão (2ª Série)	1.393,3	2023	112,85% do CDI
Debêntures 23ª Emissão (3ª Série)	893,1	2025	CDI + 1,73%

A partir de 2022, as necessidades de CAPEX da operação não serão financiadas totalmente por capital próprio. Dessa forma, 36,7% do total do CAPEX do período é financiado por dívida financeira, enquanto 63,3% por meio do caixa da própria operação, considerando a relação D/(D+E) observada pela média da amostra de empresas utilizadas no cálculo do beta (vide Anexo 1). Como referência, neste caso, vale ressaltar que a respectiva relação D/E é de 58,0%.

Os termos dos novos endividamentos foram definidos considerando as seguintes características:

- prazo de amortização de 2 anos, com o intuito de manter o saldo endividamento financeiro estável;
- taxa de juros equivalente a CDI + 1,65%, definido com base nos termos dos endividamentos mais recentes da Companhia.

---

## Aportes de Capital

Não se projetam novos aportes de capital.

## Caixa mínimo e Dívida rotativa

- **Caixa mínimo:** considera a manutenção de um caixa mínimo para atendimento de (i) custos e despesas operacionais da operação, e (ii) pagamento de parcelas de empréstimos e debêntures; e
- **Dívida rotativa:** eventuais necessidades de caixa para atender a política de caixa mínimo, podem gerar na necessidade de contratação de endividamento financeiro de curto prazo. No prazo remanescente de projeção não há necessidade de caixa.

Os saldos de caixa mínimo e dívida rotativa geram receitas/despesas financeiras com base na SELIC projetada.

## Balanco Patrimonial Proforma

A seguir, o balanço patrimonial proforma na Data-Base:

R\$ milhões			
Ativo	mar-19	Ajuste	Pro-forma
<b>Ativo Operacional</b>	<b>7.509,6</b>	<b>-</b>	<b>7.509,6</b>
Caixa e equivalentes	1.558,4		1.558,4
Contas a receber comerciais	2.569,7		2.569,7
Estoques	178,0		178,0
Ativo setorial - CVA	2.603,2		2.603,2
Despesas antecipadas	53,7		53,7
Depósitos judiciais	546,6	-	546,6
<b>Ativos relacionados a impostos</b>	<b>2.394,1</b>	<b>(1.397,4)</b>	<b>996,7</b>
Tributos compensáveis	262,8	(262,8)	- (i)
Tributos e contribuições sociais diferidos	2.131,3	(1.134,6)	996,7 (ii)
<b>Ativos da concessão</b>	<b>9.145,3</b>	<b>-</b>	<b>9.145,3</b>
Ativo contratual - infraestrutura	456,8		456,8
Ativo financeiro da concessão	4.033,7		4.033,7
Intangível	4.475,0		4.475,0
Imobilizado, líquido	179,8		179,8
<b>Ativo Não Operacional</b>	<b>378,2</b>	<b>(378,2)</b>	<b>- (ii)</b>
Outros ativos	302,5	(302,5)	-
Contas a receber comerciais	34,4	(34,4)	-
Investimento	41,3	(41,3)	-
<b>Total do Ativo</b>	<b>19.427,2</b>	<b>(1.775,6)</b>	<b>17.651,6</b>

### Ajustes de Balanço Proforma

(i) Conciliação de contas, encontro de contas de mesma natureza no balanço para fins de modelagem.

(ii) Ajuste de valor com efeito caixa - Ativos e passivos considerados pelo seu valor contábil, devido a sua natureza operacional ou critérios de liquidação.

Passivo e Patrimônio líquido	mar-19	Ajuste	Pro-forma
<b>Passivo Operacional</b>	<b>5.551,6</b>	<b>-</b>	<b>5.551,6</b>
Fornecedores	1.925,6		1.925,6
Encargos setoriais	514,4		514,4
Salários e encargos	171,1		171,1
Passivo setorial - CVA	1.907,1		1.907,1
Encargos sobre serviços	16,3		16,3
Provisão para contingências	1.017,1	-	1.017,1
<b>Passivos relacionados a impostos</b>	<b>482,9</b>	<b>(262,8)</b>	<b>220,1</b>
Tributos a recolher	482,9	(262,8)	220,1 (i)
<b>Endividamento financeiro</b>	<b>3.614,1</b>	<b>-</b>	<b>3.614,1</b>
Empréstimos e financiamentos	68,6		68,6
Debêntures	3.534,0		3.534,0
Subvenções governamentais	11,5		11,5
<b>Passivo Não Operacional</b>	<b>6.828,5</b>	<b>(6.828,5)</b>	<b>- (ii)</b>
Nota Promissória - Reforço capital de giro	501,1	(501,1)	-
Previdência privada	3.877,9	(3.877,9)	-
Acordo Eletrobras	1.520,1	(1.520,1)	-
Mútuo - Enel	427,6	(427,6)	-
Leasing operacional	204,5	(204,5)	-
Outros passivos	296,9	(296,9)	-
Dividendos a pagar	0,4	(0,4)	-
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.950,0</b>	<b>5.315,7</b>	<b>8.265,8 (ii)</b>
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>19.427,2</b>	<b>(1.775,6)</b>	<b>17.651,6</b>

Os ajustes de Balanço Pro-forma referem-se às contas de ativo e passivo que não foram consideradas na projeção, mas que foram consideradas na avaliação pelo seu valor contábil. Mais adiante, no tópico "Resultado – valor econômico" apresenta-se o impacto consolidado e comentários adicionais para os principais ajustes.

## Demonstração do Resultado de Exercício Projetado

A seguir, são apresentadas as projeções de receita, custos e despesas, resultado financeiro e impostos da Enel Distribuição São Paulo na Data-Base:

R\$ milhões	9M 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Demonstração do Resultado</b>									
<b>Receita de clientes cativos</b>	<b>14.548,9</b>	<b>19.158,3</b>	<b>19.664,3</b>	<b>20.821,1</b>	<b>21.965,7</b>	<b>22.681,8</b>	<b>22.715,5</b>	<b>22.583,4</b>	<b>22.447,0</b>
Fornecimento Faturado	15.344,8	19.661,5	20.184,8	21.122,3	22.273,8	23.081,2	22.991,6	23.052,7	22.812,7
Outros ativos e passivos regulatórios (Bandeira)	(821,2)	(492,4)	(523,3)	(324,0)	(329,8)	(397,2)	(248,9)	(441,9)	(388,6)
Fornecimento Não Faturado - Líquido	25,3	(10,8)	2,8	22,8	21,7	(2,2)	(27,2)	(27,4)	22,9
<b>Receitas originadas de contratos com clientes</b>	<b>2.622,1</b>	<b>3.732,3</b>	<b>3.789,7</b>	<b>4.054,7</b>	<b>3.887,9</b>	<b>3.977,4</b>	<b>4.119,1</b>	<b>4.211,7</b>	<b>4.211,9</b>
TUSD	1.616,8	2.296,6	2.312,4	2.456,7	2.601,0	2.687,9	2.777,7	2.819,0	2.854,6
Mercado Livre (SPOT)	165,9	162,9	164,9	155,2	164,4	171,9	182,9	192,3	202,2
Arrendamentos e Aluguéis	105,0	120,7	120,7	120,7	123,3	128,3	133,5	139,0	144,6
Receita de construção	685,3	1.086,4	1.125,6	1.254,7	928,6	916,5	950,6	985,8	933,8
Outras Receitas de Contrato	49	66	66	67	71	73	74	76	77
<b>Outras Receitas</b>	<b>260,3</b>	<b>309,5</b>	<b>335,7</b>	<b>357,0</b>	<b>367,2</b>	<b>368,5</b>	<b>375,8</b>	<b>381,6</b>	<b>385,8</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>17.431,3</b>	<b>23.200,1</b>	<b>23.789,6</b>	<b>25.232,8</b>	<b>26.220,8</b>	<b>27.027,7</b>	<b>27.210,4</b>	<b>27.176,7</b>	<b>27.044,7</b>
PIS/CoFins	(1.384,9)	(1.832,3)	(1.903,7)	(2.032,8)	(2.148,4)	(2.225,2)	(2.189,7)	(2.195,6)	(2.196,3)
ICMS	(3.574,8)	(4.663,0)	(4.796,2)	(5.033,5)	(5.311,2)	(5.514,3)	(5.547,4)	(5.602,6)	(5.600,2)
<b>Total de Impostos</b>	<b>(4.959,7)</b>	<b>(6.495,2)</b>	<b>(6.699,9)</b>	<b>(7.066,3)</b>	<b>(7.459,6)</b>	<b>(7.739,5)</b>	<b>(7.737,1)</b>	<b>(7.798,3)</b>	<b>(7.796,5)</b>
CDE	(2.159,5)	(2.212,7)	(2.053,4)	(2.130,7)	(2.209,9)	(2.291,9)	(2.376,9)	(2.465,1)	(2.556,5)
P&D	(100,1)	(137,6)	(148,3)	(158,1)	(166,5)	(171,7)	(172,0)	(169,8)	(168,2)
<b>Encargos Setoriais</b>	<b>(2.259,6)</b>	<b>(2.350,3)</b>	<b>(2.201,7)</b>	<b>(2.288,8)</b>	<b>(2.376,4)</b>	<b>(2.463,6)</b>	<b>(2.548,9)</b>	<b>(2.634,8)</b>	<b>(2.724,7)</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>10.211,9</b>	<b>14.354,6</b>	<b>14.888,1</b>	<b>15.877,7</b>	<b>16.384,8</b>	<b>16.824,7</b>	<b>16.924,4</b>	<b>16.743,6</b>	<b>16.523,5</b>
Compra de energia	(5.263,8)	(7.191,0)	(7.603,0)	(8.314,1)	(8.794,5)	(9.072,8)	(8.639,2)	(8.225,7)	(8.229,6)
Energia no mercado livre	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Encargos regulatórios	(1.241,4)	(1.759,0)	(1.836,7)	(1.928,3)	(2.006,5)	(2.099,4)	(2.194,0)	(2.294,7)	(2.405)
<b>Custos não gerenciáveis</b>	<b>(6.504,9)</b>	<b>(8.950,0)</b>	<b>(9.439,7)</b>	<b>(10.242,4)</b>	<b>(10.801,1)</b>	<b>(11.172,2)</b>	<b>(10.833,2)</b>	<b>(10.520,3)</b>	<b>(10.634,7)</b>
Custo de construção	(685,3)	(1.086,4)	(1.125,6)	(1.254,7)	(928,6)	(916,5)	(950,6)	(985,8)	(933,8)
Pessoal	(589,1)	(704,5)	(541,4)	(414,6)	(476,2)	(498,7)	(545,1)	(594,5)	(648,3)
Materiais	(54,7)	(70,2)	(74,0)	(77,7)	(81,1)	(80,0)	(82,1)	(84,3)	(86,4)
Serviços de terceiros	(337,6)	(461,6)	(469,4)	(498,2)	(521,7)	(514,3)	(527,6)	(541,0)	(554,5)
Provisão para incobráveis	(132,1)	(165,7)	(165,1)	(175,0)	(184,9)	(200,9)	(200,6)	(201,0)	(199,1)
Contingências	(46,7)	(57,8)	(52,7)	(52,3)	(56,6)	(56,6)	(56,6)	(56,6)	(56,6)
Arrendamentos e alugueis	(86,6)	(121,1)	(127,6)	(136,7)	(141,9)	(139,9)	(143,5)	(147,2)	(150,9)
Outras despesas operacionais	(95,5)	(159,6)	(136,5)	(80,6)	(57,7)	(55,9)	(61,3)	(65,6)	(72,1)
<b>Custos gerenciáveis</b>	<b>(2.027,6)</b>	<b>(2.827,0)</b>	<b>(2.692,3)</b>	<b>(2.689,8)</b>	<b>(2.448,8)</b>	<b>(2.462,8)</b>	<b>(2.567,3)</b>	<b>(2.675,9)</b>	<b>(2.701,7)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.679,4</b>	<b>2.577,6</b>	<b>2.756,0</b>	<b>2.945,6</b>	<b>3.135,0</b>	<b>3.189,6</b>	<b>3.523,9</b>	<b>3.547,4</b>	<b>3.187,1</b>
<i>Margem EBITDA</i>	<i>16,4%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,8%</i>	<i>21,2%</i>	<i>19,3%</i>
Depreciação do ativo imobilizado	(14,6)	(19,4)	(19,4)	(19,4)	(19,4)	(19,4)	(19,4)	(19,4)	(19,4)
Amortização do ativo intangível	(187,0)	(198,9)	(203,5)	(204,4)	(208,6)	(211,1)	(212,6)	(214,1)	(216,0)
Amortização e depreciação do ativo financeiro	(435,7)	(535,8)	(553,9)	(573,8)	(590,6)	(603,3)	(615,2)	(626,9)	(637,6)
<b>EBIT</b>	<b>1.042,2</b>	<b>1.823,4</b>	<b>1.979,2</b>	<b>2.147,9</b>	<b>2.316,3</b>	<b>2.355,7</b>	<b>2.676,6</b>	<b>2.686,9</b>	<b>2.314,1</b>
Despesas financeiras	(240,4)	(378,1)	(345,8)	(283,1)	(206,1)	(115,9)	(93,4)	(99,0)	(101,9)
Receitas financeiras	101,50	63,38	51,15	51,80	55,16	58,55	60,16	61,46	64
Atualização do ativo financeiro a concessão	306,12	454,42	515,72	606,64	697,48	782,21	870,97	970,16	1.081
<b>EBT</b>	<b>1.209,4</b>	<b>1.963,1</b>	<b>2.209,3</b>	<b>2.523,3</b>	<b>2.862,9</b>	<b>3.080,6</b>	<b>3.514,4</b>	<b>3.619,5</b>	<b>3.357,0</b>
Provisão de IRPJ e CSLL	(272,8)	(327,4)	(509,0)	(703,7)	(791,4)	(844,6)	(961,6)	(965,4)	(838,4)
Uso do prejuízo fiscal acumulado	81,8	98,2	35,4	-	-	-	-	-	-
<b>Lucro do exercício</b>	<b>1.018,4</b>	<b>1.734,0</b>	<b>1.726,7</b>	<b>1.819,6</b>	<b>2.071,5</b>	<b>2.235,9</b>	<b>2.552,8</b>	<b>2.654,1</b>	<b>2.518,6</b>
<i>Margem Líquida</i>	<i>7,8%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,8%</i>	<i>17,1%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,3%</i>	<i>19,2%</i>

## Balanço Patrimonial Proforma Projetado

A seguir, é apresentado o Balanço Patrimonial Proforma projetado para o período explícito:

Balanço Patrimonial	9M 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Ativos operacionais</b>	<b>6.115,4</b>	<b>4.227,9</b>	<b>4.246,2</b>	<b>4.408,7</b>	<b>4.591,1</b>	<b>4.667,3</b>	<b>4.596,7</b>	<b>4.614,1</b>	<b>4.621,8</b>
Caixa e equivalentes	456,6	465,5	507,5	537,9	561,4	544,6	520,0	510,1	518,0
Contas a receber comerciais	2.606,2	2.503,6	2.579,0	2.701,3	2.848,3	2.940,4	2.933,8	2.941,6	2.917,3
Estoques	222,4	214,6	226,7	237,9	248,5	244,4	251,6	258,1	264,8
Ativo setorial - CVA	1.301,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas antecipadas	70,3	52,8	53,0	53,0	53,0	52,8	-	-	-
Ativos relacionados a impostos	885,4	620,5	528,3	499,5	471,7	445,4	419,4	396,0	374,3
Depósitos judiciais	572,9	370,9	351,7	379,1	408,3	439,8	472,0	508,3	547,5
<b>Ativos da concessão</b>	<b>9.461,1</b>	<b>10.124,2</b>	<b>10.758,1</b>	<b>11.609,6</b>	<b>12.270,2</b>	<b>12.984,1</b>	<b>13.801,1</b>	<b>14.734,0</b>	<b>15.699,4</b>
Imobilizado	165,2	145,8	126,4	106,9	87,5	68,0	48,6	29,2	9,7
Ativo contratual (infraestrutura em construção)	267,6	204,7	212,6	237,1	174,8	171,9	178,1	184,7	174,9
Ativo Intangível da concessão	4.592,6	4.739,7	4.497,7	4.457,4	4.372,7	4.242,6	4.104,7	3.968,9	3.849,2
Ativo Financeiro da concessão	4.435,6	5.033,9	5.921,4	6.808,1	7.635,2	8.501,5	9.469,7	10.551,2	11.665,7
<b>Total de ativos</b>	<b>15.576,5</b>	<b>14.352,1</b>	<b>15.004,2</b>	<b>16.018,2</b>	<b>16.861,4</b>	<b>17.651,4</b>	<b>18.397,8</b>	<b>19.348,1</b>	<b>20.321,3</b>
<b>Passivos operacionais</b>	<b>4.821,5</b>	<b>3.454,0</b>	<b>3.501,3</b>	<b>3.744,0</b>	<b>3.970,5</b>	<b>4.128,9</b>	<b>4.126,8</b>	<b>4.134,3</b>	<b>4.240,2</b>
Fornecedores	1.603,8	1.646,3	1.745,5	1.908,7	2.019,0	2.077,2	1.983,3	1.888,4	1.889,3
Encargos setoriais	502,4	443,1	436,6	456,0	473,9	492,0	512,8	533,0	554,7
Salários e encargos	136,4	122,5	94,4	72,3	83,1	86,7	95,1	103,7	113,1
Passivo setorial - CVA	953,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Encargos sobre serviços	37,4	38,5	39,2	41,6	43,6	42,9	44,1	45,2	46,3
Passivos relacionados a impostos	521,7	513,4	531,0	560,1	591,2	611,7	613,2	618,1	617,9
Contingências	1.066,1	690,2	654,5	705,4	759,8	818,3	878,3	946,0	1.018,9
<b>Endividamento</b>	<b>3.420,7</b>	<b>3.222,8</b>	<b>2.325,0</b>	<b>1.635,0</b>	<b>632,5</b>	<b>305,4</b>	<b>313,3</b>	<b>325,1</b>	<b>214,3</b>
Endividamento	3.420,7	3.222,8	2.325,0	1.635,0	632,5	305,4	313,3	325,1	214,3
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>7.334,3</b>	<b>7.675,3</b>	<b>9.178,0</b>	<b>10.639,2</b>	<b>12.258,3</b>	<b>13.217,1</b>	<b>13.957,7</b>	<b>14.888,6</b>	<b>15.866,7</b>
<b>Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>15.576,5</b>	<b>14.352,1</b>	<b>15.004,2</b>	<b>16.018,2</b>	<b>16.861,4</b>	<b>17.651,4</b>	<b>18.397,8</b>	<b>19.348,1</b>	<b>20.321,3</b>

## Fluxo de Caixa Projetado

A seguir, são apresentadas as projeções de fluxo de caixa da Enel Distribuição São Paulo, iniciando-se no segundo trimestre de 2019:

R\$ milhões

Projeção do Fluxo de Caixa para o Acionista	9M 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA Contábil	1.637,0	2.552,7	2.737,0	2.925,8	3.113,0	3.173,4	3.507,9	3.530,8	3.170,0
(-) Receita Financeira	(42,5)	(24,9)	(19,0)	(19,8)	(22,0)	(16,3)	(16,0)	(16,6)	(17,2)
EBITDA Ajustado	1.679,4	2.577,6	2.756,0	2.945,6	3.135,0	3.189,6	3.523,9	3.547,4	3.187,1
Impostos	(190,9)	(229,2)	(473,6)	(703,7)	(791,4)	(844,6)	(961,6)	(965,4)	(838,4)
Variações de capital de giro	338,8	529,0	71,0	110,7	67,5	65,4	43,9	(19,8)	106,0
CAPEX	(604,4)	(937,9)	(875,9)	(1.022,7)	(759,8)	(749,3)	(777,3)	(806,7)	(740,3)
Fluxo de financiamento	(332,3)	(512,6)	(1.192,5)	(921,2)	(1.153,4)	(384,5)	(25,3)	(25,8)	(148,9)
Conta garantia e saldo mínimo	(456,6)	(465,5)	(507,5)	(537,9)	(561,4)	(544,6)	(520,0)	(510,1)	(518,0)
Saldo inicial de caixa	1.558,4	456,6	465,5	507,5	537,9	561,4	544,6	520,0	510,1
Aportes/Reduções de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fluxo de Caixa do Acionista</b>	<b>1.949,8</b>	<b>1.393,1</b>	<b>224,0</b>	<b>358,4</b>	<b>452,4</b>	<b>1.277,1</b>	<b>1.812,2</b>	<b>1.723,2</b>	<b>1.540,5</b>
Fator de desconto	0,9573	0,8530	0,7620	0,6824	0,6123	0,5500	0,4940	0,4436	0,3984
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>1.866,5</b>	<b>1.188,3</b>	<b>170,7</b>	<b>244,6</b>	<b>277,0</b>	<b>702,4</b>	<b>895,2</b>	<b>764,4</b>	<b>613,8</b>

Expurga-se a receita financeira do EBITDA Contábil, a qual é oriunda do ativo da concessão uma vez que não tem efeito caixa.

## Valor residual da projeção

O valor residual da projeção foi calculado considerando a renovação da concessão por mais um ciclo de 30 anos conforme apresentado no Anexo 2 deste Laudo. Os principais parâmetros utilizados para o prolongamento do fluxo de caixa do acionista foram:

- Considerou-se fluxo de renovação após 2027;
- A margem EBITDA (%) mantém a evolução cíclica observada no período do fluxo explícito, enquanto a receita projetada considera crescimento equivalente a inflação mais PIB real constante;
- Os demais componentes do fluxo foram projetados considerando a evolução média no período de projeção explícito e atrelados ao comportamento do EBITDA; e

A taxa de desconto utilizada para descontar os fluxos de caixa corresponde ao dado apresentado na seção “Taxa de desconto” deste Laudo.

## Taxa de Desconto

Calculada com base no método CAPM (“*Capital Asset Pricing Model*”), o qual estima o custo de capital próprio a partir do retorno de um ativo sem risco e adicionando-se determinados prêmios, que representam o retorno adicional requerido pelo acionista por assumir mais riscos, conforme apresentado a seguir:

$$K_e = \left[ \frac{(1 + R_f) * (1 + r_{BRL})}{(1 + r_{USD})} - 1 \right] + \beta(a) * MRP + CR$$

- $K_e$  = *Cost of equity* ou Custo do Capital Próprio;
  - $R_f$  = *Risk Free Rate* ou Taxa Livre de Risco: T-Bond 10Y - média do retorno de 1 ano (fonte: *Bloomberg*);
  - $MRP$  = *Market Risk Premium* ou Prêmio de Mercado (fonte: *Damodaran* 2019);
  - $\beta(d)$  = O Beta desalavancado (0,63) foi estimado com base em informações de empresas comparáveis listadas, extraídas da *Bloomberg* (vide seção Anexo I);
  - Impostos – IRPJ/CSLL = 34%;
  - D/E = considera (i) no período explícito, a alavancagem financeira intrínseca da operação; e (ii) a relação D/E de 58,0%, conforme a média das empresa que compõem a amostra utilizada para o Beta, para o período de renovação;
  - $\beta(a)$  = O Beta alavancado foi calculado conforme a fórmula abaixo;
- $$\beta(a) = B(d) * \{1 + [(1 - Impostos) * D/E]\}$$
- $CR$  = *Country Risk* ou Risco País: JP Morgan index EMBI+ (*Emerging Market Bond Index*) 1 ano (fonte: *Bloomberg*);
  - $r_{USD}$  = Taxa de Inflação dos EUA. (fonte: *Personal Consumption Expenditures (PCE) Price Index*); e

- $r_{BRL}$  = Taxa de Inflação do Brasil: (sistema de expectativas do Bacen)

Adotou-se a abordagem de taxas de descontos variáveis (*Rolling CAPM*) para o período remanescente da concessão (até 2027). Já para o cálculo do valor residual adotou-se uma única taxa considerando a estrutura D/E média do setor. A tabela a seguir sumariza as taxas utilizada para cada ano projetado e valor residual:

Taxa de desconto	9M 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Residual
Taxa livre de risco	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Prêmio de mercado	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Risco País	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Beta desalavancado	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
D/E	29,7%	30,2%	22,2%	14,2%	5,1%	2,3%	2,3%	2,5%	1,7%	58,0%
Aliquota de impostos	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Beta realavancado	0,76	0,76	0,73	0,69	0,66	0,64	0,64	0,64	0,64	0,88
Inflação americana	1,9%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflação brasileira	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
CAPM	12,3%	12,1%	11,8%	11,6%	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%	11,3%	12,8%
CAPM (mid period)	6,0%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Fator de Desconto	0,9573	0,8530	0,7620	0,6824	0,6123	0,5500	0,4940	0,4436	0,3984	0,3984

Nesse contexto o fator de desconto é calculado considerando o efeito concatenado de todas das taxas de desconto variáveis. Dessa forma, incorpora-se por meio da relação acima o efeito de taxas de desconto dos primeiros anos nos anos subsequentes vide fórmula a seguir:

$$FDa_n = \frac{a_n}{(1 + CAPM_{mid_{n-1}})/(1 + CAPM_{mid_n})}$$

Onde:

- $a_n$  = refere-se ao período sob análise;
- $CAPM_{mid}$  = corresponde à taxa CAPM de meio período

---

Em resumo, as taxas anuais apresentadas anteriormente, representam uma taxa média de 12,3%, ou seja, descontando-se o fluxo de caixa por esta taxa obtém-se o mesmo resultado

Em outras palavras, a taxa de 12,3% representa o retorno esperado (Taxa Interna de Retorno – TIR) do fluxo de caixa apresentado neste Laudo. Ao se descontar, exclusivamente, o fluxo por esta taxa, o valor obtido é de R\$ 12.955,9.

Assim sendo, a taxa média equivale à concatenação (como já destacado anteriormente) de todas as taxas de desconto especialmente calculadas para cada ano de projeção com base no seu respectivo nível de alavancagem (i.e. endividamento).

## Resultado – Valor Econômico

Com base nas premissas descritas anteriormente, apresentamos abaixo o resultado do valor econômico da Companhia para o acionista, na Data-Base, assim como o valor por ação:

FCFE	
<b>Valor presente dos fluxos de caixa</b>	<b>12.955,9</b>
<b>Outros ativos</b>	<b>378,2</b>
Outros ativos	302,5
Contas a receber comerciais	34,4
Investimento	41,3
<b>Outros passivos</b>	<b>(5.090,8)</b>
Nota Promissória - Reforço capital de giro	(501,1)
Previdência privada	(2.693,9)
Acordo Eletrobras	(966,3)
Mútuo - Enel	(427,6)
Leasing operacional	(204,5)
Outros passivos	(296,9)
Dividendos a pagar	(0,4)
<b>Outros ativos/passivos</b>	<b>(4.712,6)</b>
<b>Valor das ações</b>	<b>8.243,3</b>
# de ações excluindo tesouraria (em milhões)	197,5
<b>Preço por Ação - R\$</b>	<b>41,75</b>

Abaixo, segue o valor por ação, considerando a taxa de desconto equivalente de 12,32% a.a. e cenários com  $\pm 0,25$  pontos percentuais:

Taxa de Desconto Equivalente	Equity Value	Nº Ações	R\$/ação
12,6%	7.899,4	197,5	40,01
12,32%	8.243,3	197,5	41,75
12,1%	8.605,7	197,5	43,58

Os resultados apresentados anteriormente estão baseados na utilização das premissas apresentadas nesse Laudo e especialmente influenciadas pelo contexto descrito a seguir:

- Renovação da concessão por mais 30 anos, dessa forma considera-se o impacto do fluxo de caixa para esse período e o recebimento do valor do saldo da BRR junho 2058.
- As contas de ativo e passivo na tabela ao lado foram consideradas na Data-Base com base nos seus valores contábeis reportados, devido a sua natureza operacional ou critérios de liquidação e estão principalmente compostas por:
  - Nota Promissória – Reforço de capital de giro: A amortização desse empréstimo ocorrerá integralmente em setembro de 2019;
  - Previdência privada: O plano de previdência privada totaliza na Data-base R\$ 3,8 bilhões. Para fins desta análise, foi considerado o saldo contábil passivo na Data-base já contemplando o benefício fiscal de sua realização;
  - Acordo Eletrobrás: Conforme a Administração, a Enel Distribuição São Paulo celebrou acordos com a Eletrobrás com o trânsito em julgado em 25 de abril de 2019 e em 10 de junho de 2019, para encerrar a disputa judicial referente ao empréstimo concedido em 1986 pela Eletrobrás à Companhia. Inclusive, a 1ª parcela dos referidos acordos foi efetivamente paga em 10 de junho de 2019. Dessa forma, para fins de elaboração da análise deste Laudo, foi considerado o saldo contábil passivo na Data-Base já contemplando o benefício fiscal de sua realização; e
  - Mútuo – Enel: O mútuo com a ENEL Finance International N.V. tem vigência até dezembro de 2019.

Conforme tabela ao lado, confirmamos que os ajustes de outros ativos e outros passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional foram considerados na avaliação desse Laudo.

---

# *Anexos*

## Anexo I

As tabelas a seguir contêm as companhias utilizadas como base de parâmetro do Beta:

Ticker	Companhias	Beta Desalavancado	D/(D+E)	Receita de Distribuição	Receita de Distribuição/ Receita Bruta
CLSC4 BZ Equity	CENTRAIS ELETRICAS SANTA CATARINA	0,73	22,0%	7.509,0	97,9%
ENGI3 BZ Equity	ENERGISA S.A.	0,73	30,2%	14.832,7	94,0%
LIGT3 BZ Equity	LIGHT SA	0,57	67,0%	16.744,7	87,2%
CPFE3 BZ Equity	CPFL ENERGIA SA	0,60	33,9%	22.515,2	80,0%
ENBR3 BZ Equity	EDP - ENERGIAS DO BRASIL SA	0,50	30,1%	11.663,9	77,3%
EQTL3 BZ Equity	EQUATORIAL ENERGIA SA - ORD	0,54	38,5%	9.780,3	75,2%
CPLE6 BZ Equity	CIA PARANAENSE DE ENERGI-PFB	0,73	44,0%	11.313,6	69,7%
CMIG4 BZ Equity	CIA ENERGETICA MINAS GER-PRF	1,02	33,1%	13.756,9	61,3%
ELPL3 BZ Equity	ELETROPAULO METROPOLITANA SP	0,30	31,5%	5.105,1	100,0%
<b>Média</b>		<b>0,63</b>	<b>36,7%</b>		

Fonte: Bloomberg

Companhias	Descrição
CENTRAIS ELETRICAS SANTA CATARINA	A Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. - Celesc, é uma sociedade de economia mista que atua desde 1955 nas áreas de geração, transmissão e distribuição de energia no estado de Santa Catarina. Em 2006, estruturou-se como um Holding com duas subsidiárias integrais: Celesc Geração S.A. e Celesc Distribuição S.A.
ENERGISA S.A.	Energisa S.A. é uma holding que, por meio de suas subsidiárias, gera e distribui energia elétrica. O grupo é a 5ª maior distribuidora do país, com atuação em todas as regiões e 862 municípios.
LIGHT SA	Light S.A. é a holding do grupo Light que gera, distribui e comercializa energia elétrica. Por meio da Light SESA, a companhia distribui energia elétrica no estado do Rio de Janeiro.
CPFL ENERGIA SA	A CPFL Energia S.A., por meio de suas subsidiárias, distribui, gera e comercializa eletricidade no Brasil. A companhia atua em 4 estados brasileiros, atendendo 687 municípios.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL SA	EDP - Energias do Brasil S.A., a unidade brasileira da EDP - Energias de Portugal SA é uma holding que controla distribuidoras de energia, uma empresa de comercialização de energia e usinas elétricas. A empresa gera, transmite e distribui energia elétrica no Brasil.
EQUATORIAL ENERGIA SA - ORD	Equatorial Energia S.A. é uma empresa holding que detém participações em operações de geração, transmissão, comercialização e distribuição de energia em todo o Brasil. As empresas investidas são a Cemar, Celpa, Equatorial Piauí, Equatorial Alagoas, Geramar, Equatorial Transmissão, Intesa, Equatorial Telecom, Sol Energia e 55 Soluções.
CIA PARANAENSE DE ENERGI-PFB	A Companhia Paranaense de Energia-Copel gera, transmite, transforma e distribui energia elétrica para todo o estado brasileiro do Paraná. Os maiores clientes da empresa são consumidores de eletricidade industriais, residenciais e rurais. A Copel gera eletricidade por meio das operações de quinze usinas hidrelétricas e três usinas termoeletricas.
CIA ENERGETICA MINAS GER-PRF	A Companhia Energética de Minas Gerais- CEMIG gera, transmite e distribui eletricidade no estado brasileiro de Minas Gerais. A Cemig serve clientes industriais, comerciais, residenciais e rurais. A empresa gera eletricidade por meio de usinas hidrelétricas.

Fonte: Bloomberg e Sites das Respectivas companhias

## Anexo II: Memória de cálculo do valor residual da projeção

Fluxo de caixa normalizado para fins do cálculo do Valor Residual											
Projeção do Fluxo de Caixa para o Acionista	2.028	2.029	2.030	2.031	2.032	2.033	2.034	2.035	2.036	2.037	2.038
EBITDA Ajustado	3.322,3	3.862,3	4.173,3	4.232,1	4.254,1	4.955,8	5.308,5	5.383,4	5.411,4	6.303,9	6.752,6
Impostos	(873,3)	(1.015,2)	(1.097,0)	(1.112,5)	(1.118,2)	(1.302,7)	(1.395,4)	(1.415,1)	(1.422,4)	(1.657,0)	(1.775,0)
Variações de capital de giro	(129,9)	48,7	(19,3)	146,2	(173,8)	62,5	(25,2)	186,0	(221,0)	79,5	(32,0)
CAPEX	(760,3)	(855,8)	(953,4)	(988,4)	(973,6)	(1.098,1)	(1.212,8)	(1.257,3)	(1.238,4)	(1.396,8)	(1.542,7)
Fluxo de financiamento	(577,5)	(671,4)	(725,4)	(735,7)	(739,5)	(861,5)	(922,8)	(935,8)	(940,7)	(1.095,8)	(1.173,8)
Conta garantia e saldo mínimo	(640,1)	(670,7)	(710,3)	(759,8)	(813,5)	(852,0)	(903,6)	(966,5)	(1.034,8)	(1.083,8)	(1.149,4)
Saldo inicial de caixa	518,0	640,1	670,7	710,3	759,8	813,5	852,0	903,6	966,5	1.034,8	1.083,8
BRR líquida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fluxo de Caixa do Acionista</b>	<b>859,1</b>	<b>1.337,9</b>	<b>1.338,5</b>	<b>1.492,3</b>	<b>1.195,4</b>	<b>1.717,5</b>	<b>1.700,8</b>	<b>1.898,3</b>	<b>1.520,6</b>	<b>2.184,7</b>	<b>2.163,5</b>
Fator de desconto	0,3532	0,3131	0,2776	0,2461	0,2181	0,1934	0,1714	0,1520	0,1347	0,1194	0,1059
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>303,5</b>	<b>418,9</b>	<b>371,5</b>	<b>367,2</b>	<b>260,8</b>	<b>332,1</b>	<b>291,5</b>	<b>288,5</b>	<b>204,8</b>	<b>260,9</b>	<b>229,0</b>

Fluxo de caixa normalizado para fins do cálculo do Valor Residual											
Projeção do Fluxo de Caixa para o Acionista	2.039	2.040	2.041	2.042	2.043	2.044	2.045	2.046	2.047	2.048	2.049
EBITDA Ajustado	6.847,9	6.883,5	8.018,8	8.589,6	8.710,7	8.756,0	10.200,1	10.926,2	11.080,3	11.137,9	12.974,9
Impostos	(1.800,0)	(1.809,4)	(2.107,8)	(2.257,9)	(2.289,7)	(2.301,6)	(2.681,2)	(2.872,1)	(2.912,6)	(2.927,7)	(3.410,6)
Variações de capital de giro	236,5	(281,2)	101,1	(40,7)	300,9	(357,7)	128,6	(51,8)	382,7	(455,0)	163,6
CAPEX	(1.599,3)	(1.575,3)	(1.776,8)	(1.962,4)	(2.034,3)	(2.003,8)	(2.260,2)	(2.496,2)	(2.587,8)	(2.548,9)	(2.875,0)
Fluxo de financiamento	(1.190,4)	(1.196,5)	(1.393,9)	(1.493,1)	(1.514,2)	(1.522,0)	(1.773,1)	(1.899,3)	(1.926,1)	(1.936,1)	(2.255,4)
Conta garantia e saldo mínimo	(1.229,4)	(1.316,2)	(1.378,6)	(1.462,1)	(1.563,9)	(1.674,3)	(1.753,6)	(1.859,8)	(1.989,3)	(2.129,8)	(2.230,6)
Saldo inicial de caixa	1.149,4	1.229,4	1.316,2	1.378,6	1.462,1	1.563,9	1.674,3	1.753,6	1.859,8	1.989,3	2.129,8
BRR líquida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fluxo de Caixa do Acionista</b>	<b>2.414,7</b>	<b>1.934,3</b>	<b>2.779,0</b>	<b>2.752,0</b>	<b>3.071,6</b>	<b>2.460,5</b>	<b>3.535,0</b>	<b>3.500,7</b>	<b>3.907,2</b>	<b>3.129,8</b>	<b>4.496,6</b>
Fator de desconto	0,0938	0,0832	0,0737	0,0654	0,0580	0,0514	0,0455	0,0404	0,0358	0,0317	0,0281
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>226,6</b>	<b>160,9</b>	<b>204,9</b>	<b>179,9</b>	<b>178,0</b>	<b>126,4</b>	<b>161,0</b>	<b>141,3</b>	<b>139,8</b>	<b>99,3</b>	<b>126,5</b>

Fluxo de caixa normalizado para fins do cálculo do Valor Residual									
Projeção do Fluxo de Caixa para o Acionista	2.050	2.051	2.052	2.053	2.054	2.055	2.056	2.057	2.058
EBITDA Ajustado	13.898,5	14.094,6	14.167,8	16.504,5	17.679,3	17.928,7	18.021,9	20.994,2	11.244,3
Impostos	(3.653,4)	(3.704,9)	(3.724,2)	(4.338,4)	(4.647,2)	(4.712,7)	(4.737,2)	(5.518,6)	(2.955,7)
Variações de capital de giro	(65,9)	486,9	(578,7)	208,1	(83,8)	619,3	(736,1)	264,7	(299,6)
CAPEX	(3.175,3)	(3.291,7)	(3.242,3)	(3.657,1)	(4.039,0)	(4.187,2)	(4.124,3)	(4.652,0)	-
Fluxo de financiamento	(2.415,9)	(2.450,0)	(2.462,8)	(2.868,9)	(3.073,2)	(3.116,5)	(3.132,7)	(3.649,4)	-
Conta garantia e saldo mínimo	(2.365,7)	(2.530,5)	(2.709,1)	(2.837,5)	(3.009,3)	(3.218,8)	(3.446,1)	(3.609,3)	(1.751,1)
Saldo inicial de caixa	2.230,6	2.365,7	2.530,5	2.709,1	2.837,5	3.009,3	3.218,8	3.446,1	3.609,3
BRR líquida	-	-	-	-	-	-	-	-	37.315,1
Fluxo de Caixa do Acionista	4.453,0	4.970,0	3.981,2	5.719,8	5.664,3	6.322,0	5.064,2	7.275,8	47.162,4
Fator de desconto	0,0249	0,0221	0,0196	0,0174	0,0154	0,0136	0,0121	0,0107	0,0095
Fluxo de Caixa Descontado	111,0	109,9	78,0	99,4	87,2	86,3	61,3	78,0	448,5

---

## **Anexo III: Termos e Condições**

### Limitações de Escopo

Nossa avaliação é apenas um dos diversos fatores a serem considerados para se chegar ao valor de uma empresa, determinável basicamente por meio de negociação de livre iniciativa entre as partes interessadas, em um Mercado Livre e aberto, onde nenhuma das partes tenha motivos especiais para comprar ou para vender e ambas tenham bom conhecimento dos fatos relevantes. Nossa avaliação não levou em consideração eventuais sinergias, motivos estratégicos, economias de escala, ou outros benefícios que eventuais investidores poderiam ter ou perder no caso de realização bem-sucedida da OPA.

Ao elaborarmos a avaliação, utilizamos informações e dados históricos e projetados, auditados e não auditados, fornecidos por escrito ou verbalmente pela Administração, ou obtidos das fontes mencionadas. Adicionalmente, como toda previsão é subjetiva e depende de julgamentos individuais, estando sujeita a incertezas, não apresentamos as previsões como resultados específicos a serem atingidos. Portanto, não estamos em condições de emitir e não emitimos parecer sobre os dados históricos, projeções e demais informações contidas neste Laudo.

O trabalho não inclui atividades de diligência, portanto, não consideram qualquer tipo de contingência, superveniência ou outras questões que eventualmente não estejam registradas nas demonstrações financeiras ou balancetes fornecidos a nós. Dessa forma, os resultados de nosso trabalho não consideram o efeito destes itens, se houver.

A preparação das demonstrações financeiras e a divulgação de informações a terceiros é responsabilidade da Administração. Nossos serviços não incluíram a preparação das demonstrações financeiras, notas explicativas ou nenhum tipo de divulgação de informações a terceiros. Igualmente nosso trabalho não inclui opinião sobre os registros contábeis da Companhia. Para definição dos seus registros contábeis, a Administração deve consultar os seus auditores independentes.

Na eventualidade de a qualquer hora, tomarmos conhecimento de fatos ou informações que não nos tenham sido fornecidos antes da emissão do nosso Laudo em forma final, reservamo-nos o direito de rever os cálculos e os valores resultantes.

---

## Uso do Laudo

Quaisquer Laudos em forma de minuta ou apresentações preliminares de nossos trabalhos foram emitidos unicamente para discussão entre a Administração e a PwC. Portanto, devem ser utilizados apenas para esta finalidade e não devem ser considerados como documentos finais. As conclusões válidas de nossos trabalhos são apresentadas e expressas unicamente em nosso Laudo final assinado.

Nossos trabalhos serão desenvolvidos visando os objetivos já descritos na seção “Escopo e objetivo”. Portanto, (i) nossos trabalhos (incluindo análises, resultados, Laudos e qualquer outra informação) não deverão ser utilizados para outras finalidades que não as citadas, e (ii) nosso Laudo não deverá ser publicado, circulado, reproduzido ou divulgado a terceiros sem nossa aprovação prévia, por escrito, em cada caso, que poderá ou não ser concedida ou ainda poderá ser concedida observando determinadas condições. No caso de concedermos permissão de acesso ao nosso Laudo a um terceiro, este acesso estará sujeito a que (i) este terceiro assine um documento isentando a PwC de responsabilidade em relação ao trabalho e ao nosso Laudo (Carta de Acesso, sendo seus termos determinados exclusivamente pela PwC), e (ii) o Laudo final seja apresentado na íntegra. A utilização do Laudo no contexto da OPA, conforme definido na seção “Escopo e Objetivo” deste Laudo, está previamente aprovada.

Sem prejuízo do disposto acima, no âmbito da transação, reconhecemos que o Laudo ficará disponível ao público por meio do website da CVM, B3, da Companhia, da Instituição Intermediária e, ainda, será apresentado à CVM e à B3 sem que as referidas divulgações impliquem no descumprimento das obrigações de confidencialidade da Companhia e/ou do Contratante.

Salvo mediante prévia autorização formal, a PwC não consentirá qualquer uso alheio ao contexto supra descrito.

A efetivação de uma transação envolvendo as ações da Companhia é uma decisão dos seus acionistas. Nós não emitimos qualquer recomendação formal sobre o valor ou demais condições pelas quais as partes deveriam efetivar uma transação. Desta forma, qualquer decisão sobre as condições de uma transação, especialmente sobre preço, é de responsabilidade exclusiva dos acionistas da Companhia.

Não assumiremos qualquer responsabilidade por perdas ocasionadas ao Contratante, a seus acionistas, diretores ou a outras partes, como consequência da nossa utilização dos dados e informações fornecidas pela Administração ou obtidas de outras fontes, assim como da publicação, divulgação, reprodução ou utilização de nosso Laudo de forma contrária ou sem observância das ressalvas dos parágrafos anteriores.

A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º e no §4º do art. 9º da ICVM361, que o ofertante:

I - informe se o valor da Companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e

II - em caso afirmativo, solicite ao avaliador que atualize o valor da Companhia objeto que consta do laudo de avaliação.

---

# *Glossário*

## Glossário

Termo	Tradução / Explicação / Definição
1T19	1º Trimestre de 2019, 31/03/2019
9M 2019	Últimos 9 meses de 2019
ABRADEE	Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica
ACL	Ambiente de Contratação Livre
ACR	Ambiente de Contratação Regular
Administração	Executivos e funcionários da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
B3 S.A.	Bolsa de Valores de São Paulo, atual B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ou “B3”
BACEN	Banco Central do Brasil
Beta ; $\beta$	Coefficiente que quantifica o risco não diversificável de um ativo (em relação ao mercado)
Bloomberg	Instituição mundial provedora de informações ao mercado financeiro
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento
BRR	Base de Remuneração Regulatória
CAGR	Do Inglês: <i>Compound Annual Growth Rate</i> . Taxa de crescimento anual composta. Fórmula: $\{[an/a1]^{1/(n-1)}\}$ , onde $n = 1,2,3,\dots\infty$ e $a$ = número em questão
Capex	Do Inglês: <i>Capital Expenditures</i> . Investimento em bens de capital.
CAPM	Do Inglês: <i>Capital Asset Pricing Model</i> . Modelo de precificação de ativos financeiros. Modelo que estuda a relação entre risco estimado e a rentabilidade estimada. O modelo afirma que a rentabilidade de um ativo resulta da soma de uma taxa de juros sem risco com prêmios adicionais de risco.
Cash flow to equity	Fluxo de caixa para o acionista
CCRB	Conta Centralizadora dos Recursos de Bandeiras Tarifárias
CDE	Conta de Desenvolvimento Energético
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
Companhia	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Enel Distribuição São Paulo" ou "Eletropaulo")
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
D/E	Relação dívida e <i>equity</i> da Companhia em cada período.
Data-Base	31 de março de 2019
DIC	Duração de interrupção individual por unidade consumidora
DICRI	Duração da interrupção individual ocorrida em dia crítico por unidade consumidora ou ponto de conexão
DMIC	Duração máxima de interrupção contínua por unidade consumidora ou ponto de conexão
EB	Enel Brasil S.A. ("EB" ou "Contratante")
EBIS	Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. ("EBIS")
EBITDA	Do Inglês: <i>Earnings Before Interests</i> , Taxes, Depreciation and Amortization. Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, observando o disposto na Instrução CVM 527
ELPL3	Tickers das ações da Eletropaulo.
Enterprise Value ; EV	Valor dos negócios de uma empresa.
EPE	Empresa de Pesquisa Energética
Equity Value	Valor das ações da empresa para seus acionistas.

<b>Termo</b>	<b>Tradução / Explicação / Definição</b>
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE	Do inglês: <i>Free Cash Flow to Equity</i> . Fluxo de caixa para o acionista
FIC	Frequência de interrupção individual por unidade consumidora
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FNDCT	Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
GW	Gigawatt
GWh	Gigawatt-hora
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICVM	Instrução da CVM
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado
IPCA	Índice de Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IR	Imposto de Renda
IRPJ	Imposto de Renda de Pessoa Jurídica
KW	Kilowatt
KWh	Kilowatt-hora
LTM 03/2019	Últimos 12 meses até 31/03/2019
MME	Ministério de Minas e Energia
MW	Megawatt
MWh	Megawatt-hora
<i>Network</i>	Conglomerado de firmas da marca PwC no mundo que são totalmente separadas e independentes.
ONS	Operador Nacional do Sistema Elétrico
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PECLD	Perda Estimada com Crédito de Liquidação Duvidosa
PEE	Programa de Eficiência Energética
PIB	Produto Interno Bruto
PIS/COFINS	Programas de Integração Social / Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
PLD	Preço de Liquidação das Diferenças
PMSO	Pessoal, Material, Serviços de Terceiros e Outros
PROINFA	Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica
SELIC	Taxa básica de juros da economia
SIN	Sistema Integrado Nacional
<i>Tag Along</i>	Mecanismo de proteção a minoritários no qual o comprador do bloco controlador é obrigado a estender a mesma oferta de compra a todos os minoritários.
Taxa Cosip	Contribuição para o Custeio do Serviço de Iluminação Pública
TFSEE	Taxa de Fiscalização dos Serviços de Energia Elétrica
TUSD	Tarifa de Uso do Sistema de Distribuição
TW	Terawatt
TWh	Terawatt-hora

---

© 2019 PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda. Todos os direitos reservados.

Neste documento, “PwC” refere-se à PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda., firma membro do network da PricewaterhouseCoopers, ou conforme o contexto sugerir, ao próprio network.

Cada firma membro da rede PwC constitui uma pessoa jurídica separada e independente. Para mais detalhes acerca do network PwC, acesse: [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure)