

fator 

17 de NOVEMBRO de 2017

**CPFL ENERGIA E CPFL
RENOVÁVEIS**
RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO

fator investment
banking



1. Sumário Executivo	pg. 03
2. Informações Sobre o Avaliador	pg. 09
3. Visão Geral do Setor Elétrico	pg. 15
4. Avaliação da CPFL Energia	pg. 23
5. Avaliação da CPFL Renováveis	pg. 45
6. Glossário	pg. 67
7. Apêndice	pg. 72
8. Nota Importante	pg. 76

1 SUMÁRIO EXECUTIVO

- No dia 1º de julho de 2016 foi anunciado ao mercado, pela publicação de fato relevante (“Fato Relevante”), que a Camargo Corrêa S.A. (“Camargo Corrêa” ou “CCSA”) havia aceitado a proposta realizada pela State Grid International Development Limited (“State Grid International”) para aquisição da totalidade das ações de emissão da CPFL Energia S.A (“CPFL Energia” ou “Companhia”) vinculadas ao Acordo de Acionistas da CPFL Energia, celebrado em 22 de março de 2002, e respectivos aditamentos (“Acordo de Acionistas”), representando participação societária de aproximadamente 23% (vinte e três por cento), pelo preço de R\$25,00 (vinte e cinco reais) por ação (“Transação”). Como parte do anúncio, foi comunicado que as partes haviam celebrado uma *letter agreement* vinculante (“Letter Agreement”), visando à celebração de um Contrato de Compra e Venda de Ações (“CCV”), que a assinatura do CCV estava sujeita a uma diligência confirmatória (*due diligence*) e, também, que o fechamento da Transação estava sujeito às autorizações necessárias pelas autoridades públicas competentes, tais como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”) e a Agência Nacional de Energia Elétrica (“ANEEL”)
- Após a *due diligence*, no dia 2 de setembro de 2016, as partes anunciaram a execução do CCV, que estabeleceu que a State Grid Brazil Power Participações Ltda. (“State Grid Brazil”), uma subsidiária da State Grid International, iria adquirir, da Camargo Corrêa, uma parcela representativa de aproximadamente 23,58% (vinte e três vírgula cinquenta e oito por cento) das ações CPFL Energia. O preço de R\$25,00 (vinte e cinco reais) por ação da CPFL Energia foi confirmado (sujeito ao mecanismo de ajuste de preço relacionado ao lucro líquido de 2015, previsto no CCV), tendo sido anunciado também que o preço atribuído à CPFL Energias Renováveis S.A. (“CPFL Renováveis”) era de R\$12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação. Além disso, foi transmitido que, nos termos do Acordo de Acionistas, os demais acionistas da CPFL Energia signatários do Acordo de Acionistas teriam a possibilidade de exercer seu direito de preferência ou de venda conjunta (*tag along*), em conjunto com a Camargo Corrêa e suas afiliadas aplicáveis, em relação a todas as ações da CPFL Energia detidas por eles e vinculadas ao Acordo de Acionistas, bem como as bonificações em ações recebidas sobre as ações da CPFL Energia vinculadas ao Acordo de Acionistas a partir de 1º de janeiro de 2016, pelo mesmo preço por ação e sujeitos às mesmas condições oferecidas à CCSA

- No dia 23 de setembro de 2016 e no dia 28 de setembro de 2016, respectivamente, foi anunciado que a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI (“Previ”) e a Energia São Paulo Fundo de Investimento em Ações (“Energia SP”), juntamente com seus investidores: Fundação CESP, Fundação Sistel de Seguridade Social, Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS e Fundação SABESP de Seguridade Social – SABESPREV (investidores da Energia SP, “Acionistas Bonaire”) – sendo a Previ e os Acionistas Bonaire os outros signatários do Acordo de Acionistas da CPFL Energia – haviam formalizado o exercício de seu direito de venda conjunta (*tag along*), previsto no Acordo de Acionistas
- No dia 23 de janeiro de 2017, o fechamento da Transação foi comunicado ao mercado. A State Grid Brazil anunciou a aquisição de participação correspondente a 54,64% (cinquenta e quatro vírgula sessenta e quatro por cento) da CPFL Energia, por um valor total de aproximadamente R\$14,19 bilhões, R\$25,51 (vinte e cinco reais e cinquenta e um centavos) por ação segundo o mecanismo de ajuste relacionado ao lucro líquido de 2015; o preço atribuído a cada ação da CPFL Renováveis detida pela CPFL Energia foi de R\$12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação, o que corresponde a um valor total de aproximadamente R\$3,17 bilhões pela participação societária correspondente a 51,6% (cinquenta e um vírgula seis por cento) detida pela CPFL Energia na CPFL Renováveis. Em conjunto com o fechamento, foi anunciado que a State Grid Brazil realizaria, como resultado da transferência de controle da CPFL Renováveis e em adição à oferta pública de aquisição de ações para as ações ordinárias em circulação remanescentes da CPFL Energia anunciada originalmente em 02 de setembro de 2016, uma oferta pública distinta de aquisição de ações para as ações ordinárias em circulação remanescentes da CPFL Renováveis (em conjunto com a Oferta Pública da CPFL Energia, as “Ofertas Públicas por Alienação de Controle”), de acordo com a legislação brasileira e com os Estatutos Sociais de ambas as companhias. Os preços anunciados das Ofertas Públicas por Alienação de Controle eram: (i) R\$25,51 (vinte e cinco reais e cinquenta e um centavos) por ação da CPFL Energia, e (ii) R\$12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação da CPFL Renováveis. Ambos os preços deverão ser ajustados pelos juros referenciados na taxa Selic desde a data do fechamento (23 de janeiro de 2017) até a data de liquidação das Ofertas Públicas por Alienação de Controle

- No contexto da OPA por alienação de controle da CPFL Renováveis, por meio do Ofício nº 338/2017/CVM/SER/GER-1, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) solicitou o encaminhamento de laudos de avaliação da CPFL Energia e da CPFL Renováveis a serem elaborados nos termos da Instrução da CVM nº 361 de 5 de março de 2002. Para a elaboração dos referidos laudos, a State Grid Brazil contratou o Banco Fator S.A. (“Fator”)
- O presente Laudo de Avaliação apurou o valor das ações das Companhias de acordo com os seguintes critérios:
 - i. Preço médio ponderado pelo volume de negociação das ações da CPFL Energia e da CPFL Renováveis (VWAP):
 - Nos 12 (doze) meses anteriores à data da publicação do Fato Relevante (01 de julho de 2016), e
 - Entre a data do Fato Relevante e 01 de novembro de 2017
 - ii. Valor do patrimônio líquido por ação com base nas Demonstrações Financeiras reportadas mais recentes (31 de março de 2016)
 - iii. Valor econômico calculado pela metodologia de múltiplos de mercado
 - iv. Valor econômico calculado pela metodologia de avaliação por fluxo de caixa descontado (“FCD”)

SUMÁRIO EXECUTIVO

RESULTADO DA AVALIAÇÃO (CPFL ENERGIA)

Metodologia	Valor Econômico das Ações (R\$ / ação)	Observações
Fluxo de Caixa Descontado	24,43  26,87	<ul style="list-style-type: none"> Valor Presente do Fluxo de caixa livre para a firma (vide seção 4.3)
Avaliação por Múltiplos	23,53  25,88	<ul style="list-style-type: none"> Avaliação por múltiplos de Mercado de empresas comparáveis (EV/EBITDA) (vide seção 4.4)
VWAP – entre Fato Relevante e Laudo de Avaliação (CPFE3)	25,08	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de transação entre 01.07.2016 e 01.11.2017 (vide seção 4.5)
VWAP – 12 meses anteriores ao Fato Relevante (CPFE3)	17,10	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de transação entre 02.07.2015 e 01.07.2016 (vide seção 4.5)
Valor Patrimonial	10,43	<ul style="list-style-type: none"> Posição de patrimônio líquido em 31.03.2016 (vide seção 4.6)

A metodologia selecionada pelo Fator como mais adequada para a determinação do preço justo da CPFL Energia é o Fluxo de Caixa Descontado, pois do ponto de vista econômico-financeiro, captura de forma melhor as mudanças no cenário macroeconômico e no setor de atuação da CPFL Energia, bem como o seu desempenho no curto, médio e longo prazo, em linha com o seu plano de negócios. Adicionalmente, o preço médio ponderado das ações na B3 não reflete corretamente o valor da CPFL Energia devido à baixa liquidez das ações

SUMÁRIO EXECUTIVO

RESULTADO DA AVALIAÇÃO (CPFL RENOVÁVEIS)

Metodologia	Valor Econômico das Ações (R\$ / ação)	Observações
Fluxo de Caixa Descontado	11,38  12,51	<ul style="list-style-type: none"> Valor Presente do Fluxo de caixa livre para a firma (vide seção 5.3)
Avaliação por Múltiplos	9,71  10,68	<ul style="list-style-type: none"> Avaliação por múltiplos de Mercado de empresas comparáveis (EV/EBITDA) (vide seção 5.4)
VWAP – entre Fato Relevante e Laudo de Avaliação (CPRE3)	12,62 	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de transação entre 01.07.2016 e 01.11.2017 (vide seção 5.5)
VWAP – 12 meses anteriores ao Fato Relevante (CPRE3)	12,86 	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de transação entre 02.07.2015 e 01.07.2016 (vide seção 5.5)
Valor Patrimonial	8,33 	<ul style="list-style-type: none"> Posição de patrimônio líquido em 31.03.2016 (vide seção 5.6)

A metodologia selecionada pelo Fator como mais adequada para a determinação do preço justo da CPFL Renováveis é o Fluxo de Caixa Descontado, pois do ponto de vista econômico-financeiro, captura de forma melhor as mudanças no cenário macroeconômico e no setor de atuação da CPFL Renováveis, bem como o seu desempenho no curto, médio e longo prazo, em linha com o seu plano de negócios. Adicionalmente, o preço médio ponderado das ações na B3 não reflete corretamente o valor da CPFL Renováveis devido à baixa liquidez das ações

2

**INFORMAÇÕES SOBRE O
AVALIADOR**

INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR

SOBRE O BANCO FATOR

- O Banco Fator é uma instituição financeira iniciada a partir da criação da Fator Corretora em 1967
- Como banco múltiplo, desde 1989, atua nas carteiras comercial e de investimento, oferecendo soluções estratégicas e personalizadas
- Atualmente, oferece diversos produtos e serviços para clientes pessoas físicas e jurídicas, especializado em operações de:



INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR

CREDENCIAIS SELECIONADAS

Seleção de Laudos de Avaliação, *Fairness Opinions* e Assessoria em OPA

<p>Assessor da Contour Global na realização da OPA da</p>  <p>Concluído</p> <p>2017</p>	<p>Assessor na emissão de <i>fairness opinion</i> da Itapebi Geração de Energia para fins de aquisição de participação acionária da</p>  <p>R\$ 1.513.450.000</p> <p>2014</p>	<p>Assessor exclusivo na realização da OPA da</p>  <p>Finalizado</p> <p>2014</p>	<p>Assessor da M&G International SARL na realização da OPA da</p>  <p>R\$ 14.495.064</p> <p>2014</p>	<p>Assessor na Avaliação Econômico-Financeira da</p>  <p>Valor não divulgado</p> <p>2008/2012</p>	<p>Assessor na Avaliação Econômico-Financeira da</p>  <p>Valor não divulgado</p> <p>2008/2012</p>
<p>Assessor na emissão de <i>fairness opinion</i> do Banco Votorantim para fins de aquisição de participação acionária do</p>  <p>R\$ 4.200.000.000</p> <p>2010</p>	<p>Assessor na emissão de <i>fairness opinion</i> do Banco Patagônia para fins de aquisição de participação acionária do</p>  <p>R\$ 479.660.391</p> <p>2010</p>	<p>Assessor na avaliação econômico-financeira para fins de incorporação pelo Banco do Brasil</p>  <p>Valor não divulgado</p> <p>2009</p>	<p>Assessor na Avaliação Econômico-Financeira para fins de privatização</p>  <p>R\$ 7.057.522.612</p> <p>2008</p>	<p>Assessor na avaliação econômico-financeira do Banco Nossa Caixa para alienação de participação acionária ao Banco do Brasil</p>  <p>R\$ 7.560.000.000</p> <p>2008</p>	<p>Assessor na emissão de <i>Fairness Opinion</i> sobre preço de emissão das ações AES ELPA, AES Brasileira e AES Tietê para fins de aumento de capital</p>  <p>Valor não divulgado</p> <p>2004</p>

Assessoria financeira prestada para empresas atuantes no mesmo setor da Companhia e/ou assessoria em operações de OPA

INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR

PROFISSIONAIS RESPONSÁVEIS PELA AVALIAÇÃO

Gabriel Murica Galípolo

Head de M&A e ECM

- Iniciou no Fator em 2017, possui passagens pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Galípolo Consultoria Ltda., Secretaria de Economia e Planejamento do Estado de São Paulo e Secretaria dos Transportes Metropolitanos do Estado de São Paulo. Gabriel é graduado e possui mestrado em economia pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Leonardo Filipe

M&A & ECM Associate

- Desde 2007 no mercado financeiro, possui passagens pela BM&F, Evalueserve (Chile) e em M&A na PricewaterhouseCoopers (PwC), ingressando no Banco Fator em 2014. Possui expertise nos setores de varejo, petróleo e gás, saneamento básico, mineração e energia. Leonardo CFA Charterholder, CAIA Level I Candidate e é graduado em administração de empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV/EAESP)

Ricardo Ziegelmeyer

Especialista em Mercado de Capitais

- No Fator desde 2015, possui passagens na Schroder Investment Management Brasil (Distribuição), Banco Barclays (Equity Sales) e Everis Consultoria (Analista de Negócios). É graduado em ciências econômicas pela FEA-USP

Kauê Augusto Silva

Analista de M&A & ECM

- Iniciou no Fator em 2015, tendo trabalhado anteriormente nas boutiques de M&A Martin Wolf, DealMaker e na consultoria Enterprise First, onde esteve engajado em projetos de assessoria para empresas dos setores de TI, metalurgia, educação e serviços diversos. Kauê é graduado em administração pela Universidade Federal do Paraná, com iniciação científica em Simulação de Eventos Discretos, e certificado em Finanças pela UC Berkeley

Bárbara Cristina Gonçalves

Scodeler

Analista de M&A & ECM

- Iniciou no Fator em 2017, trabalhou anteriormente como analista financeiro na Thymos Energia e como analista de Project finance na Upside Finance. Possui experiência no setor de energia elétrica e é graduada em Ciências Econômicas pelo Insper

INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR

DECLARAÇÕES

- Em atendimento ao disposto da Instrução CVM 361, o Fator presta as seguintes declarações:
 - Em 17 de novembro de 2017 não possuía, diretamente ou através de suas controladoras, controladas ou pessoas a eles vinculadas, ações de emissão da CPFL Energia e CPFL Renováveis e derivativos neles referenciados, seja em nome próprio ou sob sua administração discricionária
 - No curso normal de suas atividades, o Fator poderá vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários das Companhias e suas controladas, em nome próprio ou em nome de seus clientes e, conseqüentemente poderá, a qualquer tempo, deter posições compradas ou vendidas com relação aos referidos valores mobiliários
 - O Fator não recebeu da Ofertante ou das Companhias nenhum valor a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro da OPA, que não seja referente a este Laudo de Avaliação ou a OPA
 - O Fator foi contratado pela Ofertante para elaborar o Laudo de Avaliação. A remuneração fixa e total devida ao Fator pela elaboração deste Laudo de Avaliação é de R\$ 2.583.300,00 (dois milhões quinhentos e oitenta e três mil e trezentos reais), independentemente do sucesso ou insucesso da OPA, não havendo remuneração variável
 - O Fator declara que a Ofertante, a Companhia e seus administradores não direcionaram, interferiram, limitaram, dificultaram nem praticaram quaisquer atos que tenham comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, nem tampouco determinaram ou restringiram a capacidade do Fator de determinar as metodologias por ele utilizadas para alcançar as conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação
 - O Fator não possui conflito de interesses com a Ofertante, a Companhia, seus acionistas controladores e seus administradores, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração do Laudo de Avaliação

INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR

DECLARAÇÕES

- O processo para o desenvolvimento e aprovação interna do Laudo de Avaliação envolve as seguintes etapas:
 - Debate sobre as possíveis metodologias e premissas que serão utilizadas na(s) avaliação(ões). Participam dessa etapa, a equipe da área de *Investment Banking* responsável pelo desenvolvimento do Laudo de Avaliação
 - Reuniões com a Companhia para compreensão dos componentes de crescimento e operação
 - Desenvolvimento e revisão do Laudo de Avaliação pela equipe responsável, utilizando as informações e documentos fornecidos pela Companhia
 - A versão preliminar do Laudo de Avaliação, submetida à aprovação de comitê interno, composto por avaliadores seniores da área de *Investment Banking*, momento em que são debatidas e justificadas as premissas e metodologias utilizadas na elaboração da(s) avaliação(ões)
 - Discussão e implementação das exigências aplicáveis solicitadas pelo comitê interno, a fim de obter a aprovação final
- Para fins de atendimento ao disposto no artigo 8º, § 3º da Instrução CVM 361, mais especificamente no item “V” de seu Anexo III o Fator declara que os responsáveis pela elaboração deste Laudo de Avaliação são:



Gabriel Murica Galípolo



Leonardo Filipe Arneiro



Kauê Augusto Silva



Ricardo Ziegelmeyer



Bárbara Scodeler

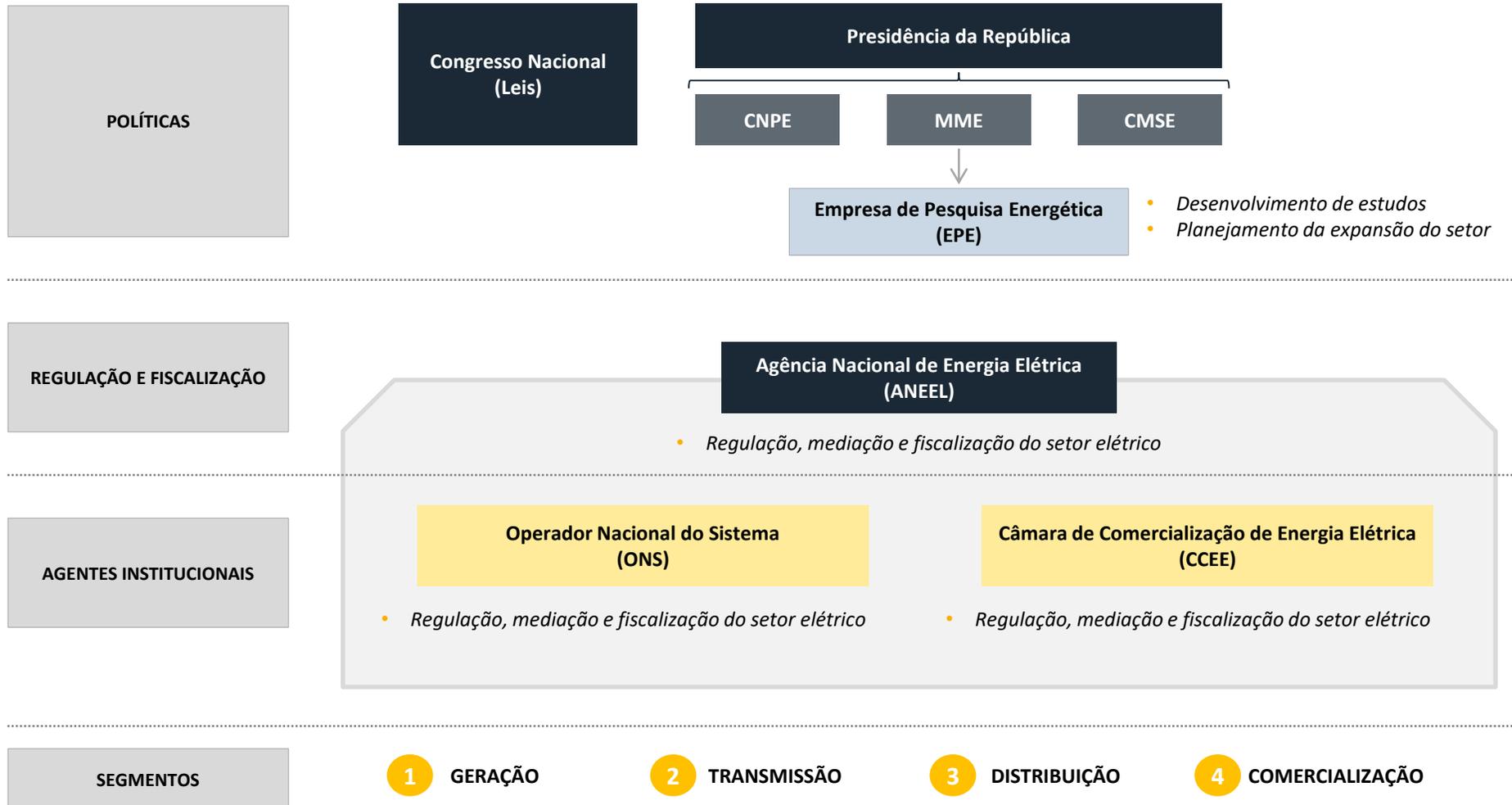
The background is a dark gray color with a network of thin, light gray lines that intersect to form various geometric shapes, primarily triangles and quadrilaterals. The lines are thin and create a subtle grid-like pattern.

3

VISÃO GERAL DO SETOR ELÉTRICO

SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

REGULAÇÃO DO MERCADO



SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

PRINCIPAIS AUTORIDADES

Reguladores do Setor

CNPE

Conselho Nacional de
Política de Energia

- Define a política energética do país, com o objetivo de assegurar a estabilidade do suprimento energético

Ministério de Minas e Energia

- 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



- Realiza o planejamento da expansão da geração e transmissão, a serviço do MME e dá suporte técnico para a realização de leilões

CMSE

Comitê de Monitoramento
do Setor Elétrico

- Supervisiona a continuidade e a confiabilidade do suprimento elétrico



- Regula e fiscaliza a geração, transmissão, distribuição e comercialização de eletricidade. Define tarifas de transporte e consumo, e assegura o equilíbrio econômico-financeiro das concessões



- Administra as transações do mercado de energia e realiza os leilões oficiais



- Controla a operação do Sistema Interligado Nacional (SIN) de modo a otimizar os recursos energéticos

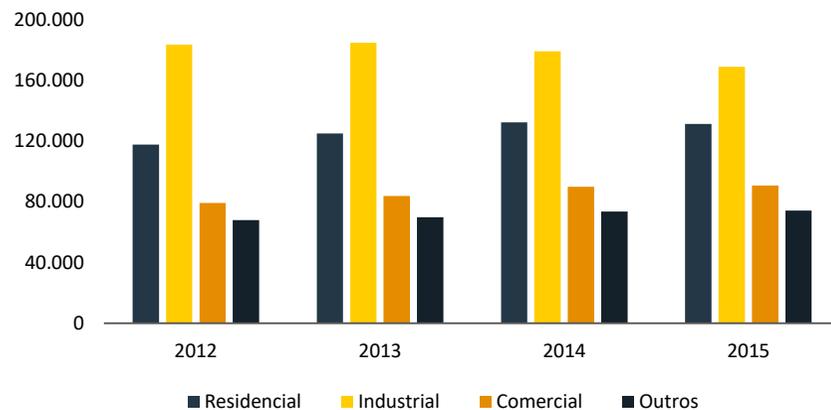
SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

DISTRIBUIÇÃO

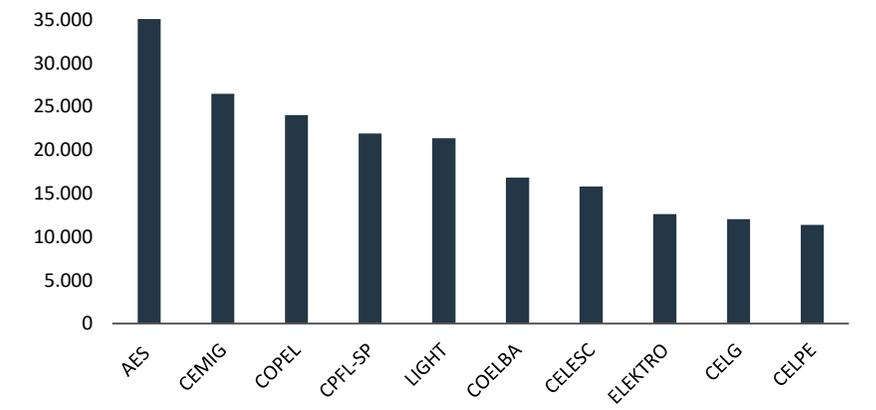
Características

- A conexão, o atendimento e a entrega de energia elétrica ao consumidor final ocorrem pelas distribuidoras de energia
- A energia distribuída é entregue aos consumidores conectados à rede elétrica de uma determinada empresa de distribuição, podendo ser rede de tipo aérea, como postes, ou de tipo subterrânea, como cabos sob o solo ou dentro de dutos subterrâneos
- As distribuidoras de energia não podem estabelecer seus próprios preços, pois são reguladas pelo Poder Concedente, representado pela ANEEL. Isso se deve principalmente ao fato de as distribuidoras serem concessionárias do serviço público de distribuição de energia
- O sistema regulatório aplicado à distribuição de energia no Brasil é do tipo preço-teto, no qual o órgão regulador estabelece os preços máximos que podem ser aplicados por essas empresas
- A distribuição é efetuada por 64 concessionárias, sendo 24 empresas privadas, 21 privatizadas, 4 municipais, 8 estaduais e 7 federais

Consumo por Classe (GWh)



10 Maiores Distribuidoras – 2015 (GWh Consumidos)



SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

DISTRIBUIÇÃO

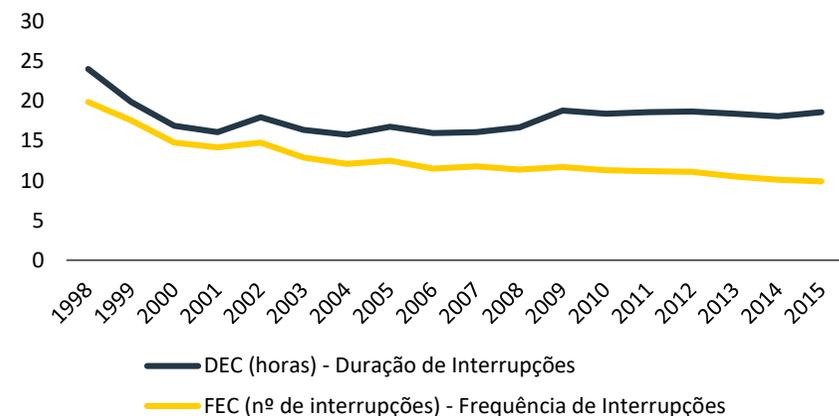
Qualidade da Distribuição

- Os índices FEC (frequência de interrupções) e DEC (duração de interrupções) indicam a qualidade do fornecimento de energia distribuída nas casas brasileiras
- Desde 1998 até 2015, os índices de qualidade indicam melhorias de 50% na FEC e em torno de 22% na DEC

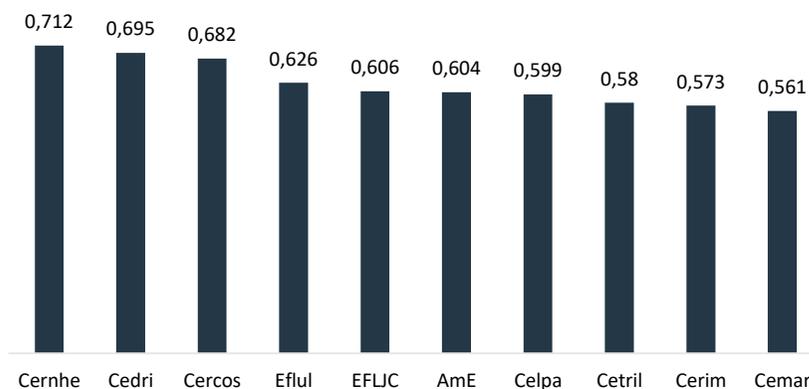
Perdas

- As perdas do sistema elétrico podem ser qualificadas em 2 tipos: perdas técnicas, geralmente causada por problemas nas fiações, e perdas comerciais, geralmente causada por furtos e fraudes de energia
- De acordo com a ABRADÉE, em 2015, o sistema global das 63 distribuidoras teve perdas em relação à energia injetada de aproximadamente 13,6%

Evolução dos Índices de Qualidade de Fornecimento



Ranking de Tarifas de Distribuidoras no Brasil (R\$/KWh)



SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

TRANSMISSÃO

Características

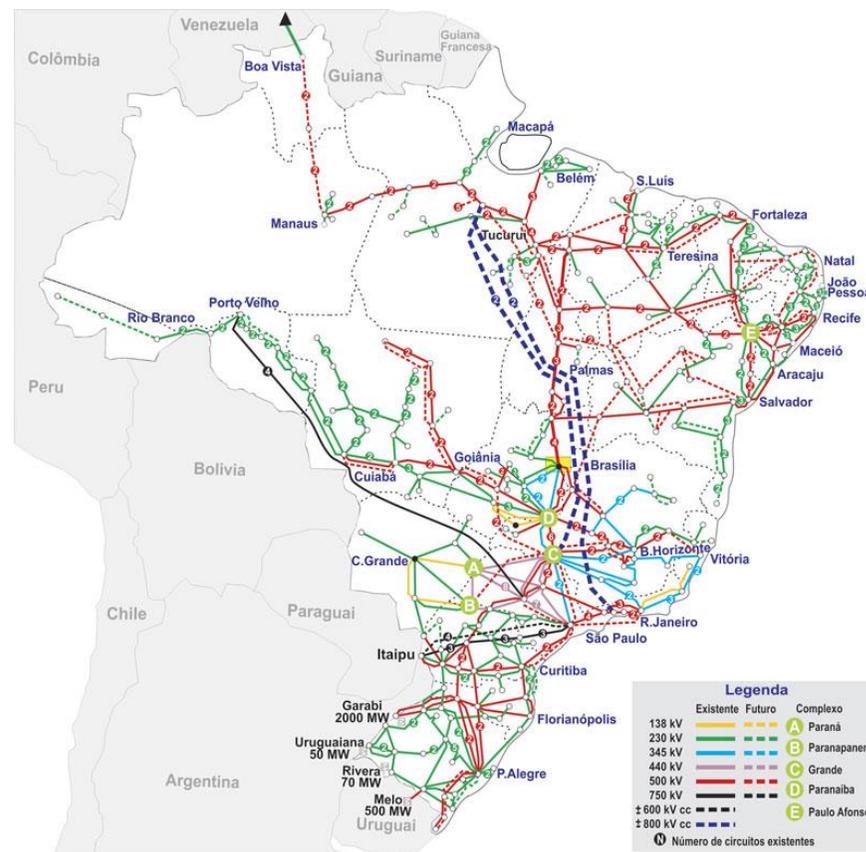
- As transmissoras celebram contratos com agentes distribuidores, transmissores e com o ONS, responsável por administrar os serviços de transmissão no Brasil, o que inclui remunerar as transmissoras através da Receita Anual Permitida – RAP
- Os recursos para pagamento das receitas advêm dos encargos de uso do sistema de transmissão, pagos pelos usuários e arrecadados pelo ONS

Extensão da Rede de Transmissão

Tensão	2016	2019 ¹
800 kV CC	-	9.316 Km
750 kV	2.683 Km	2.683 Km
600 kV CC	12.816 Km	12.816 Km
500 kV	46.630 Km	52.817 Km
440 kV	6.748 Km	6.887 Km
345 kV	10.320 Km	10.472 Km
230 kV	55.568 Km	59.757 Km

Fonte ONS, TAESA
(1) Extensão esperada

Linhas de Transmissão (Existentes e Projetadas)

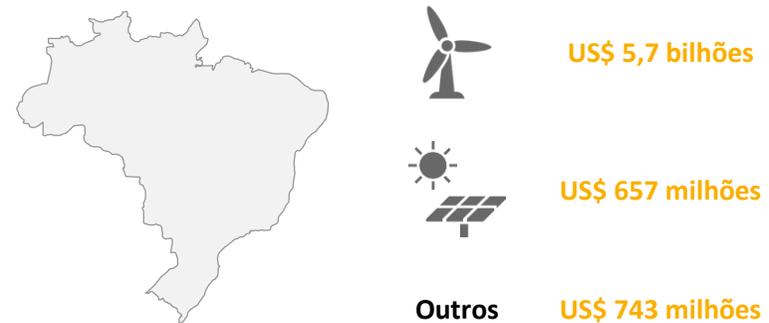


Visão Geral

- Considerado como um dos 3 maiores países com capacidade instalada de geração hidráulica, ao final de 2016 o Brasil possuía 1.241 empreendimentos desta natureza em operação – sendo que a China está posicionada como maior país com essa característica
- Entretanto, quando analisados os empreendimentos em construção, verifica-se uma tendência à diversificação da matriz energética brasileira, com aumento dos investimentos e incentivos a geração através de fontes alternativas
- Dessa forma, verifica-se que os empreendimentos eólicos representam cerca de 36,7% do total de MW, com 137 parques eólicos atualmente em construção e 28,5% do total de MW com previsão de início de construção, totalizando 202 empreendimentos

Investimentos

- Segundo o relatório “Tendências Globais de Investimentos em Energia Renovável” publicado pelo PNUMA, o Brasil ocupa a segunda posição dentre os países em desenvolvimento que investem em fontes alternativas de energias renováveis e a sétima posição global, tendo despendido US\$ 7,1 bilhões em 2015:



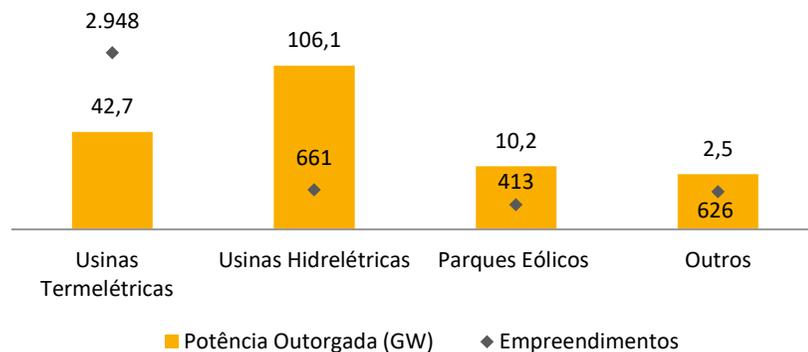
- Tal valor representa uma queda de 11% com relação a 2014, sendo decorrente da prioridade dada pelo Governo Federal às hidrelétricas
- No relatório o BNDES é citado como o quarto maior banco de desenvolvimento ativo no setor de financiamento de projetos de energia limpa. Segundo dados divulgados, em 2015 o banco emprestou US\$ 1,8 bilhão para projetos eólicos, crescimento de 85% com relação a 2014

Características

- Embora a região Sudeste detenha 31% da capacidade instalada do país, ela também é responsável pela maior representatividade no consumo, com cerca de 50,5% do total
- Em 2015, o consumo industrial correspondeu a cerca de 36% do montante total de 465,2 TWh consumidos, principalmente pelo uso intenso de energia pela siderurgia, metalurgia e papel e celulose
- Do total de empreendimentos de geração existentes no país, cerca de 64% são usinas termelétricas de médio porte movidas a óleo combustível, carvão mineral, gás natural, biomassa e óleo diesel

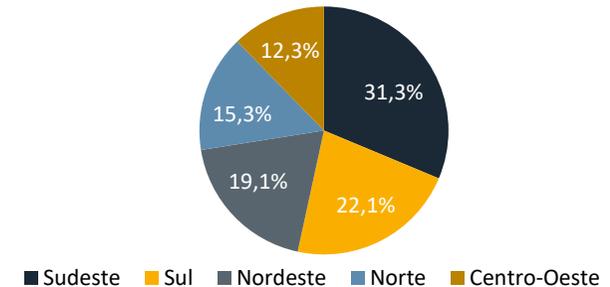
Empreendimentos em Operação e Potência Outorgada - 2016

- Atualmente, o Brasil possui mais de 4,6 mil empreendimentos em operação, totalizando cerca de 161,5 GW em potência outorgada:



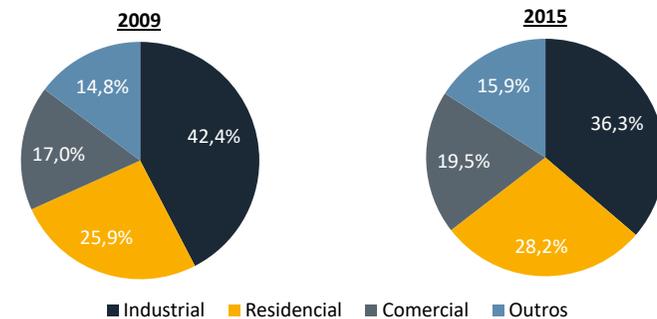
Capacidade Instalada por Região

- Ao final de 2015, a capacidade instalada no Brasil atingiu 140,9 GW, sendo os estados de São Paulo e Paraná os maiores geradores de energia no país, com cerca de 13,8% e 12,2%, respectivamente:



Consumo por Classe

- Ao longo dos últimos anos, a demanda dos segmentos residencial e comercial apresentaram aumento superior ao do mercado, elevando a sua representatividade



4 AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

4.1 AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA VISÃO GERAL

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

VISÃO GERAL

Introdução

- Com mais de 100 anos de história, CPFL possui um *market cap* de R\$ 20,5 bilhões, listada B3 e na NYSE (ADR Level III)
- A Empresa trabalha em três segmentos principais do setor de energia:

HIGHLIGHTS

GERAÇÃO

- O modelo brasileiro de geração de eletricidade é predominantemente hidrelétrico. A maior parte da capacidade de geração nacional é composta por usinas hidrelétricas
- A CPFL possui 2,2% de *market share* no mercado de geração de energia, onde 60% provêm de hidroelétricas, 21% de eólicas, 8% de pequenas centrais hidrelétricas e 6% de biomassa

- 3.144 MW de capacidade instalada
- 1.557 MW médios de garantia física
- Maior portfólio do Brasil em energia alternativa
- Fontes renováveis: 94%

DISTRIBUIÇÃO

- As empresas de distribuição de energia elétrica são responsáveis por receber a energia de alta tensão do sistema de transmissão interligado, baixando-a para níveis comerciais e atingindo o consumidor final
- A CPFL possui 39% das receitas originadas de clientes com perfil industrial, 28% residencial, 17% Comercial e 15% de outros segmentos

- Market share* – 12,3%
- 7,8 milhões de clientes
- 561 municípios
- Tamanho do mercado: 56,6 TWh/ano

COMERCIALIZAÇÃO E SERVIÇOS

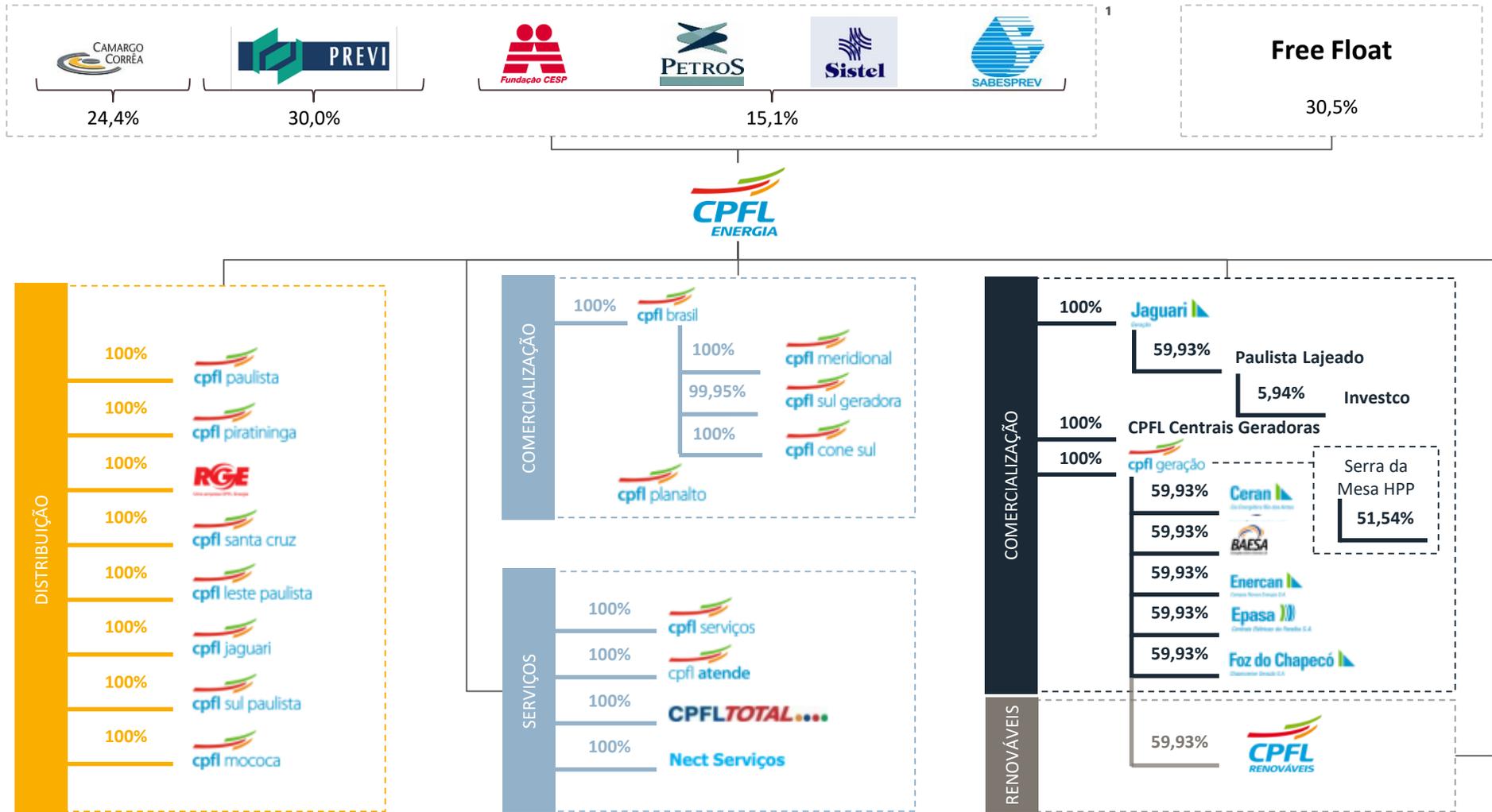
- Dois novos ambientes de contrato foram definidos pelas novas regras do setor elétrico, abrangendo todos os agentes do setor: Ambiente de Contratação Regulada (ACR) e Ambiente de Contratação Livre (ACL)
- A CPFL Brasil é o grupo comercialização e serviços da CPFL Energia com 330 clientes livres, dos quais 262 são clientes especiais. A CPFL também atua em contratos de transmissão com CPFL Serviços e com chamadas telefônicas, como call centers, com CPFL Atende

- 197 contratos de transmissão (CPFL Serviços)
- 12 áreas de construção (CPFL Serviços)
- 11,2 milhões de ligações telefônicas (CPFL Atende)
- 2,4 milhões de ligações telefônicas eletrônicas (CPFL Atende)

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

VISÃO GERAL

fator investment
banking



Fonte: Companhia

¹ Organograma Institucional em 31 de Março de 2016

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

VISÃO GERAL

R\$ milhões	2013	2014	2015	1T16
Receita Operacional Bruta	15.948	18.771	30.283	6.686
(-) Deduções Receita Operacional Bruta	(4.380)	(5.105)	(13.316)	(3.159)
(=) Receita Operacional Líquida	11.568	13.665	16.968	3.527
(-) Custo com Energia Elétrica	(6.841)	(8.999)	(11.947)	(2.225)
(-) Custos e Despesas Operacionais	(3.049)	(2.949)	(3.464)	(850)
(=) Resultado da Atividade – EBIT	1.678	1.718	1.557	452
<i>Margem EBIT</i>	<i>14,5%</i>	<i>12,6%</i>	<i>9,2%</i>	<i>12,8%</i>
(+/-) Resultado Financeiro	(402)	(309)	(516)	(91)
(=) Lucro Antes da Tributação	1.276	1.409	1.041	361
(-) IR/ICSS	(424)	(461)	(415)	(139)
(=) Lucro Líquido	853	948	626	222

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRA CONSOLIDADAS

fator investment
banking

Ativo	2013	2014	2015	1T16	Passivo + Patrimônio Líquido	2013	2014	2015	1T16
CIRCULANTE	7.264	9.215	12.509	11.314	CIRCULANTE	4.906	7.417	9.525	7.355
Caixa e Equivalentes de Caixa	4.206	4.357	5.683	4.406	Fornecedores	1.885	2.374	3.161	1.874
Consumidores, Concessionárias e Permissionárias	2.008	2.251	3.175	3.726	Encargos de Dívidas	126	98	118	63
Dividendo e Juros sobre Capital Próprio	55	54	91	87	Encargos de Debêntures	162	293	232	216
Títulos e Valores Mobiliários	25	5	24	13	Empréstimos e Financiamentos	1.515	1.094	2.832	2.303
Tributos a Compensar	262	330	475	479	Debêntures	35	2.042	458	221
Derivativos	2	23	627	605	Entidade de Previdência Privada	77	85	1	0
Ativo Financeiro Setorial	-	611	1.464	903	Taxas Regulamentares	32	44	852	733
Estoques	22	19	24	25	Impostos, Taxas e Contribuições	318	436	653	709
Arrendamentos	11	12	13	18	Dividendo e Juros sobre Capital Próprio	21	19	222	221
Ativo Financeiro da Concessão	-	540	10	10	Obrigações Estimadas com Pessoal	68	70	80	91
Outros Créditos	673	1.011	923	1.042	Derivativos	-	0	1	35
NÃO CIRCULANTE	23.778	25.930	28.024	26.792	Passivo Financeiro Setorial	-	22	-	-
Consumidores, Concessionárias e Permissionárias	154	123	129	136	Uso do Bem Público	4	4	9	10
Coligadas, Controladas e Controladora	87	101	84	87	Outras Contas a Pagar	664	836	905	879
Depósitos Judiciais	1.143	1.162	1.228	489	NÃO CIRCULANTE	17.339	18.330	20.877	20.393
Títulos e Valores Mobiliários	-	-	-	-	Fornecedores	-	1	1	1
Tributos a Compensar	173	144	167	168	Encargos de Dívidas	43	61	121	137
Ativo Financeiro Setorial	-	322	490	-	Encargos de Debêntures	32	-	16	19
Derivativos	317	585	1.651	1.240	Empréstimos e Financiamentos	7.546	9.427	11.592	11.007
Créditos Fiscais Diferidos	1.169	938	335	414	Debêntures	7.562	6.136	6.364	6.271
Arrendamentos	38	35	35	43	Entidade de Previdência Privada	351	518	474	469
Ativo Financeiro da Concessão	2.787	2.835	3.597	3.835	Impostos, Taxas e Contribuições	33	-	-	-
Entidade de Previdência Privada	-	-	-	-	Débitos Fiscais Diferidos	1.117	1.401	1.433	1.416
Investimentos ao Custo	117	117	117	117	Provisão para Riscos Fiscais, Cíveis e Trabalhistas	468	508	570	598
Outros Créditos	296	389	560	576	Derivativos	3	13	33	15
Investimentos	1.033	1.099	1.248	1.316	Passivo Financeiro Setorial	-	-	-	197
Imobilizado	7.717	9.149	9.173	9.285	Uso do Bem Público	79	81	83	84
Intangível	8.748	8.930	9.210	9.085	Outras Contas a Pagar	104	184	191	179
					PATRIMÔNIO LÍQUIDO	8.799	9.397	10.130	10.358
					Capital Social	4.793	4.793	5.348	5.348
					Reservas de Capital	288	468	468	468
					Reserva Legal	603	651	694	694
					Reserva de Retenção de Lucros para Investimento	109	-	-	-
					Reserva Estatutária – Ativo Financeiro da Concessão	265	330	585	641
					Reserva Estatutária – Reforço de Capital de Giro	-	555	393	393
					Dividendo	568	-	-	-
					Resultado Abrangente Acumulado	398	146	185	178
					Reserva de Avaliação Patrimonial	-	-	-	-
					Lucros Acumulados	-	-	-	223
					Patrimônio líquido atribuído aos acionistas não controladores	1.775	2.454	2.456	2.414

Fontes: Demonstrações financeiras da Companhia

4.2

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

RESUMO DAS METODOLOGIAS
UTILIZADAS

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

RESUMO DAS METODOLOGIAS UTILIZADAS

- O Fator favoreceu a metodologia do fluxo de caixa descontado (“FCD”) por acreditar que esta metodologia é a que melhor captura o desempenho futuro esperado das operações da Companhia, com base nas estimativas da Administração da Companhia

Metodologia	Descrição	Considerações
Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Avaliação com base nas projeções econômico-financeiras de 5 anos aprovadas pelo Conselho de Administração da Companhia em 23 de março de 2016. Para os demais anos foram adotadas as premissas utilizadas na época pela Companhia nas projeções de longo prazo ▪ Cálculo baseado no fluxo de caixa livre para a firma 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reflete as melhores estimativas da Administração quanto ao desempenho futuro da Companhia ▪ Permite identificar e avaliar os principais fatores que determinam o valor da Companhia
Avaliação por Múltiplos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Processo de avaliação que utiliza métricas financeiras de empresas comparáveis para avaliar a Companhia ▪ O múltiplo utilizado nesse Relatório é o EV/EBITDA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ É uma metodologia de avaliação bastante difundida e reflete a expectativa de Mercado de valor da Companhia baseado no valor de empresas comparáveis
Preço Médio Ponderado pelo Volume de Negociação	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valor médio da cotação de mercado ponderado pelo volume negociado (i) nos 12 meses prévios à data do Fato Relevante e (ii) período compreendido entre a data do Fato Relevante e data do Laudo de Avaliação 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reflete as expectativas de mercado para o Valor da Companhia ▪ O valor de mercado histórico das ações podem ser impactados por fatores não relacionados à Companhia
Valor Patrimonial	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valor por ação com base no valor contábil do patrimônio líquido da Companhia em 31 de Junho de 2016 ▪ O critério aplicado captura exclusivamente uma perspectiva contábil, refletindo apenas o desempenho histórico 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Metodologia baseada no valor contábil, que não captura o potencial de geração de caixa da Companhia ▪ Diferentes padrões contábeis afetam o valor do patrimônio líquido

4.3

**AVALIAÇÃO DA CPFL
ENERGIA**

FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Premissas Macroeconômicas¹

Premissa	Tratamento	2016	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33
PIB	Crescimento (%)	-2,5	1,8	3,3	3,3	3,1	2,2	2,1	2,7	3,0	2,6	2,2	2,2	2,5	2,4	2,5	2,3	2,3	2,3
Taxa de Inflação – IPCA	Crescimento (%)	7,1	5,4	5,2	5,2	4,4	3,8	3,5	3,8	4,1	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6
Taxa de Inflação – IGP-M	Crescimento (%)	8,0	6,3	5,6	3,9	2,8	2,2	2,9	3,3	3,1	2,7	2,6	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7
CDI	Média Anual (%)	14,2	14,2	13,0	12,0	11,0	11,8	11,9	11,5	12,5	12,7	11,6	11,1	10,8	11,1	11,0	10,9	10,5	10,5
TJLP	Média Anual (%)	7,5	7,1	6,8	6,4	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Taxa Básica de Juros – SELIC	Média Anual (%)	14,3	13,8	12,5	11,0	11,5	12,0	11,5	11,8	13,0	11,8	11,5	10,8	10,8	11,0	11,0	10,5	10,5	10,5
Taxa de Inflação – IPC-Fipe	Crescimento (%)	6,9	5,5	5,2	5,2	4,4	3,8	3,5	3,8	4,1	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6
Taxa de Câmbio	R\$/US\$ Fim de Período	4,15	4,18	4,18	4,17	4,22	4,27	4,30	4,31	4,30	4,34	4,37	4,38	4,37	4,36	4,37	4,38	4,38	4,38

¹ Fonte: LCA Consultores

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

METODOLOGIA E PREMISSAS

Metodologia e moeda utilizada	<ul style="list-style-type: none">▪ Fluxo de caixa livre para a firma nominal em Reais
Data base	<ul style="list-style-type: none">▪ 31 de Março de 2016
Premissas macroeconômicas	<ul style="list-style-type: none">▪ LCA Consultores
Receita	<ul style="list-style-type: none">▪ Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da Companhia; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas das Companhia utilizadas usualmente
Custos	<ul style="list-style-type: none">▪ Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da Companhia; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas das Companhia utilizadas usualmente
Despesas	<ul style="list-style-type: none">▪ Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da Companhia; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas das Companhia utilizadas usualmente

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

METODOLOGIA E PREMISSAS

Investimento em ativos imobilizados e permanentes	<ul style="list-style-type: none">Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da Companhia; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas das Companhia utilizadas usualmente
Investimento em capital de giro	<ul style="list-style-type: none">Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da Companhia; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas das Companhia utilizadas usualmente
Impostos indiretos	<ul style="list-style-type: none">Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da Companhia; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas das Companhia utilizadas usualmente
Imposto de renda	<ul style="list-style-type: none">Taxa de imposto efetiva de cada subsidiária

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

METODOLOGIA E PREMISSAS

Subsidiária	Valor Terminal
CPFL Energia (controlling holding)	Perpetuado a taxa de 5,65% (2,00% real mais inflação) a partir de 2026, considerando um fluxo de caixa médio
Distribuidoras	
CPFL Paulista	
CPFL Piratininga	
RGE	
CPFL Santa Cruz	Perpetuado a taxa de 5,65% (2,00% real mais inflação) a partir de 2026, considerando um fluxo de caixa médio
CPFL Jaguari	
CPFL Leste Paulista	
CPFL Mococa	
CPFL Sul Paulista	
Geradoras	
CPFL Geração	Projetada até o final da concessão (2027)
Jaguari Geração	Projetada até o final da concessão (2032)
Campos Novos	Projetada até o final da concessão (2033)
Ceran	Projetada até o final da concessão (2036)
Barra Grande	Projetada até o final da concessão (2033)
Foz do Chapecó	Projetada até o final da concessão (2036)
Epasa	Projetada até o final da autorização (2024)
Transmissoras	
CPFL Piracicaba	
CPFL Morro Agudo	Projetada até o final da concessão (2042)
Comercializadoras	
CPFL Brasil	
CPFL Planalto	
CPFL Varejista	Perpetuado a taxa de 3,57% (inflação) a partir de 2026, considerando um fluxo de caixa médio
Outras companhias	
NECT	
CPFL Authi	
CPFL Eficiência	
CPFL GD	Perpetuado a taxa de 3,57% (inflação) a partir de 2026, considerando um fluxo de caixa médio
CPFL Atende	
CPFL Total	

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL - WACC

WACC ²	[%]	Descrição
Custo de Capital Próprio (Ke)		
Taxa Livre de Risco (a)	2,12%	Média do retorno dos Título do Tesouro Americano, referência 10 anos, nos últimos 12 meses
Risco País (b)	3,89%	Média dos últimos 12 meses do EMBI Brasil
Prêmio de Risco de Mercado (c)	6,66%	Spread médio anual entre S&P 500 e US T-Bill (últimos 50 anos)
Prêmio pelo Tamanho das Empresas (d)	1,10%	Ibbotson Associates, 2015
Beta Alavancado (β)	0,67	Cálculo baseado no Beta ajustado da Companhia, com base em empresas comparáveis
Ke (US\$ nominal) (e) = a + b + (c * β) + d	11,52%	
Diferencial de Inflação no Longo Prazo (f)	1,27%	Expectativa de projeções de inflação brasileira sobre a inflação americana no longo prazo
Ke (R\$ nominal) (g) = (1 + e) * (1 + f) - 1	12,91%	
Custo da Dívida (kd)		
Custo do Capital de Terceiros (R\$ nominal) (h)	13,70%	Baseado no custo efetivo de captações de recursos da Companhia (Março/2016)
Alíquota de Imposto (i)	34,00%	Alíquota de Imposto de Renda
Custo da Dívida após Impostos (R\$ nominal) (j) = h * (1-i)	9,04%	
Estrutura de Capital		
Equity (E / Capital Total) (k)	54,23%	Estrutura de Capital da CPFL Energia na data base
Dívida (D / Capital Total) (l)	45,77%	
WACC (R\$ nominal) (m) = k * g + l * j	11,14%	

¹Custo Médio de Capital Ponderado calculado para 31 de março de 2016

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

fator investment
banking

(R\$ Milhões)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	Valor Terminal
EBIT	2.393	3.392	3.747	4.145	4.431	4.942	5.258	6.075	6.705	23.785	
Imposto de Renda e CS	(600)	(760)	(763)	(844)	(963)	(1.078)	(1.174)	(1.414)	(1.611)	(3.874)	
NOPLAT	1.794	2.633	2.984	3.301	3.468	3.864	4.085	4.661	5.094	19.911	
(+) Fundo de Pensão	53	112	107	83	63	46	36	37	19	45	
(+) Ágio	74	98	98	98	98	98	98	98	98	98	
(+) Depreciação e Amortização	951	1.181	1.235	1.296	1.370	1.437	1.492	1.540	1.583	5.548	
(+/-) Variação de Capital de Giro	568	39	239	(547)	983	525	250	548	78	(62)	
(-) CAPEX	(2.392)	(2.128)	(1.811)	(1.961)	(2.043)	(1.407)	(1.565)	(1.647)	(1.895)	(5.058)	
(=) Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)	1.048	1.935	2.852	2.270	3.940	4.563	4.396	5.236	4.978	20.483	
Valor Presente do FCFF¹	1.005	1.585	2.079	1.456	2.299	2.381	2.040	2.188	1.849	6.425	17.809

Avaliação da Companhia (R\$ Milhões)	
Valor da Firma	41.116
(+) Ativos Não Operacionais	8.371
(-) Passivos Não Operacionais	(23.814)
(+) Participação em Não Controladas	3.257
(-) Participação de Acionistas Não Controladores	(3.458)
Valor das Ações	25.472

		- 4,75%	Ponto Médio	+ 4,75%
		Limite Inferior		Limite Superior
Valor das Ações	R\$ Milhões	24.262	25.472	26.682
Número de Ações	'000	993.014	993.014	993.014
Preço por Ação	R\$/ação	24,43	25,65	26,87

(* Utilizado intervalo de 4,75% em relação ao ponto médio para que a faixa de valores mínimo e máximo não ultrapasse 10%, conforme exigido na Instrução CVM 361/2002

¹ O fluxo de caixa livre calculado a partir de taxas distintas para CPFL Renováveis (13,24%) e outras subsidiárias da CPFL Energia (11,14%)

4.4

**AVALIAÇÃO DA CPFL
ENERGIA**

AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Múltiplos de Mercado de Empresas Comparáveis Seleccionadas

Empresa	País	Market Cap (R\$ Milhões)	Enterprise Value (R\$ Milhões)	EV / EBITDA (1T2016)
Engie Brasil Energia S.A.	Brasil	23.942	25.443	8,19x
Duke Energy Corp.	EUA	198.106	351.577	11,57x
EDP – Energias de Portugal S.A.	Portugal	51.956	144.292	8,54x
Nextera Energy Partners	EUA	4.060	18.015	12,15x
Iberdrola S.A.	Espanha	175.641	309.345	9,75x
Southern Co	EUA	169.348	277.948	11,60x
Brookfield Renewable Partners	Canadá	29.426	87.786	20,53x
Mediana				11,57x

Descrição das Empresas Comparáveis Seleccionadas

Engie Brasil Energia S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Juntamente com suas subsidiárias, gera e vende energia elétrica no Brasil
Duke Energy Corp.	<ul style="list-style-type: none"> Opera como uma empresa de energia nos Estados Unidos, nos segmentos de geração, transmissão e distribuição
EDP – Energias de Portugal S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Gera, distribui e transmite eletricidade em Portugal, Espanha, França, Bélgica, Polônia, Romênia, Itália, Reino Unido, Estados Unidos e Canadá
Nextera Energy Partners	<ul style="list-style-type: none"> Adquire, possui e opera projetos de energia limpa. Possui participações em projetos eólicos e solares na América do Norte
Iberdrola S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Envolvida em geração, transmissão, distribuição e comercialização de eletricidade na Espanha, Portugal, Reino Unido, América do Norte, Estados Unidos e Brasil
Southern Co	<ul style="list-style-type: none"> Envolvida na geração, transmissão e distribuição de eletricidade. A Southern Co também constrói, adquire e gerencia ativos de geração de energia, incluindo projetos de energia renovável
Brookfield Renewable Assets	<ul style="list-style-type: none"> Possui um portfólio de instalações de geração de energia renovável. Opera 262 plantas com 10.731 megawatts de capacidade de geração na América do Norte, Colômbia, Brasil e Europa

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

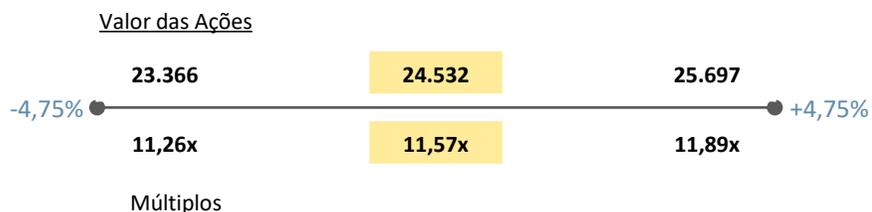
Avaliação por Múltiplos

- A relação de empresas comparáveis considera companhias com porte e liquidez semelhantes à CPFL Energia, de modo que não fez-se necessário ajustes aos múltiplos
- O EBITDA de março de 2016 (acumulado 12 meses) da Companhia foi multiplicado pela mediana dos múltiplos EV/EBITDA das empresas comparáveis
- Do Valor da Empresa deduziu-se a dívida líquida e participações minoritárias, resultando no Valor para o Acionista
- O Valor para o Acionista dividido pelo número total de ações corresponde ao preço unitário médio do papel

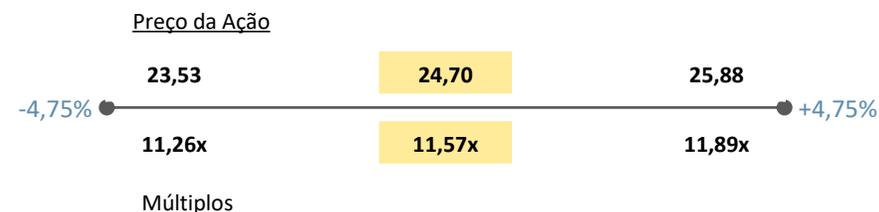
Avaliação por Múltiplos – R\$ Milhões					
Ano	Múltiplo	X	EBITDA	=	Valor da Empresa
1T2016 →	11,57x	X	3.725	=	43.119
Ajustes baseados em Mar/16					
					(20.237)
					4.418
					2.334
					(2.175)
					(2.483)
					(445)
Valor das ações					24.532
Número total de ações ('000)					993.014
Preço da ação (R\$)					24,70

Equity Value – Análise de Sensibilidade

Equity Value – Limites (R\$ milhões)



Preço da Ação – Limites (R\$/ação)



4.5

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

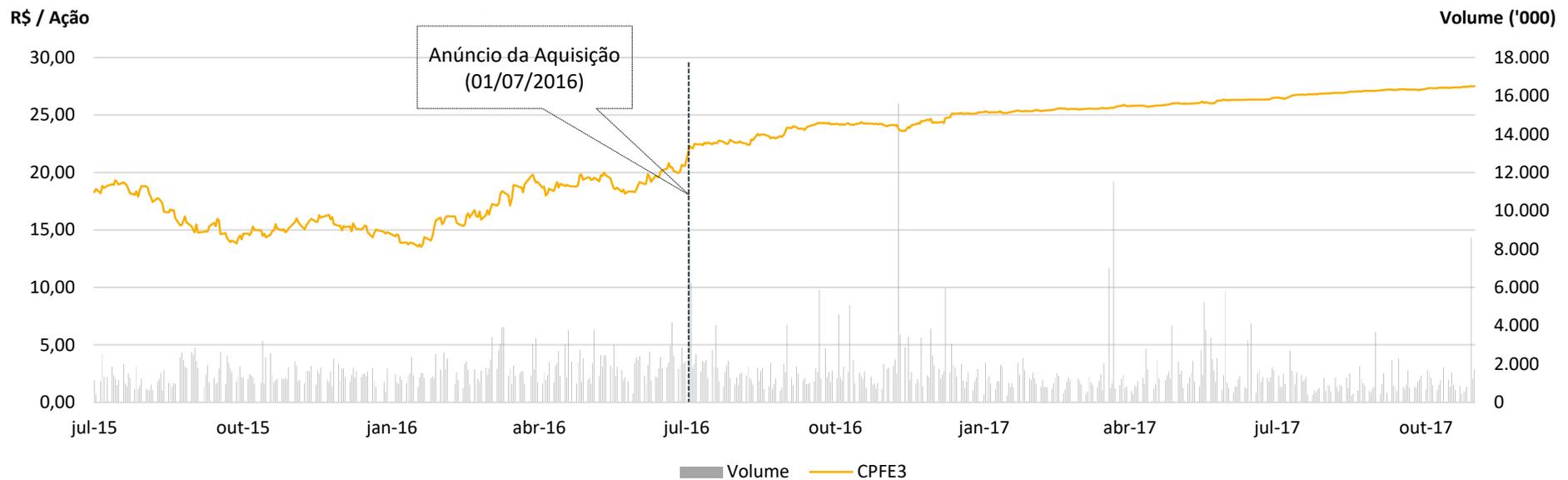
PREÇO MÉDIO PONDERADO
PELO VOLUME DE
NEGOCIAÇÃO

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

PREÇO MÉDIO PONDERADO PELO VOLUME DE NEGOCIAÇÃO

- Esta análise tem como base as cotações das ações transacionadas na B3 da Companhia (ticker: CPFE3)

Cotação e Volume Negociado na B3



Período	Data Inicial	Data Final	VWAP (R\$/ação)
12 meses anteriores ao anúncio da aquisição	02/07/2015	01/07/2016	R\$ 17,10
Período desde o anúncio da aquisição	01/07/2016	01/11/2017	R\$ 25,08

4.6

**AVALIAÇÃO DA CPFL
ENERGIA**

VALOR PATRIMONIAL

AVALIAÇÃO DA CPFL ENERGIA

VALOR PATRIMONIAL DAS AÇÕES

- Esta análise tem como base os demonstrativos financeiros contábeis da Companhia de 31 de março de 2016:

Cálculo do Valor Patrimonial das Ações da CPFL Energia		
Total de Ativos	R\$ '000	38.105.514
Total de Passivos	R\$ '000	27.747.633
(A) Patrimônio Líquido	R\$ '000	10.357.881
(B) Número total de ações (ex-tesouraria)	'000	993.014
Volume de ações ON – CPFE3	'000	993.014
(A/B) Valor Patrimonial Contábil por Ação	R\$ / ação	10,43

- A avaliação pelo valor patrimonial das ações foi realizada utilizando-se o valor do Patrimônio Líquido registrado contabilmente pela Companhia em 31 de março de 2016, considerando-se que ativos e passivos estejam contabilizados a valor justo
- A avaliação pelo valor patrimonial das ações também considera ativos e passivos monetários e não monetários, registrados a valor justo nas demonstrações financeiras da Companhia ou pelo valor provável de realização, bem como contingências de natureza trabalhista, cível e fiscal decorrentes do curso normal de suas atividades e avaliadas segundo o desfecho mais provável esperado pela Companhia

5 AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

5.1 AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS VISÃO GERAL

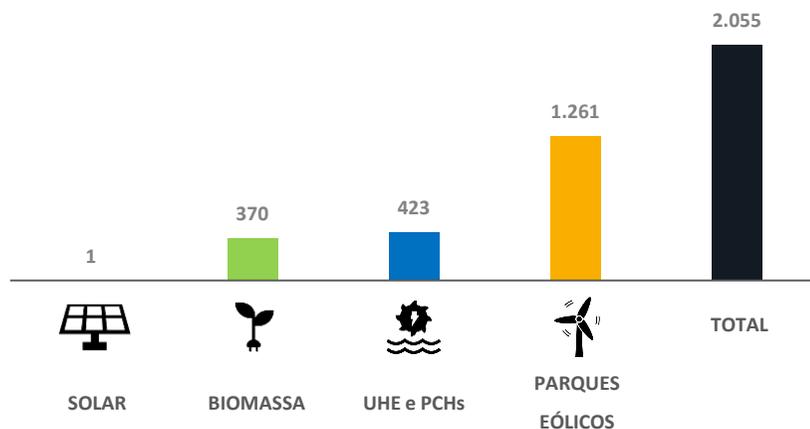
AValiação DA CPFL RENOVÁVEIS

VISÃO GERAL

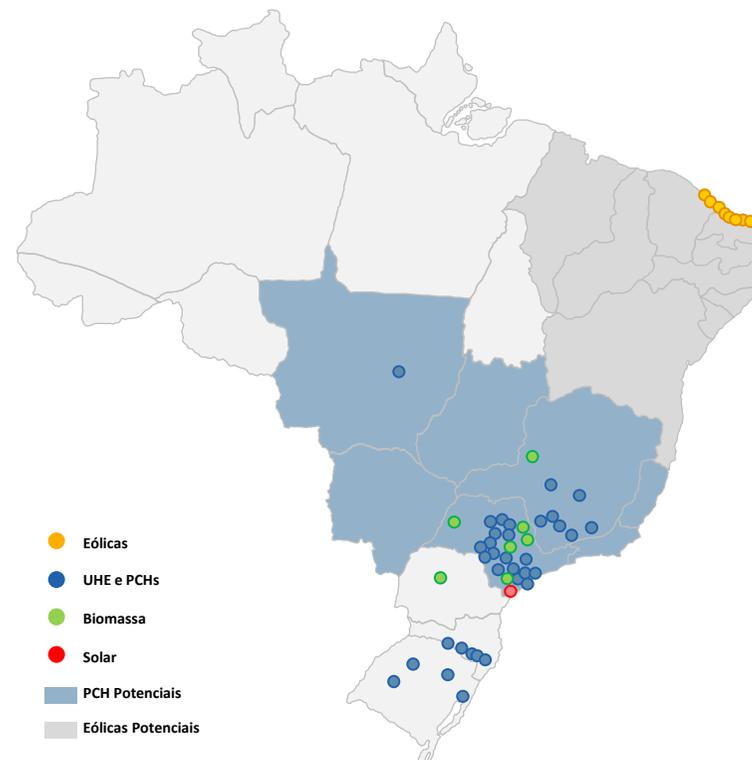
Destaques da Empresa

- Criada em 2011, com 652 MW de capacidade instalada, através da fusão da Empresa de Energias Renováveis (ERSA) e CPFL Energia S.A.
- Empresa geradora de energia através de fontes renováveis, presente em quatro fontes: eólica, pequenas centrais hidroelétricas, solar e termoelétricas a base de cana de açúcar
- Certificada pela “Fundação Carlos Alberto Vanzolini”, Inmetro e IQNet (International Certification Network)

Capacidade Instalada (MW)



Área de Atuação



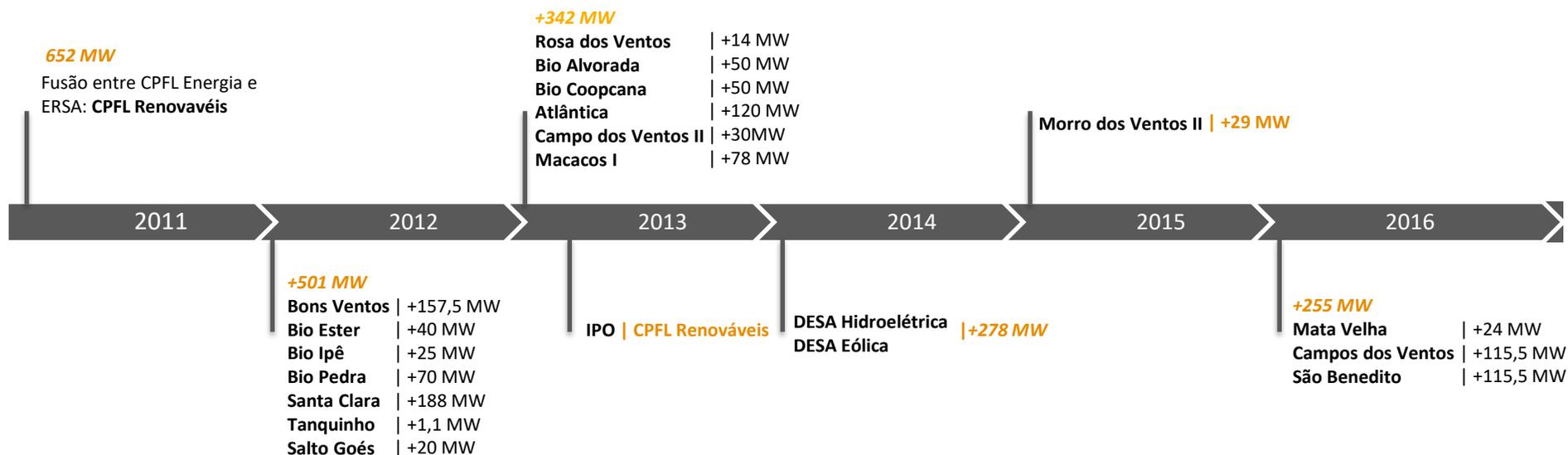
AValiação DA CPFL RENOVÁVEIS

VISÃO GERAL

Visão Geral¹

CPFL RENOVÁVEIS ENERGIA
RENOVÁVEL

- O setor de plantas de pequena geração de fontes renováveis possui vantagens importantes em relação à geração de energia de outras fontes e de grandes plantas, entre as quais destacam-se : (i) baixo impacto sócio ambiental; (ii) possibilidade de vender energia em mercados reservados (ACL e ACR) sem imposição de tarifas pela ANEEL ou determinação do saldo econômico-financeiro; (iii) licenciamento, construção e operação mais simples, mais rápidos e a custos mais baixos; (iv) incentivos legais e desconto nas taxas setoriais; (v) Financiamento de longo prazo com custo atrativo; (vi) geração de créditos de carbono; e (vii) possibilidade de tributação com base em lucro presumido
- O portfólio atual da CPFL Renováveis é capaz de gerar 6.961 GWh por ano
- Com 91 usinas de geração de energia renovável e 4 fontes, a CPFL pode alcançar 57 cidades
- Em suas diversas áreas, a CPFL Renováveis tem 428 funcionários



Fonte: Apresentação Institucional da CPFL Renováveis de Maio de 2016

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

VISÃO GERAL

DRE - R\$ milhões	2013	2014	2015	1T16
Receita Operacional Bruta	1.087	1.338	1.694	308
(-) Deduções Receita Operacional Bruta	(69)	(91)	(96)	(17)
(=) Receita Operacional Líquida	1.019	1.248	1.598	291
(-) Custo com Energia Elétrica	(268)	(354)	(359)	(31)
(-) Custos e Despesas Operacionais	(536)	(662)	(778)	(225)
(=) Resultado da Atividade – EBIT	215	231	461	34
<i>Margem EBIT</i>	<i>21,1%</i>	<i>18,5%</i>	<i>28,8%</i>	<i>11,8%</i>
(+/-) Resultado Financeiro	(259)	(365)	(468)	(134)
(=) Lucro Antes da Tributação	(44)	(134)	(7)	(100)
(-) IR/ICSS	(11)	(34)	(49)	(7)
(=) Lucro Líquido	(55)	(167)	(56)	(107)

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS

fator investment
banking

Ativo	2013	2014	2015	1T16	Passivo + Patrimônio Líquido	2013	2014	2015	1T16
CIRCULANTE	1.040	1.166	1.296	1.150	CIRCULANTE	1.083	1.020	1.175	999
Caixa e equivalentes de caixa	731	828	872	771	Fornecedores	94	106	61	55
Aplicações financeiras	24	5	24	13	Obrigações Trabalhistas e encargos	6	6	6	7
Contas a receber de clientes	209	233	229	219	Obrigações Fiscais	46	52	50	35
Tributos à recuperar	48	71	75	68	Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	4	4	6	4
Outros	28	29	96	79	Debêntures emitidas	41	323	486	268
NÃO CIRCULANTE	8.455	10.470	10.608	10.748	Empréstimos e financiamentos	849	354	368	394
Aplicações financeiras vinculadas	134	248	373	405	Outras obrigações	44	174	197	235
Tributos diferidos	46	21	1	2	NÃO CIRCULANTE	4.834	6.273	6.425	6.705
Créditos com partes relacionadas	7	6	8	8	Fornecedores(LP)	0	1	1	1
Outros ativos não circulantes	90	84	100	103	Empréstimos e financiamentos(LP)	2.783	3.556	3.518	3.660
Investimentos	-	-	-	-	Debêntures emitidas(LP)	1.092	1.416	1.650	1.785
Imobilizado	5.300	6.484	6.888	7.030	Outros	959	1.301	1.258	1.259
Intangível	2.878	3.626	3.237	3.200	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	3.578	4.342	4.304	4.195
					Capital Social	2.907	3.390	3.390	3.390
					Reservas de Capital	605	879	740	740
					Reservas de lucros	1	1	1	1
					Ajuste de Avaliação Patrimonial	51	48	44	43
					Lucros/Prejuízos acumulados		-88		-107
					Participação de acionistas não controladores	14	112	128	126

AValiação DA CPFL RENOVÁVEIS

VISÃO GERAL

	Início da Operação/ Aquisição	Capacidade Instalada (MW)	PPA
CPFL Renováveis		652	
UTE Bio Ipê	2T12	25	Mercado livre
UTE Bio Pedra	2T12	70	Leilão de reserva
Parques Eólicos Bons Ventos	2T12	155	PROINFA
Parques Eólicos Santa Clara	3T12	188	Leilão de reserva
UTE Ester	4T12	40	Leilão e mercado livre
Usina Solar Tanquinho	4T12	1	Mercado livre
PCH Salto Goés	4T12	20	Leilão de fontes altern.
UTE Coopcana	3T13	50	Mercado livre
Parque Eólico Campo dos Ventos II	4T13	30	Leilão de reserva
UTE Alvorada	4T13	50	Livre mercado
Parques Eólicos Rosa dos Ventos	1T14	14	PROINFA
Parques Eólicos Atlântica	1T14	120	Leilão de fontes altern.
Parques Eólicos Macacos I	2T14	78	Leilão de fontes altern.
DESA	3T14	278	-
Parque Eólico Morro dos Ventos II	2T15	29	Leilão de reserva
PCH Mata Velha	2T16	24	Free Market
Portfólio Atual		1.823	

5.2

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

RESUMO DAS METODOLOGIAS
UTILIZADAS

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

RESUMO DAS METODOLOGIAS UTILIZADAS

- O Fator favoreceu a metodologia do fluxo de caixa descontado (“FCD”) por acreditar que esta metodologia é a que melhor captura o desempenho futuro esperado das operações da CPFL Renováveis, com base nas estimativas da Administração da Companhia

Metodologia	Descrição	Considerações
Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Avaliação com base nas projeções econômico-financeiras de 5 anos aprovadas pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis em 24 de março de 2016 ¹. Para os demais anos foram adotadas as premissas utilizadas na época pela CPFL Renováveis nas projeções de longo prazo ▪ Cálculo baseado no fluxo de caixa livre para a firma 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reflete as melhores estimativas da Administração quanto ao desempenho futuro da Companhia ▪ Permite identificar e avaliar os principais fatores que determinam o valor da CPFL Renováveis
Avaliação por Múltiplos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Processo de avaliação que utiliza métricas financeiras de empresas comparáveis para avaliar a CPFL Renováveis ▪ O múltiplo utilizado nesse Relatório é o EV/EBITDA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ É uma metodologia de avaliação bastante difundida e reflete a expectativa de Mercado de valor da CPFL Renováveis baseado no valor de empresas comparáveis
Preço Médio Ponderado pelo Volume de Negociação	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valor médio da cotação de mercado ponderado pelo volume negociado (i) nos 12 meses prévios à data do Fato Relevante e (ii) período compreendido entre a data do Fato Relevante e data do Laudo de Avaliação 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reflete as expectativas de mercado para o Valor da Companhia ▪ O valor de mercado histórico das ações podem ser impactados por fatores não relacionados à CPFL Renováveis
Valor Patrimonial	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valor por ação com base no valor contábil do patrimônio líquido da CPFL Renováveis em 31 de Junho de 2016 ▪ O critério aplicado captura exclusivamente uma perspectiva contábil, refletindo apenas o desempenho histórico 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Metodologia baseada no valor contábil, que não captura o potencial de geração de caixa da CPFL Renováveis ▪ Diferentes padrões contábeis afetam o valor do patrimônio líquido

¹ Tendo como principal diferença a premissa (positiva para fins de Valuation) de incorporação da SIF2 e Bons Ventos na CPFL Renováveis Holding, não considerado no orçamento aprovado, mas já considerado nas premissas internas da companhia

5.3

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

METODOLOGIA E PREMISAS

Premissas Macroeconômicas¹

Premissa	Tratamento	2016	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33
PIB	Crescimento (%)	-2,5	1,8	3,3	3,3	3,1	2,2	2,1	2,7	3,0	2,6	2,2	2,2	2,5	2,4	2,5	2,3	2,3	2,3
Taxa de Inflação – IPCA	Crescimento (%)	7,1	5,4	5,2	5,2	4,4	3,8	3,5	3,8	4,1	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6
Taxa de Inflação – IGP-M	Crescimento (%)	8,0	6,3	5,6	3,9	2,8	2,2	2,9	3,3	3,1	2,7	2,6	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7
CDI	Média Anual (%)	14,2	14,2	13,0	12,0	11,0	11,8	11,9	11,5	12,5	12,7	11,6	11,1	10,8	11,1	11,0	10,9	10,5	10,5
TJLP	Média Anual (%)	7,5	7,1	6,8	6,4	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Taxa Básica de Juros – SELIC	Média Anual (%)	14,3	13,8	12,5	11,0	11,5	12,0	11,5	11,8	13,0	11,8	11,5	10,8	10,8	11,0	11,0	10,5	10,5	10,5
Taxa de Inflação – IPC-Fipe	Crescimento (%)	6,9	5,5	5,2	5,2	4,4	3,8	3,5	3,8	4,1	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6
Taxa de Câmbio	R\$/US\$ Fim de Período	4,15	4,18	4,18	4,17	4,22	4,27	4,30	4,31	4,30	4,34	4,37	4,38	4,37	4,36	4,37	4,38	4,38	4,38

¹ Fonte: LCA Consultores

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

METODOLOGIA E PREMISSAS

Metodologia e moeda utilizada	<ul style="list-style-type: none">▪ Fluxo de caixa livre para a firma nominal em Reais
Data base	<ul style="list-style-type: none">▪ 31 de Março de 2016
Premissas macroeconômicas	<ul style="list-style-type: none">▪ LCA Consultores
Receita	<ul style="list-style-type: none">▪ Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas da CPFL Renováveis utilizadas usualmente
Custos	<ul style="list-style-type: none">▪ Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas da CPFL Renováveis utilizadas usualmente
Despesas	<ul style="list-style-type: none">▪ Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas da CPFL Renováveis utilizadas usualmente

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

METODOLOGIA E PREMISSAS

Investimento em ativos imobilizados e permanentes	<ul style="list-style-type: none">Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas da CPFL Renováveis utilizadas usualmente
Investimento em capital de giro	<ul style="list-style-type: none">Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas da CPFL Renováveis utilizadas usualmente
Impostos indiretos	<ul style="list-style-type: none">Orçamento de 5 anos (2016-20) aprovado independentemente para cada subsidiária pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis; para os demais anos, a partir do sexto, adotadas premissas da CPFL Renováveis utilizadas usualmente
Imposto de renda	<ul style="list-style-type: none">Taxa de imposto efetiva de cada subsidiária
Perpetuidade	<ul style="list-style-type: none">Todas as empresas subsidiárias tem seu fluxo de caixa projetado até o final de sua respectiva concessão / autorização¹

¹ A vida média de uma usina eólica considerada é de 49 anos (período médio da primeira autorização de 29 anos adicionado a uma extensão média de 20 anos de acordo com a premissa de investimento adicional considerada)

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL - WACC

WACC ¹	[%]	Description
Custo de Capital Próprio (Ke)		
Taxa Livre de Risco (a)	2,12%	Média do retorno dos Título do Tesouro Americano, referência 10 anos, nos últimos 12 meses
Risco País (b)	3,89%	Média dos últimos 12 meses do EMBI Brasil
Prêmio de Risco de Mercado (c)	6,66%	Spread médio anual entre S&P 500 e US T-Bill (últimos 50 anos)
Prêmio pelo Tamanho das Empresas (d)	1,80%	Ibbotson Associates, 2015
Beta Alavancado (β)	0,90	Cálculo baseado no Beta ajustado da Companhia, com base em empresas comparáveis
Ke (US\$ nominal) (e) = a + b + (c * β) + d	13,76%	
Diferencial de Inflação no Longo Prazo (f)	1,27%	Expectativa de projeções de inflação brasileira sobre a inflação americana no longo prazo
Ke (R\$ nominal) (g) = (1 + e) * (1 + f) - 1	15,17%	
Custo da Dívida (Kd)		
Custo da Dívida após Impostos² (R\$ nominal)	10,90%	Baseado no custo efetivo de captações de recursos da CPFL Renováveis (Março/2016)
Estrutura de Capital		
Equity (E / Capital Total) (k)	54,85%	Estrutura de Capital da CPFL Renováveis na data base
Dívida (D / Capital Total) (l)	45,15%	
WACC (R\$ nominal) (m) = k * g + l * j	13,24%	

¹Custo Médio de Capital Ponderado calculado para 31 de março de 2016

²Tax Shield não é considerado, uma vez que as SPEs da CPFL Renováveis são taxadas no regime de Lucro Presumido

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

(R\$ Milhões)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	...	2065P	2066P
EBIT	729	1.005	1.102	1.205	1.301	1.535	1.599	1.658	1.727	1.755	1.820		3.755	383
Imposto de Renda e CS	(65)	(50)	(53)	(56)	(59)	(63)	(65)	(68)	(70)	(71)	(73)		(149)	(30)
NOPLAT	665	955	1.049	1.149	1.242	1.472	1.534	1.591	1.657	1.684	1.747		3.606	353
(+) Depreciação e Amortização	444	456	458	460	462	464	466	468	472	476	476		158	96
(+/-) Variação de Capital de Giro	(36)	(19)	(1)	(0)	(2)	(20)	2	2	2	(4)	(8)		(244)	396
(-) CAPEX	(1.450)	(499)	(58)	(40)	(21)	(20)	(21)	(21)	(22)	(23)	(24)		(10)	(8)
(=) Fluxo de Caixa para Firma (FCFF)	(378)	893	1.448	1.569	1.681	1.895	1.980	2.040	2.108	2.133	2.191		3.510	836
Valor Presente do FCFF	(333)	697	997	954	903	899	829	755	688	615	558		7	1

Avaliação da CPFL Renováveis (R\$ Milhões)	
Valor da Firma	11.061
(+) Ativos Não Operacionais	1.341
(-) Passivos Não Operacionais	(6.276)
(-) Participação de Acionistas Não Controladores	(115)
Valor das Ações	6.011

		- 4,75%	Ponto Médio	+ 4,75%
		Limite Inferior		Limite Superior
Valor das Ações	R\$ Milhões	5.725	6.011	6.296
Número de Ações	'000	503.308	503.308	503.308
Preço por Ação	R\$/Ação	11,38	11,94	12,51

(*) Utilizado intervalo de 4,75% em relação ao ponto médio para que a faixa de valores mínimo e máximo não ultrapasse 10%, conforme exigido na Instrução CVM 361/2002

5.4

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Múltiplos de Mercado de Empresas Comparáveis Seleccionadas

Empresa	País	Market Cap (R\$ Milhões)	Enterprise Value (R\$ Milhões)	EV / EBITDA (1T2016)
Engie Brasil Energia S.A.	Brasil	23.942	25.443	8,19x
EDP Renováveis S.A.	Portugal	23.743	42.175	8,48x
Nextera Energy Partners	EUA	4.060	18.015	12,15x
Brookfield Renewable Partners	Canadá	29.426	87.786	20,53x
Mediana				10,31x

Descrição das Empresas Comparáveis Seleccionadas

Engie Brasil Energia S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Juntamente com suas subsidiárias, gera e vende energia elétrica no Brasil
EDP Renováveis S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Projeta, desenvolve, gerencia e opera usinas de energia. A EDP Renováveis S.A. gera eletricidade usando fontes renováveis principalmente energia eólica
Nextera Energy Partners	<ul style="list-style-type: none"> Adquire, possui e opera projetos de energia limpa. Possui participações em projetos eólicos e solares na América do Norte
Brookfield Renewable Assets	<ul style="list-style-type: none"> Possui um portfólio de instalações de geração de energia renovável. Opera 262 plantas com 10.731 megawatts de capacidade de geração na América do Norte, Colômbia, Brasil e Europa

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Avaliação por Múltiplos

- A relação de empresas comparáveis considera companhias com porte e liquidez semelhantes à CPFL Renováveis, de modo que não fez-se necessário ajustes aos múltiplos
- O EBITDA de março de 2016 (acumulado 12 meses) da CPFL Renováveis foi multiplicado pela mediana dos múltiplos EV/EBITDA das empresas comparáveis
- Do Valor da Empresa deduziu-se a dívida líquida e participações minoritárias, resultando no Valor para o Acionista
- O Valor para o Acionista dividido pelo número total de ações corresponde ao preço unitário médio do papel

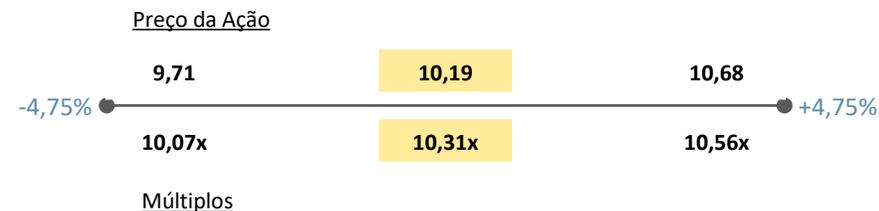
Avaliação por Múltiplos – R\$ Milhões					
Ano	Múltiplo	X	EBITDA	=	Valor da Empresa
1T2016	→ 10,31x	X	992	=	10.227
Ajustes baseados em Mar/16					
					(-.) Dívida total (6.107)
					(+) Caixa e equivalentes 1.189
					(+) Ajustes de ativos não operacionais 182
					(-) Ajustes de passivo não operacionais (235)
					(-) Participações minoritárias (outros) (126)
Valor das ações					5.130
Número total de ações ('000)					503.308
Preço da ação (R\$)					10,19

Equity Value – Análise de Sensibilidade

Equity Value – Limites (R\$ milhões)



Preço da Ação – Limites (R\$/ação)



5.5

**AVALIAÇÃO DA CPFL
RENOVÁVEIS**

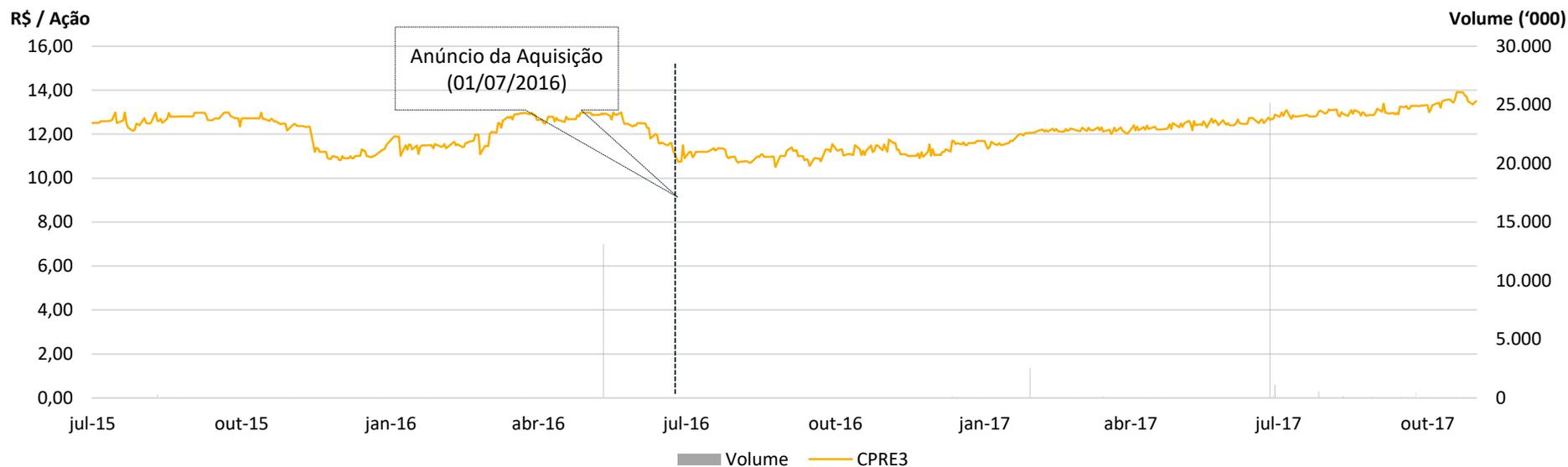
PREÇO MÉDIO PONDERADO
PELO VOLUME DE
NEGOCIAÇÃO

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

PREÇO MÉDIO PONDERADO PELO VOLUME DE NEGOCIAÇÃO

- Esta análise tem como base as cotações das ações transacionadas na B3 da CPFL Renováveis (*ticker*: CPRE3)

Cotação e Volume Negociado na B3



Período	Data Inicial	Data Final	VWAP (R\$/ação)
12 meses anteriores ao anúncio da aquisição	02/07/2015	01/07/2016	R\$ 12,86
Período desde o anúncio da aquisição	01/07/2016	01/11/2017	R\$ 12,62

5.6

**AVALIAÇÃO DA CPFL
RENOVÁVEIS**
VALOR PATRIMONIAL

AVALIAÇÃO DA CPFL RENOVÁVEIS

VALOR PATRIMONIAL DAS AÇÕES

- Esta análise tem como base os demonstrativos financeiros contábeis da CPFL Renováveis de 31 de março de 2016:

Cálculo do Valor Patrimonial das Ações da CPFL Renováveis		
Total de Ativos	R\$ '000	11.898.837
Total de Passivos	R\$ '000	7.704.313
(A) Patrimônio Líquido	R\$ '000	4.194.524
(B) Número total de ações (ex-tesouraria)	'000	503.308
Volume de ações ON – CPRE3	'000	503.308
(A/B) Valor Patrimonial Contábil por Ação	R\$ / ação	8,33

- A avaliação pelo valor patrimonial das ações foi realizada utilizando-se o valor do Patrimônio Líquido registrado contabilmente pela CPFL Renováveis em 31 de março de 2016, considerando-se que ativos e passivos estejam contabilizados a valor justo
- A avaliação pelo valor patrimonial das ações também considera ativos e passivos monetários e não monetários, registrados a valor justo nas demonstrações financeiras da CPFL Renováveis ou pelo valor provável de realização, bem como contingências de natureza trabalhista, cível e fiscal decorrentes do curso normal de suas atividades e avaliadas segundo o desfecho mais provável esperado pela Companhia



6 GLOSSÁRIO

- **Abradee:** Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica
- **ACL:** Ambiente de Comercialização Livre
- **ACR:** Ambiente de Comercialização Regulada
- **Aneel:** Agência Nacional de Energia Elétrica
- **Beta; β :** Coeficiente que quantifica o risco não diversificável a que um ativo está sujeito. O índice é determinado por meio de uma regressão linear entre a série de variações no preço do ativo e a série de variações no preço da carteira de mercado
- **BIG:** Banco de Informações de Geração
- **BNDES:** Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
- **CAPEX:** Do inglês, Capital Expenditures, custos de investimento em capital fixo
- **CAPM:** Do inglês, Capital Asset Pricing Model, modelo de precificação de ativos através da relação entre o risco (medido pelo Beta) e o retorno esperado desses ativos
- **CCEE:** Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
- **CCV:** Contrato de Compra e Venda de Ações
- **CDI:** Certificado de Depósito Interbancário
- **CESP:** Companhia Energética de São Paulo
- **CMSE:** Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico
- **CNPE:** Conselho Nacional de Política Energética

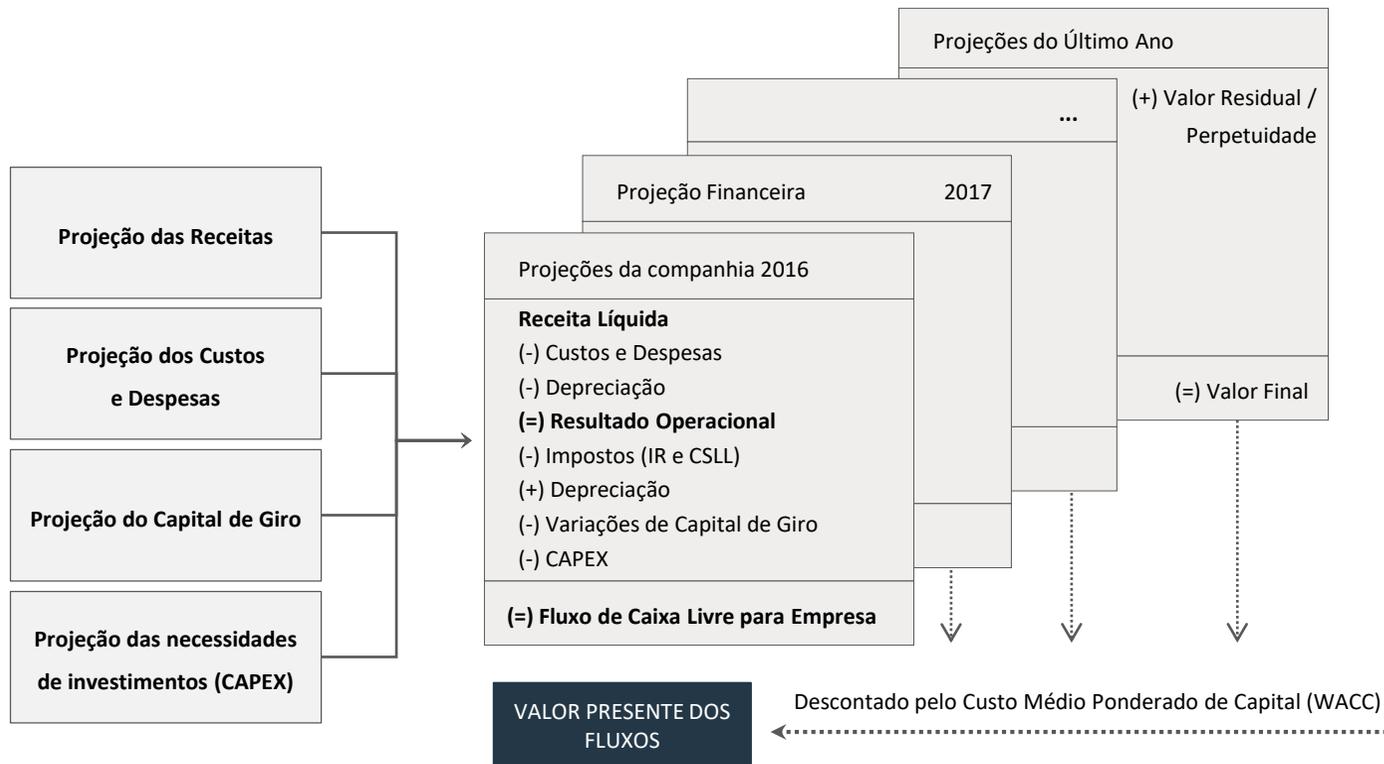
- **COFINS:** Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
- **CPFL:** Companhia Paulista de Força e Luz
- **CSLL:** Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
- **CVM:** Comissão de Valores Mobiliários
- **Dívida Líquida:** Equivalente a dívida total menos caixa e equivalentes de caixa
- **EBIT:** Do inglês, Earnings Before Interest and Taxes, equivalente a lucro antes de juros, resultado de equivalência patrimonial e impostos (LAJIR)
- **EBITDA:** Do inglês, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, significa a soma do lucro operacional antes das despesas e receitas financeiras, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA), com relação um período específico
- **EPE:** Empresa de Pesquisa Energética
- **EMBI:** Do inglês, Emerging Markets Bond Index, índice que engloba a diferença entre a média dos títulos de dívida soberanos de um determinado país emergente denominados em dólares norte-americanos e títulos do Tesouro norte-americano. Utilizado para medir o risco de investimento em um determinado país
- **EV:** *Enterprise value*, termo em inglês, significa valor da empresa
- **Fairness Opinion:** Carta de opinião emitida por um avaliador independente usualmente sobre os aspectos econômico-financeiros de uma transação societária
- **FCD:** Fluxo de Caixa Descontado
- **Free Cash Flow to Firm (FCFF):** Termo em inglês, significa o fluxo de caixa livre para a Companhia
- **Free Float:** Termo em inglês, significa parte das ações de uma companhia que estão disponíveis para negociação no mercado
- **GW:** Gigawatt
- **GWh:** Gigawatt-hora

- **IGP-M:** Índice Geral de Preços do Mercado
- **Instrução CVM 361:** Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 361, de 5 de março de 2002, conforme
- **IPCA:** Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
- **IPC:** Índice de Preços ao Consumidor
- **IR:** Imposto de Renda
- **Lei das S.A.:** A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) rege as Sociedades Anônimas
- **Market cap:** Termo em inglês, significa capitalização de mercado
- **Market share:** Termo em inglês, significa fatia de mercado
- **Mid-year Convention:** Convenção na qual se assume que os fluxos de caixa de uma companhia concentram-se na metade de cada período
- **MME:** Ministério de Minas e Energia
- **MW:** *Megawatt*
- **MWh:** *Megawatt Hora*
- **Ofertante:** State Grid Brazil Power Participações S.A.
- **ON:** Ação classe Ordinária
- **OPA:** Oferta Pública de Ações
- **PCH:** Pequena Central Hidrelétrica
- **PIS:** Programa de Integração Social
- **PN:** Ação classe Preferencial

- **PPA:** Termo em inglês, significa contrato de compra e venda de energia
- **Proinfa:** Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia
- **RAP:** Receita Anual Permitida
- **Sabesp:** Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo S.A
- **S&P-500:** Índice da bolsa americana composto por 500 ativos
- **Selic:** Sistema Especial de Liquidação e Custódia
- **SIN:** Sistema Interligado Nacional
- **Spread:** Diferença entre o valor base e o valor considerado
- **Taxa livre de Risco:** Taxa de retorno obtida por investimento em um ativo teoricamente sem risco. O parâmetro tipicamente utilizado é a taxa de juros dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos da América
- **TJLP:** Taxa de Juros de Longo Prazo
- **TWh:** *Terawatt-hora*
- **UHE:** Usina hidrelétrica
- **VWAP:** Do inglês, Volume Weighted Average Price, significa preço médio ponderado pelo volume de negociação
- **VPL:** Valor presente líquido
- **WACC:** Do inglês, Weighted Average Cost of Capital, equivalente a custo médio ponderado de capital

7 APÊNDICE

- Na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, o fluxo de caixa projetado para as Companhias tem seu valor presente encontrado aplicando-se uma taxa de desconto que reflita o custo médio ponderado de capital (WACC) da Companhia, o qual é composto pelo custo de oportunidade de credores e acionistas
- Ao valor presente do fluxo de caixa soma-se o valor residual, o qual procura estabelecer o valor associado aos ativos da Companhia



APÊNDICE

WACC – CÁLCULO DO BETA (CPFL ENERGIA)

▪ Betas de Empresas Comparáveis:

Empresa	País	Dívida Líquida / Equity (D/E)	Beta Alavancado	Alíquota de Imposto de Renda Efetivo (%)	Beta Desalavancado
Engie Brasil Energia S.A.	Brasil	6%	0,73	32%	0,70
Duke Energy Corp.	EUA	77%	0,43	30%	0,28
EDP – Energias de Portugal S.A.	Portugal	149%	0,90	26%	0,43
Nextera Energy	EUA	299%	0,65	0%	0,16
Iberdrola S.A.	Espanha	68%	0,81	16%	0,52
Southern Co	EUA	61%	0,48	30%	0,34
Brookfield Renewable Partners	Canadá	118%	0,91	35%	0,52
Median			0,73		0,43

Cálculo do Beta Alavancado da Companhia

Mediana dos betas desalavancados (a)	0,43
Alíquota de Imposto (b)	34,00%
Estrutura de Capital (D/E) (c)	0,84
Beta Alavancado (d) = a * (1 + (c * (1 - b)))	0,67

APÊNDICE

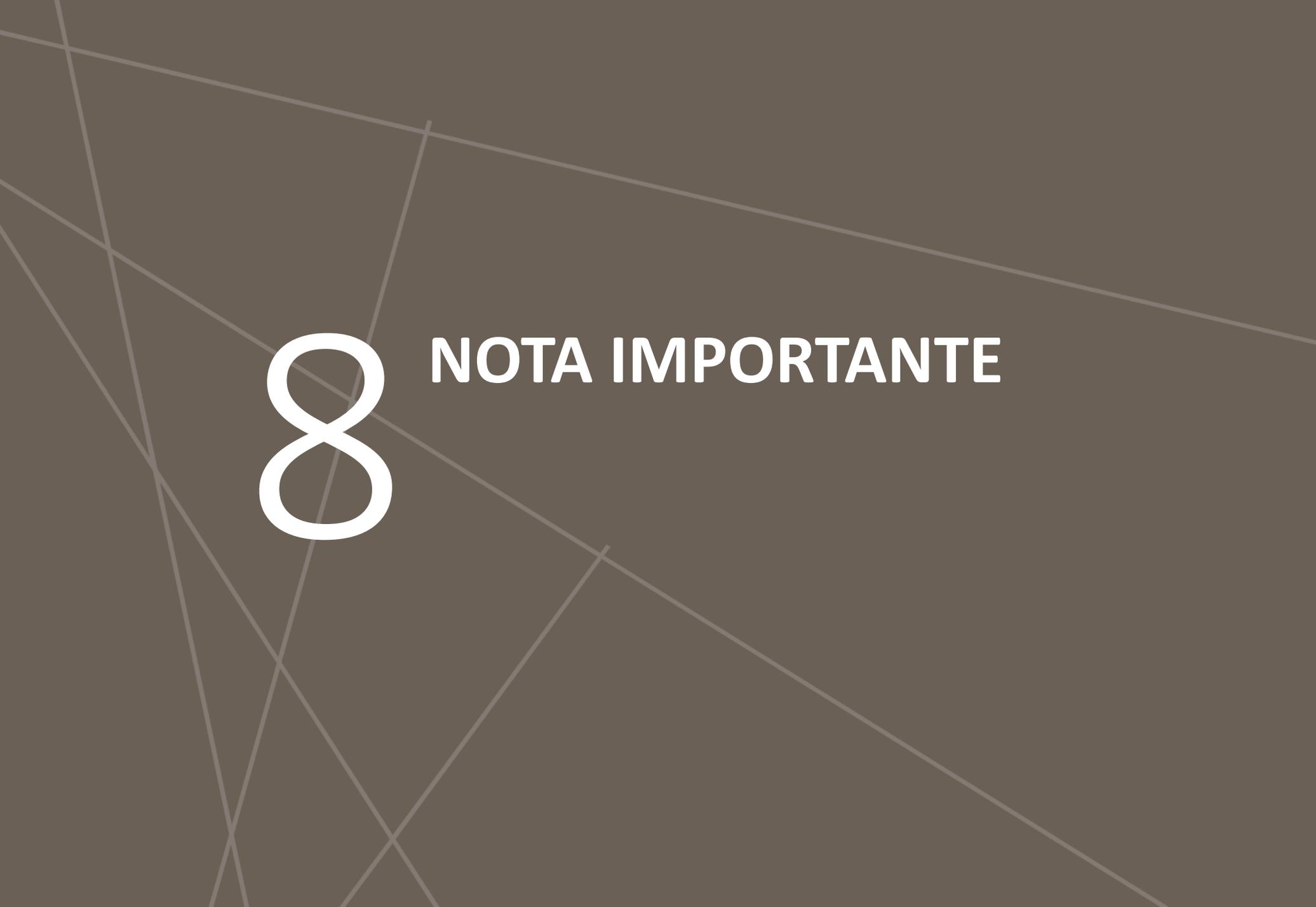
WACC – CÁLCULO DO BETA (CPFL RENOVÁVEIS)

- Betas de Empresas Comparáveis:

Empresa	País	Dívida Líquida / Equity (D/E)	Beta Alavancado	Alíquota de Imposto de Renda Efetivo (%)	Beta Desalavancado
Engie Brasil Energia S.A.	Brasil	6%	0,73	32%	0,70
EDP Renováveis S.A.	Brasil	72%	0,77	15%	0,48
Nextera Energy	EUA	299%	0,65	0%	0,16
Brookfield Renewable Partners	Canadá	118%	0,91	35%	0,52
Median			0,75		0,50

Cálculo do Beta Alavancado da Companhia

Mediana dos betas desalavancados (a)	0,50
Alíquota de Imposto (b)	-
Estrutura de Capital (D/E) (c)	0,82
Beta Alavancado (d) = a * (1 + (c * (1 - b)))	0,90



8

NOTA IMPORTANTE

- O Banco Fator S.A. (“Fator”) foi contratado pela State Grid Brazil Power Participações S.A. (“State Grid” ou “Ofertante”) para elaborar o laudo de avaliação (“Laudo de Avaliação”) referente as ações de emissão da CPFL Energia S.A. (“CPFL Energia”) e da CPFL Renováveis S.A. (“CPFL Renováveis”), em conjunto denominadas (“Companhias”) em virtude da alienação direta do controle das Companhias, de acordo com o disposto no artigo 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei das S.A.”)
- O presente Laudo de Avaliação foi baseado e leva em consideração, dentre outros aspectos, o que segue:
 - Orçamento de 5 anos (2016-2020) da CPFL Energia aprovado pelo Conselho de Administração em 23 de Março de 2016 e projeções completas elaboradas em Março de 2016 pela CPFL Energia
 - Orçamento de 5 anos (2016-2020) da CPFL Renováveis aprovado pelo Conselho de Administração em 24 de Março de 2016 e projeções completas elaboradas em Março de 2016 pela CPFL Renováveis
 - Relatórios e dados fornecidos pela Ofertante
 - Informações, estudos, análises, pesquisas e critérios financeiros, econômicos, monetários e de mercado que o Fator considerou relevantes, bem como informações públicas sobre o setor de atuação das Companhias e sobre parâmetros macroeconômicos dos mercados onde as Companhias possuem presença relevante
 - A data de referência utilizada para o Laudo de Avaliação é de 31 de março de 2016. Adicionalmente o Fator não assume, a qualquer tempo, a responsabilidade por atualizar, revisar, reafirmar ou revogar, no todo ou em parte, após esta data, qualquer informação contida neste Laudo de Avaliação, em decorrência de qualquer desdobramento ou informação posterior à data de publicação

- A Ofertante e as Companhias asseguraram ao Fator que: (i) todas as informações disponibilizadas referentes a 31 de março de 2016 foram preparadas de forma razoável e refletem as melhores estimativas e avaliações à época e o melhor juízo das Companhias por parte da administração das Companhias quanto ao seu desempenho financeiro futuro; (ii) que desde a data de entrega das informações, informações estas que se referem à data base da Avaliação, ou seja, 31 de março de 2016, até o presente momento, as Companhias não tem ciência de qualquer informação ou evento que impacte materialmente o negócio, a situação financeira, os ativos, os passivos, as perspectivas de negócio, as transações comerciais ou o número de ações de emissão das Companhias, assim como não têm ciência de qualquer outro fato significativo que pudesse alterar o seu desempenho futuro ou as informações, tornando-as incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materialmente relevantes ou que poderiam causar um efeito materialmente relevante nos resultados e análises contidos neste Laudo de Avaliação. O Fator utilizou as informações gerenciais das Companhias, disponibilizadas por escrito ou por meio de discussão com representantes das Companhias e/ou da Ofertante, que entendeu serem consistentes, verdadeiras, íntegras, precisas e razoáveis;
- Ressalta-se que nenhuma declaração ou garantia, explícita ou tácita, é ou será dada pelo Fator, seus administradores, empregados, consultores, agentes ou representantes, no tocante à exatidão, veracidade ou integralidade das informações nas quais foi baseado este Laudo de Avaliação. Caso tais informações se provem incorretas, incompletas ou imprecisas, as conclusões deste Laudo de Avaliação podem se alterar de forma substancial
- Adicionalmente, o Fator, seus administradores, empregados, consultores, agentes ou representantes não assumem qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar no tocante à exatidão, veracidade, suficiência, razoabilidade, precisão ou integralidade das informações nas quais foi baseado este Laudo de Avaliação. O Fator não assume qualquer obrigação de conduzir, e não conduziu, procedimentos de auditoria, *due diligence* ou investigações independentes de verificação de nenhuma das informações (públicas ou privadas), de verificação de quaisquer ativos ou passivos (contingentes ou não) e/ou de ônus ou gravames sobre eles, e avaliação da solvência das Companhias
- O conteúdo deste Laudo de Avaliação não é e não deve ser considerado como promessa ou garantia de resultados futuros das Companhias. As análises e valores são baseadas em previsões, que não necessariamente se concretizarão pois estão sujeitas a incertezas e fatores que estão além do controle das Companhias assim como do Fator. Portanto, o Fator não será responsável de qualquer forma, caso os resultados futuros das Companhias difiram dos resultados apresentados no Laudo de Avaliação

- Os resultados apresentados neste Laudo de Avaliação não levaram em consideração circunstâncias específicas, objetivos ou necessidades particulares de cada investidor e não podem, portanto, ser interpretados como recomendação de investimento ou de qualquer tomada de decisão. O Fator não será, em hipótese alguma, responsabilizado por qualquer decisão tomada pela Ofertante, pelos acionistas das Companhias, administradores ou terceiros com base neste Laudo de Avaliação
- O Laudo de Avaliação não é e não representa (i) qualquer recomendação e / ou aconselhamento, explícito ou implícito, de adesão ou não à OPA, (ii) uma opinião sobre a razoabilidade e adequação (“*Fairness Opinion*”) da OPA, (iii) uma opinião sobre quaisquer aspectos da OPA. Este Laudo de Avaliação não foi compilado ou elaborado visando ao cumprimento de qualquer dispositivo legal ou regulamentar no Brasil ou no exterior, exceto por aqueles aplicáveis à OPA
- Nota-se que o escopo de serviço do Fator não inclui aconselhamento ou serviços de natureza legal, tributário, regulatório ou fiscais em relação ao Laudo de Avaliação ou à OPA
- Não expressamos opinião, explícita e implícita, a respeito dos valores que deverão ser utilizados na OPA. O Laudo de Avaliação busca somente indicar um valor razoável para as ações no âmbito da OPA, não devendo o referido valor ser entendido como recomendação de preço para a OPA, o qual deverá ser determinado pela Ofertante
- O Laudo de Avaliação foi elaborado de acordo com a Instrução CVM 361, mas não deve ser a única base para a avaliação das Companhias e, portanto, cada acionista das Companhias deve realizar suas próprias análises consultando seus próprios assessores jurídicos, financeiros, tributários e regulatórios com o objetivo de formarem sua própria opinião sobre a OPA. Portanto, as decisões são de única e exclusiva responsabilidade dos envolvidos na OPA, não podendo o Fator ser responsabilizado por quaisquer dessas decisões
- O Fator não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas ou lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso do Laudo de Avaliação

- A elaboração de avaliações econômico-financeiras é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e não é suscetível a uma análise parcial ou descrição resumida. O Fator não atribuiu importância específica a nenhum dos fatores considerados individualmente no Laudo de Avaliação. Pelo contrário, realizou uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores aqui considerados. Desse modo, o Laudo de Avaliação deve ser analisado como um todo e a análise de partes selecionadas, sumários, ou aspectos específicos do Laudo de Avaliação, sem o conhecimento e análise do Laudo de Avaliação em sua totalidade, podem resultar em um entendimento incompleto e incorreto da análise realizada pelo Fator e das conclusões contidas no Laudo de Avaliação
- O Fator adota políticas e procedimentos para preservar a independência dos seus analistas de valores mobiliários, os quais podem ter visões diferentes daquelas dos seus departamentos de assessoria em fusões e aquisições e de estruturação de renda variável (*Investment Banking*). O Fator também adota políticas e procedimentos para preservar a independência entre os referidos departamentos (*Investment Banking*) e demais áreas e departamentos do Fator e/ou empresas controladas, coligadas, e ligadas em geral, incluindo, mas não se limitando, à gestão de ativos (*Asset Management*), mesa proprietária de negociação de ações, instrumentos de dívida, valores mobiliários e demais instrumentos financeiros
- Os cálculos financeiros apresentados neste Laudo de Avaliação pode diferir da soma apresentada em razão de arredondamento de valores
- O Laudo de Avaliação é de propriedade intelectual do Fator e não pode ser reproduzido ou publicado sem o prévio consentimento do Fator, exceto nos casos previstos na Lei 6.404/76 e na Instrução CVM 361

SÃO PAULO (BANCO, CORRETORA E GESTORA DE RECURSOS)

+55 (11) 3049 - 9100 (PABX)

R. Dr. Renato Paes de Barros, 1017 - 11° e 12° andares

04530-001 - São Paulo (SP)

SÃO PAULO (SEGURADORA)

+55 (11) 3709 - 3000 (PABX)

Av. Santo Amaro, 48 - 6° andar

004506-000 - São Paulo (SP)

RIO DE JANEIRO (BANCO E SEGURADORA)

+55 (21) 3861 - 2500 (PABX)

Av. Presidente Antonio Carlos, 51 - 8° andar

20020-010 - Rio de Janeiro (RJ)

fator.com.br

Este material é meramente informativo e baseou-se em: (i) informações públicas por meio de fontes lícitas e/ou pesquisas independentes e/ou (ii) documentos fornecidos pela Companhia, de forma que o Banco Fator S.A. não se responsabiliza pela exatidão, veracidade ou a integralidade das informações contidas neste material ou de qualquer outra informação verbal ou escrita disponibilizada ao receptor ou seus consultores. As informações contidas neste material devem ser avaliadas, exclusivamente, pelos receptores antes da adoção de qualquer iniciativa similar a ora apresentada, e, portanto nenhuma responsabilidade é ou deverá ser atribuída aos membros do Banco Fator S.A., incluindo seus sócios, diretores, empregados, agentes ou consultores. Quaisquer estimativas, exemplos ou projeções contidas nesta apresentação são de caráter meramente ilustrativo e não devem ser considerados como garantia de eventos futuros e/ou performance. Quaisquer dados financeiros mencionados neste material, incluindo múltiplos e projeções, podem sofrer alterações, de acordo com condições de mercado.

Este material é de propriedade do Banco Fator S.A. e foi elaborado exclusivamente para uso e análise da Companhia e não poderá ser copiado, reproduzido e/ou distribuído ou divulgado a terceiros sem o consentimento, por escrito, do Banco Fator S.A.