

# Laudo de Avaliação conforme Instrução nº 361 da CVM

## Embratel Participações S.A.

*Versão preparada exclusivamente para fins de atendimento (i) das exigências formuladas nos itens 2.2 e 2.3 do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº1225/2006, de 08 de junho de 2006, (ii) do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº1480/2006, de 18 de julho de 2006 e (iii) da exigência formulada no item 2.1 do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº1907/2006, de 25 de agosto de 2006, da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Esta versão não constitui uma atualização, revisão ou correção da Avaliação preparada pelo Banco ABN AMRO Real S.A. em 01 de maio de 2006*

Corporate Finance, 01 de maio de 2006.

# Índice

<b>Nota importante</b>	<b>03</b>
<b>1 Sumário Executivo</b>	<b>12</b>
<b>2 Qualificações e declarações do Avaliador</b>	<b>19</b>
<b>3 Descrição da Embrapar e Net</b>	<b>29</b>
<b>4 Avaliação pelo preço médio ponderado das ações</b>	<b>40</b>
<b>5 Avaliação pelo valor do patrimônio líquido por ação</b>	<b>45</b>
<b>6 Avaliação econômico-financeira da Embrapar</b>	<b>47</b>
<b>a</b> Metodologia	48
<b>b</b> Avaliação da Embrapar (excluindo participação em Net)	62
<b>c</b> Avaliação da participação em Net	70
<b>d</b> Avaliação da Embrapar (incluindo participação em Net)	74
<b>7 Resumo da avaliação das ações da Embrapar</b>	<b>77</b>
<b>8 Glossário</b>	<b>80</b>

## Nota importante

1. O Banco ABN AMRO REAL S.A. ("**ABN AMRO**") foi contratado pela TELÉFONOS DE MÉXICO S.A. DE C.V. ("**Ofertante**"), que é acionista controlador da EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S.A. (a "**Embrapar**" ou "**Companhia**"), para elaborar a avaliação econômico-financeira (a "**Avaliação**") da Embrapar, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro da Companhia, em conformidade com o disposto no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, conforme alterada, e da Instrução nº. 361, de 5 de março de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (a "**Oferta**").
2. A Avaliação da Companhia, sujeito às ressalvas abaixo mencionadas, inclui a avaliação (i) de suas controladas, diretas e indiretas, incluindo Embratel S.A. ("**Embratel**"), Vesper São Paulo S.A. e Vesper S.A. (conjuntamente "**Vesper**"), Telmex do Brasil Ltda. ("**TDB**"), Star One S.A. ("**Star One**") e Primesys Soluções Empresariais S.A. ("**Primesys**"), doravante coletivamente designadas "**Controladas**", e (ii) de suas coligadas GB Empreendimentos e Participações S.A. ("**GB Empreendimentos**") e Net Serviços de Comunicação S.A. ("**Net**"), doravante coletivamente designadas "**Coligadas**".
3. A Avaliação é de propriedade intelectual do ABN AMRO e foi preparada pelo ABN AMRO exclusivamente para os fins do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, conforme alterada, e para nenhum outro propósito. Esta Avaliação também poderá ser utilizada pela Ofertante no âmbito de uma oferta voluntária para aquisição das ações da Embrapar, segundo às disposições do Parágrafo Primeiro do Artigo 31 da Instrução nº. 361, conforme facultado à Ofertante nos termos do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº1480/2006, de 18 de julho de 2006, da CVM. A Avaliação não deve ser utilizada por terceiros ou para outros fins e não poderá ser divulgada ou referendada a terceiros ou distribuída, reproduzida ou utilizada para qualquer outra finalidade sem a autorização prévia e por escrito do ABN AMRO, ressalvada a divulgação da Avaliação, em sua íntegra, pela Ofertante, para os propósitos da Oferta e exclusivamente a fim de atender a exigências legais e regulamentares a ela aplicáveis, incluindo a divulgação integral da Avaliação à Comissão de Valores Mobiliários - CVM e à U.S. Securities and Exchange Commission – SEC, conforme a regulamentação aplicável. A Avaliação foi preparada exclusivamente em Português, e caso venha a ser traduzida para outro idioma, a versão em Português deverá sempre prevalecer.
4. O ABN AMRO não fez e não faz qualquer recomendação, assim como não expressa qualquer opinião, explícita ou implícita, a respeito dos termos e condições da Oferta.
5. A data base utilizada para a Avaliação é 31 de março de 2006.

## Nota importante (cont.)

6. A Companhia e suas Controladas foram avaliadas pela metodologia de fluxo de caixa descontado, observado o disposto no parágrafo 7 abaixo. Para fins de cálculo do valor das ações (“*equity value*”) da Companhia, foram adotados os seguintes critérios: (i) do valor econômico-financeiro total (“*enterprise value*”) da Companhia e suas Controladas foram descontadas as dívidas líquidas, contingências líquidas, passivo atuarial, dividendos e juros sobre capital próprio provisionados nas Demonstrações Financeiras (conforme abaixo definido) de 31 de março de 2006 (“**Endividamento Líquido**”); (ii) a GB Empreendimentos foi avaliada com base no valor econômico de sua participação na Net, e (iii) do valor econômico-financeiro total (“*enterprise value*”) da GB Empreendimentos foi descontado seu Endividamento Líquido.
7. Para fins da Avaliação das Coligadas da Companhia, o ABN AMRO utilizou o valor de mercado da Net, calculado com base na média ponderada pelo volume negociado das ações preferenciais de emissão da Net na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA durante o período de 90 (noventa) dias anterior à 29 de abril de 2006.
8. A Companhia, suas Controladas e Coligadas foram avaliadas como operações independentes (“*stand alone*”) e eventual sucesso ou insucesso da Oferta não foi considerado no resultado da Avaliação. O ABN AMRO não expressa qualquer opinião sobre os efeitos que eventualmente possam ser gerados para a Companhia a partir da consumação da Oferta.
9. A Avaliação levou em consideração as seguintes demonstrações financeiras que foram fornecidas pela Companhia: (i) demonstrações financeiras anuais do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2005 e informações trimestrais de 31 de março de 2006 da Companhia, respectivamente auditadas e revisadas pela Ernst & Young Auditores Independentes S.S. (“**Ernst & Young**”); (ii) balancete interno do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2005 e do trimestre encerrado em 31 de março de 2006 da GB Empreendimentos, não auditados ou revisados; (iii) demonstrações financeiras anuais do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2005 e informações trimestrais de 31 de março de 2006 da Embratel, respectivamente auditadas e revisadas pela Ernst & Young; e (iv) demonstrações financeiras anuais do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2005 e informações trimestrais de 31 de março de 2006 da Star One, respectivamente auditadas e revisadas pela Ernst & Young (doravante coletivamente denominadas “**Demonstrações Financeiras**”).

## Nota importante (cont.)

- 10 A Avaliação foi elaborada pelo ABN AMRO com base em informações fornecidas pela Ofertante e/ou pela Companhia ou discutidas com os representantes da Ofertante e/ou da Companhia que foram indicados ao ABN AMRO pela Ofertante (“**Representantes Indicados**”), bem como outras informações públicas disponíveis, além de projeções, estimativas e análises que decorrem da expertise e experiência do ABN AMRO. As estimativas e projeções que foram fornecidas ao ABN AMRO ou com o ABN AMRO discutidas, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo projeções de receitas, despesas, investimentos, lucro operacional ou lucro líquido) foram baseadas na opinião dos Representantes Indicados da Companhia quanto a tais eventos.
11. O trabalho de avaliação do ABN AMRO utilizou como base, dentre outras, as seguintes informações ou documentos que foram disponibilizados ao ABN AMRO até 28 de abril de 2006: (i) informações públicas sobre o setor de atuação das Controladas e Coligadas da Companhia; (ii) informações públicas sobre parâmetros macroeconômicos onde a Companhia, suas Controladas e Coligadas possuem presença relevante; (iii) planos de negócios das Controladas da Companhia para o período de 2006 a 2015 elaborados e aprovados por suas respectivas administrações; (iv) informações financeiras e operacionais históricas da Companhia, suas Controladas e Coligadas; (v) valores do Endividamento Líquido da Companhia e suas Controladas e da GB Empreendimentos, e das participações societárias da Companhia e suas Controladas e da GB Empreendimentos; e (vi) discussões com os Representantes Indicados da Companhia em relação ao desempenho passado e às expectativas para o futuro dos negócios da Companhia e suas Controladas.
12. Na elaboração da Avaliação, o ABN AMRO revisou outros estudos e análises financeiras e de mercado e levou em consideração outros aspectos que entendeu necessários, incluindo o julgamento das condições econômicas, monetárias e de mercado.
13. No contexto da Avaliação da Net, o ABN AMRO solicitou à Ofertante o plano de negócios da Net e foi informado pela Ofertante e pela Companhia que estes não tiveram acesso ao plano de negócios da Net que refletisse sua situação financeira, operacional e comercial, atual e futura, e que tivesse sido aprovado por sua administração, nem tampouco o orçamento para o ano de 2006 ou outras análises, estudos e projeções a partir de 1º de janeiro de 2006. O ABN AMRO não teve acesso aos representantes da Net para discussão sobre suas perspectivas de desempenho futuro, estimativas e projeções. Para fins da Avaliação da Net, o ABN AMRO utilizou exclusivamente a metodologia descrita no parágrafo 7 acima.

## Nota importante (cont.)

14. As Demonstrações Financeiras, informações públicas, estimativas, projeções, planos de negócio, orçamentos, discussões e demais informações referidas nos parágrafos 9 a 14 acima e neste parágrafo 15, assim como as informações públicas de mercado sobre os volumes e preços de negociação das ações de emissão da Net, são doravante designadas em conjunto as “**Informações**”.
15. 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 ABN AMRO não atribuiu importância específica a determinados fatores considerados na Avaliação, mas, pelo contrário, realizou uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores aqui considerados. Desse modo, a Avaliação deve ser analisada como um todo e a análise de partes selecionadas, sumários, ou aspectos específicos da Avaliação, sem o conhecimento e análise da Avaliação em sua totalidade, podem resultar num entendimento incompleto e incorreto da análise realizada pelo ABN AMRO e das conclusões contidas na Avaliação.
16. As Informações demográficas, macroeconômicas, regulatórias, do mercado de telecomunicações no Brasil e sobre o mercado de ações da BOVESPA mencionadas na Avaliação foram baseadas, dentre outras, em fontes públicas reconhecidas e consideradas confiáveis (entidades de classe, órgãos governamentais e publicações especializadas), tais como Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários - CVM, Bloomberg, Economática, Global Investment Return Yearbook 2006 (ABN AMRO e London Business School) e Departamento Econômico do ABN AMRO.
17. Com base nas afirmações dos Representantes Indicados, o ABN AMRO adota as premissas de que (i) as projeções financeiras a ele fornecidas refletem as melhores estimativas na época em que foram disponibilizadas, bem como o melhor julgamento das administrações da Companhia e de suas Controladas quanto às expectativas de desempenho futuro da Companhia e de suas Controladas e (ii) as estimativas e projeções que foram fornecidas ao ABN AMRO ou discutidas entre o ABN AMRO e a Companhia, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo projeções de receitas, despesas, investimentos, lucro operacional ou lucro líquido) foram baseadas no melhor julgamento da administração da Companhia e de suas Controladas.

## Nota importante (cont.)

18. As estimativas e projeções presentes na Avaliação são intrinsecamente sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão além do controle da Ofertante, da Companhia, de suas Controladas, assim como do ABN AMRO, especialmente àqueles cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos. Não há como garantir que as estimativas e projeções utilizadas na Avaliação sejam efetivamente alcançadas. Os resultados reais futuramente verificados podem divergir significativamente daqueles sugeridos na Avaliação. Dessa forma, o ABN AMRO não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar caso os resultados futuros sejam diferentes das estimativas e projeções apresentadas na Avaliação e não presta qualquer declaração ou garantia em relação a tais estimativas e projeções. O ABN AMRO não assume qualquer responsabilidade em relação às referidas estimativas e projeções, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas.
19. O ABN AMRO assumiu como verdadeiras e completas todas as Informações, sem qualquer verificação independente e, portanto, não assume qualquer responsabilidade pelo conteúdo, exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão dessas Informações, inclusive, mas sem limitação, dos demonstrativos relacionados às projeções ou previsões da Companhia, de suas Controladas, das premissas e estimativas nas quais esses demonstrativos e projeções se basearam e das informações discutidas com os Representantes Indicados. O ABN AMRO não realizou (i) qualquer avaliação dos ativos e passivos (contingentes ou não) da Companhia, de suas Controladas e Coligadas; (ii) revisão ou auditoria das demonstrações financeiras da Companhia, de suas Controladas e Coligadas, e do Endividamento Líquido; (iii) auditoria técnica das operações da Companhia, de suas Controladas e Coligadas; (iv) avaliação da solvência da Companhia, de suas Controladas e Coligadas, de acordo com qualquer legislação relacionada à falência, insolvência ou questões similares; ou (v) qualquer inspeção física das propriedades, instalações ou ativos da Companhia, de suas Controladas e Coligadas.

## Nota importante (cont.)

20. O ABN AMRO presume e confia na exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão de todas as Informações utilizadas na elaboração da Avaliação. O ABN AMRO foi informado pela Ofertante e pela Companhia que todas as Informações fornecidas ao ABN AMRO ou de alguma forma disponibilizadas ou discutidas com o ABN AMRO são corretas, que todas as projeções financeiras fornecidas ao ABN AMRO ou de alguma forma disponibilizadas ou discutidas com o ABN AMRO foram preparadas de forma razoável e que refletem as melhores estimativas e avaliações na época em que foram disponibilizadas e que, desde a data da entrega das Informações, documentos e relatórios disponibilizados até a entrega da Avaliação, pelo que sabemos não houve qualquer alteração material nos negócios, na situação financeira, nos ativos, passivos, nas perspectivas de negócio, transações comerciais ou no número de ações ou opções da Companhia, de suas Controladas e Coligadas, assim como de qualquer outro fato significativo que pudesse alterar as Informações e projeções financeiras fornecidas ao ABN AMRO ou de alguma forma disponibilizadas ou discutidas com o ABN AMRO, ou torná-las incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materiais ou que poderia causar um efeito material nas conclusões apresentadas na Avaliação.
21. O ABN AMRO não faz, nem fará, expressa ou implicitamente, qualquer representação, declaração ou garantia em relação às Informações utilizadas para a elaboração da Avaliação, tampouco assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar relacionada ao conteúdo, exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão dessas Informações, as quais são de única e exclusiva responsabilidade da Ofertante e/ou da Companhia. O ABN AMRO não presta serviços de auditoria, de contabilidade ou jurídicos e a elaboração da Avaliação pelo ABN AMRO não inclui qualquer serviço ou aconselhamento desta natureza.
22. O ABN AMRO não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas ou lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso da Avaliação.
23. O ABN AMRO não expressa através da Avaliação qualquer juízo com relação à distribuição do valor econômico entre as diversas espécies e/ou classes de ações da Companhia, nem tampouco às ações das Coligadas e Controladas.

## Nota importante (cont.)

24. A Avaliação não constitui um julgamento, opinião ou recomendação à administração da Ofertante e/ou da Companhia, aos acionistas da Ofertante e/ou da Companhia ou a qualquer terceiro quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão da realização ou aceitação da Oferta (inclusive no que se refere à decisão dos acionistas da Companhia em aceitar ou não a Oferta), como também não se destina a embasar qualquer decisão de investimento ou desinvestimento.
25. Exceto quando outra data for expressamente indicada, a Avaliação reflete as condições financeiras e contábeis da Companhia, suas Controladas e Coligadas, em 31 de março de 2006 e baseia-se nas Informações disponíveis até 28 de abril de 2006, de modo que qualquer alteração nestas condições e Informações posteriores a essa data poderá alterar os resultados ora apresentados. O ABN AMRO não está obrigado a, a qualquer tempo, atualizar, revisar, corrigir ou reafirmar qualquer informação contida na Avaliação ou a fornecer qualquer informação adicional relacionada à Avaliação.
26. Outras avaliações de empresas e setores elaborados também pelo ABN AMRO poderão tratar premissas de mercado de modo diferente da abordagem feita na Avaliação, de forma que os departamentos de pesquisa ("*research*") e outros departamentos do ABN AMRO e empresas relacionadas podem utilizar em suas análises, relatórios e publicações, estimativas, projeções e metodologias diferentes daquelas utilizadas na Avaliação, podendo tais análises, relatórios e publicações conter conclusões diversas das descritas na Avaliação.
27. O ABN AMRO prestou, diretamente ou através de empresas relacionadas, determinados serviços financeiros e de banco de investimento para a Companhia, suas Controladas e Coligadas, assim como para suas controladoras, pelos quais recebeu remuneração, continua a prestá-los e pode, a qualquer momento, prestá-los novamente. O ABN AMRO, diretamente ou através de empresas relacionadas, é ou poderá se tornar credor da Ofertante e da Companhia, de suas Controladas e Coligadas, assim como da controladora da Ofertante em determinadas operações financeiras.
28. No curso normal de suas atividades, o ABN AMRO poderá vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários da Companhia e da Ofertante e de suas controladoras, controladas e coligadas, 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.

## Nota importante (cont.)

29. Para fins de atendimento ao disposto no art. 8º, § 3º da Instrução nº 361, de 5 de março de 2002, da CVM, o ABN AMRO declara que os responsáveis pela elaboração da Avaliação são os Srs. Joel Michael Roberto e Waldo Edwin Perez Leskovar.

São Paulo, 01 de Maio de 2006

BANCO ABN AMRO REAL S.A.



Waldo Edwin Perez Leskovar  
Superintendente Executivo



Joel Michael Roberto  
Superintendente Executivo

## Atendimento à exigência formulada no item 2.3 do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº1225/2006

Quanto à exigência contida no item 2.3 do Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº1225/2006, referente à apresentação de comentários à CVM acerca do Laudo de Avaliação da Embrapar preparado pelo Banco Bradesco S.A. em agosto de 2004, o ABN AMRO esclarece, primeiramente, que os valores por lote de mil ações das duas avaliações não devem ser comparados, uma vez que a Embrapar realizou relevantes transações posteriormente a agosto de 2004, que tiveram grande impacto na sua base acionária. Em maio de 2005, a Embrapar concluiu aumento de capital em torno de R\$ 1,8 bilhões, com a emissão de 423.906.976 mil novas ações, a um preço de R\$ 4,30 por lote de mil ações, aumentando sua base acionária em 127%. Adicionalmente, a Embrapar concluiu a incorporação da Telmex do Brasil e de participação que a Telmex possuía na Net, que tiveram como impacto um aumento de aproximadamente 230.452.650 mil ações da Embrapar. Desse modo, o número total de ações emitidas pela Embrapar aumentou de 334.399 mil ações, em agosto de 2004, para 987.726.487 mil ações (excluindo tesouraria), em maio de 2006.

Além disso, as avaliações foram elaboradas em momentos nos quais o cenário competitivo da indústria de telecomunicações era diferente, não cabendo, desse modo, ao ABN AMRO fazer qualquer julgamento de valor em relação às premissas adotadas à época pelo Banco Bradesco S.A. em seu estudo.

O ABN AMRO baseou sua avaliação no plano de negócios da Embrapar atualizado e nas condições de mercado e cenário competitivo atuais, os quais podem, portanto, ser distintos dos utilizados como referência pelo Banco Bradesco S.A. em sua avaliação. Dessa forma, o ABN AMRO acredita que a comparação de preços analisada pela CVM pode apresentar distorções em função dos eventos citados acima.

Ainda, o ABN AMRO declara que, para a elaboração da Avaliação, não revisou ou realizou qualquer verificação independente das informações constantes da avaliação realizada pelo Banco Bradesco S.A. em agosto de 2004, por não estar compreendido no escopo de trabalho para o qual foi contratado pela Ofertante. O ABN AMRO não assume qualquer responsabilidade em relação à referida avaliação preparada pelo Banco Bradesco S.A., tampouco pela forma como ela foi elaborada.

A elaboração de avaliações econômico-financeiras é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e não é suscetível a uma análise parcial. Neste sentido, a análise de partes selecionadas, sumários ou aspectos específicos da avaliação realizada pelo Banco Bradesco S.A., sem o conhecimento das premissas adotadas e análise de referida avaliação em sua totalidade, podem resultar num entendimento incompleto e incorreto de referida análise e de suas conclusões.

1

# Sumário Executivo

## Sumário executivo

### Escopo da análise do ABN AMRO

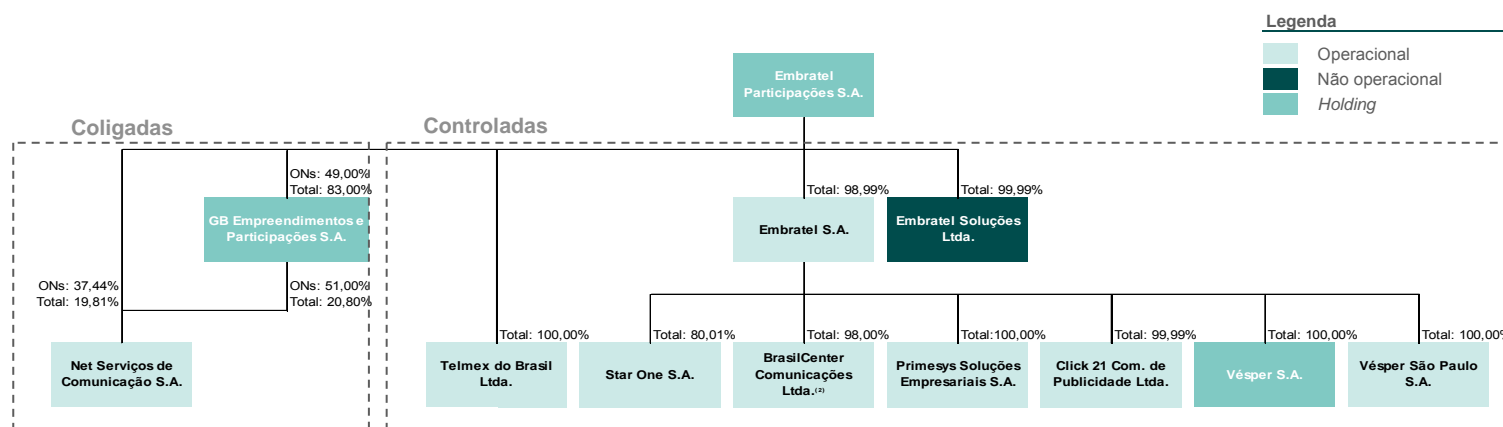
- A Avaliação objetiva aferir o valor econômico-financeiro da Embrapar no contexto da Oferta
- Conforme instrução CVM nº 361 de março de 2002, o ABN AMRO conduziu a análise das seguintes metodologias:
  - Valor econômico, tendo como base a análise do Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)
  - Média ponderada dos preços das ações pelo volume negociado durante os últimos doze meses
  - Valor de patrimônio líquido das ações
- Premissas utilizadas para as diferentes metodologias:
  - Valor econômico: baseado no planos de negócios fornecidos pela Companhia
  - Média ponderada dos preços das ações pelo volume negociado durante os últimos doze meses anteriores à 29 de abril de 2006
  - Valor do patrimônio líquido das ações: calculado com base nas informações trimestrais da Embrapar de 31 de março de 2006 revisadas pela Ernst Young
- O ABN AMRO optou pelo FCD para as Controladas da Embrapar uma vez que este método captura o potencial de crescimento e perspectivas de rentabilidade futura, refletindo adequadamente o retorno esperado considerando o risco país e o risco intrínseco ao tipo do negócio, sendo também apropriado por capturar adequadamente as oportunidades do negócio e por ajustar os eventos extraordinários
- Para o cálculo da Net, empresa não controlada pela Embrapar, utilizou-se o *Equity Value* determinado com base no valor de mercado das ações preferenciais nos últimos 90 dias uma vez que referida classe apresenta ampla liquidez (presença no Ibovespa) e dispersão (preferenciais apresentam *free float* superior a 50%)

## Sumário executivo (cont.)

- Para a determinação do preço justo das ações da Embrapar, o ABN AMRO adotou a metodologia de valor econômico baseada
  - no FCD em relação às Controladas, com base nos planos de negócios das empresas operacionais.
  - no preço médio ponderado pelo volume negociado das ações preferenciais da Net nos últimos 90 dias e na dívida líquida da GB Empreendimentos
- As taxas de desconto utilizadas para as seguintes empresas foram:
  - Embrapar (incluindo Controladas, excluindo Star One): 11,95% em Dólares nominais, variando 0,25% para mais ou para menos
  - Star One: 11,19% em Dólares nominais, variando 0,25% para mais ou para menos

Escopo da análise  
do ABN AMRO

### Estrutura corporativa simplificada atual <sup>(1)</sup>



Notas: (1) compreende somente as empresas brasileiras e não considera as empresas não operacionais em fase de dissolução, com exceção da Embratel Soluções Ltda. que também está em processo de dissolução; (2) a Embratel Participações S.A. possui participação direta de 2,00% na BrasilCenter Comunicações Ltda. ("BrasilCenter")  
Fonte: Embrapar

## Sumário executivo (cont.)

### Resumo da metodologia de avaliação

O cálculo para a determinação do *Equity Value* da Embrapar resume-se a seguir:

- Controladas
  - valor econômico dos ativos determinado com base na metodologia de FCD das Controladas operacionais. Foi atribuído valor zero aos ativos das Controladas que não são operacionais (holdings)
  - do valor econômico apurado foi deduzido o Endividamento Líquido consolidado da Companhia
- Coligadas
  - Net: *Equity Value* determinado com base no valor de mercado das ações preferenciais nos últimos 90 dias (detalhamento na página 32)
  - GB Empreendimentos: *Equity Value* calculado a partir do valor econômico da sua participação na Net (*Equity Value* calculado com base no valor de mercado da mesma) deduzido do seu Endividamento Líquido
- As participações acionárias da Companhia e das Coligadas utilizadas na Avaliação referem-se à posição acionária de 31 de março de 2006

Controladas	Embrapar Consolidado	Coligadas	
<i>Enterprise Value</i>		<i>Equity Value</i>	
Embratel	- Endividamento Líquido <sup>(2)</sup> +	GB Empreendimentos	= <b>Equity value da Embrapar</b>
StarOne			
TDB			
Primesys			
Outras <sup>(1)</sup>			
		Net	

Nota: (1) inclui BrasilCenter, Vésper, Click 21; (2) consolida o Endividamento Líquido de todas as Controladas

## Sumário executivo (cont.)

### Resultado da Avaliação da Embrapar

#### Análise do valor econômico das Controladas com base no FCD

##### Enterprise value, excluindo Net (R\$ milhões)

		WACC <sup>(1)</sup>			
		Star One	10,94%	11,19%	11,44%
Taxa de cresc. na perpetuidade <sup>(1)</sup>	Embrapar	11,70%	11,95%	12,20%	
	3,42%	0,35%	7.477	7.336	<b>7.200</b>
	3,67%	0,61%	7.536	7.390	7.251
	3,93%	0,86%	<b>7.598</b>	7.448	7.305

##### Equity value, excluindo Net (R\$ milhões)

		WACC <sup>(1)</sup>			
		Star One	10,94%	11,19%	11,44%
Taxa de cresc. na perpetuidade <sup>(1)</sup>	Embrapar	11,70%	11,95%	12,20%	
	3,42%	0,35%	5.280	5.138	<b>5.002</b>
	3,67%	0,61%	5.338	5.193	5.053
	3,93%	0,86%	<b>5.400</b>	5.250	5.107

#### Análise do valor econômico das Coligadas com base no valor de mercado

##### Valores em milhões de Reais (exceto quando indicado ao contrário)

Preço das ações da Net considerado na Avaliação (R\$ ação) <sup>(2)</sup>	<b>A</b>	1.136
Número de ações totais da Net (milhões) <sup>(3)</sup>	<b>B</b>	3.955
Equity value da Net	<b>C=(A*B)</b>	4.493
Número de ações diretas e indiretas detidas pela Embrapar da Net (milhões) <sup>(4)</sup>	<b>D</b>	1.466
Equity value da Net detido pela Embrapar	<b>E=(A*D)</b>	1.666
Dívida líquida da GB Empreendimentos <sup>(5)</sup>	<b>F</b>	0,044
Participação da Embrapar na GB Empreendimentos <sup>(6)</sup>	<b>G</b>	83,00%
Dívida líquida da GB Empreendimentos proporcional à part. da Embrapar	<b>H=(F*G)</b>	0,036
<b>Valor total das Coligadas pertencentes à Embrapar</b>	<b>I=(E-H)</b>	<b>1.666</b>

Notas: (1) Dólares nominais; (2) corresponde ao preço médio ponderado pelo volume negociado das ações PN da Net dos últimos 90 dias anteriores a 29 de abril de 2006; (3) número total das ações da Net (ex-tesouraria) do dia 31 de março de 2006; (4) número de ações detidas direta e indiretamente através da GB Empreendimentos pela Embrapar em 31 de março de 2006 (1.466.390.024 ações); (5) calculada com base na posição de 31 de março de 2006; (6) participação da Embrapar na GB Empreendimentos em 31 de março de 2006

## Sumário executivo (cont.)

### Resultado da Avaliação da Embrapar

#### Análise do valor econômico total da Embrapar

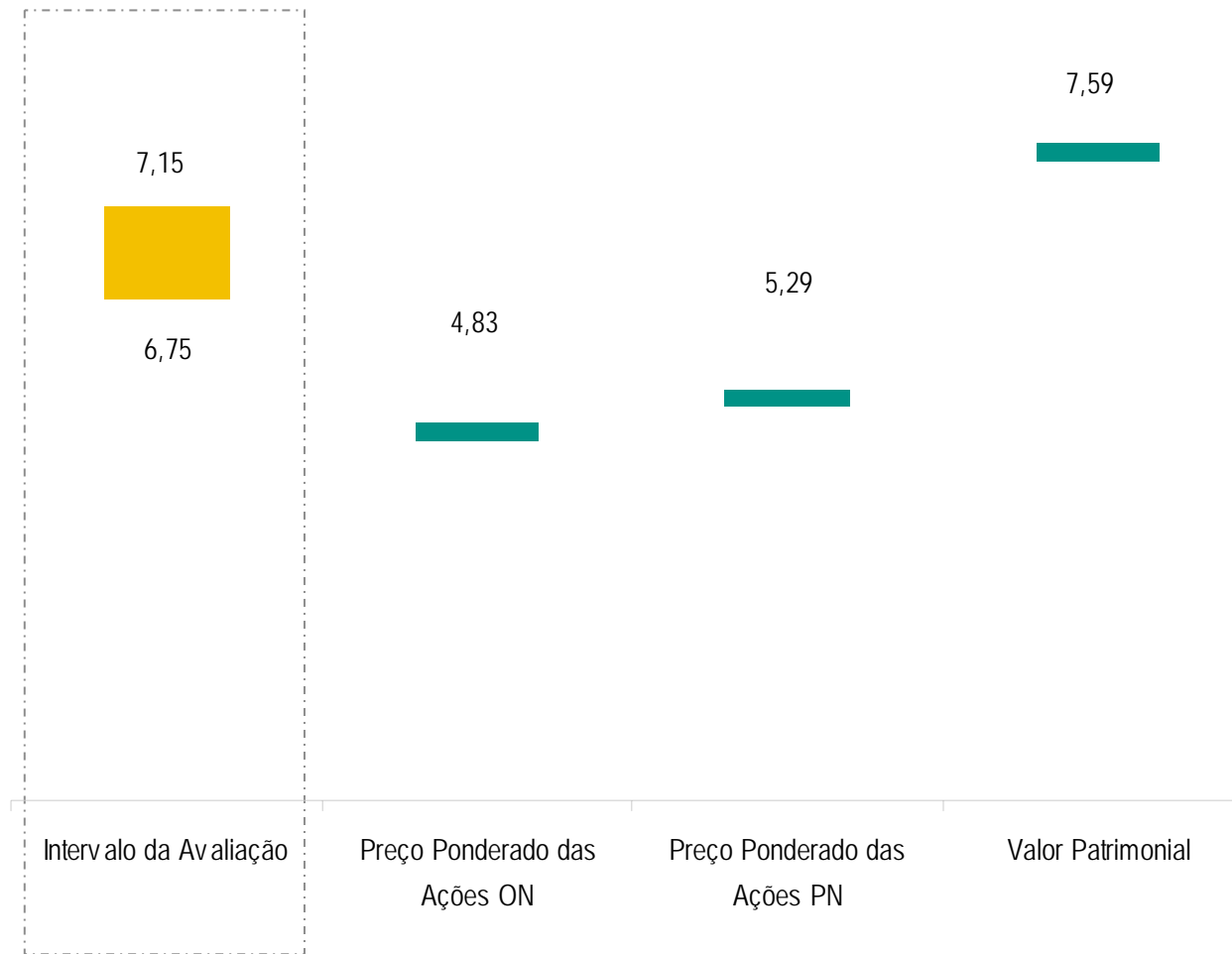
<i>Valores em milhões de Reais (exceto quando de outra forma indicado)</i>		Mínimo	-	Máximo
<i>Enterprise value</i> das Controladas operacionais <sup>(1)</sup>	A	7.200		7.598
Dívida líquida da Embrapar Consolidada <sup>(2)</sup>	B	2.198		2.198
<i>Equity value</i> da Embrapar e suas Controladas	C=(A-B)	5.002		5.400
<i>Equity value</i> total da Net <sup>(3)</sup>	D	4.493		4.493
Equity value das ações da Net detidas pela Embrapar (1.466 milhões de ações)	E	1.666		1.666
<i>Equity value</i> total	F=(C+E)	6.668		7.066
Número de ações da Embrapar (milhões) <sup>(4)</sup>	G	987.726		987.726
<b>Preço por ação (R\$ / lote de mil ações)</b>	<b>F/G</b>	<b>6,75</b>	<b>-</b>	<b>7,15</b>

Notas: (1) já considera a participação de 80,01% que a Embratel detém na Star One; (2) calculada conforme definição de Endividamento Líquido descrito nas Notas Importantes da página 3. Está sendo considerado 80,01% do Endividamento Líquido da Star One; (3) calculado com base no preço médio ponderado pelo volume negociado dos últimos 90 dias das ações PN multiplicado pela base de ações da Net do dia 31 de março de 2006 (3.954.663.665 ações); (4) o ABN AMRO considerou o número de ações emitidas pela Companhia e em circulação em 31 de março de 2006. Conforme informado pelos representantes da Companhia, não houve alterações no número de ações emitidas pela Companhia e em circulação desde 31 de março de 2006

## Resumo das avaliações da Embrapar

### Valor por ação (R\$ por lote de mil ações)

O valor da ação da Companhia determinado pelo ABN AMRO está entre R\$ 6,75 por lote de mil ações e R\$ 7,15 por lote de mil ações



# 2

## Qualificações e declarações do Avaliador

## Qualificações do ABN AMRO

- O Banco ABN AMRO Real S.A. é responsável pela elaboração desta Avaliação, por meio de sua área de *Corporate Finance*. A área de *Corporate Finance* do ABN AMRO no Brasil está sediada em São Paulo e conta com 14 profissionais devidamente qualificados. A área conta ainda com o suporte da área global de *Corporate Finance* do Grupo ABN AMRO, por meio de equipes setoriais em Londres, Amsterdã e Hong Kong, com aproximadamente 350 profissionais.
- Recentes experiências envolvendo avaliações de companhias de capital aberto no Brasil incluem, entre outras, a avaliação da TIM Celular S.A. (2006), TIM Participações S.A. (2006 e 2005), TIM Sul S.A. (2005), TIM Nordeste Telecomunicações S.A. (2005), Embratel Participações S.A. (2005), Tele Celular Sul Participações S.A. (2004), Tele Nordeste Celular Participações S.A. (2004), Telpe Celular S.A.(2004), Telasa Celular S.A. (2004), Telepisa Celular S.A. (2004), Telern Celular S.A. (2004), Telpa Celular S.A. (2004), Teleceara Celular S.A. (2004), Zivi S.A (2003), Eberle S.A.(2003), Biobrás S.A. (2002), Copene (2002), Copesul (2002) e Trikem (2002).
- O processo de aprovação interna dos laudos de avaliação emitidos pelo ABN AMRO compreende sua revisão por profissionais da Diretoria Jurídica do ABN AMRO, e discussão e aprovação por comitê interno, composto por membros da Diretoria Executiva e profissionais da área de *Corporate Finance* responsáveis pela elaboração do laudo de avaliação, no qual são discutidas e justificadas as principais premissas e metodologias utilizadas na elaboração das avaliações.

## Credenciais recentes no setor de telecomunicações

### Brazil - M&A

#### League Tables 2006

Rank	Advisor	Amount (USD mln)	# Deals
1	UBS	32,587.5	11
2	<b>ABN AMRO</b>	<b>23,297.2</b>	<b>6</b>
3	Credit Suisse	23,258.9	6
4	Santander	17,020.9	1
5	Rothschild	13,272.2	8
6	Goldman Sachs	10,620.9	12
7	Merrill Lynch	6,881.2	9
8	JP Morgan	6,785.7	5
9	Banco Itau BBA	4,662.8	8
10	Citigroup	4,570.0	10

Source: Bloomberg as at 16-Aug-06. Deals announced in 2006



Teléfonos de Mexico S.A.

**BRL 1,900,000,000**

**Tender offer for the purchase of all of the common and preferred shares of EMBRAPAR held by the minorities, representing 27.58% of Embrapar total capital**

Financial advisor  
Brazil, May 2006



TIM Celular S.A.

**BRL 15,857,647,321**

**Advisor to TIM Celular S.A. in connection with its acquisition by TIM Participações S.A.**

Financial advisor  
Brazil, March 2006



Embratel Participações S.A.

**BRL 1,205 million**

**Acquisition by Embratel Participações S.A. of 37.1% stake in Net Serviços S.A. from Telmex S.A. via share exchange**

Financial advisor  
Brazil, October 2005



Embratel Participações S.A.

**BRL 271,000 million**

**Acquisition by Embratel Participações S.A. of 100% of Telmex do Brasil Ltda. from Telmex S.A. via share exchange**

Financial advisor  
Brazil, October 2005

### Latin America - M&A

#### League Tables 2006

Rank	Advisor	Amount (USD mln)	# Deals
1	UBS	37,906.1	17
2	Credit Suisse	25,815.7	11
3	<b>ABN AMRO</b>	<b>23,574.3</b>	<b>8</b>
4	Santander	17,020.9	1
5	Rothschild	16,430.0	15
6	JP Morgan	15,641.1	18
7	Goldman Sachs	12,036.5	14
8	Citigroup	9,827.0	25
9	Merrill Lynch	8,708.7	11
10	Morgan Stanley	7,660.2	7

Source: Bloomberg as at 16-Aug-06. Deals announced in 2006



TIM Participações S.A., TIM Sul S.A. and TIM Nordeste Telecomunicações S.A.

**BRL 627,492,967**

**Upstream merger of operating companies via Incorporação de Ações**

Financial advisor  
Brazil, May 2005



Telesp Celular Participações S.A.

**BRL 2,054,000,000**

**Capital increase via issuance of negotiable subscription rights**

Financial advisor  
Brazil, January 2005



Tele Celular Sul Participações S.A.

**USD 408,000,000**

**Merger of Tele Nordeste Participações S.A. and Tele Celular Sul Participações S.A.**

Financial advisor  
Brazil, August 2004



Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.

**USD 1,301,000,000**

**Sale of 100% of the shares of Telefónica Móvil de Chile S.A. to Telefónica Móviles**

Financial advisor  
Chile, July 2004

## Credenciais recentes no setor de telecomunicações (cont.)




TELEMAR iG

Telemar and IG

**USD 17,487,384**

**Provided valuation advice to Tele Norte Leste Part. S.A. in connection with the sale of its 17.6% stake in Internet Group Limited to Brazil Telecom S.A.**

Financial advisor  
Brazil, May 2004



TIM

Tele Nordeste Celular Participações S.A.

**BRL 741,611,833**

**Corporate restructuring of group companies via a series of 5 merger transactions**

Financial advisor  
Brazil, January 2004

## Qualificações do ABN AMRO

### Waldo Pérez

Superintendente Executivo

Waldo Pérez é superintendente executivo responsável pela área de *Corporate Finance* e atualmente é responsável pelo setor de Energia para a América Latina. O Sr. Pérez fechou transações de Fusões e Aquisições no Brasil, Argentina, Chile e Colômbia. O Sr. Pérez possui experiência em processo de venda competitivo, venda de ativos, privatizações, oferta pública de ações, e ofertas secundárias. O Sr. Pérez fechou transações nos setores de Energia, Óleo e Gás, Água e Saneamento, Químico e Petroquímico, Telecomunicações, Peças Automotivas, Instituições Financeiras e Varejo. O Sr. Pérez ingressou no ABN AMRO em 1997 e, antes de se juntar ao ABN AMRO, Waldo trabalhou no Chase Manhattan Corporation e na Dell Corporation, ambas nos EUA. Waldo iniciou sua carreira na IBM em Nova Iorque, onde trabalhou por 4 anos. O Sr. Pérez é Bacharel e Mestre em Engenharia Elétrica pela Georgia Institute of Technology nos EUA e cursou MBA na University of Texas at Austin também nos EUA. Waldo é fluente em inglês, espanhol e português.

#### Transações selecionadas:

<b>Cliente</b>	<b>País</b>	<b>Contra-parte</b>	<b>Transação</b>	<b>Indústria</b>
BHP Billiton	Brasil	CVRD	Venda de 45% da part. na Valesul	Metals & Mining
Yara	Brasil	Família Puggina	Aquisição de 47% da Fertibras	Agronegócios
BG Plc	Brasil	Grupo Algar	Venda da Iqara Telecom	Telecom
BG Plc	Brasil	Neovia	Venda da DirectNet	Telecom
Petrobras	Brasil	El Paso	Aquisição da planta Macaé	Óleo & Gás
CEMIG	Brasil	Grupo Rede	Aquisição da UHE Rosal	Energia
Petrobras	Brasil	MDU recursos e Eike	Aquisição da planta MPX	Óleo & Gás
Petrobras	Brasil	17 bancos	Aquisição planta Eletrobolt	Óleo & Gás
National Grid plc	Argentina	Dolphin	Venda da Transener	Energia
ABN AMRO Asset Management	Argentina	Banco Itau Buen Ayre	Venda de negócio de Asset Manag.	Inst. Financeiras
Kloninklijke Ahold	Brasil	Wal-Mart International	Venda do Sup. Bompreço	Varejo
Kloninklijke Ahold	Brasil	Unibanco S.A.	Venda do HiperCard	Inst. Financeiras
Kloninklijke Ahold	Brasil	Acon Investimentos	Venda do G. Barbosa	Varejo
National Grid plc	Argentina	Diretoria	Sale of Silica Networks	Telecom
National Grid plc	Chile	Investidores locais	Venda da Manquehuenet	Telecom
EPM	Colômbia	Governo da Colômbia	Aquisição da EDEQ e CHEC	Energia
Banco Real	Brasil	Telemar	Terceirização de rede de IT	Telecom
Petrobras Química S.A.	Brasil	Odebrecht/Mariani	Criação da Braskem	Petroquímico
Fletcher Building	Bolívia	Soboce S.A.	Venda de negócio de cimentos	Construção
CVRD	Brasil	N/A	Oferta Secundária Global	Mineração & Metais
Fagor Ederlan	Brasil	Fundição Brasileira	Aquisição do controle	Peças automotivas
EMOS	Chile	Suez	Privatização da EMOS	Água & Saneamento

## Qualificações do ABN AMRO

**Waldo Pérez**

*Superintendente Executivo*

### Transações selecionadas:

<b>Cliente</b>	<b>País</b>	<b>Contra-parte</b>	<b>Transação</b>	<b>Indústria</b>
Agunsa/Dragados	Chile	Gov. Chile	Privatização do Aeroporto de Santiago	Transporte
Agip	Brasil	Shell	Aquisição de Estação de Gás	Óleo & Gás
Telefonica	Brasil	Gov. Ribeirão Preto	Privatização da CETERP	Telecom
Brazilian Government	Brasil	N/A	Desenvolvimento de plano de 8 anos	Infra estrutura
Agip Petrolí	Brasil	Cia. São Paulo Petróleo	Aquisição de controle	Óleo & Gás
Brasholanda	Brasil	Diversos investidores	Venda de controle	Plástico
BASF	Brasil	Knauf/Storopack	Venda de 100%	Petroquímico

## Qualificações do ABN AMRO

### Joel Roberto

Superintendente Executivo

Joel ingressou no ABN AMRO em Londres em 1997 e, antes de se juntar ao ABN AMRO, trabalhou quatro anos como advogado corporativo em Nova Iorque e Londres especializado em transações de Fusões e Aquisições e Mercados de Capitais. Sua experiência em consultoria financeira inclui privatizações e aquisição de controle negociados e não negociados, processo de venda competitivo, venda de ativos, oferta pública de ações, ofertas secundárias e colocação privada. O Sr. Joel é especializado em transações no setor de telecomunicações. Entre 1998-2001 atuou como diretor do Grupo de Telecomunicações Europeias do ABN AMRO, foi transferido para o escritório do ABN AMRO de São Paulo em Janeiro de 2002, e desde Janeiro de 2004, é superintendente executivo de Telecomunicações, Mídia e Tecnologia (TMT) do Grupo da América Latina. O Sr. Joel é Bacharel em Filosofia na UC-Berkeley e J.D. na Harvard Law School. O Sr. Joel é fluente em inglês (nativo) Português (fluente) e Alemão

#### Transações selecionadas:

<i>Cliente</i>	<i>País</i>	<i>Contra-parte</i>	<i>Transação</i>	<i>Indústria</i>
TIM ("TIM Part." and "TIM Celular")	Brasil	Acionistas	Reestruturação e fusão	Telecom
TIM ("TIM Part." and "Opcos")	Brasil	Acionistas	Troca de ações e fusão	Telecom
TIM ("TND" and "TSU")	Brasil	Acionistas	Fusão	Telecom
TIM ("TND" and "Telpe")	Brasil	Acionistas	Reestruturação e fusão	Telecom
Embratel Participações S.A.	Brasil	Telmex S.A.	Aquisição da Net Serviços	Telecom
Embratel Participações S.A.	Brasil	Telmex S.A.	Aquisição da Telmex do Brasil	Telecom
BG Group Plc	Brasil	Neovia Telecom. S.A.	Venda da DirectNet	Telecom
BG Group Plc	Brasil	CTBC e Engeredes	Venda da Iqara e BG Telecom	Telecom
Telemar	Brasil	Brasil Telecom	Venda da IG	Internet
Vivo	Brasil	N/A	Aumento de capital	Telecom
CTC Chile	Chile	Telefónica Moviles	Venda da CTC Moviles	Telecom
Acos Vilares	Brasil	Buhler-Udderholm	Venda de divisão	Metais
National Grid plc	Argentina	Management	Venda da Silica Networks	Telecom
National Grid plc	Chile	Investidores locais	Venda da Manquehuenet	Telecom
Grupo Carvajal	Brasil	Bellsouth	Aquisição da Listel	Mídia
KPN Telecom	Holanda	N/A	Oferta Secundária	Telecom
KPN Telecom	Holanda	NTT Docomo	Venda de 15% na KPN Mobile	Telecom
OTE S.A.	Grécia	Gov. da Macedonia	Leilão de licença de GSM	Telecom
OTE S.A.	Grécia	Gov. da Macedonia	Privatização da Maktel	Telecom

■ Laudos de Avaliação

## Declarações do Avaliador

- **Em atendimento ao disposto no artigo 8º da Instrução nº 361, de 05 de março de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários - CVM o ABN AMRO presta as seguintes declarações:**
- O ABN AMRO, diretamente ou através de suas controladoras, controladas ou pessoas a eles vinculadas, não possui ações de emissão da Companhia, seja em nome próprio ou sob sua administração discricionária, exceto conforme abaixo descrito:
  - ABN AMRO FI AÇÕES IBOVESPA: 75.750.000 ações preferenciais da Embrapar (posição em 28/04/2006)
  - SUDAMERIS FI AÇÕES INDEX: 76.000.000 ações preferenciais da Embrapar (posição em 28/04/2006)
  - SUDAMERIS FI AÇÕES SUL ENERGY (posição em 28/04/2006)
- O ABN AMRO prestou, diretamente ou através de empresas relacionadas, determinados serviços financeiros e de banco de investimento para a Companhia, suas Controladas e Coligadas, assim como para suas controladoras, pelos quais recebeu remuneração, continua a prestá-los e pode, a qualquer momento, prestá-los novamente. O ABN AMRO, diretamente ou através de empresas relacionadas, é ou poderá se tornar credor da Ofertante e da Companhia, de suas Controladas e Coligadas, assim como da controladora da Ofertante em determinadas operações financeiras. No curso normal de suas atividades, o ABN AMRO poderá vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários da Companhia e da Ofertante e de suas controladoras, controladas e coligadas, 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. Não obstante o relacionamento anteriormente descrito e exceto pelas Informações, o ABN AMRO não possui outras informações comerciais e creditícias de qualquer natureza relativas a Companhia e suas Coligadas que possam impactar a Avaliação.

## Declarações do Avaliador (cont.)

- O ABN AMRO declara que a Ofertante, seu acionista controlador e seus administradores não direcionaram, interferiram, limitaram, dificultaram nem praticaram quaisquer atos que tenham comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das conclusões ora apresentadas, nem tampouco determinaram ou restringiram a capacidade do ABN AMRO de determinar as metodologias por ele utilizadas para alcançar as conclusões apresentadas na Avaliação, ou restringiram a capacidade do ABN AMRO de determinar as conclusões apresentadas na Avaliação.
- O ABN AMRO 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 da Avaliação.
- Pelos serviços referentes à Avaliação, independentemente da conclusão da Oferta, o ABN AMRO receberá US\$ 500,000.00 (quinhentos mil Dólares) da OFERTANTE. A OFERTANTE concordou em indenizar o ABN AMRO e empresas relacionadas por determinadas responsabilidades que possam advir da contratação dos serviços referentes à Avaliação, bem como concordou em reembolsar ao ABN AMRO os honorários de seus assessores legais contratados no contexto da elaboração da Avaliação.
- Em atendimento ao disposto no art. 8º, §6º, da Instrução CVM 361, o ABN AMRO declara que nos 12 (doze) meses anteriores à data da Avaliação recebeu da Ofertante e da Companhia um montante equivalente em Reais a Euros 838.000,00 (oitocentos e trinta e oito mil Euros), a título de remuneração por serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados (atendimento à exigência formulada no item 2.2 do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº1225/2006).

## Declarações do Avaliador (cont.)

- Esta Avaliação apresenta:
  - informações sobre as ações da Embrapar, incluindo sua composição acionária, o valor patrimonial contábil por ação, e o preço médio ponderado pelo volume negociado das ações da Companhia na BOVESPA nos últimos 12 meses
  - valor econômico das ações baseado na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)
  - tabelas de informações com as premissas utilizadas na avaliação por FCD
- Em atendimento ao disposto no artigo 8º, V, "b" da Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002, o critério considerado pelo ABN AMRO, dentre os critérios apresentados na Avaliação, como o mais adequado na definição do preço justo das ações da Companhia é o do Fluxo de Caixa Descontado para a avaliação das Controladas e da Companhia e, para a avaliação da participação minoritária (37,08%) da Embrapar na Net, o valor de mercado de suas ações preferenciais, calculado com base na cotação média ponderada pelo volume negociado das ações na BOVESPA no período de 90 (noventa) dias anteriores a 29 de abril de 2006.

# 3

## Descrição da Embrapar e Net

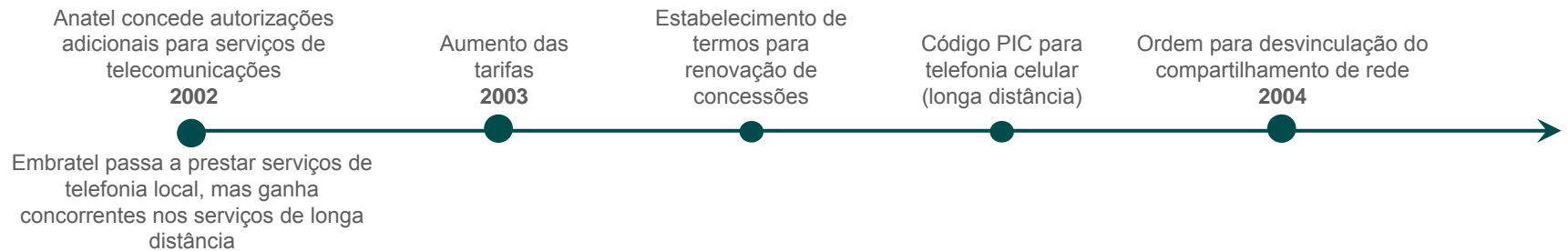
## Embrapar: histórico do setor



- Em 1998, o governo brasileiro desmembrou o sistema Telebrás em 12 empresas holding e realizou a privatização do setor. As operações de telefonia fixa nas modalidades local e longa distância intra-estado e intra-região foram divididas em quatro regiões, cada uma delas cedida a uma empresa: Região I (Norte/ Nordeste/ parte do Sudeste) à Telemar, Região II (Sul/ Centro-Oeste) à Brasil Telecom, e Região III (estado de São Paulo) à Telefónica. À empresa holding Embrapar, foi cedida a prestação de serviços de telefonia fixa nas modalidades longa distância nacional e internacional na Região IV (todo o território nacional)
- Em seguida à privatização, a ANATEL leiloou, para cada uma das quatro regiões, licenças adicionais (espelhos) para os serviços de telefonia fixa nas modalidades longa distância intra-estado e intra-região, bem como para os serviços de longa distância nacional e internacional, criando um único concorrente para cada uma das operadoras de serviços locais e para a Embratel
- Em 1999, o governo brasileiro abriu o mercado de chamadas interurbanas com a introdução de seleção obrigatória de uma operadora de longa distância (código PIC). Inicialmente, às operadoras de telefonia fixa nas modalidades local e longa distância intra-estado e intra-região, só era permitido realizar chamadas dentro de suas respectivas regiões

Fonte: relatório 20F de 2005 da Embrapar

## Embrapar: histórico do setor (cont.)



- Em 2002, foi autorizado à ANATEL a concessão de número ilimitado de licenças para o fornecimento de serviços de telecomunicações. Assim, a Embratel passou a fornecer serviços locais. Por outro lado, Telefônica, Telemar e Brasil Telecom também receberam concessão para prestar serviços de longa distância inter-regional e internacional
- Em 2003, a ANATEL aprovou o aumento das tarifas baseado no índice de inflação IPCA. Em 2004, o Superior Tribunal de Justiça concluiu que o IGP-DI era o melhor índice para os cálculos. A partir desta data, ficou determinado que quaisquer aumentos nas tarifas deveriam ser feitos gradualmente
- Em seguida, a ANATEL também definiu os termos para renovação de concessão. A Embratel notificou, em 2005, a sua intenção de renovação, que entrou em vigor em 2006 e terá vigência de 20 anos
- Ainda em 2003, os provedores de telefonia celular ofereceram aos seus clientes a possibilidade da escolha da operadora para ligações de longa distância (código PIC). Tal escolha passou a ser obrigatória a partir de Janeiro de 2004
- Em 2004, a ANATEL ordenou a desvinculação do compartilhamento de rede que estabelece preços máximos para vários elementos da rede e limites de tempo dentro dos quais esses elementos devem ser fornecidos. O contrato que a Embratel assinou com uma operadora local ainda está em fase de testes

Fonte: relatório 20F de 2005 da Embrapar

## Embrapar: histórico do setor (cont.)

- A indústria de telecomunicações está sujeita a rápidas mudanças tecnológicas que podem ter impactos adversos sobre as operações da Embratel. Além disso, por causa da grande influência dos órgãos governamentais reguladores, a Embratel (e todo o setor) pode ser prejudicada por fatores como: flutuações de moeda, inflação, instabilidade social e de preços, taxas de juros, liquidez dos mercados de capital e crédito nacionais, política tributária, entre outros desenvolvimentos políticos, diplomáticos, sociais e econômicos.

Fonte: relatório 20F de 2005 da Embrapar

## Embrapar: cenário competitivo

*O aumento do número de competidores atuando nos mesmos segmentos em que a Companhia opera significou o acirramento da competição nesses mercados*

- A Embrapar é a companhia (holding) que foi criada em 1998 para deter controle da Embratel quando de sua privatização. Desde 2002, a Embratel também possui autorização para operar o serviço de telefonia fixa na modalidade local. Sua subsidiária Star One possui autorização para prestação de serviços transmissão de sinais via satélite por todo o território nacional
- A Embratel é a única provedora de serviço local presente em todos os estados brasileiros, permitindo que seus clientes tenham um único provedor de serviços de telecomunicações fixos
- Até 2002, a Embratel era fornecedora exclusiva de serviços de longa distância interestaduais e internacionais no Brasil. Atualmente, a Embratel sofre concorrência das empresas às quais a ANATEL cedeu licenças em 2002, conforme quadro abaixo, além das revendedores de serviços telefônicos, que operam fora do Brasil. Utilizando tecnologia diferente, seus serviços possuem tarifas significativamente menores para chamadas internacionais

<b>Região</b>	<b>Local</b>	<b>Longa Distância</b>
Região I	Telemar, CTBC Telecom	Telemar, Intelig
Região II	Brasil Telecom, Global Village Telecom	Brasil Telecom, Intelig
Região III	Telefónica	Telefónica, Intelig

*Fonte: INFOinvest e relatório 20F de 2005 da Embrapar*

- Além dos negócios de telefonia local (recentemente também através da tecnologia VoIP) e longa distância, a Embratel possui um portfólio que inclui transmissão de vídeo, internet e dados, sendo líder no mercado brasileiro de transmissão de dados, devido, especialmente, à abrangência do território nacional por meio de soluções via satélite. A Embratel inovou, também, tarifando suas chamadas por minuto
- A ANATEL obriga as operadoras a expandir o acesso individual ao serviço telefônico fixo em âmbito nacional até 2025. Caso alguma das concessionárias não cumpra suas metas, a ANATEL pode conceder autorização para concorrentes e obrigar a concessionária a disponibilizar sua rede para o uso de outrem

Fonte: relatório 20F de 2005 da Embrapar

## Embrapar: dados históricos

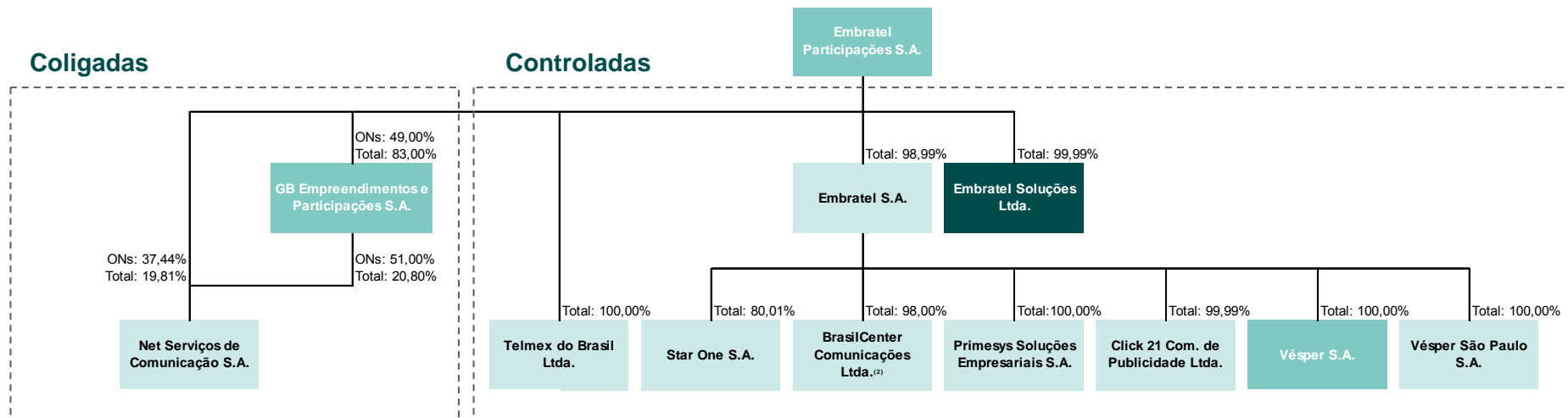
### Desempenho histórico da Embrapar

R\$ milhões	2002	2003	2004	2005	1T06
Receita líquida	7.371,6	7.043,6	7.332,9	7.565,3	2.036,9
EBITDA	1.453,5	1.782,9	1.373,4	1.694,1	527,7
<i>Margem EBITDA</i>	19,7%	25,3%	18,7%	22,4%	25,9%
Resultado Operacional (EBIT)	311,3	630,2	227,7	644,3	240,8
<i>Margem EBIT</i>	4,2%	8,9%	3,1%	8,5%	11,8%
Lucro / (prejuízo) líquido	(626,3)	223,6	(339,3)	174,3	127,9

Fonte: relatórios trimestrais da Embrapar

## Embrapar: estrutura corporativa simplificada

- A estrutura corporativa simplificada<sup>(1)</sup> da Embrapar, conforme informações recebidas por seus Representantes Indicados, está indicada no diagrama abaixo:



### Legenda

<span style="color: #008080;">■</span>	Operacional
<span style="color: #004040;">■</span>	Não operacional
<span style="color: #008080;">■</span>	Holding

Notas: (1) compreende somente as empresas brasileiras e não considera as empresas não operacionais em fase de dissolução, com exceção da Embratel Soluções Ltda. que também está em processo de dissolução; (2) a Embratel Participações S.A. possui participação direta de 2,00% na BrasilCenter Comunicações Ltda.  
 Fonte: Embrapar

## Net: histórico do setor

- No Brasil, o serviço de televisão por assinatura é prestado através dos sistemas de televisão a cabo, MMDS e DTH via satélite, os quais são outorgados e regulamentados pela ANATEL
- Conforme a Lei nº 8.977/95 e o Decreto nº 2.206/97, uma operadora de televisão a cabo deve obter concessão da ANATEL para poder fornecer os respectivos serviços no Brasil. Nenhuma das concessões para fornecer serviços de televisão a cabo numa determinada área é exclusiva. As concessões são outorgadas pela ANATEL por um período de 15 anos e são renováveis por períodos iguais e sucessivos. A licença somente pode ser recebida por brasileiros natos ou naturalizados há mais de 10 anos ou pessoas jurídicas regularmente constituídas sob as leis brasileiras, com sede no Brasil e com 51% do capital social com direito a voto detido por brasileiros natos ou naturalizados há mais de 10 anos
- Em 1999, a ANATEL por meio da Resolução nº 190, determinou que as operadoras de televisão por assinatura poderiam também fornecer sinais de áudio e vídeo em suas redes de cabos, incluindo a disponibilização da infra-estrutura para o provimento de acesso rápido à Internet
- O mercado brasileiro de televisão por assinatura, observou profundo crescimento a partir da segunda metade da década de 90, tendo alcançado ao final de 2005 o equivalente a 4.101 mil assinantes

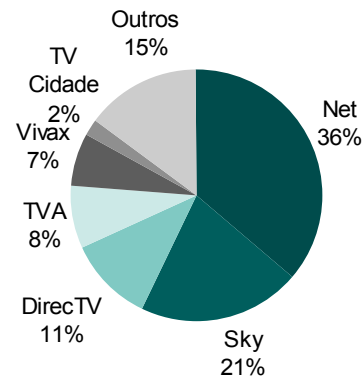
Fonte: relatório anual da Net de 2005 e Associação Brasileira de Televisão por Assinatura (ABTA)

## Net: cenário competitivo

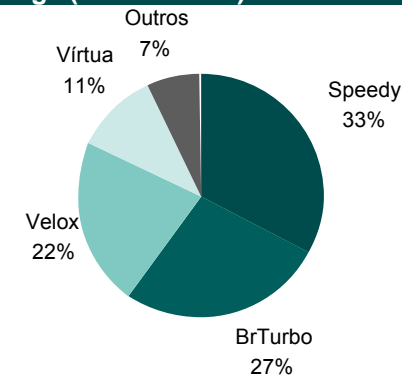
*Em 31 de março, a Net apresentava 1.599,5 mil assinantes de televisão a cabo e 451,6 mil assinantes de banda larga*

- A Net foi constituída em 1993 e iniciou suas operações por meio da aquisição de diversas operadoras de televisão a cabo nas regiões norte e centro-oeste do Brasil. Em 1993 e 1994 a Globopar e Ralph Partners II entraram na companhia a fim se tornarem sócios estratégicos. Desde então, a Net adquiriu a Globotel, Net Sul e Vicom a fim de aumentar sua presença no mercado nacional
- Atualmente a Net é a maior prestadora de serviços de televisão por assinatura e programação no Brasil além de oferecer novos e avançados serviços em banda larga. Em 31 de dezembro de 2005, os assinantes da Net totalizavam 60% de toda a estrutura de televisão a cabo no Brasil (6,7 milhões de lares atingidos) e 36% do total de assinantes de televisão por assinatura, concentrados principalmente nas classes A e B
- A partir de 2002, a Net intensificou também a oferta de serviços de banda larga, atingindo participação de mercado de aproximadamente 11% ao final de 2005
- A Net atua em uma região demográfica selecionada. No final de 2005 estava presente em 44 cidades que, segundo dados do IBGE, representam, em agregado, mais de 45% do PIB brasileiro e abrangem cerca de um terço dos domicílios de classes A e B

**Participação de mercado das operadoras de televisão por assinatura (final de 2005)**



**Participação de mercado de provedores de Internet banda larga (final de 2005)**



Fonte: apresentação da Net sobre o resultado anual de 2005

## Net: dados históricos

### Desempenho histórico da Net

R\$ milhões	2002	2003	2004	2005	1T06
Receita Líquida	1.150,7	1.245,4	1.392,7	1.593,1	438,8
EBITDA	178,7	306,5	376,4	450,1	116,4
<i>Margem EBITDA</i>	<i>15,5%</i>	<i>24,6%</i>	<i>27,0%</i>	<i>28,3%</i>	<i>26,5%</i>
Resultado Operacional (EBIT)	(99,6)	43,1	133,0	238,7	69,8
<i>Margem EBIT</i>	<i>-8,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,9%</i>
Lucro / (prejuízo) líquido	(1.125,4)	(268,4)	(45,4)	125,7	7,2

Fonte: relatórios trimestrais da Net

## Premissas macroeconômicas

### Principais premissas macroeconômicas

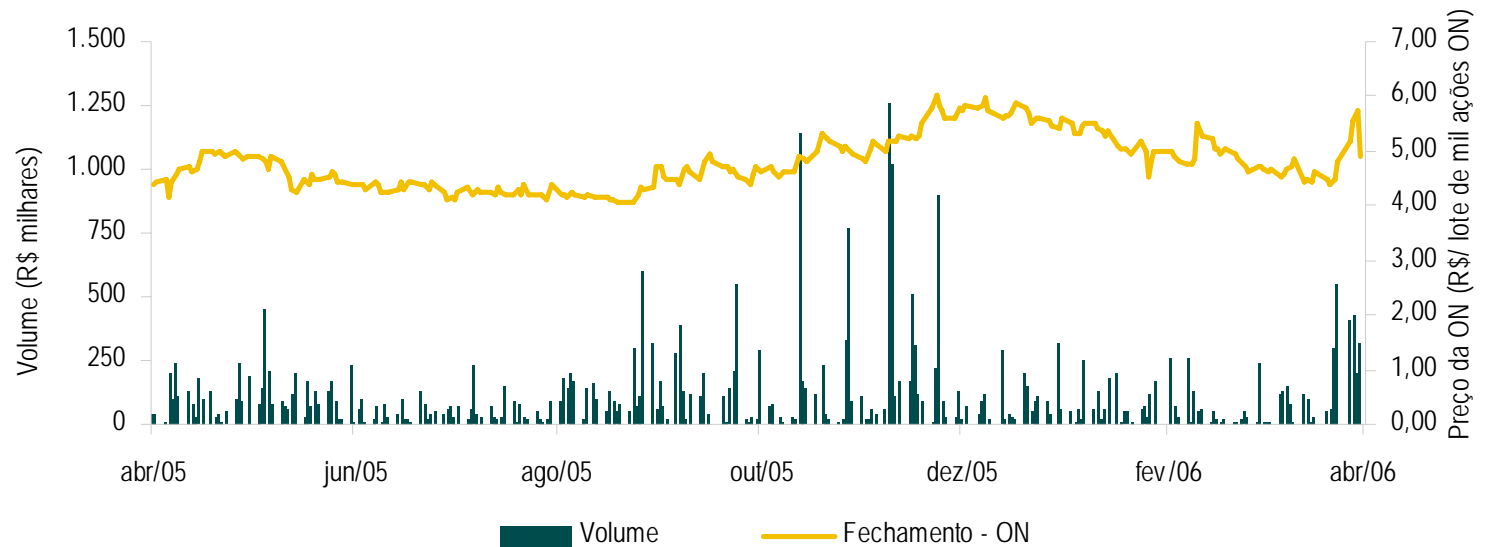
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflação (IPCA)	4,24%	3,97%	3,38%	3,32%	3,42%	3,55%	3,67%	3,74%	3,74%	3,74%
Inflação (IGPM)	3,46%	4,02%	3,88%	3,83%	5,88%	4,43%	4,07%	3,97%	3,97%	3,97%
Taxa de câmbio ao final do período (R\$/US\$)	2,35	2,45	2,55	2,65	2,86	2,98	3,10	3,22	3,27	3,33
Taxa de câmbio média do período (R\$/US\$)	2,20	2,40	2,50	2,60	2,76	2,92	3,04	3,16	3,21	3,30
Taxa Selic (média do ano)	15,15%	13,48%	13,01%	12,03%	10,86%	8,96%	8,96%	9,04%	9,04%	9,04%
Crescimento real do PIB	3,97%	4,03%	4,44%	4,64%	4,52%	4,48%	4,34%	4,12%	4,12%	4,12%

# 4

## Avaliação pelo preço médio ponderado das ações

# Avaliação pelo preço médio ponderado das ações ON da Embrapar

Evolução preço das ações ON e volume negociado (EBTP3) da Embrapar

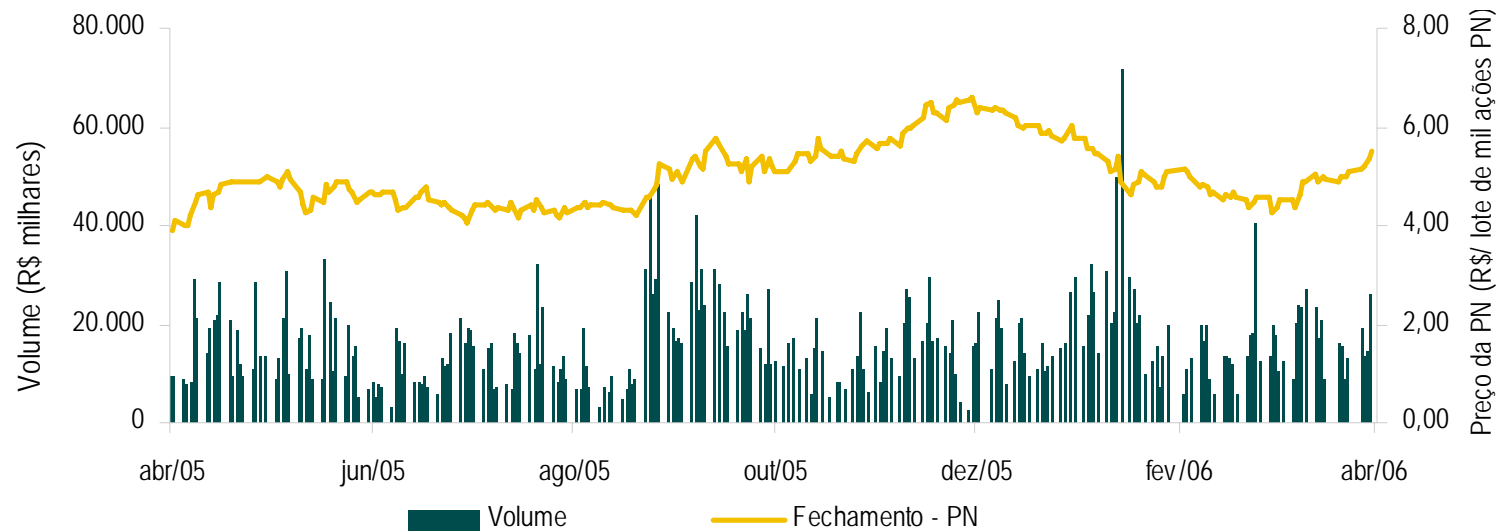


EBTP 3	Quantidade títulos (mil)	Volume (R\$ milhares)	Preço da ação (R\$/lote de mil ações)
Média diária do último mês	33.050	164	4,98
Média diária dos últimos 6 meses	26.983	140	5,20
<b>Média diária dos últimos 12 meses</b>	<b>24.612</b>	<b>115</b>	<b>4,87</b>

Fonte: Economática

# Avaliação pelo preço médio ponderado das ações PN da Embrapar

Evolução preço das ações PN e volume negociado (EBTP4) da Embrapar

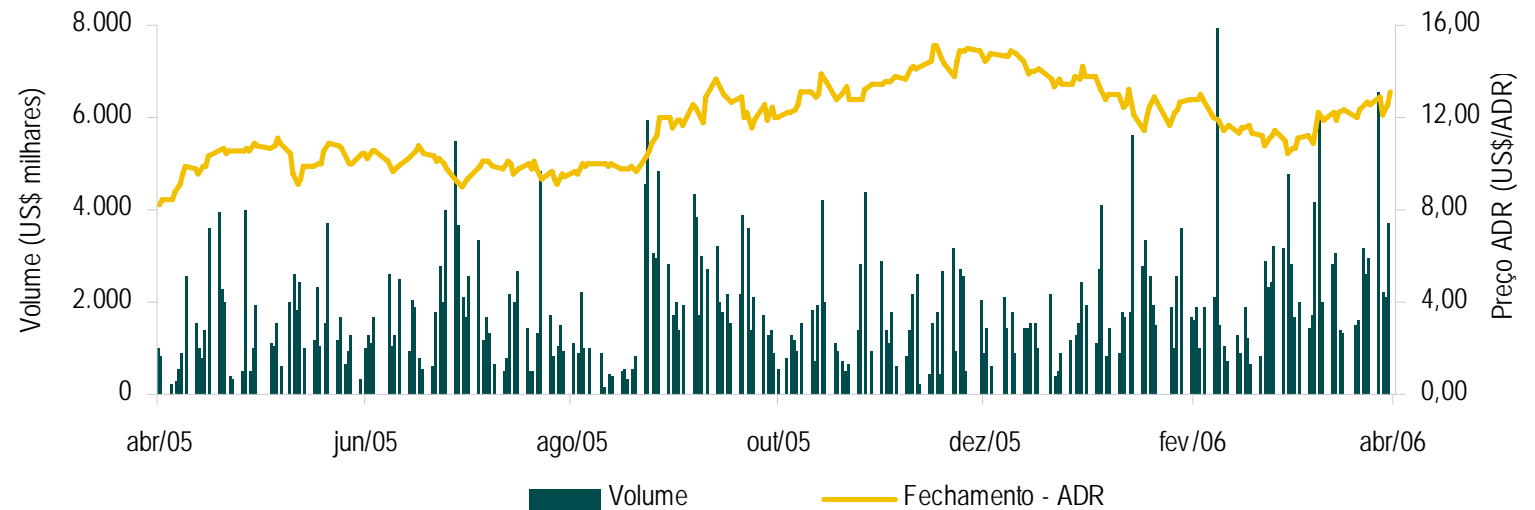


EBTP 4	Quantidade títulos (mil)	Volume (R\$ milhares)	Preço da ação (R\$/lote de mil ações)
Média diária do último mês	3.509.068	17.884	5,10
Média diária dos últimos 6 meses	2.997.701	16.872	5,63
<b>Média diária dos últimos 12 meses</b>	<b>3.087.640</b>	<b>16.254</b>	<b>5,29</b>

Fonte: Economática

## Avaliação pelo preço médio ponderado dos ADRs da Embrapar

### Evolução do preço dos ADR<sup>(1)</sup>s e volume negociado (EBT) da Embrapar



EBT	Quantidade títulos (mil)	Volume (US\$ milhares)	Preço da ação (US\$/lote de 5 mil ações)
Média diária do último mês	230	2.747	11,94
Média diária dos últimos 6 meses	153	1.931	12,65
<b>Média diária dos últimos 12 meses</b>	<b>160</b>	<b>1.844</b>	<b>11,53</b>

Fonte: Economática

Nota: (1) um ADR representa 5 lotes de mil ações preferenciais

## Avaliação pelo preço médio ponderado das ações da Embrapar (cont.)

### Resultado obtido através da avaliação pelo preço médio ponderado das ações

- O preço médio ponderado das ações da Embrapar na Bovespa nos últimos 12 meses anteriores a 29 de abril de 2006 e a média diária de negociação das ações foram, respectivamente:
  - EBTP 3: R\$ 4,83 por lote de mil ações e aproximadamente R\$ 115 mil por dia
  - EBTP 4: R\$ 5,29 por lote de mil ações e aproximadamente R\$ 16.254 mil por dia
- O preço médio ponderado dos ADRs da Embrapar nos últimos 12 meses anteriores a 29 de abril e a média diária de negociação dos ADRs foram, respectivamente:
  - EBT<sup>(2)</sup>: US\$ 11,53 por lote de 5 mil ações e aproximadamente US\$ 1.844 mil por dia

Nota: (1) média ponderada dos últimos 12 meses anteriores a data de 29 de abril de 2006. (2) um ADR representa 5 lotes de mil ações preferenciais

# 5

## Avaliação pelo valor do patrimônio líquido por ação

## Avaliação pelo valor do patrimônio líquido por ação

### Embrapar – Ações a valor patrimonial

#### Ações a Valor Patrimonial - 31/mar/06

Valor patrimonial da Embratel Participações em 31 de março de 2006 (em milhões de R\$)	7.493
Número de ações da Embrapar (milhões) <sup>(1)</sup>	987.726
<b>Valor Patrimonial da Embrapar (R\$/ lote de mil ações)</b>	<b>7,59</b>

- O valor do patrimônio líquido com base no balanço da Companhia em 31 de março de 2006 é de R\$ 7,59 por lote de mil ações

Fonte: Informações da Companhia

Nota (1): o número de ações da Companhia considerado para o cálculo do valor patrimonial da Embrapar exclui ações em tesouraria

# 6

## Avaliação econômico-financeira da Embrapar

**6a**

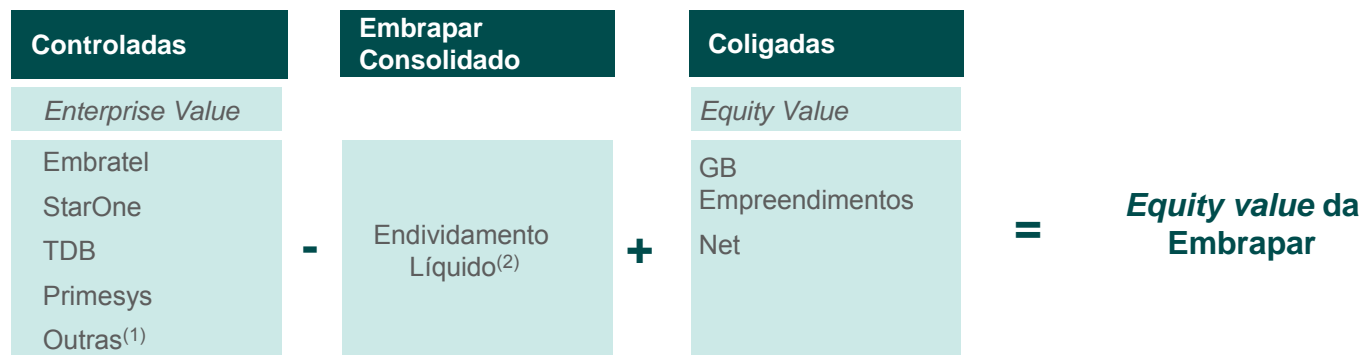
# Metodologia

## Considerações metodológicas

### Resumo da metodologia de avaliação

O cálculo para a determinação do *Equity Value* da Embrapar resume-se a seguir:

- Controladas
  - valor econômico dos ativos determinado com base na metodologia de FCD das Controladas operacionais. Foi atribuído valor zero aos ativos das Controladas que não são operacionais (holdings)
  - do valor econômico apurado foi deduzido o Endividamento Líquido consolidado da Companhia
- Coligadas
  - Net: *Equity Value* determinado com base no valor de mercado das ações preferenciais nos últimos 90 dias (detalhamento na página 32)
  - GB Empreendimentos: *Equity Value* calculado a partir do valor econômico da sua participação na Net (*Equity Value* calculado com base no valor de mercado da mesma) deduzido do seu Endividamento Líquido
- As participações acionárias da Companhia e das Coligadas utilizadas na Avaliação referem-se à posição acionária de 31 de março de 2006



Nota: (1) inclui BrasilCenter, Vésper, Click 21; (2) consolida o Endividamento Líquido de todas as Controladas

## Considerações metodológicas do cálculo do valor das Controladas

### Controladas

- O ABN AMRO acredita que a metodologia do FCD seja a mais adequada, caso as informações necessárias para a elaboração de um FCD sejam disponibilizadas, pois a mesma leva em consideração o fluxo de caixa operacional das empresas descontado pelos seus respectivos custos de capital projetados. Dessa forma, o perfil de risco e o potencial de geração de caixa são projetados com maior detalhamento
- As projeções de fluxo de caixa foram feitas em Reais nominais e convertidas para Dólares nominais de acordo com as taxas de câmbio médias esperadas para cada um dos períodos projetados, conforme tabela com projeções macroeconômicas indicada na página 44. A conversão dos fluxos de caixa para Dólares nominais foi feita para adequar tais fluxos ao WACC (*Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital), que foi expresso em Dólares nominais
- Foi adicionado também ao cálculo do *Enterprise Value* das Controladas o valor presente líquido do benefício fiscal relativo à utilização dos prejuízos fiscais e base negativa de C.S.L.L. da Embratel em 31/03/2006 (VPL calculado com base no WACC de 11,95%)
- Após calculado o valor presente líquido das Controladas em Dólares, o valor foi convertido em Reais pela Ptax 800 de R\$/US\$ 2,17 do dia 31 de março de 2006
- O resultado da avaliação das Controladas é apresentado na forma de intervalo com base nas seguintes variáveis:
  - WACC, em Dólares nominais, variando em 0,25 pontos percentuais; e
  - taxa de crescimento na perpetuidade, em Dólares nominais, variando em 0,255 pontos percentuais, sendo 0,61% no cenário base para as Controladas, exceto para a Star One que foi de 3,67%
- A data base utilizada para a Avaliação é 31 de março de 2006 e o horizonte de projeção compreende o período de 2006 a 2015

## Metodologia de cálculo do intervalo de valor das Coligadas operacionais (Net)

### Coligadas Operacionais (Net)

- Para a avaliação da participação da Embrapar na Net, optou-se pela utilização do valor de mercado da Net porque:
  - o ABN AMRO não teve acesso ao plano de negócios da Net que refletisse sua situação financeira, operacional e comercial, atual e futura, e que tivesse sido aprovado por sua administração, tampouco ao orçamento para o ano de 2006 ou outras análises, estudos e projeções a partir de 1º de janeiro de 2006
  - o ABN AMRO não teve qualquer acesso aos representantes da Net para discussão sobre as perspectivas de desempenho futuro, estimativas e projeções da Net
  - a classe de ações usada para avaliar a Net apresenta ampla liquidez (presença no Ibovespa) e dispersão (preferenciais apresentam *free float* superior a 50%)
  - a instrução CVM 361 e o artigo 170 da Lei das S.A.'s, prevêm a possibilidade de adoção de tal metodologia
- Como referência de mercado foram adotadas as cotações das ações preferenciais da Net, porque
  - possuem maior liquidez que as ordinárias. As ações PN da Net fazem parte do Índice Bovespa que agrega os 30 papéis mais líquidos do mercado. Já as ações ON não fazem parte deste índice;
  - ao mesmo tempo, não apresentam deságio por diferença de *tag along*, desde que a Net, presente no nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da Bovespa, garante 100% de *tag along* para as ações preferenciais
  - a dispersão da PN é superior de 50%
- Foram analisadas as cotações médias ponderadas pelo volume diário negociado das ações preferenciais da Net, em períodos de 1 ano, 6 meses e 3 meses

## Método do fluxo de caixa descontado (FCD)

### Constituição do fluxo de caixa

- As avaliações econômico-financeiras das Controladas da Embrapar foram baseadas na metodologia do FCD
- O fluxo de caixa operacional não alavancado utilizado no método de avaliação do FCD foi constituído da seguinte maneira:

(+) Lucro antes dos juros e impostos (*EBIT*)

(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o *EBIT*

(+) Depreciação e amortização

(-) Investimentos em ativos fixos

(+ -) Variação do capital de giro

---

**(=) Fluxo de caixa operacional não alavancado livre da empresa**

## Método do fluxo de caixa descontado (FCD)

### Método do FCD

- O modelo de avaliação pelo método do FCD calcula o valor de uma empresa através do desconto de fluxos de caixa futuros pelo WACC. O WACC é determinado pela média ponderada dos custos de dívida e de capital próprio na estrutura de capital mais indicada para a empresa e está diretamente relacionado ao risco associado aos fluxos de caixa futuros
- O WACC é determinado pela média ponderada dos custos de capital próprio e de dívida da empresa. Tais custos recebem um peso relativo à proporção de capital próprio e dívida na estrutura de capital da empresa, de acordo com a seguinte fórmula:

$$WACC = \left( \frac{E}{D+E} \right) \times Re + \left( \frac{D}{D+E} \right) \times Rd$$

D : Valor da dívida total da empresa

E : Valor do patrimônio líquido

Re : Custo do capital próprio

Rd : Custo da dívida \* (1-T)

T : IR e CSLL

- Uma vez que o WACC foi calculado em Dólares nominais e as projeções financeiras são feitas em Reais nominais, o fluxo de caixa operacional não alavancado livre da empresa foi convertido em Dólares nominais

### Custo médio ponderado de capital (WACC)

## Custo do capital próprio

### Custo do capital próprio

- Para se calcular o custo do capital próprio da empresa, utiliza-se a seguinte adaptação da fórmula do modelo de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Z$$

Re : custo do capital próprio

Rf : taxa de retorno de investimento livre de risco nos EUA

Rm - Rf : retorno médio esperado do mercado de ações

$\beta$  : beta estimado para as empresas do setor de atuação das Controladas

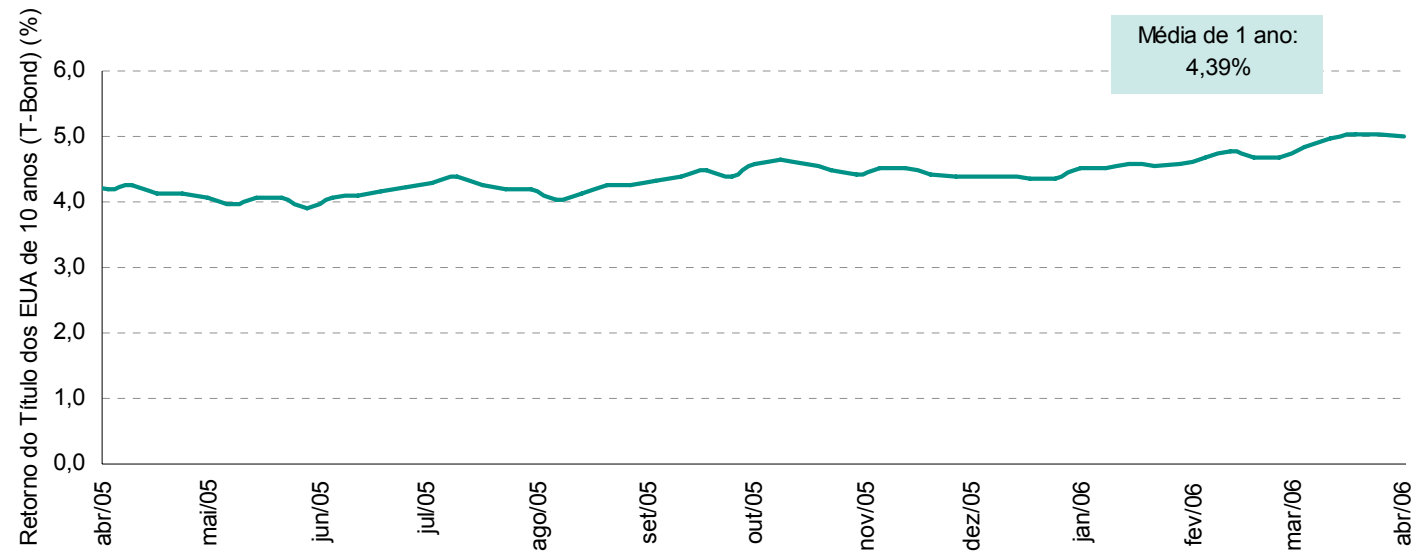
Z : taxa de risco adicional para empresas que operam no Brasil (“risco país”)

- A metodologia considerada para se calcular o custo do capital próprio foi baseada em dados obtidos no setor nos EUA e Europa, aos quais foi adicionado um prêmio de risco país

## Taxa livre de risco

Taxa livre de risco

- Acreditamos que a melhor representação do ativo livre de risco é o Bônus do Tesouro Norte-Americano. Utilizamos o bônus de 10 anos pois é o bônus de longo prazo com vencimento mais próximo à vida média do Global 27 brasileiro que será utilizado para calcular o risco país do Brasil
- O retorno médio dos últimos 12 meses do bônus de 10 anos do Tesouro Norte-Americano é de 4,39% a.a.



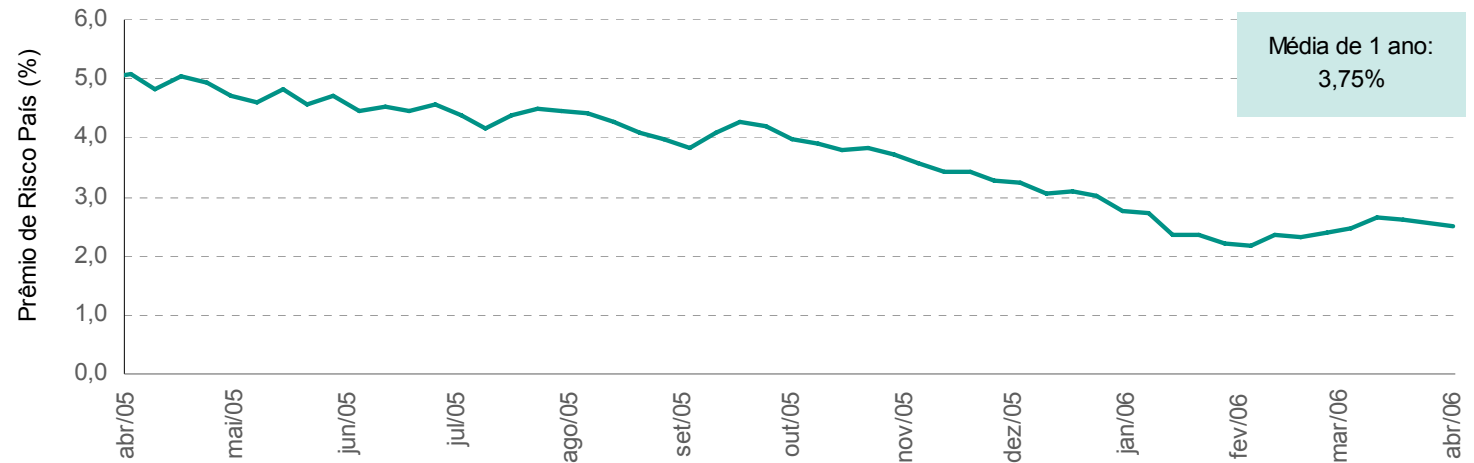
Nota: média dos últimos 12 meses anteriores a data de 29 de abril de 2006

Fonte: Bloomberg

## Risco país

Prêmio pelo risco país

- Acreditamos que a melhor estimativa do risco país para o Brasil é dada pela diferença (*spread*) entre (i) o retorno do Global 27 - o bônus brasileiro soberano de longo prazo, denominado em Dólares Norte-americanos e (ii) o retorno do bônus do Tesouro Norte-Americano de 10 anos, uma vez que ambos possuem duração similar.
- O gráfico abaixo mostra o comportamento do risco país brasileiro nos últimos doze meses. Dada a estabilidade macroeconômica do Brasil e a tendência observada no risco país, consideramos que uma série histórica de prazo maior dos *spreads* é cada vez menos aplicável e, portanto, utilizamos o *spread* médio para os últimos doze meses, calculado em 3,75% a.a.



Nota: média dos últimos 12 meses anteriores a data de 29 de abril de 2006  
Fonte: Bloomberg

## Beta

### Beta

- O Beta é a medida de risco de mercado / risco sistêmico / risco não diversificável. O coeficiente beta indica a sensibilidade do preço da ação à variação no preço da carteira de mercado, ou seja, uma ação que tenha beta igual a 2 tenderia a subir 2% quando o mercado subisse 1%
- Tal coeficiente é calculado através de uma regressão linear entre a série de variações no preço da ação da empresa e a série de variações no preço da carteira de mercado
- Para o cálculo do beta, consideramos uma amostra de empresas do setor de atuação das Controladas. Assim, consideramos a média simples dos betas não alavancados das empresas na amostra como *proxí* para os betas das Controladas
- Para que os betas das mesmas fossem comparáveis, tomamos o beta de cada empresa, desconsiderando os respectivos graus de endividamento, resultando nos betas não alavancados
- Para levar em conta o risco derivado da estrutura de capital das Controladas, calculamos o beta das companhias através da seguinte fórmula:

$$\beta = \beta_{\text{não alavancado}} \times \left[ 1 + (1 - T^{(1)}) \times \frac{\text{dívida}}{\text{capital próprio}} \right]$$

- O beta alavancado considerado nas avaliações das Controladas da Embrapar foram:
  - Embratel: 1,28
  - Star One: 1,02

Nota: (1) taxa de IR e CSLL marginal

## Prêmio de risco de mercado

### Prêmio de risco de mercado

- Prêmio de risco de mercado é o retorno adicional exigido por investidores para compensar um elemento de incerteza maior (risco) em investimentos em ações *versus* investimentos considerados livres de risco
- A estimativa para o prêmio de risco de mercado global é a média histórica de longo prazo (1900 a 2005) das diferenças entre o retorno de um índice representativo do mercado de ações global denominado em Dólares e o retorno de um índice global de bônus soberanos de longo-prazo dos países livres de risco de crédito
- O ABN AMRO favorece um período maior (desde 1900) porque o mesmo reflete um conjunto mais diverso de ambientes econômicos como guerras, depressões e períodos de expansão, que não estão satisfatoriamente refletidos em períodos mais curtos
- O ABN AMRO favorece o enfoque histórico ao invés do enfoque para o futuro diante do fato de que não acredita que o prêmio pelo risco de mercado seja previsível além de um período de 3 a 4 anos. Sendo o prêmio de mercado um valor aleatório, dados históricos representam uma melhor estimativa do futuro. O valor do prêmio de risco de mercado utilizado na Avaliação das Controladas da Embrapar é de 5,10% (esse valor é resultado do estudo “Global Investment Return Yearbook 2006”, elaborado pelo ABN AMRO em conjunto com a London Business School)

## Custo da dívida e estrutura de capital

### Custo da dívida (custo do capital de terceiros)

- O custo da dívida é a estimativa do custo médio de longo prazo observado em operações de captação de recursos por empresas com perfil de crédito similares às Controladas da Companhia. Assim, o custo da dívida futura deve representar o custo que a empresa pagaria caso emitisse títulos de longo prazo. Esse custo está diretamente ligado ao perfil de risco das empresas
- Uma vez que o pagamento de juros é dedutível do imposto de renda e contribuição social, devemos reduzir o custo de dívida antes dos impostos pela taxa de IR e CSLL de longo prazo para chegar a um custo após impostos

### Estrutura de capital

- Os pesos aplicados ao capital próprio e ao capital de terceiros no cálculo do custo médio ponderado de capital devem ser baseados no valor de mercado (estimado) do capital próprio e da dívida da empresa, uma vez que o custo de capital deve refletir a remuneração requerida pelo investidor de acordo com o risco do negócio da empresa
- O nível de alavancagem financeira alvo (dívida total / capital total) nas avaliações das Controladas da Embrapar foram:
  - Embratel: 32,41%
  - Star One: 21,93%

## Valor terminal e taxa de crescimento na perpetuidade

### Valor terminal e taxa de crescimento na perpetuidade

- A vida de uma empresa é teoricamente infinita. Entretanto, não conseguimos projetar de maneira precisa os fluxos de caixa futuros além de um determinado período. Portanto, uma parte do valor da empresa, denominada valor terminal, estará sendo gerada pelos fluxos de caixa dos anos subseqüentes ao último ano do período de projeção
- O cálculo do valor terminal é ajustado para normalizar o Capex da Star One. A cada ano, até o infinito, o fluxo de caixa livre crescerá conforme esta taxa de crescimento, a qual é denominada taxa de crescimento na perpetuidade
- As projeções financeiras foram elaboradas em Reais nominais e então convertidas em Dólares nominais de acordo com as taxas de câmbio médias esperadas para cada um dos períodos projetados, conforme tabela com projeções macroeconômicas indicada na página 44. Desta forma, a taxa de crescimento dos fluxos de caixa livre na perpetuidade deve, coerentemente, ser uma taxa em Dólares nominais
- Para o cálculo da perpetuidade, o ABN AMRO considerou a taxa de crescimento para as Controladoras (excluindo Star One) de 0,61% em Dólares nominais uma vez que suas principais fontes de receitas (telefonia fixa e longa distância) sofrem de baixas barreiras a entrada, especialmente devido aos avanços tecnológicos, produtos/serviços substitutos e alto nível de competição
- Utilizou-se a taxa de 3,67% em Dólares nominais para a perpetuidade da Star One pelo fato de a empresa atuar em segmentos de crescimento significativo com barreiras de entrada que exigem altos investimentos e que possuem diversas restrições regulatórias

## Custo médio ponderado de capital (WACC)

WACC

### WACC

#### Custo de capital próprio (US\$)

Retorno do título do Tesouro Norte-Americano de 10 anos (T-Bond)	4,39%
Prêmio de risco de mercado de ações	5,10%
Prêmio de risco país	3,75%

#### Embrapar (incluindo Controladas, exceto Star One)

Beta não alavancado do setor	0,97	Custo de dívida após IR e CSLL (US\$)	6,32%
Taxa de imposto	34,00%		
D/E	47,95%	Estrutura de capital: % capital próprio	67,59%
Beta alavancado	1,28	% capital de terceiros	32,41%
Custo de capital próprio ajustado ao prêmio de risco país (US\$)	14,65%	<b>WACC (US\$ nominais)</b>	<b>11,95%</b>

#### Star One

Beta não alavancado do setor	0,86	Custo de dívida após IR e CSLL (US\$)	3,53%
Taxa de imposto	34,00%		
D/E	28,08%	Estrutura de capital: % capital próprio	78,07%
Beta alavancado	1,02	% capital de terceiros	21,93%
Custo de capital próprio ajustado ao prêmio de risco país (US\$)	13,33%	<b>WACC (US\$ nominais)</b>	<b>11,19%</b>

**6b**

## **Avaliação da Embrapar (excluindo participação em Net)**

## Controladas da Embrapar: principais premissas operacionais

- A Avaliação da Embrapar teve como base: (i) informações públicas sobre o setor de atuação das Controladas da Companhia; (ii) informações públicas sobre parâmetros macroeconômicos onde a Companhia e suas Controladas possuem presença relevante; (iii) planos de negócios das Controladas da Companhia para o período de 2006 a 2015 elaborados e aprovados por suas respectivas administrações; (iv) informações financeiras e operacionais históricas da Companhia e das suas Controladas e (vi) discussões com os Representantes Indicados em relação ao desempenho passado e às expectativas para o futuro dos negócios da Companhia e suas Controladas.

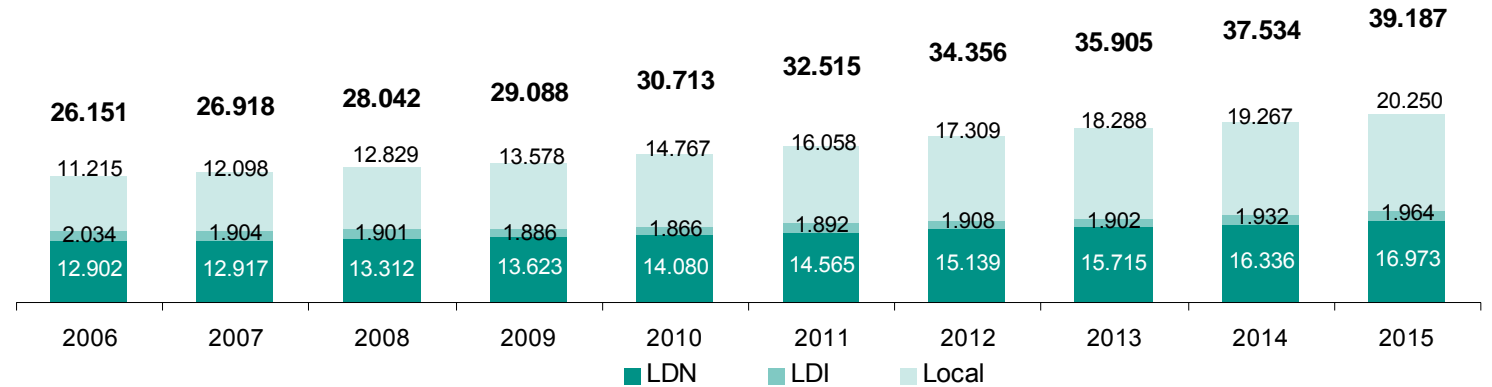
### Resumo das premissas operacionais para avaliação da Embrapar

- Crescimento do tráfego de serviços de longa distância nacional em linha com o PIB, provindo principalmente de ligações com celulares, serviços de *Vip phone* e serviços 0800 e decréscimo do tráfego de serviços de longa distância internacional em função de acirramento da competição
- Em relação às tarifas, é esperado um decréscimo dos preços unitários por minuto em termos nominais de longa distância em função do acirramento da competição
- Em termos gerais, os serviços das Controladas da Embrapar no segmento de Dados & Internet crescem em linha com o mercado
- Há a estimativa da introdução do serviço de VoIP a partir de 2006 com forte crescimento na base de assinantes em linha com informações fornecidas pelos Representantes Indicados
- As tarifas de interconexão apresentam redução nos anos a partir de 2006 em função dos novos aspectos regulatórios
- Despesas operacionais crescem em função da inflação e não apresentam melhorias significativas em termos reais
- A partir de 2006, passa a ser cobrada uma taxa de concessão bi-anual (2%) sobre as receitas de serviços de longa distância
- Capex refere-se principalmente a expansão de serviços locais, manutenção das infra-estruturas para os serviços de transmissão de dados e Internet e serviços de VoIP
- Em relação à Primesys, espera-se um crescimento das suas atividades em linha com o PIB e manutenção das margens
- Em relação à Star One, é previsto um crescimento acelerado de receitas com serviços de Internet banda larga e maior área de cobertura com os novos satélites de banda Ku
- Os custos de interconexão e de aluguel de *transponders* se estabilizam em termos percentuais da receita líquida
- Investimentos em novos satélites para repor e manter a atual frota foram considerados na projeção

## Embrapar: variáveis operacionais

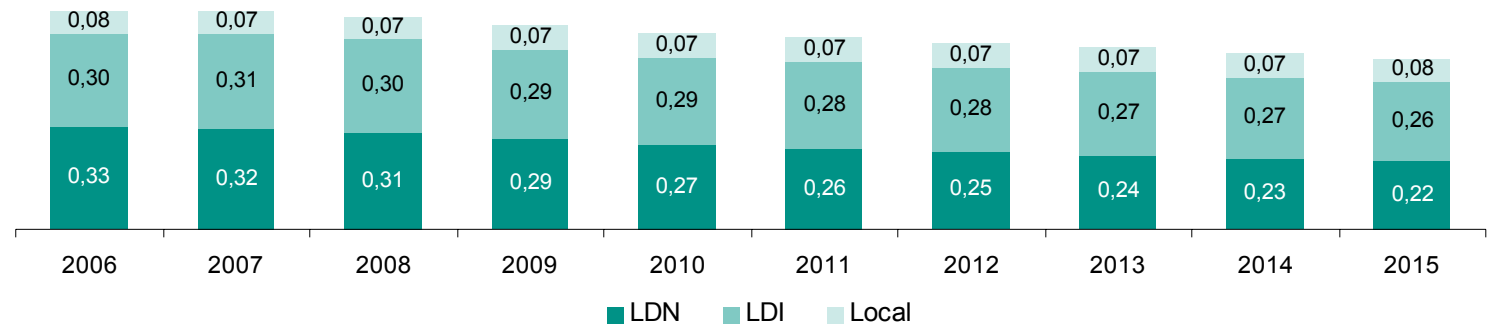
*Crescimento do tráfego de telefonia local e longa distância nacional e queda modesta do tráfego de longa distância internacional*

### Tráfego (milhões minutos)



*Redução das tarifas de longa distância nacional e internacional e aumento das tarifas de telefonia local*

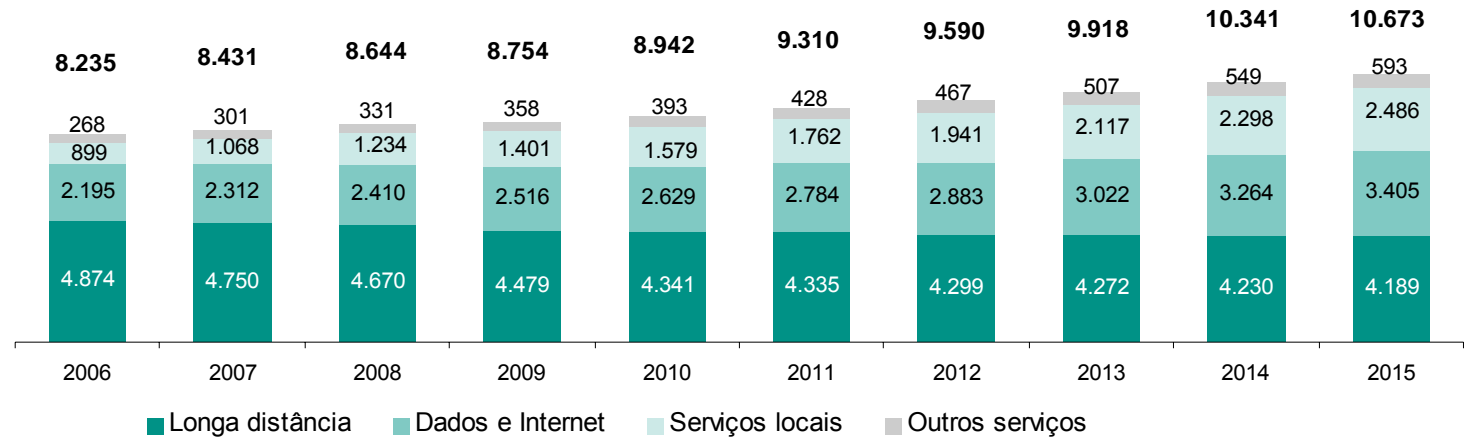
### Tarifa líquida média (R\$ nominais / minuto)



## Embrapar: receita líquida (cont.)

*A receita com telefonia de longa distância representa a maior parte das receitas da Embrapar porém decresce ao longo dos anos diminuindo sua participação. Dados e Internet, serviços locais e outros serviços crescem ao longo dos anos*

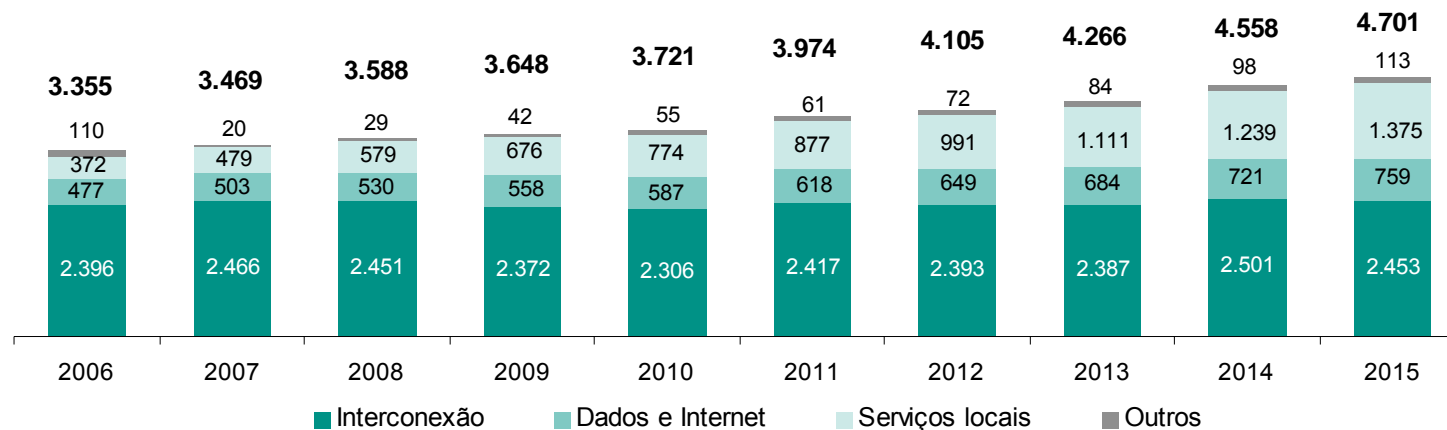
### Composição da receita líquida (R\$ milhões nominais)



## Embrapar: custos e despesas

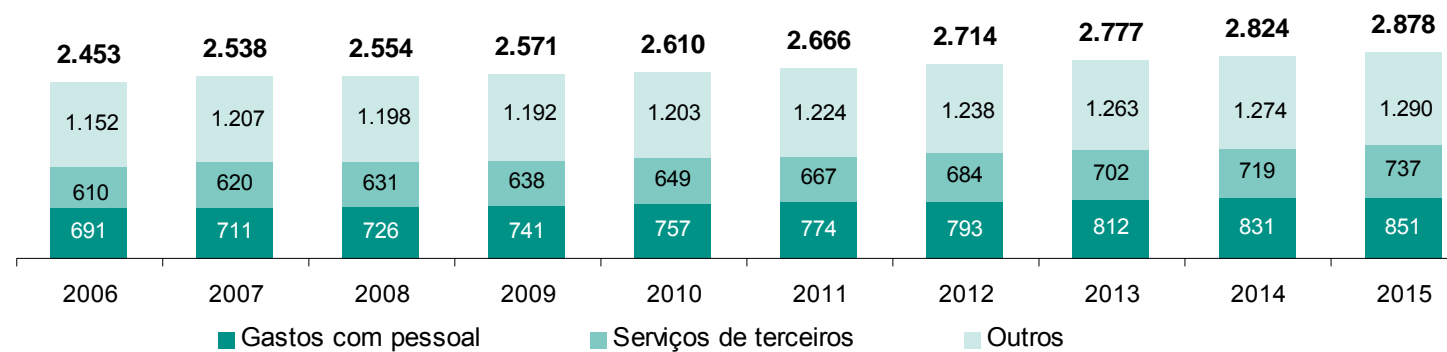
*Custos de interconexão correspondem à maior parcela dos custos da Embrapar*

### Composição dos custos (R\$ milhões nominais)



*Gastos com pessoal e terceiros correspondem à maior parte das despesas da Embrapar*

### Composição das despesas (R\$ milhões nominais)

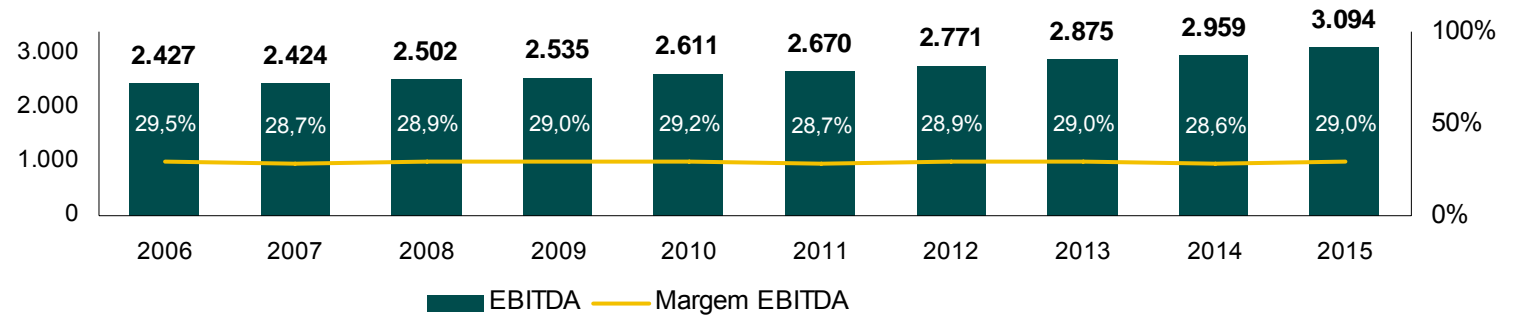


Nota: valores de custos e despesas consideram a consolidação integral das receitas de Star One, com eliminação das operações *intercompany*

## Embrapar: EBITDA e Capex

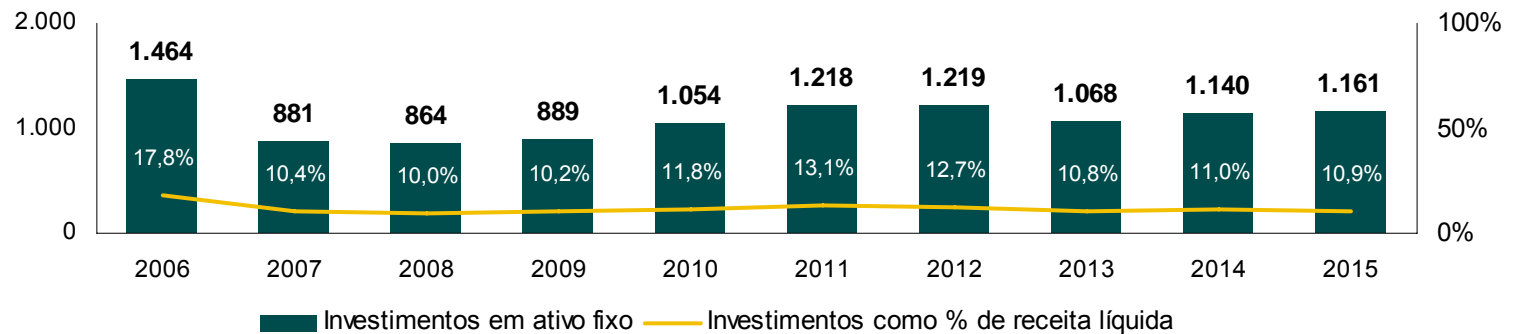
A margem EBITDA permanece estável ao longo do período de projeção

### EBITDA (R\$ milhões nominais)



O valor observado em 2006 reflete principalmente investimentos em satélites da Star One e investimentos para expansão de serviços de telefonia local

### Capex (R\$ milhões nominais)



Nota: valores de EBITDA e Capex consideram a consolidação integral do EBITDA e Capex de Star One, com eliminação das operações *intercompany*

## Embrapar: demonstração do resultado e fluxo de caixa

### DRE (R\$ milhões nominais)

Anos findos em 31 de dezembro	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita líquida	8.235	8.431	8.644	8.754	8.942	9.310	9.590	9.918	10.341	10.673
Custos e despesas operacionais	(5.808)	(6.007)	(6.143)	(6.219)	(6.330)	(6.639)	(6.819)	(7.043)	(7.382)	(7.579)
EBITDA	2.427	2.424	2.502	2.535	2.611	2.670	2.771	2.875	2.959	3.094
Margem (%)	29,5%	28,7%	28,9%	29,0%	29,2%	28,7%	28,9%	29,0%	28,6%	29,0%
Lucro antes impostos	880	555	641	715	588	734	918	1.025	1.056	1.221
Lucro líquido	852	532	629	698	570	710	884	966	992	1.142

*Para o cálculo da perpetuidade, assumiu-se um EBITDA ajustado para refletir uma taxa de concessão anual de longo prazo (1% anual versus 2% bi-anual) e um Capex médio ajustado para refletir a manutenção e renovação da frota atual de satélites da Star One*

### Fluxo de caixa livre (R\$ milhões nominais)

Anos findos em 31 de dezembro	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	1.349	1.025	1.126	1.208	1.099	1.254	1.532	1.714	1.731	1.928
IR e CSLL sobre EBIT	(459)	(348)	(383)	(411)	(374)	(426)	(521)	(583)	(589)	(655)
Depreciação e amortização	1.078	1.399	1.375	1.327	1.512	1.417	1.239	1.161	1.228	1.166
Investimentos	(1.464)	(881)	(864)	(889)	(1.054)	(1.218)	(1.219)	(1.068)	(1.140)	(1.161)
Varição do capital de giro	(213)	(83)	(66)	(20)	(91)	(116)	(104)	(111)	(109)	(108)
Fluxo de caixa livre das Controladas	291	1.112	1.189	1.216	1.092	909	927	1.113	1.121	1.169

Nota: demonstrações financeiras simplificadas consideram a consolidação integral de Star One, com eliminação das operações *intercompany*

## Controladas da Embrapar (ex-Net): fluxo de caixa descontado - intervalo de valor

### Comentários gerais

- O valor econômico-financeiro de Embrapar considera sua participação de 80,01% em Star One e de seus respectivos Endividamentos Líquidos em 31 de março de 2006. No caso de Embrapar, o Endividamento Líquido inclui a dedução da participação dos minoritários em Embratel
- Avaliação foi realizada em Dólares nominais convertida em Reais nominais pela taxa de câmbio de PTAX 800 de R\$/US\$ 2,17 na data base de 31 de março de 2006
- O número de ações<sup>(2)</sup> de Embrapar em 31 de março de 2006 era de 987.726.487.230 (sendo descontadas 1.032.167.077 ações em tesouraria em 31 de março de 2006)

### Sensibilidade de valor do *Enterprise value*

		WACC <sup>(1)</sup>			
		Star One	10,94%	11,19%	11,44%
Taxa de cresc. na perpetuidade <sup>(1)</sup>	Embrapar		11,70%	11,95%	12,20%
	3,42%	0,35%	7.477	7.336	<b>7.200</b>
	3,67%	0,61%	7.536	7.390	7.251
	3,93%	0,86%	<b>7.598</b>	7.448	7.305

### Sensibilidade de valor do *Equity value*

		WACC <sup>(1)</sup>			
		Star One	10,94%	11,19%	11,44%
Taxa de cresc. na perpetuidade <sup>(1)</sup>	Embrapar		11,70%	11,95%	12,20%
	3,42%	0,35%	5.280	5.138	<b>5.002</b>
	3,67%	0,61%	5.338	5.193	5.053
	3,93%	0,86%	<b>5.400</b>	5.250	5.107

Nota: (1) Dólares nominais; (2) o ABN AMRO considerou o número de ações emitidas pela Companhia e em circulação em 31 de março de 2006. Conforme informado pelos representantes da Companhia, não houve alterações no número de ações emitidas pela Companhia e em circulação no período desde 31 de março de 2006

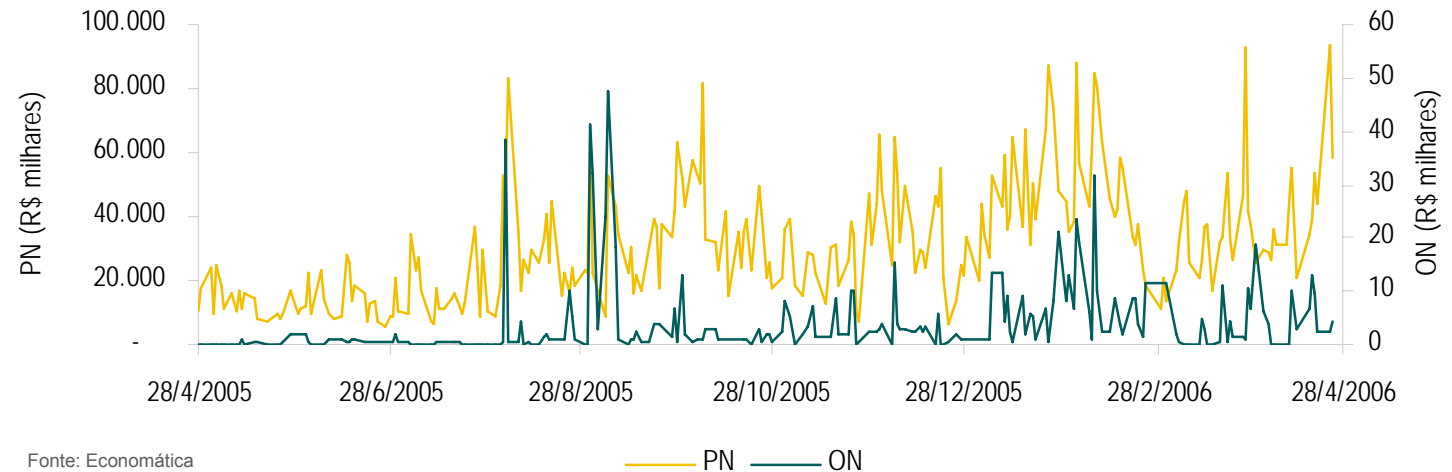
**6c**

# Avaliação da participação em Net

## Análise da evolução do volume negociado das ações ON e PN

O volume diário negociado das ações preferenciais chega a ser em média mais de 9.000 vezes superior ao das ordinárias

### Volume financeiro diário negociado das PNs versus ONs



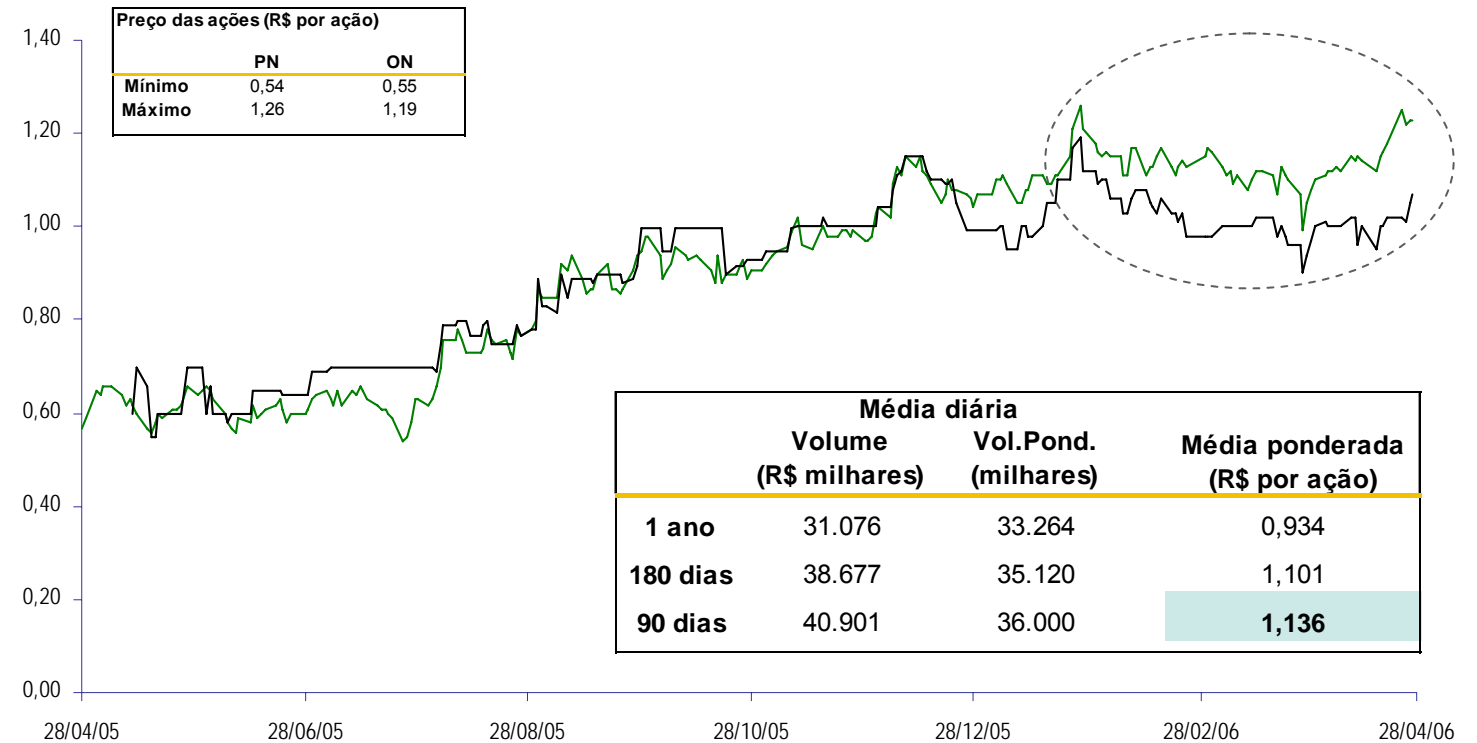
- Como referência de mercado foram adotadas as cotações das ações preferenciais da Net, porque
  - possuem maior liquidez que as ordinárias. As ações PN da Net fazem parte do Índice Bovespa que agrega os 30 papéis mais líquidos do mercado. Já as ações ON não fazem parte deste índice;
  - ao mesmo tempo, não apresentam deságio por diferença de *tag along*, desde que a Net, presente no nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da Bovespa, garante 100% de *tag along* para as ações preferenciais
  - a dispersão da PN é superior de 50%

## Análise da evolução das cotações das ações ON e PN

As ações preferenciais e ordinárias são geralmente negociadas a um preço próximo

### Evolução do preço por ação ajustado por dividendos (R\$ por ação)

Últimos 90 dias utilizados



Fonte: Economática

— PN — ON

## Avaliação da participação da Net

### Período escolhido como referência

- O ABN AMRO acredita que o melhor período de referência para avaliar as ações da Net corresponde aos 90 dias anteriores a 29 de abril de 2006, pelas razões a seguir:
  - a Net concluiu nos últimos 12 meses um processo de reestruturação financeira que teve impacto significativo sobre o valor de suas ações
  - os termos do acordo com a Embratel para a oferta de serviços em conjunto continua evoluindo nos últimos meses
  - movimento de recuperação contínua do mercado de TV a cabo e forte expansão do mercado de banda larga residencial em 2006

### Cálculo do valor da Net

#### Valores em milhões de Reais (exceto quando indicado ao contrário)

Preço das ações da Net considerado na Avaliação (R\$ ação) <sup>(1)</sup>	<b>A</b>	1,136
Número de ações totais da Net (milhões) <sup>(2)</sup>	<b>B</b>	<u>3.955</u>
<i>Equity value</i> da Net	<b>C=(A*B)</b>	4.493
Número de ações diretas e indiretas detidas pela Embrapar da Net (milhões) <sup>(3)</sup>	<b>D</b>	<u>1.466</u>
<i>Equity value</i> da Net detido pela Embrapar	<b>E=(A*D)</b>	1.666
Dívida líquida da GB Empreendimentos <sup>(4)</sup>	<b>F</b>	0,044
Participação da Embrapar na GB Empreendimentos <sup>(5)</sup>	<b>G</b>	<u>83,00%</u>
Dívida líquida da GB Empreendimentos proporcional à part. da Embrapar	<b>H=(F*G)</b>	0,036
<b>Valor total das Coligadas pertencentes à Embrapar</b>	<b>I=(E-H)</b>	<b>1.666</b>

Notas: (1) corresponde ao preço médio ponderado pelo volume negociado das ações PN da Net dos últimos 90 dias anteriores a 29 de abril de 2006; (2) número total das ações da Net (ex-tesouraria) do dia 31 de março de 2006; (3) participação direta e indireta (através da GB Empreendimentos) da Embrapar na Net em 31 de março de 2006; (4) calculada com base na posição de 31 de março de 2006; (5) participação da Embrapar na GB Empreendimentos em 31 de março de 2006

**6d**

## **Avaliação da Embrapar (incluindo participação em Net)**

# Resultado da Avaliação das Controladas e Coligadas da Embrapar

## Resultado da Avaliação da Embrapar

### Análise do valor econômico das Controladas com base no FCD

#### Enterprise value, excluindo Net (R\$ milhões)

		WACC <sup>(1)</sup>			
		Star One	10,94%	11,19%	11,44%
Taxa de cresc. na perpetuidade <sup>(1)</sup>	Embrapar		11,70%	11,95%	12,20%
	3,42%	0,35%	7.477	7.336	<b>7.200</b>
	3,67%	0,61%	7.536	7.390	7.251
	3,93%	0,86%	<b>7.598</b>	7.448	7.305

#### Equity value, excluindo Net (R\$ milhões)

		WACC <sup>(1)</sup>			
		Star One	10,94%	11,19%	11,44%
Taxa de cresc. na perpetuidade <sup>(1)</sup>	Embrapar		11,70%	11,95%	12,20%
	3,42%	0,35%	5.280	5.138	<b>5.002</b>
	3,67%	0,61%	5.338	5.193	5.053
	3,93%	0,86%	<b>5.400</b>	5.250	5.107

### Análise do valor econômico das Coligadas com base no valor de mercado

#### Valores em milhões de Reais (exceto quando indicado ao contrário)

Preço das ações da Net considerado na Avaliação (R\$ ação) <sup>(2)</sup>	<b>A</b>	1.136
Número de ações totais da Net (milhões) <sup>(3)</sup>	<b>B</b>	3.955
Equity value da Net	<b>C=(A*B)</b>	4.493
Número de ações diretas e indiretas detidas pela Embrapar da Net (milhões) <sup>(4)</sup>	<b>D</b>	1.466
Equity value da Net detido pela Embrapar	<b>E=(A*D)</b>	1.666
Dívida líquida da GB Empreendimentos <sup>(5)</sup>	<b>F</b>	0,044
Participação da Embrapar na GB Empreendimentos <sup>(6)</sup>	<b>G</b>	83,00%
Dívida líquida da GB Empreendimentos proporcional à part. da Embrapar	<b>H=(F*G)</b>	0,036
<b>Valor total das Coligadas pertencentes à Embrapar</b>	<b>I=(E-H)</b>	<b>1.666</b>

Notas: (1) Dólares nominais; (2) corresponde ao preço médio ponderado pelo volume negociado das ações PN da Net dos últimos 90 dias anteriores a 29 de abril de 2006; (3) número total das ações da Net (ex-tesouraria) do dia 31 de março de 2006; (4) número de ações detidas direta e indiretamente através da GB Empreendimentos pela Embrapar em 31 de março de 2006; (5) calculada com base na posição de 31 de março de 2006; (6) participação da Embrapar na GB Empreendimentos em 31 de março de 2006

## Resultado da Avaliação das Controladas e Coligadas da Embrapar (cont.)

### Resultado da Avaliação da Embrapar

#### Análise do valor econômico total da Embrapar

<i>Valores em milhões de Reais (exceto quando de outra forma indicado)</i>		Mínimo	-	Máximo
<i>Enterprise value</i> das Controladas operacionais <sup>(1)</sup>	A	7.200		7.598
Dívida líquida da Embrapar Consolidada <sup>(2)</sup>	B	<u>2.198</u>		<u>2.198</u>
<i>Equity value</i> da Embrapar e suas Controladas	C=(A-B)	5.002		5.400
<i>Equity value</i> total da Net <sup>(3)</sup>	D	4.493		4.493
Equity value das ações da Net detidas pela Embrapar (1.466 milhões de ações)	E	<u>1.666</u>		<u>1.666</u>
<i>Equity value</i> total	F=(C+E)	6.668		7.066
Número de ações da Embrapar (milhões) <sup>(4)</sup>	G	<u>987.726</u>		<u>987.726</u>
<b>Preço por ação (R\$ / lote de mil ações)</b>	<b>F/G</b>	<b>6,75</b>	<b>-</b>	<b>7,15</b>

Notas: (1) já considera a participação de 80,01% que a Embratel detém na Star One; (2) calculada conforme definição de Endividamento Líquido descrito nas Notas Importantes da página 3. Está sendo considerado 80,01% do Endividamento Líquido da Star One; (3) calculado com base no preço médio ponderado pelo volume negociado dos últimos 90 dias das ações PN multiplicado pela base de ações da Net do dia 31 de março de 2006 (3.954.663.665 ações); (4) o ABN AMRO considerou o número de ações emitidas pela Companhia e em circulação em 31 de março de 2006. Conforme informado pelos representantes da Companhia, não houve alterações no número de ações emitidas pela Companhia e em circulação desde 31 de março de 2006

# 7

## Resumo da avaliação das ações da Embrapar

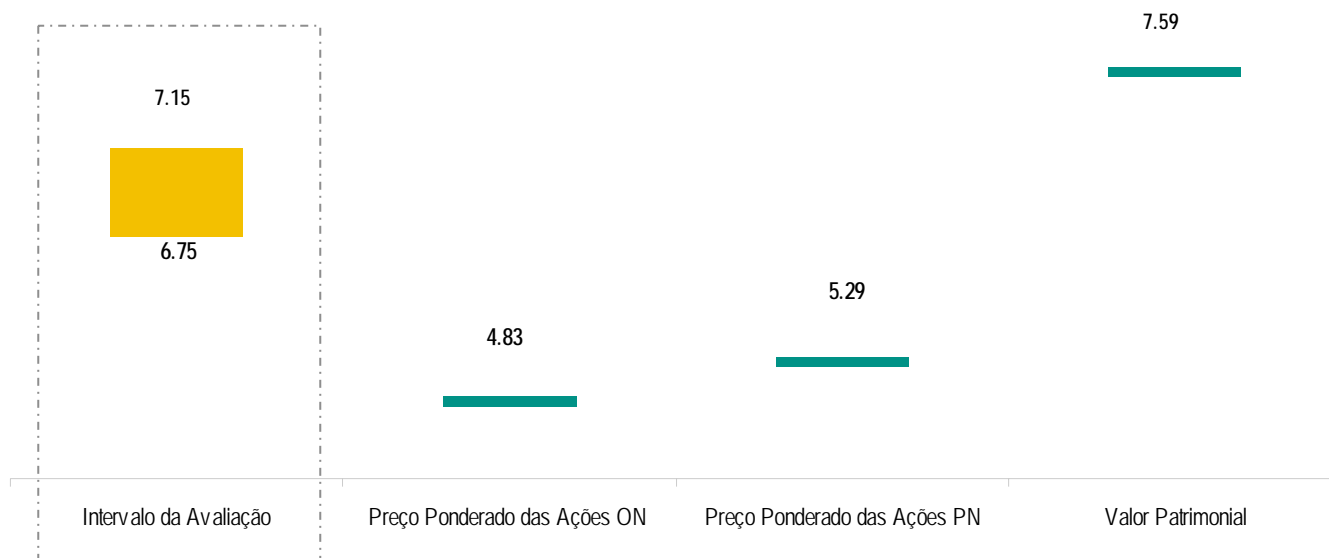
## Considerações metodológicas

Metodologia	Descrição
Fluxo de caixa descontado	<ul style="list-style-type: none"><li>■ O valor da companhia é determinado pelas expectativas de seus resultados futuros, medido pela sua capacidade de geração de caixa e o risco associado a esta geração, trazido a valor presente por uma taxa de desconto apropriada. Este método captura o potencial de crescimento e perspectivas de rentabilidade futura, refletindo adequadamente o retorno esperado considerando o risco país e o risco intrínseco ao tipo do negócio, sendo também apropriado por capturar adequadamente as oportunidades do negócio e por ajustar os eventos extraordinários</li><li>■ Tal metodologia é utilizada quando a empresa possui um plano de negócios da companhia</li></ul>
Preço médio ponderado das ações	<ul style="list-style-type: none"><li>■ A cotação média ponderada de cada ação é resultado do volume financeiro diário negociado, em um determinado período, dividido pelo número de ações negociadas no mesmo período</li><li>■ Tal metodologia tem maior aplicabilidade nos casos em que (i) informações necessárias (principalmente projeções de longo prazo) para fazer uma avaliação pelo método do FCD não é disponível e (ii) as ações tenham liquidez (presença no Ibovespa) e dispersão (<i>free float</i> superior a 50%)</li></ul>
Valor do patrimônio líquido por ação	<ul style="list-style-type: none"><li>■ O valor patrimonial por ação é determinado pela divisão do patrimônio líquido da companhia, na data-base da avaliação, pela sua respectiva base acionária</li><li>■ Tal metodologia não reflete necessariamente o potencial de crescimento e perspectivas de rentabilidade futura, nem tampouco o risco intrínseco do negócio</li><li>■ Pode também ser distorcida em função da política contábil adotada pela empresa</li></ul>

## Resumo das avaliações da Embrapar

### Valor por ação (R\$ por lote de mil ações)

O valor da ação da Companhia determinado pelo ABN AMRO está entre R\$ 6,75 por lote de mil ações e R\$ 7,15 por lote de mil ações



- A data de confecção da Avaliação é 01 de maio de 2006 com base nas informações disponíveis até o dia 29 de abril de 2006
- O ABN AMRO considera a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado mais apropriada na definição do intervalo de valor para a Embrapar
- O valor do intervalo obtido varia entre R\$ 6,75 e R\$ 7,15 por lote de mil ações da Embrapar. O intervalo de valor da Embrapar foi calculado com base no valor máximo e mínimo da tabela de sensibilidade que considera o WACC nominal variando 0,25 para mais e para menos e da taxa de crescimento na perpetuidade nominal variando 0,25 em termos reais para mais e para menos
- O ABN AMRO utilizou uma tabela de sensibilidade para a definição do intervalo de valor uma vez que o WACC e a taxa de crescimento na perpetuidade são as variáveis que impactam o valor de uma empresa e não são variáveis resultantes do plano de negócios

# 8

## Glossário

## Glossário

- Incluímos o glossário abaixo com o objetivo de facilitar o entendimento deste documento por pessoas pouco familiarizadas com a metodologia de avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado. Desta forma, o esclarecimento dado para cada termo foi feito em linguagem didática, facilitando o entendimento dos conceitos utilizados
- **Beta:** *é uma medida de risco de mercado / risco sistêmico / risco não diversificável. O coeficiente Beta indica a sensibilidade do preço da ação à variação no preço da carteira de mercado. O índice é medido por meio de uma regressão linear entre a série de variações no preço da ação da empresa e a série de variações no preço da carteira de mercado*
- **Capital Asset Pricing Model – CAPM:** *o modelo CAPM é utilizado para calcular o Custo de Capital Próprio ou o Custo de Capital do Acionista. O modelo segue a premissa financeira de risco e retorno, dessa forma quanto maior o risco, maior o retorno requerido pelo acionista. Para o cálculo, considera-se o beta, a taxa livre de risco e o prêmio de mercado*
- **Capital Expenditures (Capex):** *investimento em ativo fixo*
- **Custo de Capital Próprio:** *o custo de capital próprio é o retorno requerido pelo acionista sobre o capital investido. O cálculo considera que um determinado ativo deve pagar ao investidor o custo de oportunidade acrescido de um prêmio de risco*
- **Custo da Dívida:** *é uma medida do valor pago pelo capital provindo de terceiros, sob a forma de empréstimos, financiamentos, captações no mercado, entre outros*
- **Custo Médio Ponderado de Capital ou “Weighted Average Cost of Capital” (WACC):** *é uma medida do custo de capital de uma companhia. O WACC é determinado pela média ponderada, com base na estrutura de capital de longo prazo, dos custos da dívida e de capital próprio e está diretamente relacionado ao risco associado aos futuros fluxos de caixa*

## Glossário (cont.)

- **Dispersão:** free float superior a 50% da classe da ação analisada
- **Dólar:** Dólar dos Estados Unidos da América
- **DTH:** tecnologia Direct-To-Home
- **“Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation” (EBITDA):** é o lucro operacional gerado pela companhia, e que efetivamente gerará caixa para a companhia, assim em seu cálculo considera-se somente as despesas que geram saídas de caixa
- **“Earnings Before Interests and Taxes” (EBIT):** é o lucro operacional gerado pela companhia, ou seja EBITDA, deduzido das despesas de depreciação e amortização
- **“Enterprise Value”:** valor da empresa calculado através do valor de mercado (valor para o acionista) acrescido da dívida líquida
- **“Equity Value”:** valor do capital da empresa para o acionista
- **Fluxo de Caixa Operacional:** o fluxo de caixa operacional leva em consideração somente as receitas e despesas efetivamente recebidas e desembolsadas, provenientes das operações da companhia. Desta forma, não são consideradas no cálculo as receitas e despesas financeiras e outros itens não operacionais
- **“Free float”:** percentual de ações em circulação sobre o capital total da empresa
- **Liquidez:** no contexto deste laudo de avaliação, liquidez significa a ação fazer parte do Índice Bovespa
- **MDS:** tecnologia Multipoint Distribution System

## Glossário (cont.)

- **Prêmio de Risco de Mercado:** prêmio por risco de mercado é o retorno adicional exigido por investidores para compensar o maior elemento de incerteza (risco) em investimentos em ações versus investimentos livres de risco
- **Risco País:** é o prêmio pago pela incerteza e instabilidade política de um determinado país. Uma metodologia utilizada com frequência para estimar este prêmio é a diferença (spread) entre o retorno pago pelos títulos soberanos do país em questão e os títulos soberanos dos E.U.A
- **“Tag along”:** A nova Lei das Sociedades Anônimas dá direito ao acionista minoritário detentor de ações ON receber, no mínimo, 80% do valor pago pelo controlador em caso de venda do controle (tag along)
- **Taxa Livre de Risco:** é a taxa de juros paga por um ativo sem risco. Na prática, utiliza-se como parâmetro de taxa de juros livre de risco os títulos do Tesouro dos E.U.A
- **Valor terminal:** considerando que, teoricamente, a vida de uma companhia é infinita, e que não é possível projetar de maneira precisa os fluxos de caixa futuros além de um determinado período, parte do valor da companhia será gerado pelos fluxos de caixa dos anos subsequentes ao último ano do período de projeção, esta estimativa de valor é chamada de valor terminal. A determinação do valor terminal parte do princípio que no infinito a companhia alcançará seu estágio de maturidade e deverá crescer a uma taxa constante
- **VoIP:** tecnologia Voice over Internet Protocol
- **VPL:** valor presente líquido