

Laudo de Avaliação

Vivo Participações S.A.

28 de janeiro de 2011

Este material não deverá ser utilizado ou servir de base para quaisquer propósitos que não os especificados em acordo expresso com o Credit Suisse AG, ou uma de suas afiliadas ("Credit Suisse").

Índice

1. Sumário executivo	p.2
2. Informações sobre o avaliador	p.5
3. Visão geral do setor e da Companhia	p.11
4. Metodologia de avaliação	p.18
5. Avaliação das ações da Vivo	p.22
6. Cálculos de suporte para a avaliação	p.41
Apêndice	
A. Glossário	p.44

1. Sumário executivo

Visão geral da operação

Etapa 1 – Aquisição da Brasilcel

Em 28 de julho de 2010, a Telefónica e a Portugal Telecom (“PT”) firmaram um contrato para a aquisição da participação de 50% da PT na Brasilcel.

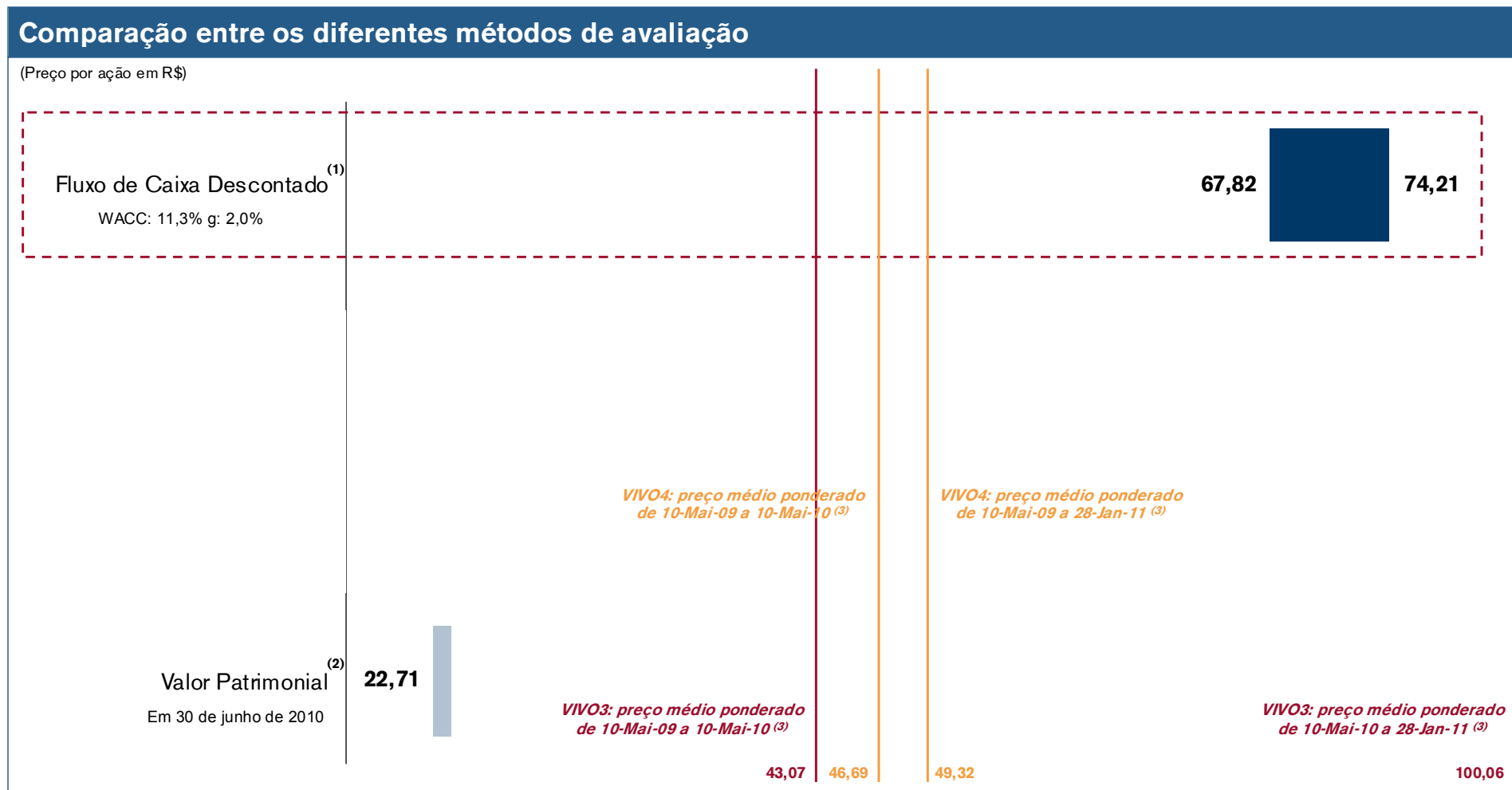
- A Brasilcel detém ações que representam cerca de 60% do capital social da Vivo.
- O preço de aquisição desta participação na Brasilcel foi de EUR7.500 milhões, dos quais EUR4.500 milhões foram pagos no fechamento da operação (27 de setembro de 2010); EUR1.000 milhões serão pagos em 30 de dezembro de 2010; e EUR2.000 milhões, em 31 de outubro de 2011. A Portugal Telecom poderá solicitar que o último pagamento seja efetuado em 29 de julho de 2011, com redução de aproximadamente EUR25 milhões no preço de compra e no pagamento final.
- Em 27 de setembro de 2010, os contratos firmados entre a Telefónica e a Portugal Telecom referentes à sua *joint venture* no Brasil foram rescindidos (acordo de acionistas e contrato de subscrição).

Etapa 2 – Oferta Pública de Aquisição (“OPA”)

- A Companhia pretende realizar uma OPA para a aquisição das ações ordinárias da Vivo (VIVO3) por um preço equivalente a 80% do preço por ação pago à Portugal Telecom pela aquisição da participação de 50% da PT na Brasilcel.

Resumo da avaliação

- Entre os métodos de avaliação abaixo, o fluxo de caixa descontado (“FCD”) é o que melhor representa o valor intrínseco das ações da Vivo, pois leva em consideração as especificidades operacionais e financeiras da Companhia e suas perspectivas de crescimento futuro.
- Com base no valor econômico obtido pelo método do FCD, o valor das ações da Vivo está entre R\$67,82 e R\$74,21 por ação.



Notas:

(1) Ver página 33 para o cálculo detalhado do fluxo de caixa descontado.

(2) Ver página 40 para o cálculo detalhado do valor patrimonial por ação.

(3) Fato relevante publicado pela Telefónica na Comisión Nacional del Mercado de Valores em 10 de maio de 2010 utilizado como referência para os períodos a que se refere o item XII(a) do Anexo III da Instrução CVM 361.

2. Informações sobre o avaliador

Qualificações do avaliador

- O Credit Suisse atuou como assessor financeiro em importantes transações de fusões e aquisições recentes no mercado brasileiro.

Exemplos de consultoria em operações de fusões e aquisições nos últimos três anos

- **MMX (2010):** Assessoria na compra de 11,6% da MMX pela SK Networks.
- **MMX (2010):** Assessoria na aquisição do Porto Sudeste da LLX pela MMX.
- **MD1 (2010):** Assessoria na venda da MD1 Diagnósticos para a DASA.
- **Brasil Telecom (2010):** Laudo para reavaliação da relação de troca na fusão com a Oi.
- **Apax Partners (2010):** Aquisição de participação de 54,25% na TIVIT pela Apax Partners.
- **Norsk Hydro (2010):** Venda das unidades de alumínio da Vale para a Norsk Hydro.
- **GVT (2010):** Assessoria na venda de 100% da GVT para a Vivendi.
- **MMX (2009):** Assessoria na venda de 21,52% do capital da MMX para a Wuhan Steel.
- **Bunge (2009):** Assessoria na venda de sua divisão de fertilizantes para a Vale e na compra do Grupo Moema.
- **Grupo Camargo Corrêa (2009):** Assessoria na compra de aproximadamente 33% da Cimpor.
- **Coimex (2009):** Assessoria na venda de participação de 51,4% na Embraport para a Odebrecht/DPW.
- **Agre (2009):** Assessoria na fusão entre Agra, Abyara e Klabin Segall.
- **Satipel (2009):** Assessoria na fusão da Satipel com a Duratex.
- **Perdigão (2009):** Assessoria na aquisição da Sadia pela Perdigão.
- **Terna (2009):** Assessoria na venda de participação majoritária na Terna Participações para a Cemig.
- **Aracruz (2008):** Assessoria na venda de 28% da Aracruz para a Votorantim.
- **Brasil Brokers (2008):** Assessoria na aquisição de participação majoritária nas atividades de corretagem da Abyara pela Brasil Brokers.
- **Oi (2008):** Assessoria na aquisição da Brasil Telecom pela Oi.
- **Brasil Telecom (2008):** Assessoria na aquisição da Amazônia Celular pela Brasil Telecom.
- **Bovespa (2008):** Assessoria na fusão entre Bovespa e BM&F.

Operações nos setores de telecom, TI e mídia.

Qualificações do avaliador (cont.)

Qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação

Allan Libman

Head da divisão de *investment banking* no Brasil

- Allan Libman é *managing director* da divisão de *investment banking* do Credit Suisse em São Paulo, Brasil. Em 2010, Allan foi nomeado *head* do IBD no Brasil. Anteriormente, Allan era responsável pelos setores de metais e mineração, papel e celulose, engenharia e construção, materiais de construção, peças automotivas e grandes conglomerados industriais no Brasil.
- Allan ingressou no Credit Suisse First Boston em 2004. Anteriormente, Allan trabalhou no Banco Santander Brasil, onde foi diretor de finanças corporativas na equipe de *investment banking*, e no Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. e no Credit Agricole Indosuez.
- Allan é formado em administração de empresas e possui pós-graduação em administração de empresas pela Fundação Getulio Vargas em São Paulo.
- Allan participou das seguintes operações recentes: aquisição de participação de 33% na Cimpor pela Camargo Corrêa; aquisição do controle da Abyara e da Klabin Segall pela Agra; fusão entre a Satipel e a Duratex; e venda de participação de 63,5% na IronX para a Anglo American.

Qualificações do avaliador (cont.)

Qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação

Luiz Octavio Lopes

Head de fusões e aquisições no Brasil

- Luiz Octavio Lopes ingressou no Credit Suisse em 2009 na equipe de fusões e aquisições no Brasil.
- Antes de ingressar no Credit Suisse, foi sócio do Mattos Filho Advogados, um dos principais escritórios de advocacia do Brasil.
- É formado em direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro, com mestrado pela New York University School of Law.
- Possui mais de 15 anos de experiência em operações envolvendo finanças corporativas, incluindo fusões e aquisições, assessorias estratégicas, ofertas de ações e de títulos de dívida.
- Recentemente, atuou em algumas das mais importantes operações de M&A executadas no Brasil: em 2009, representou a Bunge na venda de sua divisão de fertilizantes para a Vale e na aquisição do Grupo Moema; representou o Grupo Camargo Corrêa na aquisição de 33% da Cimpor; em 2010, atuou na aquisição da MD1 Diagnósticos pela DASA.

Leonardo Cabral

Fusões e aquisições no Brasil

- Leonardo Cabral ingressou no Credit Suisse em 2004 e faz parte da equipe de *investment banking* desde maio de 2005.
- Antes de ingressar no Credit Suisse, trabalhou como consultor na Gradus Management Consultants.
- É formado em engenharia das comunicações pelo Instituto Militar de Engenharia – IME no Rio de Janeiro.
- Já trabalhou em diversas operações de ofertas públicas de ações e de títulos de dívida nos mercados brasileiro e internacional.
- Atualmente, faz parte da equipe de execução de transações de fusões e aquisições e atuou em operações de diferentes setores, dentre as quais se destacam: aquisição da Inco pela Vale em 2006; laudo de avaliação da venda da Ipiranga para a Braskem, Petrobras e Ultrapar em 2007; venda da GVT para a Vivendi em 2010; venda de 22% do capital da MMX para a Wuhan Steel em 2009; venda de 51% da Embraport para Odebrecht/DPW em 2009; venda das unidades de alumínio da Vale para a Norsk Hydro em 2010; e aquisição do Porto Sudeste da LLX pela MMX em 2010.

Qualificações do avaliador (cont.)

Qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação

Paulo Moreira

Investment banking Brasil

- Paulo Moreira ingressou na equipe de *investment banking* do Credit Suisse em 2009.
- Antes de ingressar no Credit Suisse, trabalhou como consultor na McKinsey & Company e participou de projetos em vários setores da economia, tais como automotivo, agrícola, de varejo e financeiro. Antes de ingressar na McKinsey, trabalhou no Banco Santander Brasil na área de estruturação financeira.
- Possui MBA pela Universidade de Nova York (Stern) e é formado em engenharia das comunicações pelo Instituto Militar de Engenharia – IME no Rio de Janeiro.
- Atuou em transações de fusão e aquisição e em operações nos mercados de ações e dívidas executadas no Brasil, tais como: laudo de avaliação da aquisição da Sadia pela Perdigão (2009); venda de 22% do capital da MMX para a Wuhan Steel; ofertas subsequentes da Rossi e Marfrig (2009); e emissões de títulos de dívida pelo Banco Pine, Marfrig e CSN (2010).

Antenor Camargo

Investment banking Brasil

- Antenor Camargo ingressou na equipe de *investment banking* do Credit Suisse em 2010.
- Antes de ingressar no Credit Suisse, trabalhou por três anos no Morgan Stanley e participou de diversas operações de fusões e aquisições e de financiamento.
- É formado em administração de empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo (EAESP) da Fundação Getúlio Vargas (FGV).
- Participou de operações de fusão e aquisição e de ofertas de ações e de títulos de dívida no Brasil, entre as quais: aquisição da ETAU pela Terna (2007); IPO da BM&F (2007); IPO da Le Lis Blanc (2008); venda da Nossa Caixa para o Banco do Brasil (2008); fusão entre o Itaú e o Unibanco (2008); oferta de dívida da CCL Combustíveis e Lubrificantes (2009); empréstimo-ponte para o grupo EBX (2010); IPO da OSX Brasil (2010); e aquisição da SupplierCard pelo Patria Investimentos (2010).

Declarações do avaliador

Conforme disposto na Instrução CVM nº. 361/2002, o CS declara que:

1. Em 14 de dezembro de 2010, o CS, seu acionista controlador e as outras entidades associadas ao CS detinham ou possuíam sob sua gestão 2,561,194 ações ordinárias da Vivo (aproximadamente 0,6% do capital social total da Vivo).
2. Não há nenhum conflito de interesses que possa de alguma forma restringir sua capacidade de alcançar, com independência, as conclusões apresentadas neste Laudo.
3. O custo para a preparação deste Laudo será de EUR 1,1 milhão, a ser pago pela Telefónica.
4. Além do custo de preparação deste Laudo, o CS recebeu US\$ 10,0 milhões nos últimos 12 meses da Telefónica como remuneração pelos serviços de assessoria financeira prestados durante este período.
5. Nos termos do artigo 8 (V) (b) da Instrução CVM nº. 361, o CS declara que, entre os critérios de avaliação apresentados neste documento, a metodologia do fluxo de caixa descontado é, na sua opinião, a mais apropriada para determinar a faixa de preço das ações de emissão da Vivo.
6. O processo interno de aprovação do laudo de avaliação do CS envolve as seguintes etapas:
 - i. Discussão sobre a metodologia e as premissas a serem adotadas no laudo de avaliação com a equipe envolvida na sua preparação.
 - ii. Preparação e revisão deste Laudo pela equipe do *investment banking*.
 - iii. Submissão do Laudo para análise do comitê interno do banco, representado por quatro diretores do CS (entre os quais o diretor de fusões e aquisições, o diretor jurídico e o *head* do departamento envolvido na preparação deste Laudo).
 - iv. Discussão e implementação das exigências aplicáveis solicitadas pelo comitê interno de *investment banking*, caso haja, a fim de obter sua aprovação interna.

3. Visão geral do setor e da Companhia

Visão geral do setor de Telecom no Brasil

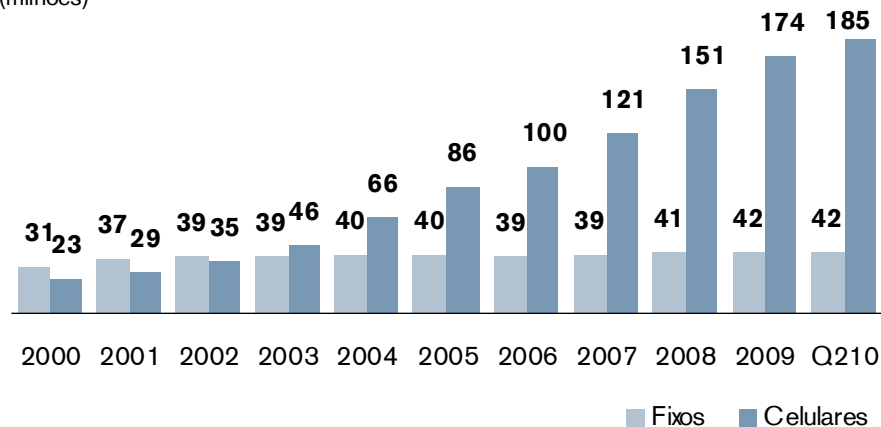
Visão geral do setor

- O setor passou por diversas mudanças nos últimos anos, principalmente devido à entrada de novos participantes, à ampliação dos serviços de telecomunicação no Brasil e à difusão de novas tecnologias.
- Até 1994, as empresas estatais (principalmente a Telebrás) eram responsáveis por todas as operações no setor de telecom.
- Desde a privatização do setor, o mercado brasileiro vem se desenvolvendo de forma significativa:
 - Em 2000, havia 31 milhões de telefones fixos e aproximadamente 23 milhões de telefones celulares no Brasil.
 - Em junho de 2010, o número total de telefones fixos era de 42 milhões, e o número de celulares alcançava 185 milhões, ou quase 100% da população brasileira.

Fonte: ANATEL, Teleco

Número total de assinantes de serviço de telefonia

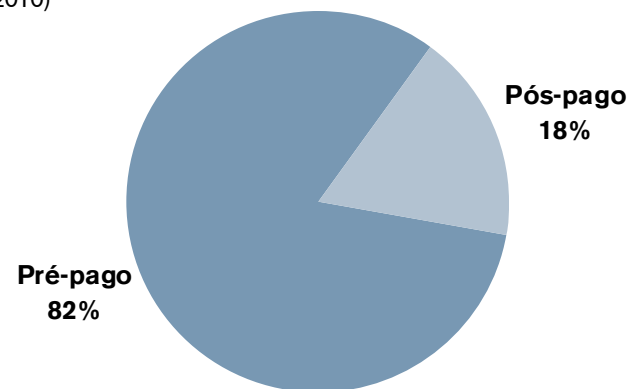
(milhões)



Fonte: ANATEL, Teleco

Telefones celulares por tipo de plano

(Em junho, 2010)

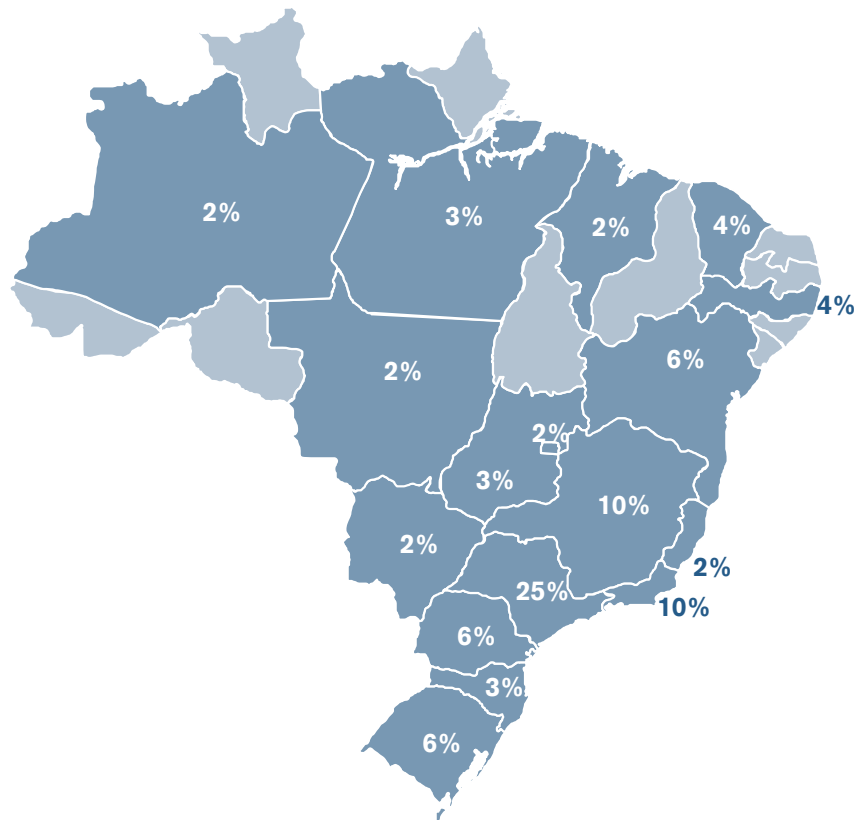


Fonte: ANATEL, Teleco

Visão geral do setor de Telecom no Brasil (cont.)

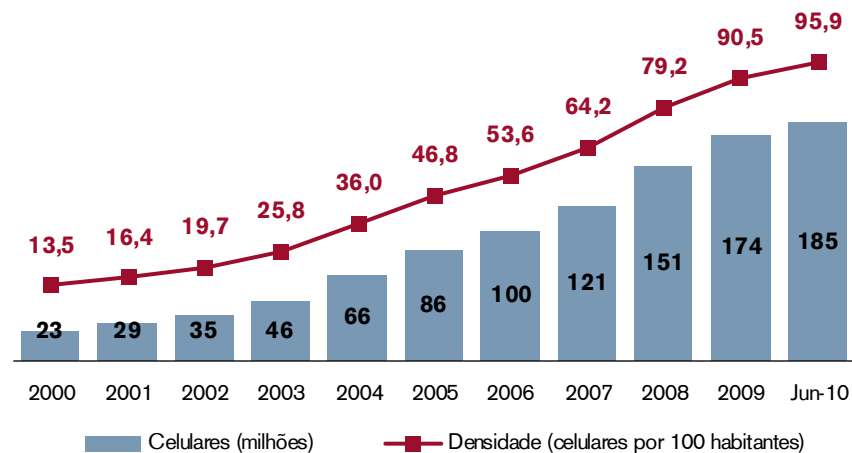
Distribuição de telefones celulares por estado

(Em agosto, 2010)



Fonte: ANATEL, Teleco

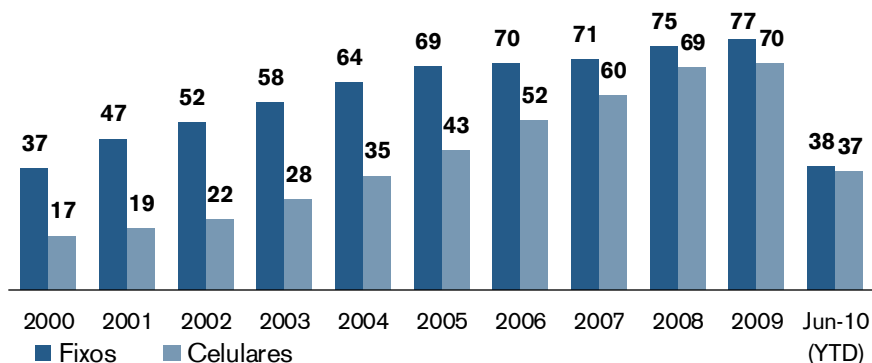
Número de telefones celulares e densidade



Fonte: ANATEL, Telebrasil, Teleco

Receita bruta de serviços de telefonia fixa e móvel

(R\$ bi)



Fonte: ANATEL, Telebrasil, Teleco

Nota: (1) Do início do ano à 30 de Junho de 2010 (em inglês, *year to date* ou YTD).

Vivo – Visão geral

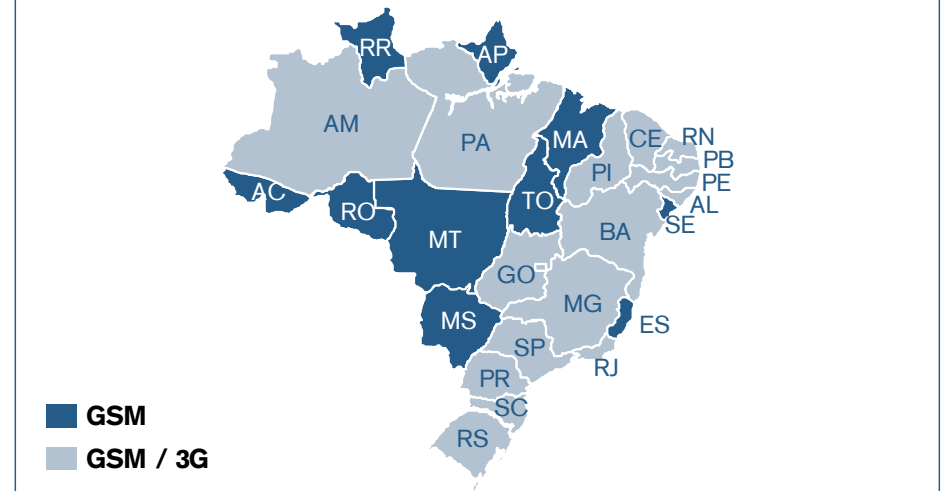
Líder em serviços de telefonia móvel no Brasil

Visão geral da Companhia

- A Vivo presta serviços de telecomunicações móveis e de transmissão de dados e Internet em todo o país.
- Líder no mercado de telefonia celular, a Vivo é a marca da *joint venture* constituída em 2002 entre a Portugal Telecom e Telefonica.
- A Vivo cobre mais de 3.610 municípios e é a maior empresa do setor no país e também o maior grupo de telefonia celular do Hemisfério Sul.
- Seu foco é na fidelização e retenção da base de clientes em um cenário altamente competitivo, por meio de programas de recompensa em que pontos são utilizados na troca de aparelhos.
- Os minutos de uso (MOU), as receitas por usuário (ARPU) e a margem EBITDA da Companhia são os mais altos do mercado.

Fonte: Vivo, artigos publicados na imprensa

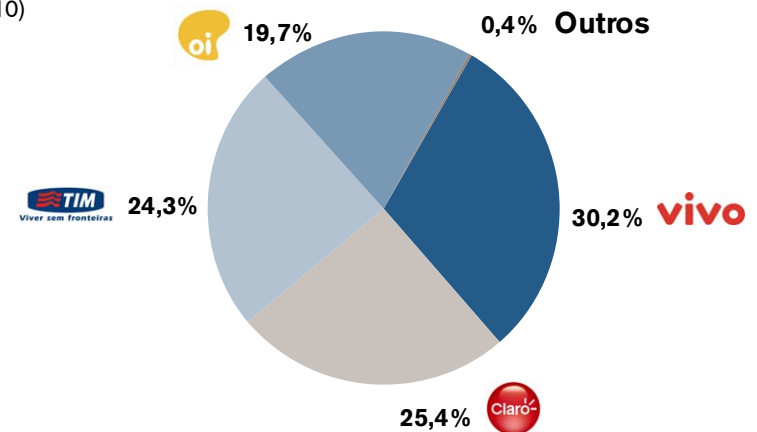
Tecnologia Vivo por estado



Fonte: ANATEL, Teleco

Participação de mercado

(no 2T10)



Fonte: ANATEL, Teleco

Vivo – Visão geral (cont.)

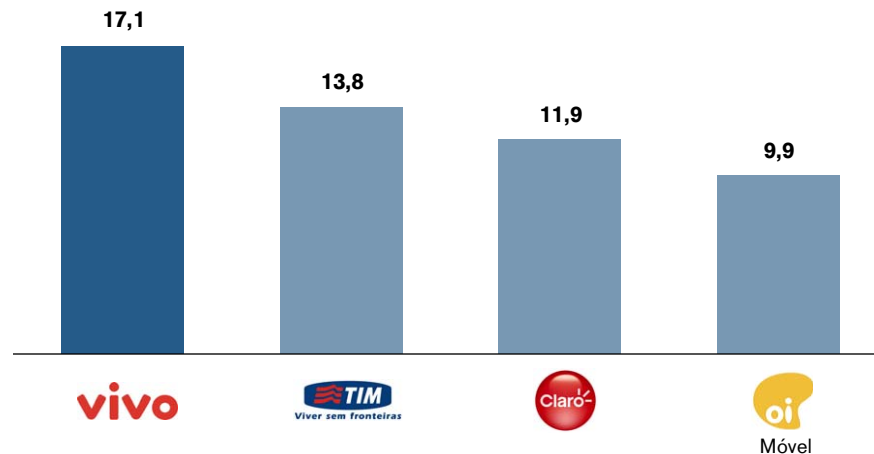
Desempenho financeiro

Visão geral do desempenho financeiro

- ARPU de R\$25,0, o que demonstra que os assinantes Vivo geram mais receitas de voz e dados do que os de outras operadoras: grande volume de recargas e uso de serviços de dados 3G e SMS.
- A maior margem de EBITDA entre os concorrentes: maior receita de serviços, aliada ao controle de custos e foco na melhoria dos processos operacionais.

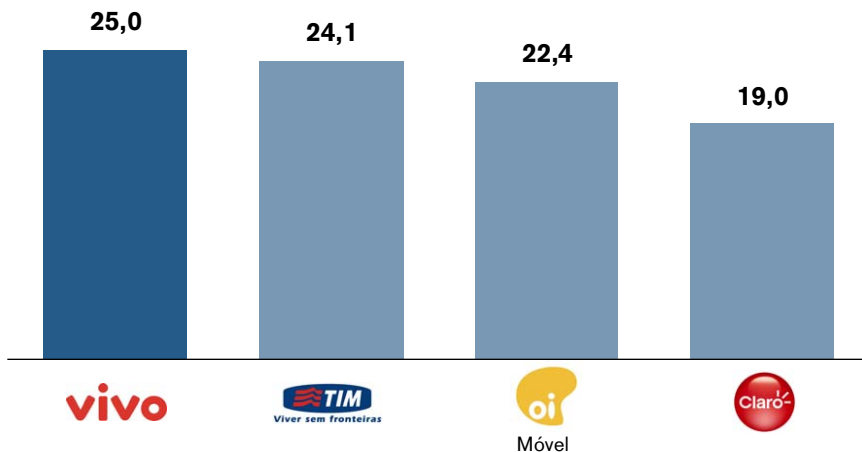
Receita Líquida (R\$ bi)

(últimos 12 meses até o 2T10)



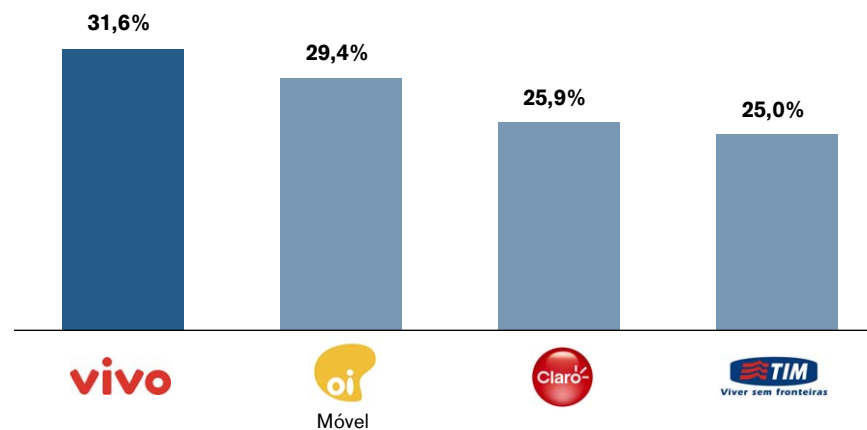
ARPU⁽¹⁾ (R\$ /mês)

(no 2T10)



Margem de EBITDA (%)

(últimos 12 meses até o 2T10)



Demonstrativos financeiros históricos

Balanço patrimonial (1),(2),(3)

(R\$ milhões)

	Períodos findos em:			
	31-Dez-07	31-Dez-08	31-Dez-09	30-Jun-10
Ativos Consolidados				
Caixa e equivalentes ⁽⁴⁾	2.992	2.904	1.501	1.409
Contas a receber	2.412	2.579	2.547	2.546
Estoque	412	779	424	398
Ativos diferidos de CP	1.920	2.359	1.186	1.299
Outros ativos de CP	360	574	333	662
Impostos a recuperar	2.696	2.732	3.670	3.462
Depósitos judiciais (CP e LP)	101	100	810	1.076
Outros recebíveis de LP	101	93	26	28
Investimentos	668	0	0	0
Imobilizado e Intangível	8.847	11.623	10.631	9.737
Ativos Diferidos de LP	59	55	0	0
Total de Ativos	20.566	23.797	21.128	20.617
Passivos Consolidados				
Fornecedores	3.453	3.726	3.054	2.854
Outros passivos de CP	1.711	1.882	2.090	2.196
Dividendos a pagar	82	546	322	441
Dívida (CP e LP)	5.081	8.207	5.287	4.728
Outros passivos de LP	545	580	1.116	1.324
Participação minoritária	178	588	0	0
Patrimônio líquido	9.518	8.268	9.259	9.075
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	20.566	23.797	21.128	20.617

Fonte: *Press releases* da Companhia

Demonstrativos financeiros históricos

Demonstração de resultado (1),(2),(3)

(R\$ milhões)

	Períodos findos em:			Semestre findo em:	
	31-Dez-07	31-Dez-08	31-Dez-09	30-Jun-09	30-Jun-10
Receita Líquida	13.854	15.819	16.363	8.047	8.635
Receita Líquida de Serviços	12.350	14.170	15.006	7.442	8.059
Franquia e Utilização	5.714	6.494	6.769	3.457	3.509
Uso de Rede	5.504	6.040	6.053	2.981	2.996
Dados e SVAs	1.042	1.439	2.035	920	1.489
Outros serviços	90	197	149	84	66
Receita de aparelhos	1.504	1.649	1.358	605	576
Custos Operacionais	(10.307)	(10.952)	(11.145)	(5.606)	(6.018)
Interconexão	(1.828)	(2.209)	(2.313)	(1.106)	(1.323)
Meios de conexão	(275)	(268)	(313)	(157)	(169)
Fistel e outras taxas e contribuições	(554)	(671)	(860)	(446)	(570)
Custo de aparelhos	(2.236)	(2.473)	(2.011)	(1.061)	(827)
Despesas comerciais	(2.610)	(2.988)	(3.191)	(1.517)	(1.721)
Provisão para devedores duvidosos	(391)	(312)	(213)	(143)	(79)
Despesas gerais e administrativas	(2.305)	(2.274)	(2.509)	(1.208)	(1.391)
Outras receitas / (despesas) operacionais	(107)	243	266	30	60
EBITDA	3.546	4.868	5.218	2.441	2.616
% Margem EBITDA	25,6%	30,8%	31,9%	30,3%	30,3%
Depreciação e Amortização	(2.704)	(3.031)	(3.258)	(1.606)	(1.712)
Resultado Operacional	843	1.837	1.961	834	905
Lucro Líquido	(100)	390	858	315	428

Fonte: *Press releases* da Companhia

Notas: (1) As contas da demonstração de resultado em 30-jun-10 e 31-dez-09 refletem a adoção do CPC 43, exigida pela CVM após 2009.
 (2) As contas da demonstração de resultado foram consolidadas para fins de simplificação e não refletem, necessariamente, a mesma quebra apresentada à CVM.
 (3) O balanço de 31-Dez-07 reflete uma combinação não-auditada da Telemig Consolidada como reportada pela Vivo.

4. Metodologia de avaliação

Metodologia de avaliação

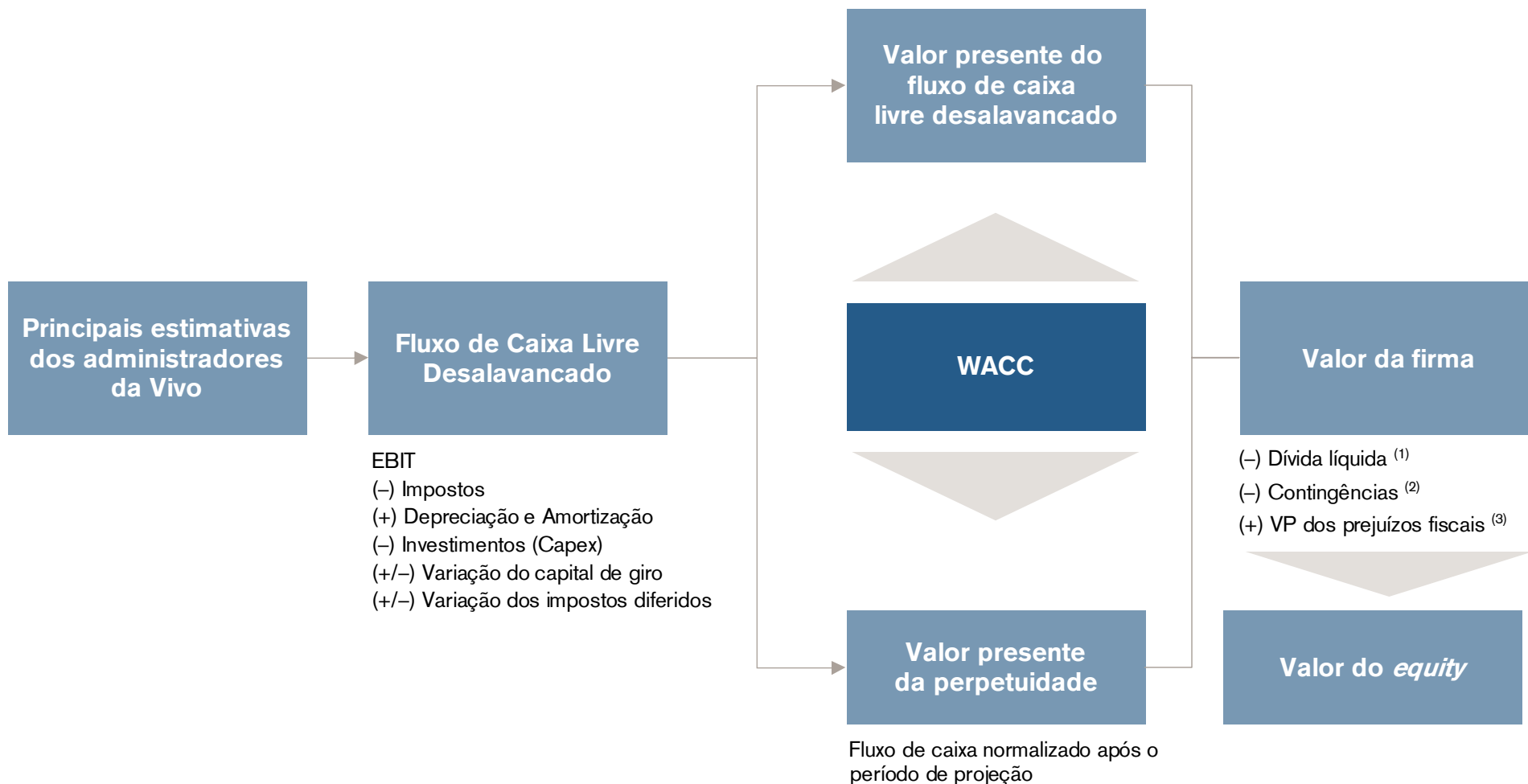
O Credit Suisse avaliou a Vivo pelas seguintes metodologias: (i) fluxo de caixa descontado; (ii) valor patrimonial por ação; e (iii) preço médio das ações ponderado pelo volume negociado na BM&F BOVESPA.

- A avaliação considerou as operações da Vivo individualmente, de forma que nenhuma sinergia potencial foi considerada.
- A análise do FCD teve como base (i) as demonstrações financeiras consolidadas e não consolidadas da Vivo, auditadas pela Ernst & Young, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2007, 2008 e 2009, assim como as demonstrações financeiras consolidadas intermediárias para os períodos de seis meses findos em 30 de junho de 2009 e em 30 de junho de 2010 (ambas objeto de revisão especial pela Ernst & Young); (ii) relatórios de resultados consolidados (*press releases*) e *fact sheets* divulgados pela Vivo com relação aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2007, 2008, e 2009 e para os períodos de seis meses findos em 30 de junho de 2009 e em 30 de junho de 2010; (iii) projeções financeiras e operacionais da Vivo para os próximos dez anos discutidas com os administradores da Vivo; (iv) discussões com a administração da Vivo sobre os negócios e perspectivas da Vivo; e (v) outras informações de conhecimento público, estudos financeiros, análises, pesquisas e critérios financeiros, econômicos e de mercado que consideramos relevantes.
- O valor da firma da Vivo, de acordo com o método do FCD, foi calculado como a soma dos seguintes fatores:
 - Valor presente dos fluxos de caixa livres para a firma em 30 de junho de 2010, projetado para um período de dez anos a valores nominais em R\$, convertido em valores nominais em US\$ pela taxa de câmbio média projetada para cada ano, descontado ao custo médio ponderado de capital (WACC) em valores nominais em US\$.
 - Valor presente da perpetuidade em 30 de junho de 2010, descontado à mesma taxa utilizada para os fluxos de caixa livres no período de dez anos. Foi utilizada uma taxa de crescimento terminal após o período de projeção de dez anos.
- O WACC utilizado foi de 11,3% em valores nominais em US\$ (ponto médio da faixa de sensibilidade do FCD) e taxa de crescimento na perpetuidade de 2,0% em valores nominais em US\$.
- O valor do *equity* da Vivo foi calculado: (i) subtraindo do valor da firma da Vivo sua dívida líquida, ajustada pelos dividendos e contingências ⁽¹⁾; e (ii) incluindo o valor presente dos prejuízos fiscais carregados pela Vivo.
- As estimativas macroeconômicas utilizadas (taxas de câmbio, inflação e taxa básica de juros) tiveram como base (i) as projeções de mercado do Relatório Focus publicado pelo Banco Central do Brasil em 1º de outubro de 2010 e (ii) as projeções do Global Insight em 14 de Outubro de 2010.

Notas: (1) Provisão para contingências incluindo impostos a pagar e deduzindo depósitos judiciais.

Metodologia de avaliação (cont.)

Visão geral da metodologia de FCD



(1) Dívida líquida em 30 de junho de 2010, ajustada por dividendos a serem distribuídos em outubro de 2010.

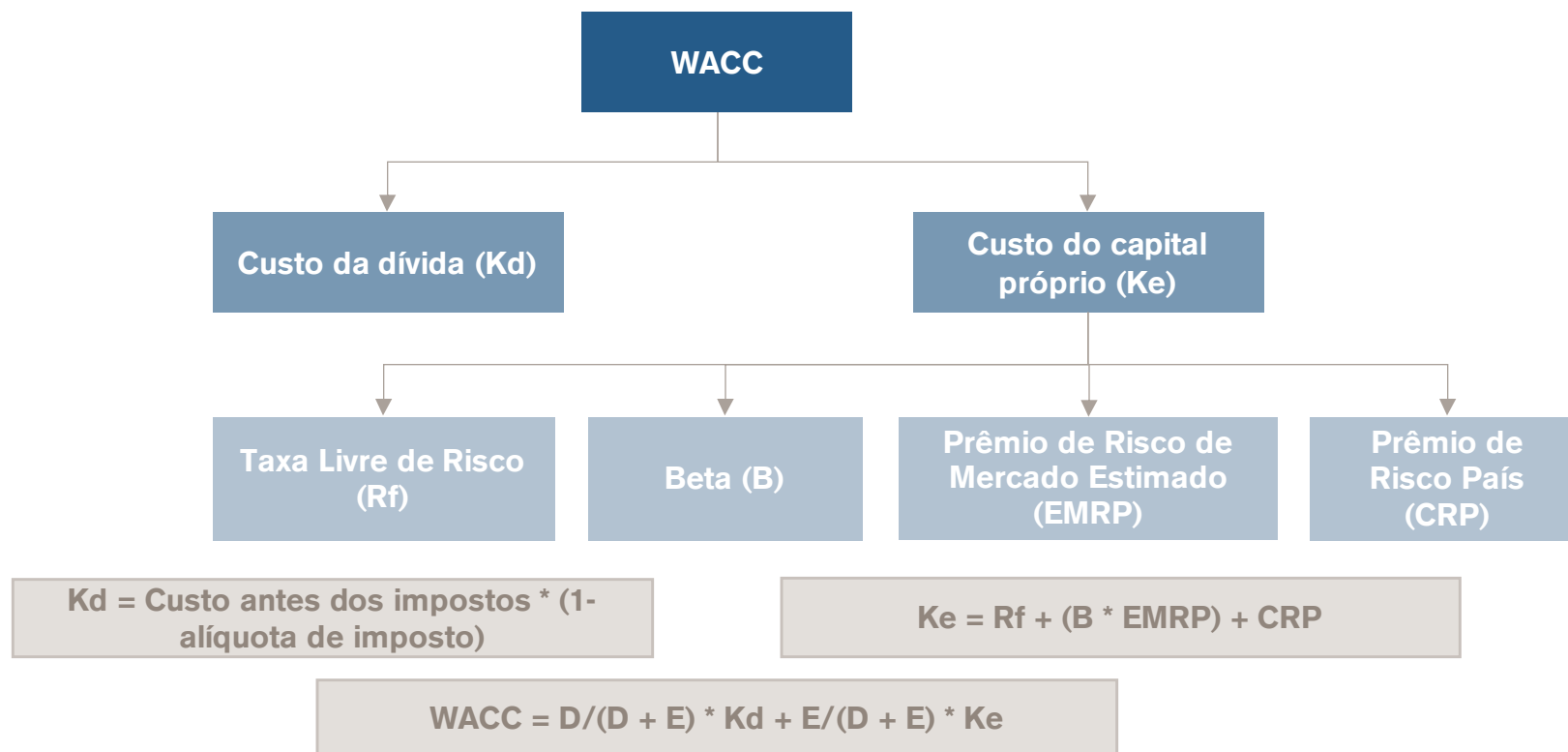
(2) Contingências em 30 de junho de 2010, incluindo impostos a pagar e deduzindo depósitos judiciais.

(3) Em 30 de junho de 2010.

Metodologia de avaliação (cont.)

Cálculo do WACC

- O WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) foi calculado pela combinação entre o custo do capital próprio (Ke) e o custo de dívida depois dos impostos (Kd) da Vivo, considerando sua estrutura de capital desejada.
 - O Ke foi estimado com base no Modelo de Precificação de Ativos (CAPM) ajustado ao risco país do Brasil.
 - O Kd foi estimado com base no custo atual da dívida da Vivo e em discussões com os administradores da Vivo.



5. Avaliação das ações da Vivo

5. Avaliação das ações da Vivo

A. Fluxo de Caixa Descontado

Visão geral das principais premissas

Ver páginas 46 a 50 para informações importantes sobre todas as projeções financeiras apresentadas neste Relatório

Premissas de assinantes

- Considerou-se que o crescimento do número líquido de assinantes estaria em trajetória decrescente daqui em diante (de um crescimento de 10,4% em 2010E para 2,9% em 2014E), uma vez que a penetração de celulares na população brasileira já está próxima de 100%, e é esperado que a concorrência aumente.
- As taxas de *churn*, que eram de 31% a.a. em 2009, devem cair para 25% a.a. em 2019E, uma vez que o efeito da portabilidade já está em fase de amadurecimento e a concentração de pós-pagos deve ser impulsionada por políticas voltadas à fidelização da base de clientes.

Minutos de Uso (MOU)

- O número médio de minutos por assinante (MOU) deve aumentar do nível de 92 minutos/mês em 2009 para 115 em 2014, principalmente em virtude de campanhas de incentivo de tráfego, como “Recarregue e Ganhe”. A partir de 2014, o MOU estimado deve permanecer estável em 115, quando o tráfego atingir os resultados esperados pela Vivo.

Premissas de receita

- As premissas de receita foram divididas em 3 categorias principais:
 - A taxa de assinatura de voz por assinante apresentará queda até 2014E, com o aumento da penetração dos serviços móveis nos segmentos de baixa renda. Após 2014E, a taxa de assinatura de voz permanece estável.
 - As taxas de interconexão sobre voz entrante devem diminuir, conforme já anunciado pela Anatel (considerou-se declínio de 10% a.a. entre 2011 e 2015, e estabilidade após 2016).
 - O ARPU de SMS, Dados e outros SVAs apresentará crescimento substancial devido ao forte espaço para aumento de penetração de internet na população brasileira, potencializado pela oferta de novos produtos e vendas de *smart phones*.

Estimativas de custo

- As estimativas de custo foram divididas em 3 categorias principais:
 - As taxas de interconexão sobre voz saínte devem diminuir, conforme já anunciado pela Anatel (considerou-se declínio médio de 10% a.a. até 2015 e estabilidade após 2016).
 - Os encargos de meio de conexão, ou encargos pagos pela Vivo ao utilizar uma rede de terceiros, foram considerados estáveis em 0,6% do tráfego total ao longo do período de projeção.
 - Os impostos da Anatel, compostos por (i) FUST/FUNTEL (1,5% da receita líquida de serviços); (ii) FISTEL TSI (26,83 x aumento do número de assinantes no fim do período); e (iii) FISTEL TSF (13,42 x número de assinantes no início do período).

Estimativas de despesas de vendas, gerais e administrativas

- As estimativas de despesas de vendas, gerais e administrativas (SG&A) foram divididas em 3 categorias:
 - Considerou-se que as despesas de vendas irão cair do nível de 19,5% da receita líquida em 2009 para cerca de 19,3% em 2014E e permanecer estáveis ao longo do período de projeção.
 - Considerou-se que as despesas gerais e administrativas irão cair do nível de 15,3% da receita líquida em 2009 para cerca de 14,3% em 2014E e permanecer estáveis ao longo do período de projeção.
 - Considerou-se que as provisões para devedores duvidosos irão cair do nível de 1,3% da receita líquida em 2009 para cerca de 1,2% em 2014E e permanecer estáveis ao longo do período de projeção.

Visão geral das principais premissas (cont.)

Ver páginas 46 a 50 para informações importantes sobre todas as projeções financeiras apresentadas neste Relatório

Capital de giro	<ul style="list-style-type: none">Capital de giro baseado em necessidades de giro históricas por segmento.
Investimentos	<ul style="list-style-type: none">As estimativas de investimentos foram divididas em 2 categorias:<ul style="list-style-type: none">Manutenção: considerou-se aprox. 13% da receita líquida ao longo do período de projeção.Expansão: considerou-se o valor de R\$65 por adição líquida ao longo do período de projeção.
Depreciação e amortização	<ul style="list-style-type: none">Calculada com base na taxa média de depreciação e amortização e em discussões com os administradores da Vivo (aprox. 10% a.a.)
Custo da dívida	<ul style="list-style-type: none">Custo da dívida antes dos impostos com base no custo efetivo da dívida da companhia no primeiro semestre de 2010 e em discussões com os administradores da Vivo.
Imposto de renda e contribuição social	<ul style="list-style-type: none">O imposto de renda e contribuição social foram calculados utilizando a alíquota marginal de 34%.Considera utilização de prejuízos fiscais até o limite de 30% da base fiscal de cada período, descontados ao mesmo custo de capital próprio (ponto médio da faixa de sensibilidade do FCD).
Valor terminal	<ul style="list-style-type: none">Modelo de crescimento na perpetuidade⁽¹⁾, atingindo valor terminal após 2019.Considera taxa de crescimento terminal de 2,0% em valores nominais em US\$ na perpetuidade.
Taxa de desconto	<ul style="list-style-type: none">Taxa de desconto calculada com base em: (i) beta desalavancado de companhias comparáveis no setor de telefonia móvel na América Latina; (ii) estrutura-alvo de dívida / capitalização de 25% (ponto médio da faixa de sensibilidade do FCD); e (iii) taxa livre de risco, prêmio de risco país e prêmio de risco de mercado.
Data de referência	<ul style="list-style-type: none">Os fluxos de caixa livres da companhia foram descontados até 30 de junho de 2010, considerando os 6 meses seguintes de 2010 e os anos de 2011 a 2019, incluindo o valor terminal.
Concessão	<ul style="list-style-type: none">Assume que a Vivo renova suas concessões de telefonia móvel ao longo do período de projeção.

(1) Estimado com base no fluxo de caixa livre de 2019 e incrementado pelo crescimento estimado de longo prazo, utilizando o modelo de Crescimento Terminal conforme abaixo:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{FCF}(n) \times (1 + g)}{(\text{WACC} - g)}$$

Onde: "FCF(n)" significa o fluxo de caixa livre do último ano projetado; "g" significa a taxa de crescimento de longo prazo após o último ano projetado; e "WACC" significa o custo médio ponderado de capital considerando a estrutura de capital desejada

Estimativas macroeconômicas

As estimativas macroeconômicas abaixo baseiam-se no relatório Focus do Banco Central (1º de outubro de 2010)

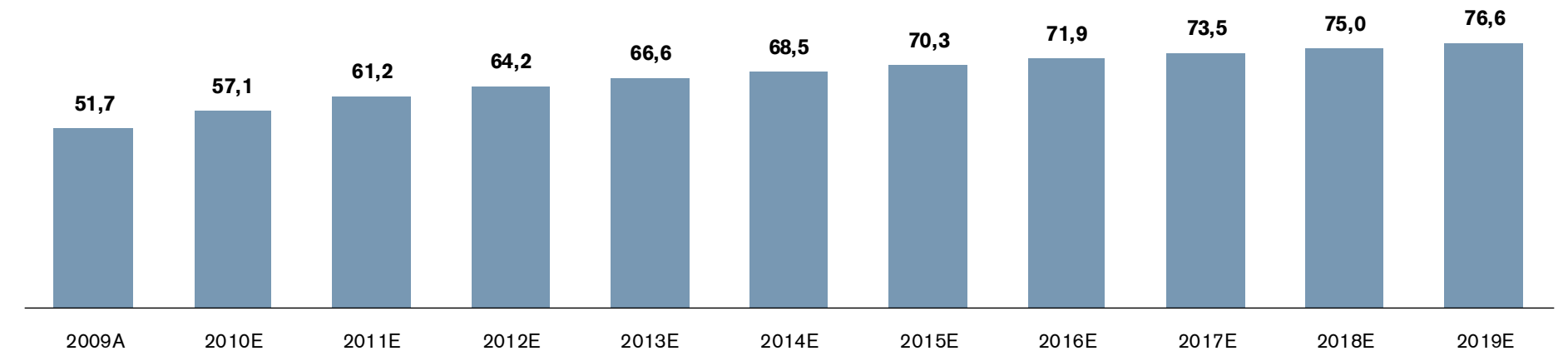
Premissas Macroeconômicas	Unidade	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Taxa de câmbio - EOP	R\$/US\$	1,75	1,75	1,81	1,87	1,91	1,95	1,99	2,02	2,06	2,10	2,13
Taxa de câmbio - Média	R\$/US\$	2,03	1,77	1,79	1,86	1,90	1,94	1,97	2,00	2,04	2,08	2,12
Inflação Brasil - IGPM	% p.a.	(1,7%)	9,5%	5,3%	4,7%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Inflação Brasil - IPCA	% p.a.	4,3%	5,1%	5,0%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Selic - Média	% p.a.	8,75%	10,75%	11,63%	10,71%	10,17%	9,85%	9,85%	9,85%	9,85%	9,85%	9,85%

Considerando que o relatório Focus contém estimativas até 2014, a partir de 2015 as projeções para inflação e taxa básica de juros acima foram mantidas aos níveis de 2014. As taxas de câmbio foram ajustadas para refletir a manutenção do poder aquisitivo entre as moedas dos EUA e do Brasil após 2015.

Projeções operacionais

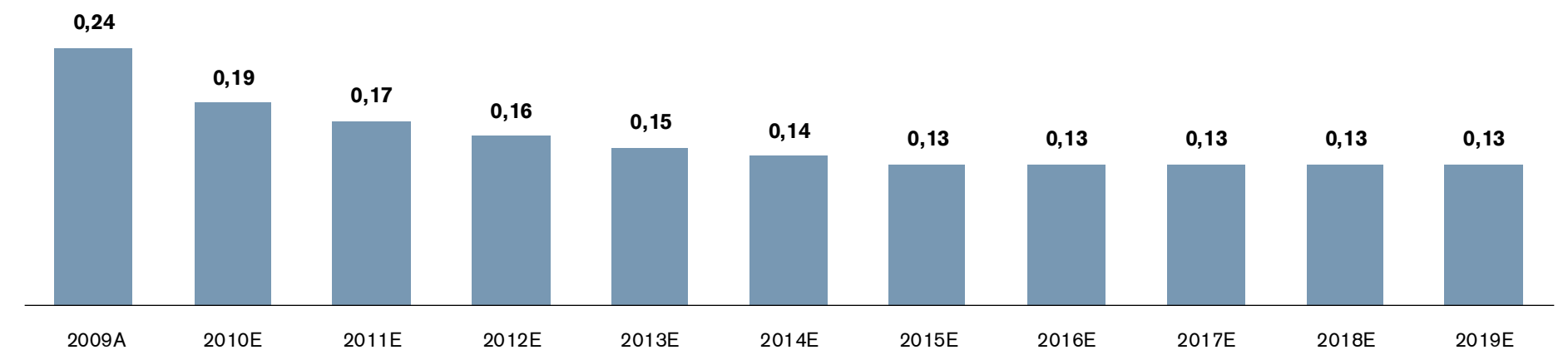
Assinantes da Vivo, fim do período

(Em milhões)



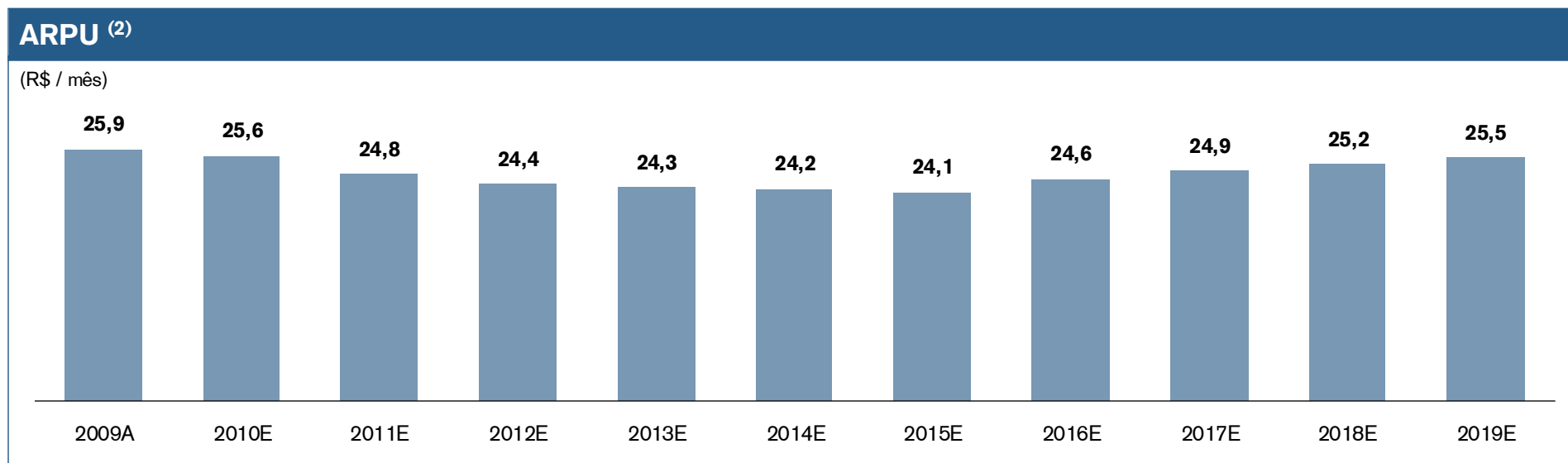
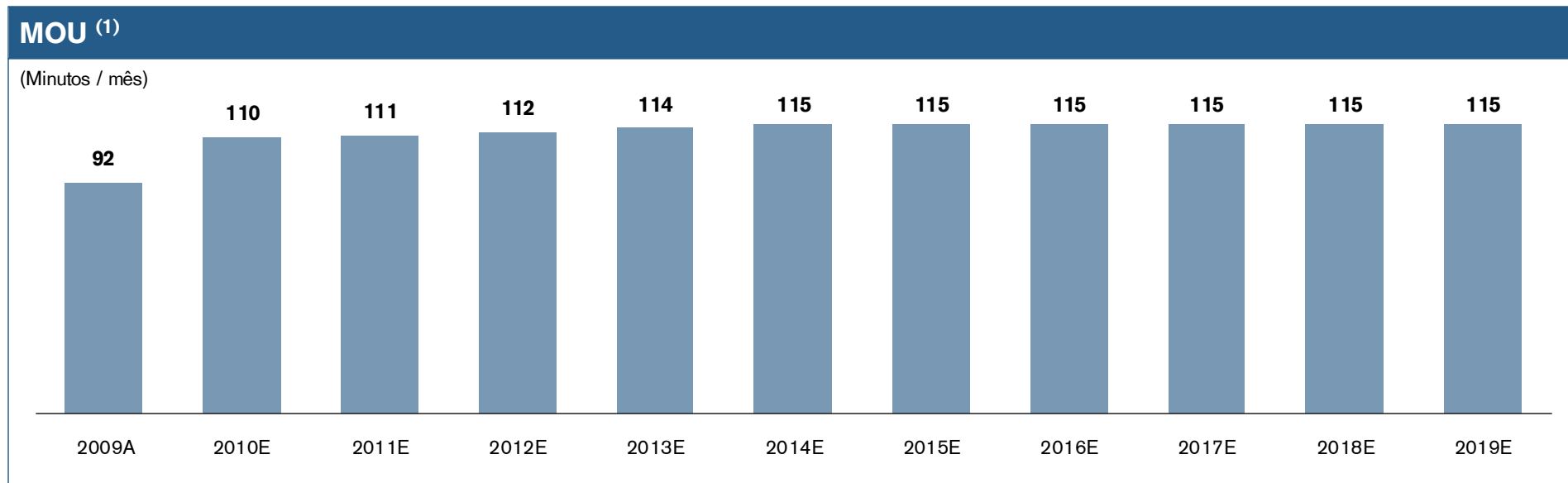
ARPM (1)

(R\$ / minuto)



(1) ARPM (receita média por minuto). Calculada como receita de voz / tráfego total no período.

Projeções operacionais (cont.)



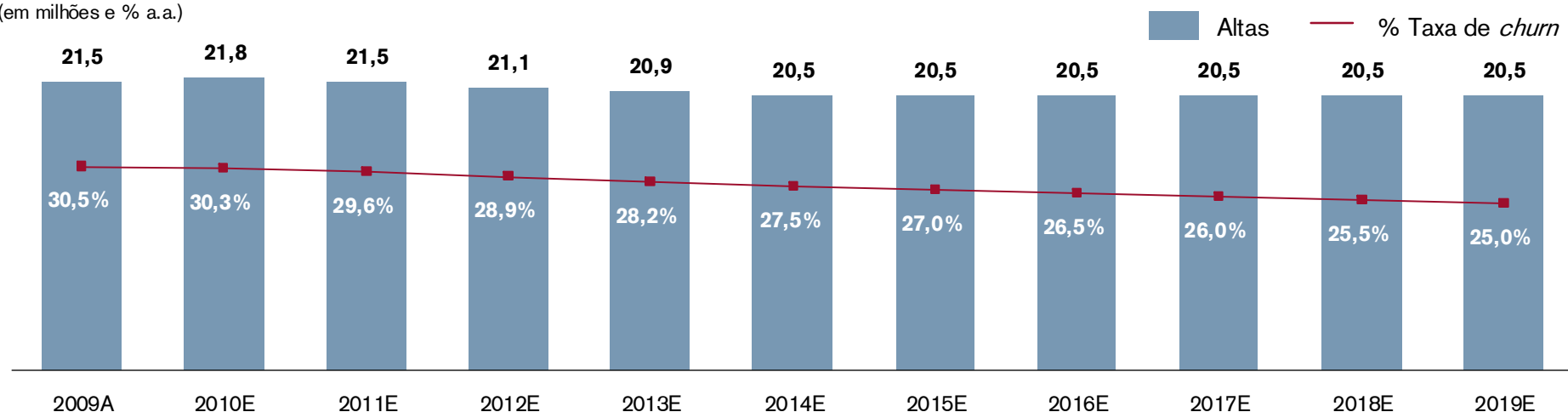
(1) MOU (minutos de uso) ou tráfego por cliente. Calculados como tráfego total / média de assinantes no período.

(2) ARPU (receita média por usuário). Calculada como receita líquida de serviços / média de assinantes no período.

Projeções operacionais (cont.)

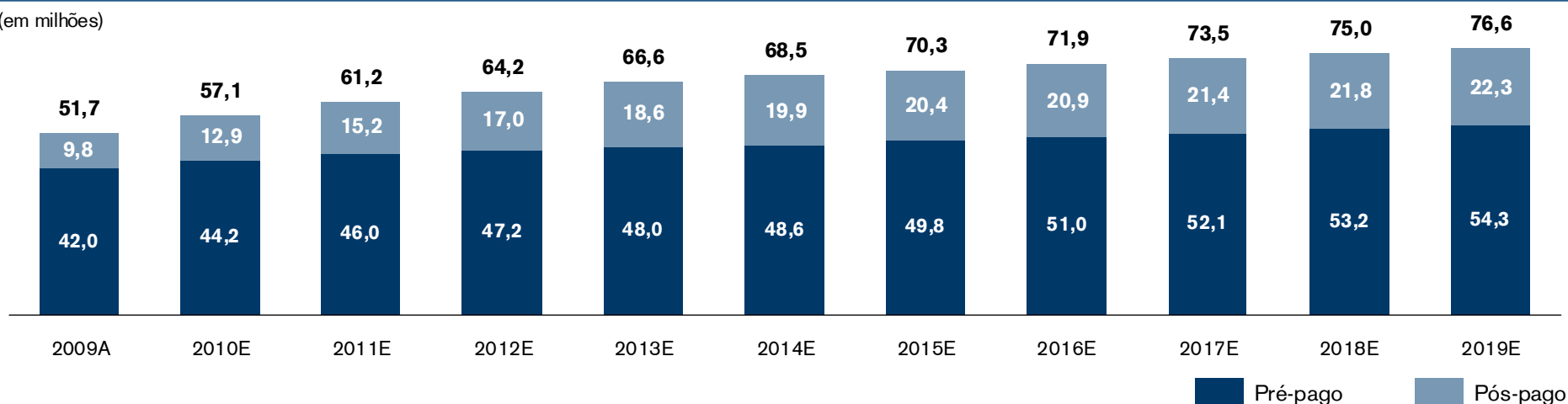
Altas ⁽¹⁾ e taxa de *churn* ⁽²⁾

(em milhões e % a.a.)



Assinantes, fim do período

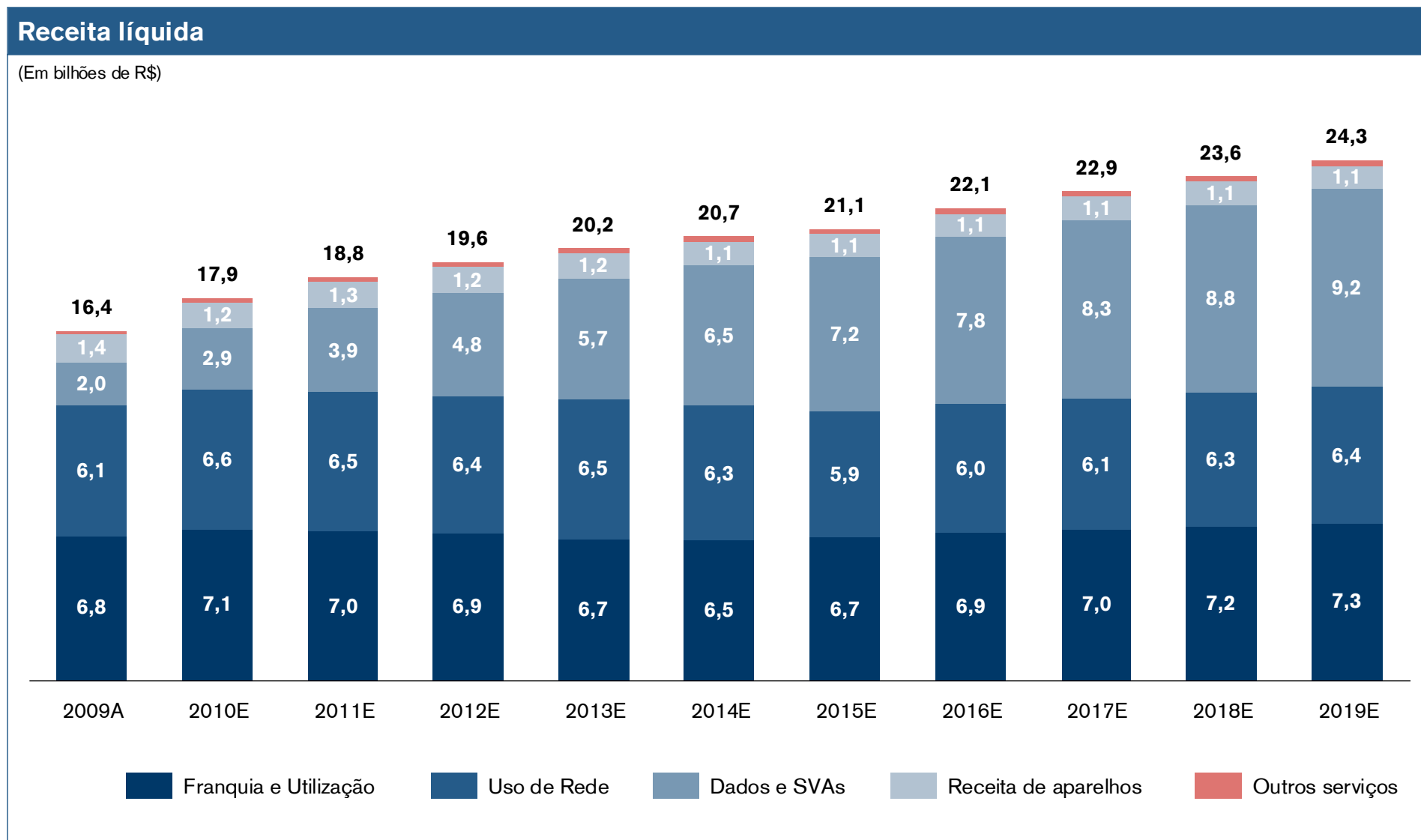
(em milhões)



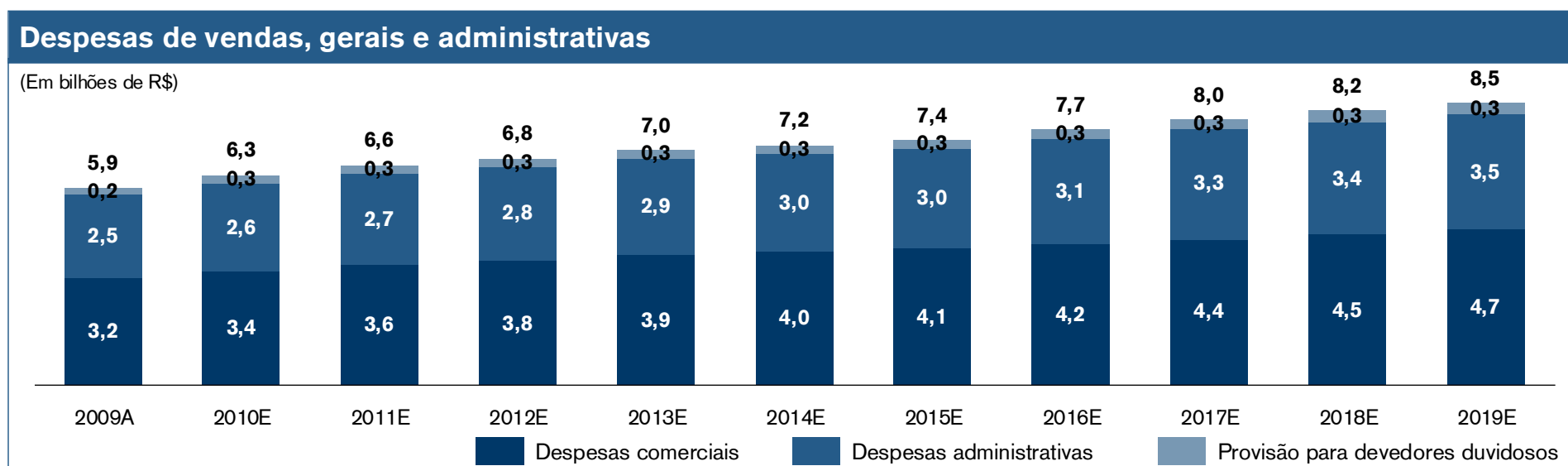
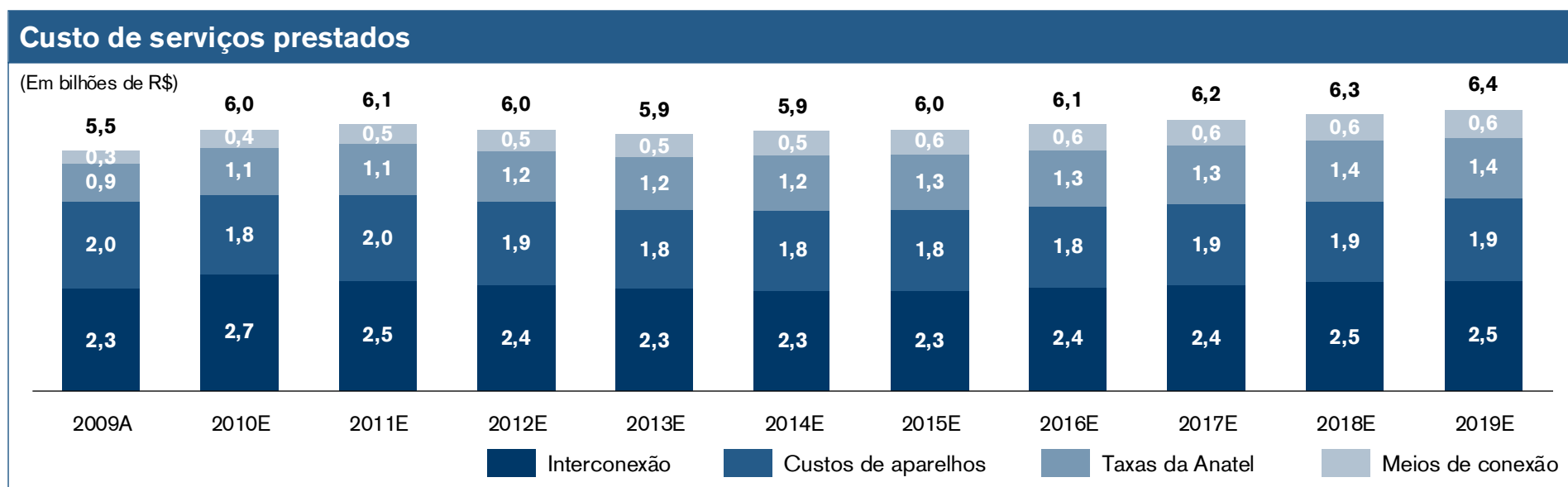
(1) Altas ou total de assinantes adquiridos no período.

(2) Taxa de cancelamentos ou porcentagem de desconexões da base de assinantes durante o período. Calculada como o número de assinantes desconectados / média de assinantes no período.

Projeções financeiras



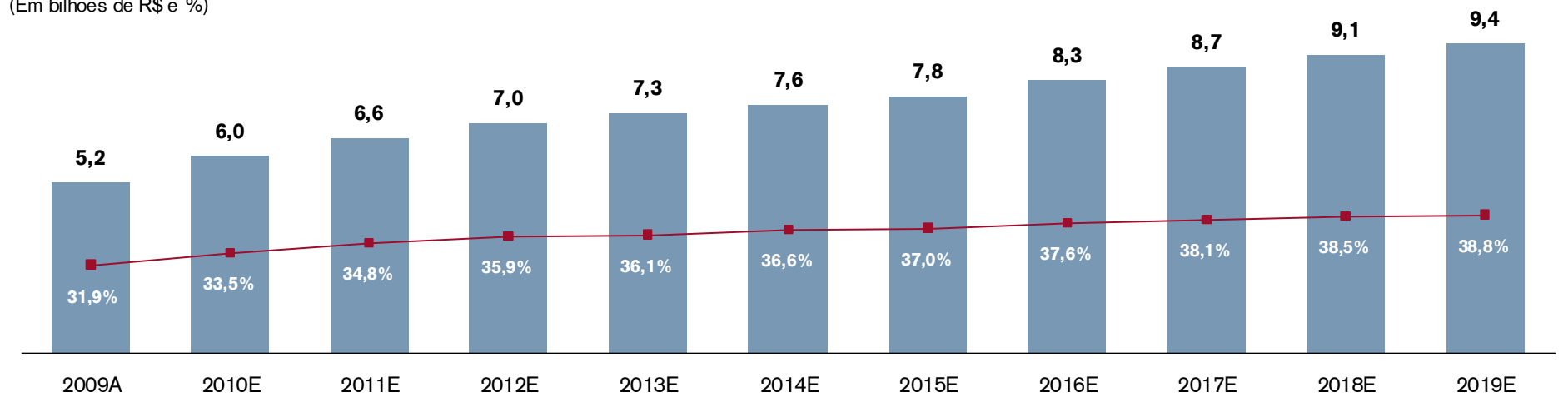
Projeções financeiras (cont.)



Projeções financeiras (cont.)

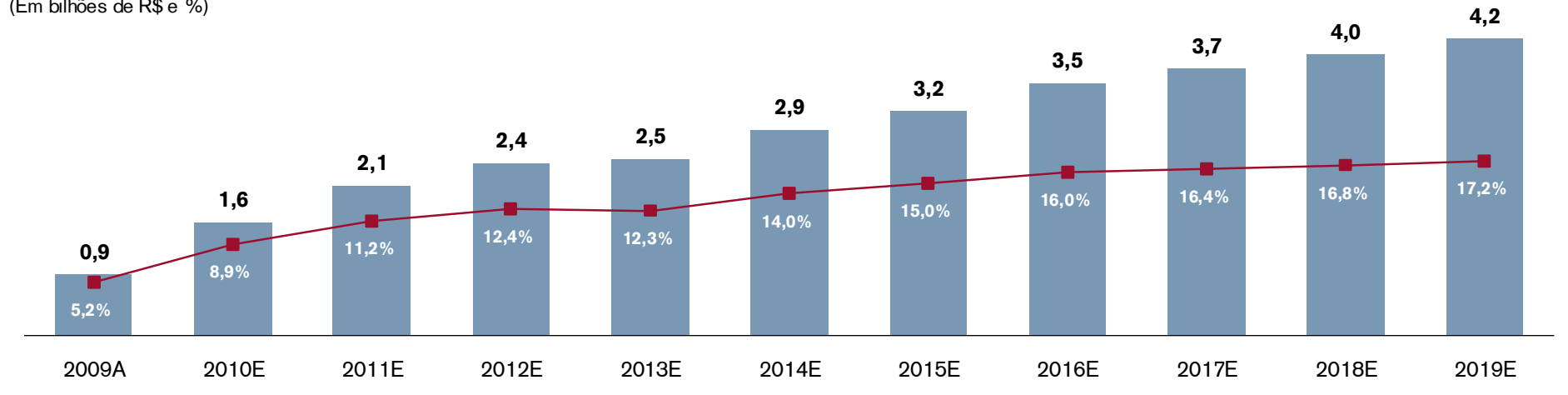
EBITDA e margem de EBITDA

(Em bilhões de R\$ e %)



Lucro líquido e margem líquida

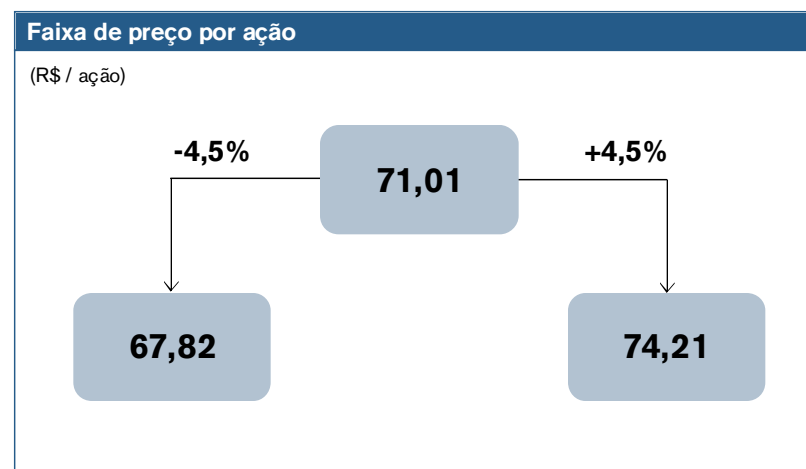
(Em bilhões de R\$ e %)



Análise do fluxo de caixa descontado

Fluxo de Caixa	Unidade	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Perpetuidade
EBIT	R\$MM	2.655	3.353	3.713	3.693	4.211	4.552	5.090	5.473	5.758	6.077	6.077
(-) Impostos	R\$MM	(903)	(1.140)	(1.262)	(1.256)	(1.432)	(1.548)	(1.731)	(1.861)	(1.958)	(2.066)	(2.066)
(=) NOPAT	R\$MM	1.753	2.213	2.451	2.437	2.779	3.004	3.359	3.612	3.800	4.011	4.011
(+) Depreciação e Amortização	R\$MM	3.337	3.203	3.309	3.612	3.379	3.257	3.218	3.240	3.315	3.364	3.364
(-) Capex	R\$MM	(2.551)	(2.450)	(2.599)	(2.646)	(2.672)	(2.966)	(3.085)	(3.189)	(3.284)	(3.382)	(3.364)
(+/-) Variação no Capital de Giro	R\$MM	7	(107)	(181)	(130)	(23)	(93)	(74)	(50)	(42)	(44)	(44)
(+/-) Variação nos Impostos Diferidos (LP)	R\$MM	150	125	111	86	86	33	-	-	-	-	-
(=) Fluxo de Caixa para a Firma	R\$MM	2.695	2.984	3.091	3.359	3.550	3.235	3.418	3.613	3.790	3.949	3.967
Fluxos de Caixa a serem Descontados ⁽¹⁾	R\$MM	1.477	2.984	3.091	3.359	3.550	3.235	3.418	3.613	3.790	3.949	3.967
(/) Câmbio médio	R\$/US\$	1,72	1,79	1,86	1,90	1,94	1,97	2,00	2,04	2,08	2,12	2,12
(=) Fluxo de Caixa para a Firma (US\$)	US\$MM	859	1.667	1.662	1.768	1.830	1.644	1.706	1.771	1.824	1.867	-
Perpetuidade ⁽²⁾	US\$MM											20.622
Fluxo de Caixa para o Acionista - Prej. Fiscais (US\$)	US\$MM	134	177	197	64	-	-	-	-	-	-	-
VP dos FCPF (em 30 de Junho, 2010) ⁽³⁾	US\$MM	815	1.420	1.272	1.216	1.131	914	852	795	736	677	-
VP do Valor Terminal (em 30 de Junho, 2010) ⁽³⁾	US\$MM											7.473
VP dos FCPA - Prej. Fiscais (em 30 de Junho, 2010) ⁽⁶⁾	US\$MM	126	147	143	41	-	-	-	-	-	-	-

Cálculo do preço por ação	Unidade	
Valor presente dos fluxos de caixa livres (US\$)	US\$MM	9.827
(+) Valor presente da perpetuidade (US\$)	US\$MM	7.473
(=) Valor da firma (US\$)	US\$MM	17.299
(x) Taxa de câmbio em 30 de Junho, 2010	R\$/US\$	1,8015
(=) Valor da Firma (R\$)	R\$MM	31.165
(-) Dívida líquida ⁽⁴⁾	R\$MM	(3.319)
(-) Dividendos a pagar ⁽⁴⁾	R\$MM	(441)
(+/-) Contingências líquidas ⁽⁵⁾	R\$MM	148
(+) VP dos prejuízos fiscais ⁽⁶⁾	R\$MM	823
(=) Valor do Equity (100%)	R\$MM	28.376
(/) Ações em circulação ⁽⁷⁾	mm	399,6
(=) Preço por ação	R\$/share	71,01



(1) O fluxo de caixa de 2010E a ser descontado inclui apenas o fluxo de caixa livre estimado do 2S10E (considera que R\$ 1.219 milhões de fluxo de caixa livre tenha sido gerado nos primeiros seis meses de 2010).

(2) Considera crescimento de 2,0% em valores nominais em US\$ na perpetuidade.

(3) Considera WACC de 11,9% em valores nominais em US\$ (ponto médio da faixa de sensibilidade do FCD).

(4) Em 30 de junho de 2010.

(5) Em 30 de junho de 2010. Provisão para contingências incluindo impostos a pagar e deduzindo depósitos judiciais.

(6) Em 30 de junho de 2010. Considera utilização de prejuízos fiscais até 30% da base fiscal de cada período, descontada ao mesmo custo de capital próprio (ponto médio da faixa de sensibilidade do FCD). O VP dos prejuízos fiscais corresponde à soma dos fluxos em US\$ trazidos a R\$ pela taxa de câmbio de 30 de Junho de 2010 (1,8015).

(7) Considera ONs e PNs em circulação (ex-tesouraria). Para os fins deste Relatório, o CS não fez distinção entre o valor econômico das ações ordinárias e das ações preferenciais emitidas pela Vivo.

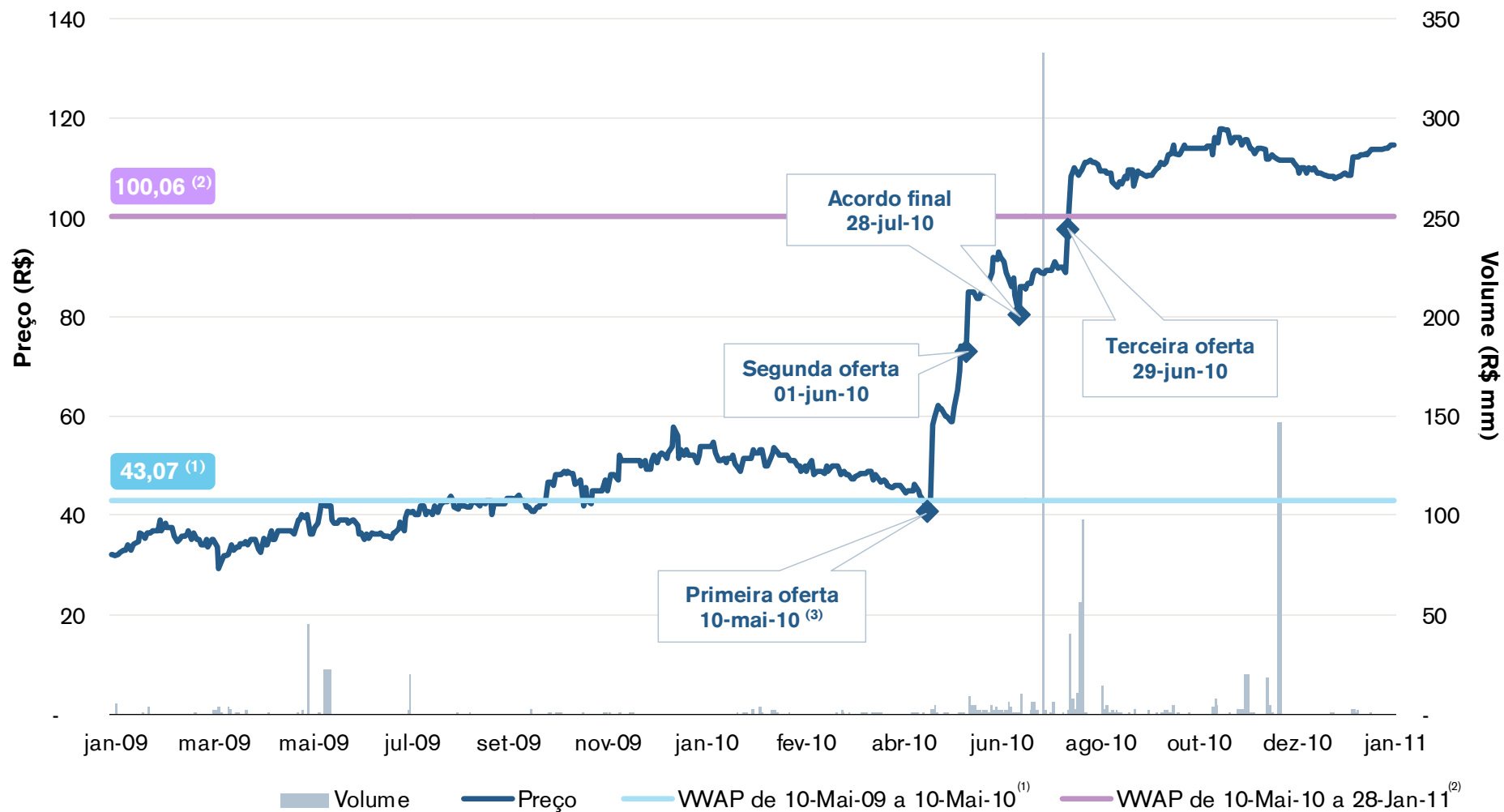
5. Avaliação das ações da Vivo

B. Preço médio das ações ponderado pelo volume

Análise da performance histórica de VIVO3

Performance das ações ordinárias da Vivo

(28 de janeiro de 2009 – 28 de janeiro de 2011)



Análise da performance histórica de VIVO3 (cont.)

Preço médio mensal ponderado pelo volume de negociações ⁽¹⁾

Mês	Volume negociado (R\$)	ADTV ⁽²⁾ (R\$)	VWAP ⁽³⁾ (R\$ / ação)
janeiro-11	6.988.024	349.401	112,38
dezembro-10	3.538.072	153.829	108,65
novembro-10	220.034.798	10.001.582	112,35
outubro-10	19.201.543	914.359	114,92
setembro-10	17.384.576	790.208	111,04
agosto-10	192.919.656	8.769.075	109,15
julho-10	409.814.093	18.627.913	91,05
junho-10	63.872.960	2.903.316	86,78
maio-10	15.528.917	739.472	58,59
abril-10	11.447.615	520.346	46,86
março-10	6.177.619	268.592	48,62
fevereiro-10	10.650.653	532.533	52,68
janeiro-10	5.698.619	271.363	51,81

Após a oferta inicial da Telefónica

Fonte: Bloomberg, em 28 de janeiro de 2011.

Obs.: (1) Findo em 28 de janeiro de 2011.

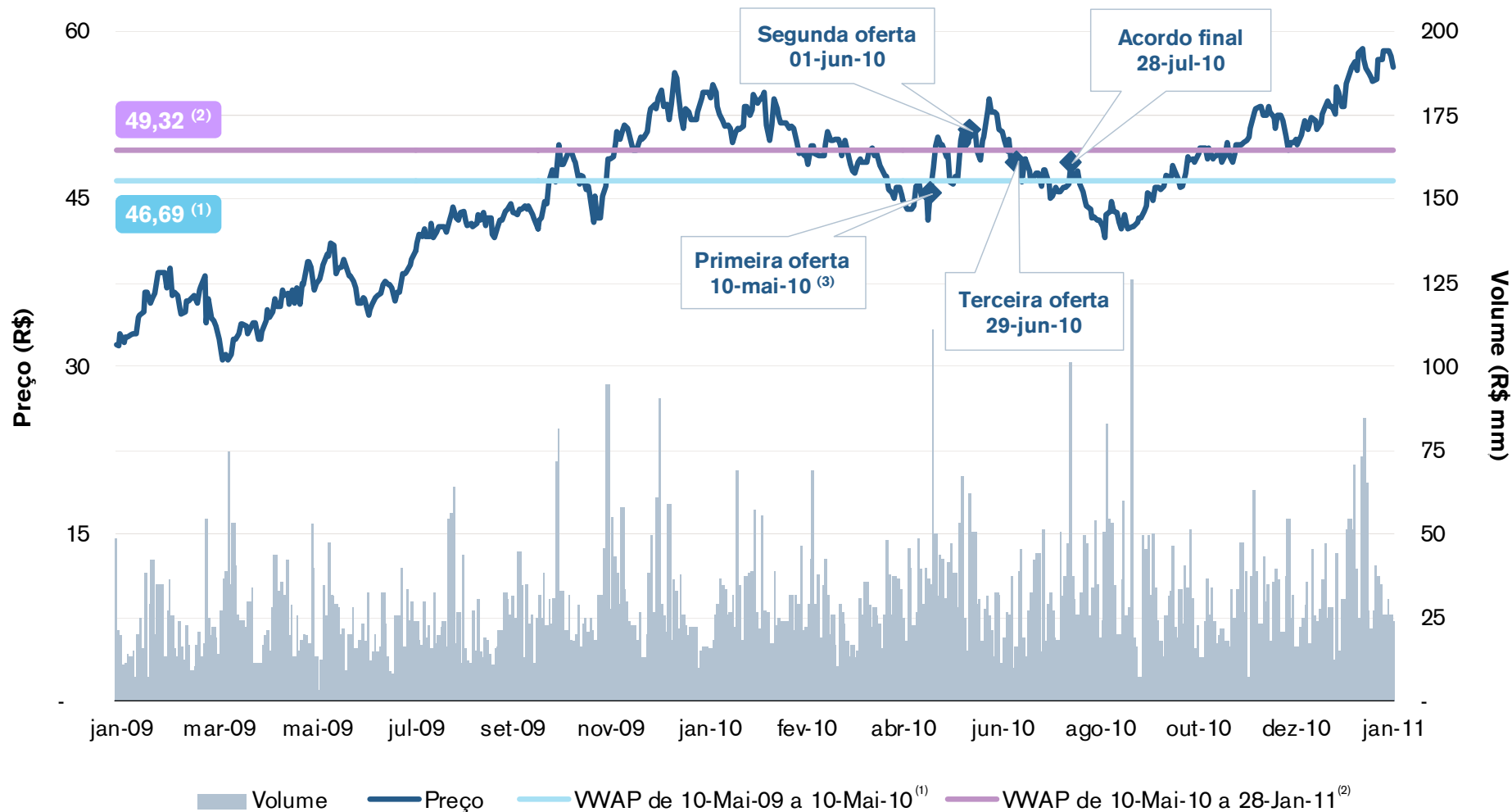
(2) Volume médio negociado por dia (em inglês, *average daily traded volume*)

(3) Preço Médio Ponderado por Volume (em inglês, *volume weighted average price* ou VWAP)

Análise da performance histórica de VIVO4

Performance das ações preferenciais da Vivo

(28 de janeiro de 2009 – 28 de janeiro de 2011)



Análise da performance histórica de VIVO4 (cont.)

Preço médio mensal ponderado pelo volume de negociações ⁽¹⁾

Mês	Volume negociado (R\$)	ADTV ⁽²⁾ (R\$)	VWAP ⁽³⁾ (R\$ / ação)
janeiro-11	832.403.320	41.620.166	56,99
dezembro-10	633.254.180	27.532.790	52,27
novembro-10	725.170.718	32.962.305	51,49
outubro-10	526.114.490	25.053.071	48,71
setembro-10	722.055.878	32.820.722	45,07
agosto-10	835.675.680	37.985.258	43,75
julho-10	762.871.400	34.675.973	46,78
junho-10	650.975.402	29.589.791	50,28
maio-10	886.640.440	42.220.973	47,88
abril-10	672.763.460	30.580.157	46,41
março-10	617.450.460	26.845.672	49,26
fevereiro-10	552.946.590	27.647.330	51,63
janeiro-10	670.644.120	31.935.434	52,51

Após a oferta inicial da Telefónica

Fonte: Bloomberg, em 28 de janeiro de 2011.

Obs.: (1) Findo em 28 de janeiro de 2011.

(2) Volume médio negociado por dia (em inglês, *average daily traded volume*)

(3) Preço Médio Ponderado por Volume (em inglês, *volume weighted average price* ou VWAP)

5. Avaliação das ações da Vivo

C. Valor patrimonial por ação

Análise do valor patrimonial por ação

- O valor patrimonial por ação da Vivo é de R\$ 22,71.
- O valor patrimonial não considera especificidades operacionais e financeiras da Companhia e seu potencial de crescimento futuro.

Em 30 de junho de 2010	
(R\$ milhões, exceto R\$ por ação)	
Valor patrimonial por ação	
Ativos Totais	20.617,0
(-) Passivos Totais	11.542,4
(-) Participação Minoritária	-
(=) Patrimônio Líquido	9.074,6
Ações em circulação (milhões)	399,6
R\$ / ação	22,71

Fonte: CVM, relatórios da companhia

6. Cálculos de suporte para a avaliação

Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

- O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) foi calculado pela combinação entre o custo do capital próprio (Ke) e o custo da dívida (Kd) da Vivo.

Premissas para o cálculo do WACC	
Taxa livre de risco ⁽¹⁾	3,28%
Prêmio de risco país ⁽²⁾	1,54%
Prêmio de risco de mercado ⁽³⁾	6,30%
Beta ⁽⁴⁾	1,38
Custo do capital próprio (Ke) ⁽⁵⁾	13,5%
Custo de dívida (antes de impostos)	7,0%
Alíquota marginal de impostos	34,0%
Custo de dívida (após impostos) (Kd)	4,6%
Dívida / capitalização total	25,0%
Capital próprio / capitalização total	75,0%
WACC (em US\$ nominais) ⁽⁶⁾	11,3%

Análise de sensibilidade do WACC com base em diferentes cenários para custo de dívida antes de impostos, em valores nominais em US\$, e alavancagem (dívida / capitalização total)

		Custo de dívida antes de impostos				
		6,5%	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%
Dívida / capitalização total	30,0%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%
	27,5%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%
	25,0%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%
	22,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,6%
	20,0%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%

(1) Taxa livre de risco mensurada pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse.

(2) Prêmio de risco país mensurado pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse.

(3) Prêmio de risco do mercado de ações de longo prazo, calculado pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse.

(4) Beta re-alavancado: Beta desalavancado x Fator de Alavancagem, sendo Fator de Alavancagem = $(1 + ((1 - \text{Alíquota de Imposto}) \times (D/E)))$.

(5) Custo do Capital Próprio (Ke): $R_f + B \times (\text{Prêmio de risco do mercado de ações}) + \text{Prêmio de Risco País}$.

(6) Custo Médio Ponderado de Capital (WACC): $(\text{Custo de dívida antes de impostos} \times (1 - \text{Alíquota de Imposto}) \times (D / (D+E))) + (\text{Custo do capital próprio} \times (E / (D+E)))$.

Cálculo do beta do setor

- O beta do setor foi calculado levando em consideração o universo de companhias de telefonia móvel na América Latina:

Companhia	País	Beta alavancado ⁽¹⁾	Dívida líquida / capitalização de mercado ⁽²⁾	Alíquota de impostos ⁽³⁾	Fator de alavancagem ⁽⁴⁾	Beta desalavancado ⁽⁵⁾
Telefonia móvel - América Latina						
América Móvil	México	1,11	6,0%	28,0%	1,04	1,07
Tim Participações	Brasil	1,09	16,1%	34,0%	1,11	0,98
Nii Holdings	Estados Unidos	1,45	13,3%	40,0%	1,08	1,34
Média		1,21	11,8%		1,08	1,13
Mediana		1,11	13,3%		1,08	1,07

Dívida líquida / capitalização total	Dívida líquida / capitalização de mercado	Beta desalavancado médio	Alíquota de impostos ⁽³⁾	Fator de alavancagem ⁽⁴⁾	Beta re-alavancado ⁽⁶⁾
15%	17,6%	1,13	34,0%	1,12	1,26
20%	25,0%	1,13	34,0%	1,17	1,32
25%	33,3%	1,13	34,0%	1,22	1,38
30%	42,9%	1,13	34,0%	1,28	1,45
35%	53,8%	1,13	34,0%	1,36	1,53

(1) Fonte: Barra Beta (Global Predicted Beta).

(2) Fonte: Demonstrativos financeiros das companhias e Bloomberg (em 11 de outubro de 2010).

(3) Fonte: KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2009.

(4) Fator de Alavancagem = $(1 + ((1 - \text{Alíquota de Imposto}) \times (D/E)))$.

(5) Beta desalavancado: Beta alavancado / Fator de Alavancagem.

(6) Beta re-alavancado: Beta desalavancado x Fator de Alavancagem.

Apêndice

A. Glossário

Glossário

- ARPM: Receita Média por Minuto. Calculada como receita de voz / tráfego total no período.
- ARPU: Receita Média por Usuário. Calculada como receita líquida de serviços / média de assinantes no período.
- ADTV: Volume Médio Diário Negociado.
- Beta: coeficiente que mede o risco não diversificável a que um ativo está sujeito.
- BOP: início do período.
- Capex: Dispêndios de capital, ou investimentos em manutenção e/ou expansão de capacidade.
- CAPM: Modelo de Precificação de Ativos.
- Taxa de cancelamentos: porcentagem de desconexões da base de assinantes durante o período. Calculada como o número de assinantes desconectados / média de assinantes no período.
- EBIT: Lucro Antes de Juros e Impostos.
- EBITDA: Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.
- EOP: fim do período.
- Prêmio de Risco de Ações: retorno adicional em relação à taxa livre de risco exigida pelos investidores para compensar o risco adicional assumido quando da realização de um investimento no mercado de ações.
- Altas: total de assinantes adquiridos no período.
- MOU: minutos de uso ou tráfego por cliente. Calculado como o número total de (minutos de saída + minutos de entrada) / média de assinantes no período.
- VWAP: Preço Médio Ponderado por Volume.
- WACC: Custo Médio Ponderado de Capital (taxa de desconto).

Disclaimer

O Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. (“CS”) foi contratado pela Telefónica, S.A. (“Telefónica”) para preparar um laudo de avaliação (“Laudo”) refletindo a opinião do CS, nesta data, quanto ao intervalo de valor razoável para as ações de emissão da Vivo Participações S.A. (“Ações” e “Vivo”, respectivamente) no âmbito exclusivo da oferta pública de aquisição de Ações, a ser espontaneamente realizada pela Telefónica (ou qualquer de suas controladas) seguindo, voluntariamente, os procedimentos previstos no artigo 29 da Instrução n.º 361, de 5 de março de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) conforme alterada (“Instrução CVM 361”) e no artigo 254-A da Lei n.º 6.404, de 15 de novembro de 1976, conforme alterada (“Lei 6.404/76”) (“OPA”).

As informações a seguir são importantes e devem ser cuidadosa e integralmente lidas:

1. Este Laudo foi preparado para uso exclusivamente no contexto da OPA nos termos da Instrução CVM 361, não devendo ser utilizado para quaisquer outros propósitos, incluindo, sem limitação, para fins do artigo 8º, da Lei n.º 6.404/76, e da Instrução CVM n.º 319, de 3 de dezembro de 1999, conforme alterada. Este Laudo não deve ser utilizado para qualquer outra finalidade que não no contexto da OPA sem a autorização prévia e por escrito do CS. Este Laudo, incluindo suas análises e conclusões, (i) não constitui uma recomendação para qualquer membro do Conselho de Administração ou acionista da Telefónica ou da Vivo, tampouco de quaisquer de suas controladoras, controladas ou coligadas (“Afiladas”) sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à OPA; e (ii) não poderá ser utilizado para justificar o direito de voto de qualquer pessoa sobre qualquer assunto, inclusive acionistas da Vivo.

2. Para chegar às conclusões apresentadas neste Laudo, realizamos os seguintes procedimentos, dentre outros: (i) revisamos as demonstrações financeiras consolidadas e não consolidadas da Vivo, auditadas pela Ernst & Young Auditores Independentes (“Ernst & Young”), para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2007, 2008 e 2009, assim como as demonstrações financeiras consolidadas intermediárias para os períodos de seis meses findos em 30 de junho de 2009 e em 30 de junho de 2010 (ambas objeto de revisão especial pela Ernst & Young); (ii) revisamos os relatórios de resultados consolidados (*press releases*) e *fact sheets* divulgados pela Vivo com relação aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2007, 31 de dezembro de 2008, 31 de dezembro de 2009, assim como para os períodos de seis meses findos em 30 de junho de 2009 e em 30 de junho de 2010; (iii) revisamos e discutimos com a administração da Vivo as projeções financeiras e operacionais, gerenciais, da Vivo para os próximos dez anos; (iv) conduzimos discussões com a administração da Vivo sobre os negócios e perspectivas da Vivo; e (v) levamos em consideração outras informações de conhecimento público, estudos financeiros, análises, pesquisas e critérios financeiros, econômicos e de mercado que consideramos relevantes (em conjunto, as “Informações”).

3. No âmbito da nossa revisão não assumimos qualquer responsabilidade por investigações independentes de nenhuma das Informações e confiamos que tais Informações estavam completas e precisas em todos os seus aspectos relevantes. Além disso, não fomos solicitados a realizar, e não realizamos, uma verificação independente de tais Informações, ou uma verificação independente ou avaliação de quaisquer ativos ou passivos (incluindo qualquer contingência, responsabilidade ou financiamento não contabilizado, propriedade ou ativos) da Vivo.

Disclaimer

4. O CS, seus administradores, empregados, consultores, agentes ou representantes não prestam, e não prestarão, qualquer declaração, expressa ou implícita, ou garantia relacionada à precisão ou completude de qualquer informação (incluindo projeções financeiras e operacionais fornecidas pela administração da Vivo ou presunções e estimativas nas quais tais projeções se basearam) utilizada na elaboração deste Laudo. Além disso, não assumimos nenhuma obrigação de conduzir, e não conduzimos, nenhuma inspeção física das propriedades ou instalações da Vivo. Não somos um escritório de contabilidade e não prestamos serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este Laudo ou à OPA. Não somos um escritório de advocacia e não prestamos serviços legais, regulatórios, tributários ou fiscais em relação a este Laudo ou à OPA.

5. Não foi realizado processo de diligência contábil, financeira, legal, fiscal ou de qualquer espécie na Vivo ou em quaisquer terceiros.

6. Nenhuma declaração ou garantia, expressa ou tácita, é feita pelo CS no tocante à veracidade, consistência, correção e suficiência das informações aqui contidas e nas Informações nas quais foi baseada este Laudo. Nada contido neste Laudo será interpretado ou entendido como sendo uma declaração do CS quanto ao passado ou ao futuro.

7. As projeções operacionais e financeiras incluídas e/ou utilizadas neste Laudo foram baseadas em Informações obtidas junto à administração da Vivo e em outras informações públicas, e assumimos que tais projeções refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis com relação à futura performance financeira da Vivo, que foi avaliada em bases isoladas (sem considerar sinergias).

8. Com o consentimento da administração da Vivo, assumimos que as projeções operacionais e financeiras e as projeções relacionadas à demanda e ao crescimento do mercado, conforme fornecidas ao CS pela administração da Vivo, foram preparadas de modo razoável em bases que refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis e o melhor julgamento da administração da Vivo com relação à futura performance financeira da Vivo e à demanda e ao crescimento do mercado.

9. Este Laudo não é e não deve ser utilizado como (i) uma opinião sobre a adequação (*fairness opinion*) da OPA; (ii) uma recomendação relativa a quaisquer aspectos da OPA; (iii) um laudo de avaliação emitido para quaisquer fins que não aqueles previstos na Instrução CVM 361 e, se a OPA for eventualmente registrada na *U.S. Securities and Exchange Commission* ("SEC") e/ou divulgada nos Estados Unidos da América em razão de regras emitidas pela SEC, aqueles previstos nas leis e regulamentação aplicáveis dos Estados Unidos da América; ou (iv) uma opinião sobre a adequação ou uma determinação do preço justo da OPA. Este Laudo não foi compilado ou elaborado visando ao cumprimento de qualquer dispositivo legal ou regulamentar no Brasil ou no exterior, exceto por aqueles aplicáveis à OPA.

Disclaimer

10. Na metodologia de fluxo de caixa descontado, utilizamos certos parâmetros e variáveis financeiras divulgados pelo Banco Central do Brasil em seu Relatório Focus de 1 de outubro de 2010, o qual reflete a média das expectativas do mercado para os dados que compõem tal cenário, e pode diferir substancialmente do cenário econômico que efetivamente será verificado no futuro. Dado que a análise e os valores são baseados em previsões de resultados futuros, informados pela administração da Vivo, eles não necessariamente indicam a realização de resultados financeiros reais e futuros para a Vivo, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os utilizados em nossa análise. Além disso, tendo em vista que essas análises são intrinsecamente sujeitas a incertezas, sendo baseadas em diversos eventos e fatores que estão fora do nosso controle e do controle da Vivo, não seremos responsáveis de qualquer forma caso os resultados futuros da Vivo difiram dos resultados apresentados neste Laudo. Não há nenhuma garantia de que os resultados futuros da Vivo corresponderão às projeções financeiras utilizadas como base para nossa análise, e, nesse sentido, as diferenças entre as projeções utilizadas e os resultados financeiros da Vivo poderão ser relevantes. Os resultados futuros da Vivo também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado.

11. A preparação de uma análise financeira é um processo complexo que envolve várias definições a respeito dos métodos de análise financeira mais apropriados e relevantes, bem como da aplicação de tais métodos às circunstâncias específicas e, portanto, este Laudo não é suscetível a uma análise parcial. Para chegar às conclusões apresentadas neste Laudo, realizamos um raciocínio qualitativo a respeito das análises e fatores considerados às circunstâncias específicas da Vivo. Chegamos a uma conclusão final com base nos resultados de toda a análise realizada, considerada como um todo, e não chegamos a conclusões baseadas em, ou relacionadas a qualquer dos fatores ou métodos de nossa análise isoladamente. Desse modo, acreditamos que nossa análise deve ser considerada como um todo e que a seleção de partes da nossa análise e fatores específicos, sem considerar toda a nossa análise e conclusões, pode resultar em um entendimento incompleto e incorreto dos processos utilizados para nossas análises e conclusões. As estimativas constantes da análise deste Laudo e a avaliação resultante de qualquer análise específica não são necessariamente indicativos dos valores reais ou de resultados ou valores futuros, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis em relação àqueles sugeridos por esta análise, bem como não avalia qualquer outro aspecto ou implicação da OPA ou qualquer contrato, acordo ou entendimento firmado com relação à OPA. Não expressamos qualquer opinião a respeito dos valores pelos quais poderiam ser negociadas as ações relacionadas à OPA no mercado de valores mobiliários a qualquer tempo.

12. Este Laudo busca indicar somente o intervalo de valor razoável para as Ações no âmbito da OPA, nas datas-base utilizadas em cada metodologia, nos termos da Instrução CVM 361, e não avalia qualquer outro aspecto ou implicação da OPA ou qualquer contrato, acordo ou entendimento firmado com relação à OPA. Este Laudo não trata dos méritos da OPA se comparada a outras estratégias comerciais que podem estar disponíveis para a Vivo, para a Telefónica e/ou para seus respectivos acionistas, nem trata da eventual decisão comercial dos mesmos de realizar e/ou aceitar a OPA. Os resultados apresentados neste Laudo referem-se exclusivamente à OPA e não se aplicam a qualquer outra questão ou operação, presente ou futura, relativa à Telefónica ou à Vivo, aos grupos econômicos dos quais fazem parte ou aos setores em que atuam.

Disclaimer

13. Este Laudo é necessariamente baseado em informações que nos foram disponibilizadas até esta data, e os pontos expressados são passíveis de mudança considerando uma série de fatores, como condições de mercado, econômicas e outras condições, bem como os negócios e as perspectivas da Vivo. O CS assumiu que todas as autorizações ou anuências necessárias à consumação do negócio proposto neste Laudo serão obtidas e que nenhuma alteração, limitação relevante, restrição ou condição será imposta para a obtenção das referidas autorizações e anuências. O CS não assume a responsabilidade de atualizar, retificar ou revogar este Laudo, no todo ou em parte, após esta data, ou de apontar para quaisquer terceiros fatos ou matérias, de que o CS venha a tomar ciência, que alterem o conteúdo deste material depois desta data.

14. Nossas análises tratam a Vivo como operação independente (em bases isoladas) e, portanto, não incluem benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza, incluindo mas não se limitando a eventual ágio, nem quaisquer sinergias, valor incremental e/ou custos, caso existam, que a Telefónica ou a Vivo possam ter a partir da conclusão da OPA, caso efetivada, ou de qualquer outra operação. Este Laudo também não leva em conta eventuais ganhos ou perdas operacionais e financeiras que possam haver posteriormente à OPA em função da alteração comercial dos negócios atualmente existentes entre a Telefónica e a Vivo.

15. A Telefónica concordou em nos reembolsar pelas nossas despesas e nos indenizar, e indenizar algumas pessoas relacionadas a nós, por conta de determinadas responsabilidades e despesas que possam surgir em decorrência de nossa contratação. Nós receberemos uma remuneração relativa à preparação deste Laudo, independentemente do fechamento da OPA e/ou de nossas conclusões daqui constantes.

16. Prestamos, de tempos em tempos, no passado, serviços de banco de investimento e outros serviços financeiros para a Telefónica e para a Vivo e/ou suas Afiliadas, pelos quais fomos remunerados, e poderemos no futuro prestar tais serviços para a Telefónica e/ou para a Vivo e/ou suas Afiliadas, pelos quais esperamos ser remunerados. Somos uma instituição financeira que presta uma variedade de serviços, financeiros e de outras naturezas, relacionados a valores mobiliários, corretagem e banco de investimento. No curso normal de nossas atividades, podemos adquirir, deter ou vender, por nossa conta ou por conta e ordem de nossos clientes, ações, instrumentos de dívida e outros valores mobiliários e instrumentos financeiros (incluindo empréstimos bancários e outras obrigações) da Telefónica e da Vivo e de quaisquer outras companhias que estejam envolvidas na OPA, bem como fornecer serviços de banco de investimento e outros serviços financeiros para tais companhias e suas Afiliadas. Além disto, os profissionais de nossos departamentos de análise de valores mobiliários (*research*) e de outras divisões podem basear suas análises e publicações em diferentes premissas operacionais e de mercado e em diferentes metodologias de análise, quando comparadas com aquelas utilizadas na preparação deste Laudo, de forma que os relatórios de pesquisa, e outras publicações preparados por eles, podem conter resultados e conclusões diferentes daqueles aqui apresentados. Adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência dos nossos analistas de valores mobiliários (*research*), os quais podem ter visões diferentes daquelas do nosso departamento de banco de investimento. Também adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência entre o banco de investimento e demais áreas e departamentos do CS, incluindo, mas não se limitando, ao *asset management*, mesa proprietária de negociação de ações, instrumentos de dívida, valores mobiliários e demais instrumentos financeiros.

Disclaimer

17. Este Laudo é de propriedade intelectual do CS e não poderá ser publicado, reproduzido, resumido, citado em quaisquer outros documentos públicos, copiado, divulgado ou distribuído, no todo ou em parte, nem poderá ser utilizado por terceiros sem o consentimento prévio e por escrito do CS, exceto conforme requerido pela Instrução CVM 361 e, se a OPA for eventualmente registrada na SEC e/ou divulgada Estados Unidos da América em razão de regras emitidas pela SEC, pelas leis e regulamentação aplicáveis dos Estados Unidos da América. Caso seja necessária a sua divulgação de acordo com a lei aplicável, este Laudo somente poderá ser divulgado se reproduzido em seu conteúdo integral, e qualquer descrição ou referência ao CS deverá ser em uma forma razoavelmente aceitável pelo CS.

18. Os cálculos financeiros contidos nesse Laudo podem não resultar sempre em soma precisa em razão de arredondamento.

São Paulo, 28 de janeiro de 2011.

Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.

Profissionais responsáveis pela avaliação (Anexo III, V, da Instrução CVM 361):

Allan Libman

Luiz Octavio Duarte Lopes

Leonardo Cabral

Paulo Moreira

Antenor Camargo