

LAUDO DE AVALIAÇÃO

<u>SOLICITANTE</u>	: Indústria de Papéis Sudeste Ltda. (Paraibuna Embalagens)
<u>OBJETO</u>	: Unidade Industrial de Sapucaia
<u>TIPO</u>	: Avaliação Econômico-Financeira
<u>NÚMERO DO LAUDO</u>	: P-43.861 N-764
<u>DATA DE REFERÊNCIA DO LAUDO</u>	: 30 de setembro de 2012

ÍNDICE

1	Objetivo	2
2	Sumário Executivo.....	2
3	Ressalvas (Disclaimers)	3
4	Fontes de Informação.....	3
5	Informações sobre o Avaliador	4
5.1	Processo Interno	5
5.2	Identificação e Qualificação dos Profissionais Responsáveis	5
6	Declarações dos Avaliadores	6
7	Glossário	6
8	Avaliação da Unidade Industrial de Sapucaia	7
8.1	Premissas Macroeconômicas.....	8
8.2	Previsão dos Resultados.....	8
8.3	Avaliação	10
9	Conclusão.....	12
	Anexo 1 - Metodologia	13
	Anexo 2 - Quantidades Vendidas - Receitas Bruta e Líquida.....	19
	Anexo 3 - Custos de Pessoal.....	20
	Anexo 4 - Custo da Mercadoria Vendida - Evolução dos Estoques	21
	Anexo 5 - Despesas Operacionais.....	22
	Anexo 6 - Capex e Depreciação	23
	Anexo 7 - Demonstração de Resultados	24
	Anexo 8 - Análise Vertical da Demonstração de Resultados.....	25
	Anexo 9 - Imposto de Renda	26
	Anexo 10 - Balanço Patrimonial.....	27
	Anexo 11 - Fluxo de Caixa.....	28
	Anexo 12 - Avaliação	29

1 Objetivo

- O objetivo deste trabalho é a avaliação econômico-financeira da unidade industrial de Sapucaia pertencente à Indústria de Papeis Sudeste Ltda. (Paraibuna Embalagens) através da determinação do seu justo valor de mercado, para possível venda dentro do processo de recuperação judicial em que se encontra a Indústria de Papéis Sudeste.
- Esse valor é definido como o valor pelo qual um ativo pode ser negociado, ou um passivo liquidado, entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com a ausência de fatores que pressionem a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória.
- Este valor inclui:
 - Os ativos tangíveis (terrenos, prédios, instalações, máquinas, equipamentos, ferramental etc.);
 - Os ativos intangíveis (marcas, patentes, tecnologia, softwares, desenhos etc.);
 - O capital de giro.
- Este laudo foi elaborado de acordo com a norma técnica NBR 14653-4, (Avaliação de Bens - Parte 4: Empreendimentos), de dezembro de 2002, da ABNT - Associação Brasileira de Normas Técnicas, com grau de fundamentação II.
- Apesar de a Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens) ser uma sociedade limitada, este laudo foi elaborado, sempre que possível, de acordo com o estabelecido no Anexo III da Instrução nº 436, de 5 de julho de 2006 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nos casos em que a aderência a essa instrução não foi possível, foi feita uma ressalva específica no laudo.
- A metodologia utilizada foi a do fluxo de caixa descontado, descrita no anexo 1.

2 Sumário Executivo

- Os consultores fizeram a presente avaliação da unidade industrial de Sapucaia com a data base de 30 de setembro de 2012.
- Para sua elaboração, os consultores se basearam nas informações descritas no item 3 - Fontes de Informação, abaixo.
- A metodologia utilizada para a determinação do valor econômico da empresa foi a do valor presente do fluxo de caixa operacional livre.
- Os resultados da empresa foram projetados para o período entre outubro de 2012 a dezembro de 2022.
- As projeções foram efetuadas em um cenário sem inflação.
- A taxa de desconto, calculada pelo método do custo médio ponderado de capital, deflacionada, foi de 11,3% a.a.
- Baseado no exposto acima, os consultores calcularam que o valor da unidade industrial de Sapucaia da Indústria de Papeis Sudeste Ltda., em 30 de setembro de 2012, é de **R\$ 88.829 mil (oitenta e oito milhões e oitocentos e vinte e nove mil Reais)**.

3 Ressalvas (Disclaimers)

- A Administração da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens) nos solicitou a preparação do presente Relatório de Avaliação Econômico-Financeira (“Relatório”) da sua unidade industrial de Sapucaia, com base no critério de fluxo de caixa futuro descontado. Este relatório foi elaborado com o objetivo de estimar o valor econômico da totalidade das quotas da unidade de Sapucaia como uma empresa independente.
- O procedimento normal em casos semelhantes é o de a Administração da empresa fornecer análises, estimativas e projeções que, de um lado, reflitam a evolução histórica recente dos negócios da empresa e, de outro lado, contemplem o melhor julgamento de sua Administração com respeito à evolução da empresa e de seu mercado. Essas informações são analisadas pela nossa equipe e posteriormente discutidas com a Administração da empresa para, finalmente, servirem de base para as nossas projeções de resultados futuros.
- Como é do conhecimento público, a Indústria de Papéis Sudeste encontra-se em recuperação judicial. Dada essa situação, o desempenho operacional da empresa tem sido pior do que poderia ser em condições operacionais normais e, portanto, os resultados recentes não refletem adequadamente ao desempenho possível da empresa.
- Por este motivo a Administração da Indústria de Papéis Sudeste preparou um plano de recuperação estratégico e contratou a Setape para calcular o valor da sua unidade industrial de Sapucaia, considerando as premissas e as informações deste plano.
- O nosso trabalho de avaliação utilizou como base as informações e documentos listados no item 4 - Fontes de Informação abaixo.
- O nosso trabalho não incluiu a verificação independente dos dados e das informações fornecidas pela Administração da Indústria de Papéis Sudeste, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros incertos, e não se constituiu em uma auditoria conforme as normas de auditoria geralmente aceitas. Sendo assim, não estamos expressando nenhuma opinião, seja sobre as demonstrações financeiras da Indústria de Papéis Sudeste, seja sobre o seu plano de negócios para a unidade industrial de Sapucaia.
- Este Relatório não se destina à circulação geral e tampouco pode ser reproduzido ou utilizado com outro propósito além daquele supracitado sem nossa prévia autorização por escrito. Não assumimos qualquer responsabilidade ou contingências por danos causados ou por eventual perda incorrida por qualquer parte envolvida, como resultado da circulação, publicação, reprodução ou uso deste documento com outra finalidade diferente da proposta.

4 Fontes de Informação

- Para a elaboração da presente avaliação foram utilizados dados e relatórios gerenciais fornecidos pela empresa. Como a unidade de Sapucaia opera hoje como unidade industrial da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens), não existem balancetes patrimoniais individuais de períodos anteriores. A avaliação foi realizada como se a unidade não tivesse atividade anterior, ou seja, não havendo ativos, exceto seu imobilizado, ou passivos/obrigações (apenas o patrimônio líquido). Os valores contábeis iniciais do ativo permanente e do patrimônio líquido da Unidade

Industrial de Sapucaia nesta nova fase projetada foram estimados pela Administração da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens) em R\$ 49.707 mil.

- Balancetes consolidados não auditados da Indústria de Papéis Sudeste para os anos de 2009, 2010, 2011 e para o período de 9 meses encerrado em 30/set/2012;
- Plano de negócios para a unidade industrial de Sapucaia elaborado por e de responsabilidade da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens);
- Também foram utilizados dados do mercado financeiro fornecidos pelo IBBOTSON (www.ibotson.com), Yahoo Finance (finance.yahoo.com) e Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).
- Os avaliadores não conduziram verificações independentes das informações recebidas da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens), da unidade industrial de Sapucaia ou de terceiros por ela contratados.

5 Informações sobre o Avaliador

- O Grupo Setape, formado pela Setape Assessoria Econômica Ltda. e pela Setape - Serviços Técnicos de Avaliação do Patrimônio e Engenharia Ltda., foi fundado em 1974 e é especializado em avaliação de ativos.
- A Setape está registrada no CREA/SP - Conselho Regional de Engenharia e Arquitetura do Estado de São Paulo - 6ª Região, no CORECON - Conselho Regional de Economia - 2ª Região - São Paulo, no CRA - Conselho Regional de Administração de São Paulo e no BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (categorias A1 e B1).
- A Setape tem sede em São Paulo SP e conta com uma equipe de consultores com experiência em avaliação de empresas de todos os portes, em todos os setores da economia. Entre os laudos de avaliação elaborados recentemente pela Setape destacamos:
 - Açúcar Guarani S/A
 - Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP
 - Companhia Níquel Tocantins S/A
 - Companhia Paraibuna de Metais S/A (Votorantim Metais Zinco S/A)
 - Companhia Telefônica do Brasil Central - CTBC
 - Grupo Líder (Líder Táxi Aéreo)
 - Mineração Serra da Fortaleza S/A
 - Siderúrgica Barra Mansa S/A

5.1 Processo Interno

- O processo interno de elaboração e aprovação dos laudos de avaliação elaborados pela Setape consiste de:
 - Entendimento das operações da empresa e do mercado em que ela atua, através de reuniões com o cliente, visitas às instalações da empresa avaliada, análises de relatórios de mercado preparados pela empresa e por terceiros e de outras informações julgadas necessárias pelos avaliadores;
 - Análise e tabulação das informações obtidas;
 - Pesquisa de informações publicadas de empresas do setor no Brasil e no mundo. Análise dos múltiplos de empresas semelhantes;
 - Projeções do desempenho operacional futuro da empresa. Validação e discussão com o cliente;
 - Elaboração do modelo de simulação e projeção das demonstrações de resultados, balanços patrimoniais e fluxos de caixa;
 - Análise dos cenários de simulação e validação com o cliente;
 - Determinação da taxa de desconto;
 - Validação pelo comitê interno de todas as análises, premissas, cenários e conclusões;
 - Apresentação dos resultados finais ao cliente.

5.2 Identificação e Qualificação dos Profissionais Responsáveis

- Luís Eduardo Pereira de Carvalho, Engenheiro de Produção (Escola Politécnica da USP - 1970), MBA (London Business School - 1974). Iniciou sua carreira em 1970, e trabalhou como executivo em empresas industriais e de serviços, nacionais e multinacionais. Sócio da Setape desde 1999. Responsável técnico pela área de estudos econômicos da Setape. Responsável pela elaboração de laudos de avaliação de dezenas de empresas, dos mais variados portes, atuando nos mais variados setores da economia, tendo participado da equipe avaliadora em diversos processos de privatização.
- Valdair Holdeship Custódio, Economista (Universidade Mackenzie), Pós Graduado em Administração (FGV-SP). Iniciou sua carreira em 1968, e trabalhou como executivo em empresas financeiras e industriais nacionais. Sócio da Setape desde 1999. Gerente de equipes de projetos da Setape. Responsável pela elaboração de laudos de avaliação de dezenas de empresas, dos mais variados portes, atuando nos mais variados setores da economia, tendo participado da equipe avaliadora em diversos processos de privatização.

- Roberto Moutinho Zuanella, Engenheiro Civil (Universidade Mackenzie - 1985), Especialização em Engenharia de Avaliações (IBAPE-SP). Iniciou sua carreira em 1982, e trabalhou como perito avaliador. Sócio da Setape desde 1990. Responsável técnico pelas avaliações patrimoniais da Setape.
- Gilberto Pereira de Souza, Administrador (FEA-USP). Iniciou sua carreira em 1985 e trabalhou como analista de investimentos em diversas instituições financeiras brasileiras e estrangeiras.

6 Declarações dos Avaliadores

- A Setape declara que:
 - Não possui quaisquer valores mobiliários de emissão da Indústria de Papéis Sudeste ou de sua unidade industrial de Sapucaia, de sua titularidade, nem tampouco de titularidade de seus controladores, diretores, administradores, conselheiros e/ou pessoas a eles vinculadas.
 - Não tem conhecimento de qualquer conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções.
 - Não tem conhecimento de nenhuma ação dos controladores ou dos administradores da Indústria de Papéis Sudeste ou de sua unidade industrial de Sapucaia, com objetivo de direcionar, limitar, dificultar ou praticar quaisquer atos que tenham ou possam ter comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das respectivas conclusões.
 - Considera que o critério mais adequado à definição do justo valor de mercado no caso presente é o critério de valor econômico.
 - Recebeu da Indústria de papéis Sudeste, a título de remuneração por prestação de serviços nos últimos doze meses, apenas os honorários relativos a esta avaliação.

7 Glossário

- A relação abaixo contém o significado de alguns termos usados neste laudo:

Beta	Parâmetro de medida do risco sistemático que relaciona a volatilidade de um título com a volatilidade do mercado como um todo
CAPM	Do inglês <i>Capital Asset Pricing Model</i> , que significa Modelo de Precificação de Ativos de Capital. Usado para medir o custo do capital próprio da empresa

EBIT	Do inglês <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> , que significa Lucros Antes de Juros e Impostos
EBITDA	Do inglês <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> , que significa Lucros Antes de Juros, Impostos Depreciação e Amortização
Fluxo de Caixa Livre	Soma dos recursos líquidos gerados pelas operações da empresa para distribuição ao conjunto dos seus provedores de capital (também chamado de Fluxo de Caixa Operacional Livre)
Margem Bruta	Razão entre o Lucro Bruto e as Receitas Operacionais Líquidas
Margem Líquida	Razão entre o Lucro Líquido e as Receitas Operacionais Líquidas
Múltiplos	Parâmetros que permitem comparar o valor de duas ou mais empresas a partir de valores conhecidos como, por exemplo, o EBITDA, o Patrimônio Líquido etc.
ROIC	Do inglês <i>Return on Invested Capital</i> , que significa Lucratividade do Capital Investido
Taxa de Desconto	Taxa utilizada para calcular o valor presente do fluxo de caixa livre e do valor residual
T-Bond	Títulos de dívida de longo prazo emitido pelo governo dos EUA
Turnover dos ativos	Razão entre as receitas e o capital investido líquido
Valor da Empresa	Valor do negócio menos a dívida, mais o disponível (incluindo os investimentos financeiros) mais outros ajustes que o avaliador julgue necessários (= <i>equity value</i> em inglês)
Valor do Negócio	Valor das operações da empresa (= <i>firm value</i> em inglês)
Valor Residual	Valor da empresa no final do período em análise
WACC	Do inglês <i>Weighted Average Cost of Capital</i> , que significa Custo Médio Ponderado de Capital. Média ponderada do CAPM e do custo da dívida da empresa

8 Avaliação da Unidade Industrial de Sapucaia

- A metodologia utilizada para a avaliação da Unidade Industrial de Sapucaia foi a do fluxo de caixa descontado, descrita no Anexo 1.

8.1 Premissas Macroeconômicas

- As projeções de resultados foram feitas em base anual, exceto para o período de outubro a dezembro de 2012 (3 meses), usando um modelo de simulação das operações da empresa para o período de outubro de 2012 a dezembro de 2022.
- As projeções foram feitas em um cenário sem inflação.

8.2 Previsão dos Resultados

- O modelo foi projetado a partir do plano de negócios da Indústria de Papéis Sudeste e de sua Unidade Industrial de Sapucaia e considera:
 - As receitas prováveis;
 - Os impostos incidentes sobre essas receitas;
 - Os descontos comerciais, fretes e devoluções;
 - Os custos operacionais prováveis;
 - O reflexo do crescimento das receitas e dos custos nas despesas administrativas e comerciais;
 - Os investimentos necessários para se atingir as receitas e os custos projetados.
- Foi adotada a premissa de reinvestimento anual de um valor igual à depreciação no período.

8.2.1 Premissas de Receitas

- Ao fazer as projeções de receitas futuras, os consultores levaram em consideração as projeções de volume de produção e comercialização dos produtos, conforme plano de negócios para a unidade industrial de Sapucaia elaborado pela Indústria de papéis Sudeste.
- Os preços unitários foram projetados a partir dos valores estimados pela Companhia, mantidos constantes para os anos seguintes.
- Do preço unitário de cada produto foram deduzidos: repasses de ICMS, descontos comerciais, impostos indiretos, devoluções e fretes, com as alíquotas médias constantes no plano de negócios da companhia;
- Para efeitos de projeção das vendas físicas do quarto trimestre de 2012 utilizou-se a premissa de um menor volume de vendas, dado que para efeito desta avaliação a unidade de Sapucaia teria seu início de atividades (“start up”) nesta data;

- Para o ano de 2013 foi considerado o volume de vendas estimado no plano de negócios da companhia, o que considera a utilização de pouco mais de 50% da capacidade instalada de produção (56% para chapas e 51% para caixas), compatível com a operação atual da unidade. Para os anos seguintes foi utilizada como premissa, ainda de acordo com o plano de negócios elaborado pela companhia, uma elevação da utilização de capacidade da unidade (até que ela atingisse uma média de 91% da capacidade de produção de chapas e 83% da capacidade de produção de caixas em 2022), com conseqüente aumento proporcional de volume de vendas. Não estão previstos investimentos para aumento da capacidade instalada.
- As projeções dos volumes vendidos e das Receitas Bruta e Líquida, respectivamente, estão mostradas no Anexo 2.

8.2.2 Premissas de Custos

- Foi considerada a compra da principal matéria prima (papel) na proporção de 113,4 toneladas para cada 100 toneladas de produtos produzidos, conforme indicação da própria companhia. Os preços de compra de matéria prima considerados foram aqueles constantes no plano de negócios da Indústria de Papéis Sudeste.
- Nos valores projetados está considerada a tributação incidente.
- Não foi considerado nenhum fator que eventualmente possa afetar os custos dos insumos, como a disponibilidade de matéria-prima no mercado interno ou externo.
- Foi considerado que custos diretos de pessoal irão crescer proporcionalmente ao crescimento das receitas, conforme mostrado no Anexo 3.
- O Anexo 4 apresenta a projeção do custo dos produtos vendidos e da evolução dos estoques de matéria prima e de produtos acabados.
- Os estoques de matéria-prima, produtos em elaboração e acabados foram dimensionados de acordo com as expectativas do plano de negócios da Indústria de Papéis Sudeste.

8.2.3 Premissas de Despesas

- As despesas comerciais e as despesas administrativas foram projetadas com base no plano de negócios da Indústria de Papéis Sudeste.
- Os valores projetados para as despesas comerciais e administrativas estão mostrados no Anexo 5.

8.2.4 Investimento e Depreciação

- Foi adotada a premissa de reinvestimento anual de um valor igual à depreciação no período.
- O Anexo 6 apresenta as projeções dos investimentos e depreciação.

8.2.5 Projeções Financeiras

- As projeções da Demonstração de Resultados estão mostradas no anexo 7 e sua análise no anexo 8.
- O imposto de renda e a contribuição social foram calculados com base no Lucro Real, utilizando-se as alíquotas vigentes. Seu cálculo pode ser observado no Anexo 9.
- As projeções do Balanço Patrimonial e do Fluxo de Caixa estão mostradas nos Anexos 10 e 11, respectivamente.

8.3 Avaliação

8.3.1 Taxa de Desconto

- De acordo com a metodologia adotada, a taxa de desconto utilizada para descontar o fluxo de caixa operacional gerado pela Unidade Industrial de Sapucaia da Indústria de Papéis Sudeste foi calculada pelo método do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).
- O custo do capital próprio (*equity*) foi calculado usando o método da CAPM. Os parâmetros utilizados foram os seguintes:
 - O beta desalavancado foi obtido do site do Prof. Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), para o setor *Paper/Forest Products* e foi re-alavancado usando a alavancagem média da empresa.
 - Para a taxa *risk-free* foi utilizado o yield do *US Treasury Bond* de 30 anos, em 30/09/2012, publicado pelo US Treasury (www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/index.html);
 - Para o prêmio de mercado foi utilizado a Média do Prêmio de Mercado de 1928 a 2012 publicada no site do Prof. Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>);
 - Para o risco Brasil foi usada a média do *Emergent Markets Bond Index*, publicado pelo JP Morgan (EMBI+) para o período de junho/2009 a junho/2012, publicado pelo Portal Brasil (http://www.portalbrasil.net/2009/economia/cotacoes_dolar_real_riscopais.htm);

SETAPE

- Para o prêmio de tamanho foi utilizada a recomendação do Ibbotson Associates, publicada em seu anuário *2012 Yearbook: Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2012, Morningstar Inc.*
- Como foi considerado um início de atividade, a unidade industrial de Sapucaia não apresentava dívidas no balanço de 30 de setembro de 2012. No entanto, para efeito do cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC) consideramos o nível de alavancagem média do setor de atuação da companhia, que é de 37,4%. O custo de captação considerado foi de 125% da taxa CDI (7,36% a.a. em 28/set/2012).
- O custo médio ponderado do capital resultante foi de 11,3% como mostra a tabela a seguir:

Unidade Industrial de Sapucaia - Indústria de Papéis Sudeste		
Custo Médio Ponderado do Capital		
Item	Fonte	
(a)	Beta Deslavancado Médio do Setor Paper and Forest Products (Damodaran)	0,89
(b)	Alavancagem da Empresa - D/(D+E)	37,4%
(c)	Beta Alavancado: $a * (1 + (1 - o) * (b/(1 - b)))$	1,24
(d)	US Treasury Bond 30 anos 30/06/2012- US Treasury	2,8%
(e)	US Department of Labor - Média jun/2010-jun/2012 Consumer Price Index	2,6%
(f)	$(1 + d)/(1 + e) - 1$	0,1%
(g)	Média do Prêmio de Mercado 1928-2009 - Damodaran	4,1%
(h)	US Department of Labor - Média dez/1927-jan/2012 Consumer Price Index	3,1%
(i)	Prêmio de Mercado Deflacionado $(g / (1+h))$	4,0%
(j)	EMBI Médio jul/2010-jun/2012	2,0%
(k)	Fator tamanho – IBBOTSON	6,1%
(l)	Risco Específico da Empresa	3,5%
(m)	Custo do Capital Próprio: $f + c * i + j + k$	16,7%
(n)	Custo dos Empréstimos	9,2%
(o)	Previsão 2012	5,7%
(p)	Custo Bruto dos Empréstimos, Deflacionado $((1 + m) / (1 + n) - 1)$	3,3%
(q)	Taxa Média de IRPJ e CSSL	34,0%
(r)	Custo do Capital de 3os: $o * (1 - p)$	2,2%
	WACC = $m * (1 - b) + r * b$	11,3%

8.3.2 Avaliação

- O valor do negócio (*enterprise value*) é o resultado da somatória dos seus respectivos fluxos de caixa operacionais livres projetados, descontados à taxa calculada no item 10.1 acima, conforme demonstrado no Anexo 12.
- O valor do negócio da unidade industrial de Sapucaia em 30 de setembro de 2012 era de R\$ 88.829 mil.

8.3.3 Ajustes

- Considerando que a unidade industrial de Sapucaia não tinha dívidas nem ativos não operacionais relevantes na data da avaliação, não foram realizados ajustes adicionais.

9 Conclusão

- Com base no que foi apresentado na proposta técnica de serviços, nos subsídios existentes e disponíveis, na metodologia adotada e demais procedimentos e critérios estabelecidos para o desenvolvimento do presente laudo, declaramos que o valor da unidade industrial de Sapucaia da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens) em 30 de setembro de 2012, é de **R\$ 88.829 mil (oitenta e oito milhões e oitocentos e vinte e nove mil Reais)**.

São Paulo, 17 de dezembro de 2012.

Setape Assessoria Econômica Ltda.

Roberto Zuanella
Diretor

Valdnir Holdeship Custódio
Economista - CORECON 8407-7

Este laudo é composto de 29 páginas, todas rubricadas, sendo a página 12 assinada. As páginas 13 a 29 contêm os Anexos numerados de 1 a 12

Anexo 1 - Metodologia

O método utilizado para o cálculo do valor econômico da unidade industrial de Sapucaia da Indústria de Papéis Sudeste (Paraibuna Embalagens) foi o do valor presente do seu fluxo de caixa operacional livre projetado, método que procura determinar o valor de uma empresa com base na sua capacidade de remunerar seus provedores de capital no longo prazo.

Assim, segundo essa metodologia, supõe-se que o valor da empresa corresponde ao valor atual do seu fluxo de caixa operacional livre projetado, descontado a taxas que reflitam adequadamente a remuneração real esperada, em função do risco associado ao ramo de atividade e à própria empresa avaliada.

Entende-se por *fluxo de caixa operacional livre projetado* os recursos líquidos gerados pelas operações da empresa para distribuição a seus provedores de capital (acionistas, debenturistas, credores de empréstimos de longo prazo e outros componentes da estrutura de capitais da empresa).

A aplicação do método requer a determinação de três componentes principais:

- a) o *Fluxo de Caixa Operacional Livre Projetado*, determinado a partir de um modelo de simulação aplicável à empresa. Esse modelo leva em conta as variáveis de natureza econômico-financeira que têm o maior impacto na formação dos fluxos de caixa futuros da empresa;
- b) o *Valor Residual*, que é o valor da empresa no final do período em análise;
- c) a *Taxa de Desconto*, utilizada para calcular o valor presente do fluxo de caixa futuro e do valor residual. Essa taxa é determinada pelo método internacionalmente aceito do Custo Médio Ponderado do Capital (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) que calcula, proporcionalmente à participação na estrutura de capitais da empresa, o custo de oportunidade dos acionistas e o custo de capital de terceiros

A1.1. Projeção do Fluxo de Caixa Operacional Livre

O modelo utilizado para projetar o *Fluxo de Caixa Operacional Livre* está baseado em um método usado extensivamente na solução de problemas de previsão. Esse modelo produz, de forma integrada, a projeção dos balanços, demonstrações de resultados e fluxos de caixa operacionais da empresa em análise. O fluxo de caixa operacional livre assim calculado representa de forma realista o resultado do cálculo dos efetivos recebimentos e desembolsos ligados à operação de cada empresa, sob o cenário escolhido.

Segundo a metodologia, não são levados em consideração os itens que não geram efeitos sobre o fluxo de caixa operacional da empresa, como, por exemplo, investimentos ou endividamento financeiros. Dessa forma, o fluxo de caixa operacional livre não leva em consideração quaisquer juros passivos, relacionados com o financiamento da estrutura de capital prevista para a empresa (tais como empréstimos de longo prazo ou debêntures) nem quaisquer juros ativos, relacionados com os investimentos dos saldos de caixa. É também adotada a premissa de que todos os saldos de caixa, além do mínimo requerido para a operação normal da empresa, são imediatamente distribuídos aos seus provedores de capital.

O horizonte de projeções utilizado pelo modelo, de 10 anos, é suficientemente longo para que os fluxos de caixa projetados se estabilizem.

As variáveis utilizadas pelo modelo são aquelas que afetam de maneira mais direta o resultado da empresa e a cuja variação o resultado é mais sensível. A análise detalhada dessas variáveis, efetuada pelos consultores assegura a validade das conclusões alcançadas.

A1.2. Valor Residual

O Valor Residual é o valor da empresa no final do horizonte das projeções. Para o seu cálculo utiliza-se o método do crescimento perpétuo através da seguinte fórmula:

$$VR_n = FCOL_n * (1+g) / (r-g)$$

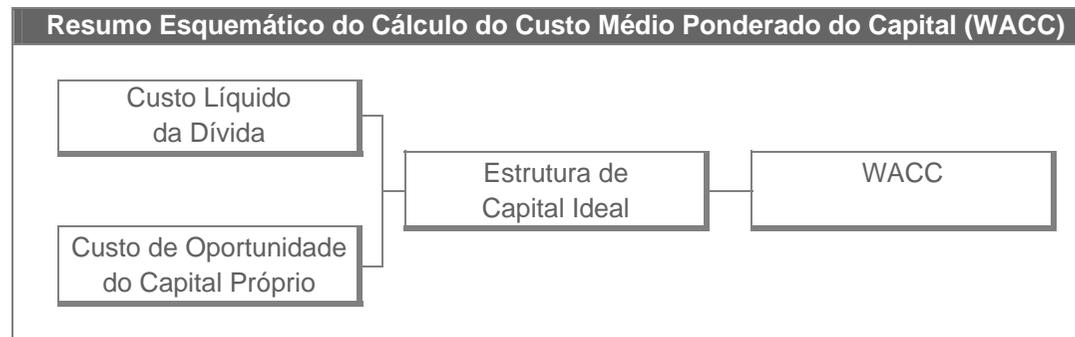
Sendo:

- VR_n = valor residual ao fim do último ano projetado
- FCOL_n = fluxo de caixa para o último ano projetado
- g = taxa real de crescimento do FCOL_n
- r = taxa de desconto (WACC)
- n = último ano das projeções

A1.3. Taxa de Desconto

A taxa de desconto utilizada para determinar o valor atual do fluxo de caixa projetado que ficará disponível para distribuição aos acionistas, utilizando-se o método WACC (Custo Médio Ponderado do Capital), é calculada através da conjugação de dois componentes:

- a) o Custo de Oportunidade dos Capitais Próprios;
- b) o Custo de Capital de Terceiros ou da Dívida.



O custo de oportunidade do capital próprio é calculado utilizando o método denominado *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, método esse amplamente aceito pela comunidade financeira. Esta taxa representa o custo de oportunidade do capital que um investidor espera ao alocar fundos em um negócio específico, em detrimento de outros, com risco equivalente.

O *CAPM* assume que o custo dos capitais próprios é igual à soma de três fatores:

- a) a rentabilidade de um ativo de risco nulo;
- b) o risco sistemático que reflete a volatilidade do mercado como um todo e da empresa em particular;
- c) o risco do país em que a empresa atua.

Essa taxa leva em consideração o risco do negócio, incluindo o risco associado ao ramo de atividades da empresa, e o risco do país. Quanto mais elevados forem esses riscos, maiores são os rendimentos que o acionista deve esperar do investimento.

A equação para o cálculo do custo dos capitais próprios é a seguinte:

$C_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$		
Sendo:		
C_e	=	custo dos capitais próprios
r_f	=	taxa de risco nulo
$E(r_m)$	=	rentabilidade esperada do portfolio de mercado
$E(r_m) - r_f$	=	prêmio de risco do mercado
β	=	risco sistemático futuro esperado

Para a taxa de risco nulo, é utilizada a rentabilidade nominal das Obrigações do Tesouro norte-americano com longa maturidade.

A rentabilidade esperada do mercado e a taxa de risco nulo são fatores medidos por empresas especializadas. Neste estudo utilizaremos a rentabilidade esperada pelo mercado acionário norte-americano para um *portfolio* de mercado nos últimos 10 anos, descontada a inflação do período.

O risco de mercado será calculado como a diferença entre essa rentabilidade e a taxa de risco nulo.

O parâmetro de medida do risco sistemático, comumente denominado de “beta” (β), relaciona a volatilidade do título analisado com a volatilidade do mercado como um todo. Para obter o valor apropriado do β esperado, serão utilizadas as estimativas disponíveis para companhias transacionadas publicamente ou, alternativamente, a média dos β (alterados para uma estrutura de financiamento a 100% por capitais próprios) de empresas comparáveis no mercado internacional.

S E T A P E

O custo dos capitais próprios assim determinado, utilizando parâmetros de mercados com elevada liquidez e elevado grau de eficiência, não reflete adequadamente as condições do mercado brasileiro. Por esse motivo é necessário fazer-se um ajuste, somando ao custo encontrado um fator que reflita o risco adicional do país. Esse fator é calculado pela diferença entre a rentabilidade dos títulos internacionais do Brasil, neste caso *yield-to-maturity* médio do C Bond, e a taxa de risco nulo.

A fórmula completa de cálculo do custo dos capitais próprios é, portanto, a seguinte:

$C_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f] + r_p$		
Sendo:		
C_e	=	custo dos capitais próprios
r_f	=	taxa de risco nulo
$E(r_m)$	=	rentabilidade esperada do portfolio de mercado
$E(r_m) - r_f$	=	prêmio de risco do mercado
β	=	risco sistemático futuro esperado
r_p	=	risco do país

O passo seguinte é a determinação da estrutura de capitais da empresa avaliada, com o objetivo de se determinar a ponderação que o Custo de Oportunidade dos Capitais Próprios e o Custo Líquido da Dívida devem ter na Taxa de Desconto.

A equação para o cálculo do WACC está apresentada abaixo:

$$WACC = C_d (1-T_c) (D) + C_e (1-D)$$

Sendo:

WACC	=	Custo Médio Ponderado do Capital
C _d	=	Custo da Dívida, antes do Imposto de Renda
T _c	=	Imposto de Renda
D	=	Estrutura de capital ideal (Dívida / Capital Total)
C _e	=	Custo dos Capitais Próprios

A1.4. Valor da Empresa

O valor do negócio (ou *firm value*) é igual ao somatório dos fluxos de caixa operacionais livres e do valor residual, descontados à taxa WACC.

O valor da empresa (ou *equity value*) é igual ao valor do negócio, após serem feitos os seguintes ajustes:

- dedução do valor presente das eventuais dívidas relacionadas com o financiamento da sua estrutura de capital;
- adição do valor presente dos saldos de caixa e outros ativos financeiros da empresa;
- adição do valor presente de outros ativos da empresa, que não contribuem para a formação dos fluxos de caixa;
- dedução do valor presente das eventuais responsabilidades da empresa não refletidas de forma adequada nos fluxos de caixa.

Anexo 2 - Volume de Vendas – Receitas Bruta e Líquida

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Receitas

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vendas Totais em Quantidades											
Caixa	5.048	23.856	25.645	27.568	29.636	31.858	33.770	35.458	37.231	39.093	39.484
Chapa	4.824	17.536	18.851	20.265	21.785	23.419	24.590	25.820	27.111	28.466	28.466
Vendas Totais em Quantidades	9.871	41.392	44.496	47.833	51.421	55.277	58.360	61.278	64.342	67.559	67.950
Receitas											
Caixa	16.904	79.892	85.884	92.325	99.250	106.693	113.095	118.750	124.687	130.922	132.231
Chapa	11.520	41.878	45.019	48.396	52.025	55.927	58.723	61.660	64.743	67.980	67.980
Receita Bruta Total	28.424	121.770	130.903	140.721	151.275	162.621	171.818	180.409	189.430	198.901	200.211
Impostos Indiretos	(5.193)	(22.247)	(23.916)	(25.710)	(27.638)	(29.711)	(31.391)	(32.961)	(34.609)	(36.339)	(36.578)
Receita Líquida Total	23.231	99.523	106.987	115.011	123.637	132.910	140.427	147.449	154.821	162.562	163.632

Anexo 3 - Pessoal

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Pessoal

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Head Count	400	400	400	400	400	400	400	400	404	408	408
Custo da Mão de Obra											
Salários	631	2.523	2.523	2.523	2.523	2.523	2.523	2.523	2.552	2.582	2.582
Encargos Sociais	284	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135	1.145	1.155	1.155
Provisão para Férias/13ºSalário/Encargos	284	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135	1.145	1.155	1.155
Provisão para Participação Lucros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Benefícios	339	1.354	1.354	1.354	1.354	1.354	1.354	1.354	1.360	1.365	1.365
Custo Total de Mão de Obra	1.537	6.148	6.203	6.258	6.258						

Anexo 4 - Custo da Mercadoria Vendida - Evolução dos Estoques

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia
Custo das Mercadorias Vendidas - Estoques
Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Volume Físico											
Utilização da Capacidade	54%	55%	60%	64%	69%	74%	78%	82%	86%	90%	91%
Chapas											
Estoque Inicial											
Produção	0	154	154	165	178	149	160	168	177	185	195
Transferida para Caixas	10.165	41.392	44.518	47.857	51.433	55.305	58.381	61.298	64.362	67.582	67.952
Vendas	5.187	23.856	25.655	27.579	29.677	31.874	33.783	35.470	37.243	39.106	39.486
Estoque Final	4.824	17.536	18.851	20.265	21.785	23.419	24.590	25.820	27.111	28.466	28.466
Utilização da Capacidade											
Caixas											
Estoque Inicial											
Produção	0	140	140	150	161	202	218	231	243	254	268
Vendas	5.187	23.856	25.655	27.579	29.677	31.874	33.783	35.470	37.243	39.106	39.486
Estoque Final	5.048	23.856	25.645	27.568	29.636	31.858	33.770	35.458	37.231	39.093	39.484
Custos de Produção:											
Pessoal	863	3.450	3.450	3.450	3.450	3.450	3.450	3.450	3.505	3.560	3.560
Matérias Primas	18.037	69.916	75.197	80.836	86.877	93.417	98.613	103.540	108.715	114.155	114.780
Outros Materiais	2.222	9.617	10.343	11.119	11.957	12.850	13.593	14.272	14.985	15.735	15.856
Outros Custos de Produção	2.322	9.452	9.736	10.044	10.380	10.739	11.124	11.533	11.968	12.428	12.905
Custo de Produção	22.924	90.358	96.648	103.373	110.587	118.379	124.702	130.718	137.095	143.800	145.023
Valor das Compras:											
Compras Líquidas de MP/ME/MA	14.742	57.142	61.458	66.068	71.004	76.349	80.596	84.623	88.852	93.299	93.810
Crédito de PIS	1,50%	271	1.049	1.128	1.213	1.303	1.479	1.553	1.631	1.712	1.722
Crédito de Cofins	7,20%	1.299	5.034	5.414	5.820	6.255	6.726	7.100	7.455	7.827	8.264
Crédito de ICMS	2,99%	539	2.090	2.248	2.417	2.598	2.793	2.949	3.096	3.251	3.432
Crédito de IPI	6,58%	1.187	4.600	4.948	5.319	5.716	6.147	6.489	6.813	7.153	7.553
Valor das Compras	18.037	69.916	75.197	80.836	86.877	93.417	98.613	103.540	108.715	114.155	114.780
Estoque Matéria Prima											
Saldo Inicial	0	960	960	1.032	1.109	1.773	1.926	2.035	2.137	2.237	2.356
Compras	14.742	57.142	61.458	66.068	71.004	76.349	80.596	84.623	88.852	93.299	93.810
Transferência para Produtos acabados/em elaboração	(13.782)	(57.142)	(61.386)	(65.990)	(70.341)	(76.196)	(80.488)	(84.521)	(88.752)	(93.180)	(93.794)
Saldo Final	960	960	1.032	1.109	1.773	1.926	2.035	2.137	2.237	2.356	2.371
Estoque Produtos Acabados											
Saldo Inicial	0	548	550	587	627	656	707	744	779	814	855
Transferido de Estoque - MP/ME/MA	13.782	57.142	61.386	65.990	70.341	76.196	80.488	84.521	88.752	93.180	93.794
Outos Custos de Produção	5.407	22.520	23.529	24.613	25.788	27.040	28.167	29.255	30.458	31.723	32.321
CMV	(18.640)	(79.659)	(84.879)	(90.564)	(96.099)	(103.186)	(108.617)	(113.741)	(119.175)	(124.862)	(126.106)
Saldo Final	548	550	587	627	656	707	744	779	814	855	864
Depreciação	638	2.717	3.001	3.309	3.645	4.004	4.389	4.798	5.233	5.693	6.170

Anexo 5 - Despesas Operacionais

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Despesas

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Despesas Administrativas	705	2.818	2.818	2.818	2.818	2.818	2.818	2.818	2.818	2.818	2.818
Despesas Comerciais	2.709	11.561	12.383	13.265	14.214	15.234	16.061	16.833	17.644	18.496	18.613
Custos e Despesas Totais	3.413	14.380	15.201	16.084	17.032	18.052	18.879	19.652	20.463	21.314	21.432
	Fixo/mês										
Despesas com Pessoal Administrativo	522	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086
Outras Despesas	61	183	732	732	732	732	732	732	732	732	732
Despesas Administrativas	705	2.818									
% Desp. Variáveis/Receita	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Despesas Variáveis	2.555	10.948	11.769	12.651	13.600	14.620	15.447	16.219	17.030	17.882	18.000
Outras Despesas	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Despesas com Pessoal Comercial	153	612	612	612	612	612	612	612	612	612	612
Despesas Comerciais	2.709	11.561	12.383	13.265	14.214	15.234	16.061	16.833	17.644	18.496	18.613
Custos e Despesas Totais	3.413	14.380	15.201	16.084	17.032	18.052	18.879	19.652	20.463	21.314	21.432

Anexo 6 - Capex e Depreciação

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Capex e Depreciação

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo Imobilizado Existente	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894	60.894
Depreciação do Ativo Existente	0	(630)	(3.150)	(5.670)	(8.190)	(10.710)	(13.230)	(15.750)	(18.270)	(20.790)	(23.310)
Ativo Imobilizado Líquido Existente	60.894	60.264	57.744	55.224	52.704	50.184	47.664	45.144	42.624	40.104	37.584
Ativo Imobilizado Novo											
Investimento no Período		637	637	637	637	637	637	637	637	637	637
Ativo Imobilizado Novo	0	637	3.346	6.307	9.520	12.985	16.702	20.671	24.892	29.365	34.090
Depreciação do Ativo Novo no Período		(8)	(205)	(686)	(1.475)	(2.600)	(4.084)	(5.953)	(8.231)	(10.944)	(14.117)
Depreciação Acumulada do Ativo Novo	0	(12)									
Ativo Imobilizado Novo, Líquido	0	629	3.141	5.621	8.045	10.385	12.618	14.718	16.661	18.421	19.973
Depreciação do Ativo Existente no Período		630	2.520	2.520	2.520	2.520	2.520	2.520	2.520	2.520	2.520
Depreciação do Ativo Novo no Período		8	197	481	789	1.125	1.484	1.869	2.278	2.713	3.173
Depreciação Total		638	2.717	3.001	3.309	3.645	4.004	4.389	4.798	5.233	5.693

Anexo 7 - Demonstrações de Resultados

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Demonstração de Resultados

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vendas Brutas	28.424	121.770	130.903	140.721	151.275	162.621	171.818	180.409	189.430	198.901	200.211
Impostos Indiretos	(5.193)	(22.247)	(23.916)	(25.710)	(27.638)	(29.711)	(31.391)	(32.961)	(34.609)	(36.339)	(36.578)
Vendas Líquidas	23.231	99.523	106.987	115.011	123.637	132.910	140.427	147.449	154.821	162.562	163.632
Custo da Mercadoria Vendida	(18.640)	(79.659)	(84.879)	(90.564)	(96.099)	(103.186)	(108.617)	(113.741)	(119.175)	(124.862)	(126.106)
Lucro Bruto	4.591	19.863	22.109	24.447	27.538	29.724	31.810	33.707	35.646	37.700	37.526
Despesas Operacionais	(3.413)	(14.380)	(15.201)	(16.084)	(17.032)	(18.052)	(18.879)	(19.652)	(20.463)	(21.314)	(21.432)
EBIT	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
Despesas Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Receitas Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lucro antes do IRPJ e da CSSL	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
IRPJ e CSSL	(394)	(1.840)	(2.325)	(2.820)	(3.548)	(3.944)	(4.372)	(4.755)	(5.138)	(5.547)	(5.448)
Lucro Líquido	783	3.643	4.583	5.544	6.958	7.727	8.558	9.301	10.045	10.839	10.646
EBIT	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
Depreciação e Amortização	638	2.717	3.001	3.309	3.645	4.004	4.389	4.798	5.233	5.693	6.170
EBITDA	1.815	8.201	9.908	11.673	14.151	15.676	17.319	18.854	20.416	22.079	22.264

Anexo 8 - Análise Vertical da Demonstrações de Resultados

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia
Demonstração de Resultados - Análise Vertical

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vendas Brutas	122,4%										
Impostos Indiretos	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%	-22,4%
Vendas Líquidas	100,0%										
Custo da Mercadoria Vendida	-80,2%	-80,0%	-79,3%	-78,7%	-77,7%	-77,6%	-77,3%	-77,1%	-77,0%	-76,8%	-77,1%
Lucro Bruto	19,8%	20,0%	20,7%	21,3%	22,3%	22,4%	22,7%	22,9%	23,0%	23,2%	22,9%
Despesas Operacionais	-14,7%	-14,4%	-14,2%	-14,0%	-13,8%	-13,6%	-13,4%	-13,3%	-13,2%	-13,1%	-13,1%
EBIT	5,1%	5,5%	6,5%	7,3%	8,5%	8,8%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	9,8%
Despesas Financeiras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Receitas Financeiras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lucro antes do IRPJ e da CSSL	5,1%	5,5%	6,5%	7,3%	8,5%	8,8%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	9,8%
IRPJ e CSSL	-1,7%	-1,8%	-2,2%	-2,5%	-2,9%	-3,0%	-3,1%	-3,2%	-3,3%	-3,4%	-3,3%
Lucro Líquido	3,4%	3,7%	4,3%	4,8%	5,6%	5,8%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,5%
EBIT	5,1%	5,5%	6,5%	7,3%	8,5%	8,8%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	9,8%
Depreciação e Amortização	2,7%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	3,0%	3,1%	3,3%	3,4%	3,5%	3,8%
EBITDA	7,8%	8,2%	9,3%	10,1%	11,4%	11,8%	12,3%	12,8%	13,2%	13,6%	13,6%

Anexo 9 - Projeções do Imposto de Renda e da Contribuição Social

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Imposto de Renda e Contribuição Social

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Lucro do Período	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
(+) Depreciação Contábil	638	2.717	3.001	3.309	3.645	4.004	4.389	4.798	5.233	5.693	6.170
(-) Depreciação Dedutível	638	2.717	3.001	3.309	3.645	4.004	4.389	4.798	5.233	5.693	6.170
Lucro Ajustado do Período	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
IRPJ Incluindo Despesas Financeiras (Lucro Real)											
Lucro do Período	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
Compensação de Prejuízos											
Lucro Tributável	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
IRPJ - Total	288	1.347	1.703	2.067	2.603	2.894	3.209	3.490	3.772	4.073	3.999
Alíquota Média	24,5%	24,6%	24,7%	24,7%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,8%	24,9%	24,9%
CSSL Incluindo Despesas Financeiras (Lucro Real)											
Lucro do Período	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
Compensação de Prejuízos											
Base de CSSL	1.177	5.484	6.908	8.363	10.506	11.672	12.931	14.056	15.183	16.386	16.094
CSSL @ 9%	106	494	622	753	946	1.050	1.164	1.265	1.367	1.475	1.448

Anexo 10 - Contas Patrimoniais Relevantes para a Avaliação

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Balço Patrimonial

Valores em milhares de R\$

	set/2012	dez/2012	dez/2013	dez/2014	dez/2015	dez/2016	dez/2017	dez/2018	dez/2019	dez/2020	dez/2021	dez/2022
Caixa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aplicações de Curto Prazo	0	2.229	5.899	10.511	16.137	26.460	34.700	43.942	54.084	65.159	77.232	89.271
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Estoque Matéria Prima	0	960	960	1.032	1.109	1.773	1.926	2.035	2.137	2.237	2.356	2.371
Estoques Produtos Acabados	0	548	550	587	627	656	707	744	779	814	855	864
Contas a Receber	0	11.689	11.689	12.566	13.508	14.466	15.594	16.476	17.300	18.115	19.073	19.198
Impostos a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IR / Contrib. Social a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros Ativos Circulantes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ativo Circulante	0	15.427	19.099	24.696	31.381	43.356	52.927	63.196	74.299	86.326	99.516	111.704
Imobilizado	60.894	61.531	64.240	67.201	70.414	73.879	77.596	81.565	85.786	90.259	94.984	99.961
Depreciação Acumulada	(11.186)	(11.824)	(14.541)	(17.542)	(20.851)	(24.496)	(28.501)	(32.889)	(37.688)	(42.920)	(48.613)	(54.783)
Ativo Não Circulante	49.708	49.707	49.699	49.659	49.563	49.383	49.095	48.676	48.098	47.339	46.371	45.178
Total do Ativo	49.708	65.133	68.798	74.355	80.944	92.738	102.022	111.872	122.397	133.664	145.887	156.882
Fornecedores	0	13.880	13.901	14.818	15.802	19.652	21.037	22.160	23.233	24.301	25.521	25.884
IRPJ e CSSL a Recolher	0	(0)	(0)	(0)	(0)	887	986	1.093	1.189	1.285	1.387	1.362
Impostos a Recolher	0	763	763	820	881	980	1.054	1.115	1.170	1.229	1.290	1.301
Outras Contas a Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos a Equacionar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Passivo Circulante	0	14.643	14.664	15.638	16.683	21.519	23.076	24.368	25.592	26.814	28.198	28.547
Capital Social	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708	49.708
Lucros Acumulados	0	783	4.426	9.009	14.553	21.511	29.238	37.797	47.097	57.143	67.981	78.627
Patrimônio Líquido	49.708	50.490	54.134	58.717	64.261	71.219	78.946	87.504	96.805	106.850	117.689	128.335
Total do Passivo e do Patrimônio Líquido	49.708	65.133	68.798	74.355	80.944	92.738	102.022	111.872	122.397	133.664	145.887	156.882

Anexo 11 - Fluxo de Caixa

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia

Fluxo de Caixa

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	1.815	8.201	9.908	11.673	14.151	15.676	17.319	18.854	20.416	22.079	22.264
Pagamento de IRPJ e CSSL	(394)	(1.840)	(2.325)	(2.820)	(2.661)	(3.845)	(4.265)	(4.659)	(5.043)	(5.445)	(5.473)
Imobilizado	(637)	(2.709)	(2.961)	(3.213)	(3.465)	(3.717)	(3.969)	(4.221)	(4.473)	(4.725)	(4.977)
Capital de Giro	1.446	19	(11)	(14)	2.297	127	156	168	175	164	224
Fluxo de Caixa Operacional	2.229	3.670	4.611	5.626	10.323	8.241	9.241	10.142	11.076	12.073	12.038
Caixa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aplicações no Período	(3.533)	(3.694)	(4.611)	(5.626)	(10.323)	(8.241)	(9.241)	(10.142)	(11.076)	(12.073)	(12.038)
Resgates no Período	1.303	24	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Juros Recebidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortização no Período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos no Período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Juros Pagos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capital Social	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa não Operacional	(2.229)	(3.670)	(4.611)	(5.626)	(10.323)	(8.241)	(9.241)	(10.142)	(11.076)	(12.073)	(12.038)
Estoque Matéria Prima	(960)	(0)	(72)	(77)	(664)	(153)	(108)	(102)	(101)	(118)	(16)
Estoques Produtos Acabados	(548)	(2)	(37)	(39)	(30)	(50)	(37)	(35)	(35)	(41)	(9)
Contas a Receber	(11.689)	0	(877)	(942)	(958)	(1.128)	(882)	(824)	(815)	(958)	(126)
Fornecedores	13.880	21	917	984	3.850	1.385	1.123	1.073	1.067	1.220	363
Impostos a Recolher	763	0	57	61	99	73	61	56	59	61	10
Outras Contas a Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capital de Giro	1.446	19	(11)	(14)	2.297	127	156	168	175	164	224

Anexo 12 - Avaliação

Paraibuna Embalagens - Unidade Sapucaia
Avaliação

Valores em milhares de R\$

	out-dez/2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fluxo de Caixa Operacional	2.229	3.670	4.611	5.626	10.323	8.241	9.241	10.142	11.076	12.073	12.038
Valor Residual	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	112.244
Total a Descontar	2.229	3.670	4.611	5.626	10.323	8.241	9.241	10.142	11.076	12.073	124.282
Taxa de Desconto	11,28%										
Crescimento na Perpetuidade	0,50%										
No. de Períodos (meses)	1,5	9,0	21,0	33,0	45,0	57,0	69,0	81,0	93,0	105,0	117,0
Fator	0,987	0,923	0,829	0,745	0,670	0,602	0,541	0,486	0,437	0,393	0,353
Fluxo de Caixa Descontado	2.200	3.387	3.825	4.194	6.914	4.960	4.999	4.930	4.838	4.739	43.842
Valor do Negócio (Enterprise Value)	88.829										

AJUSTES	
Caixa+Aplicações Financeiras	0
Total dos Ajustes	0
Valor da Empresa (Equity Value)	88.829

Crescimento na Perpetuidade		Taxa de Desconto				
		9,3%	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%
	0,00%	108.734	96.703	86.885	78.733	71.868
	0,25%	110.387	97.944	87.835	79.473	72.452
	0,50%	112.134	99.247	88.829	80.244	73.060
	0,75%	113.983	100.619	89.870	81.049	73.691
	1,00%	115.944	102.066	90.961	81.889	74.348