

CEMITÉRIO TERRA SANTA

RELATÓRIO DE VALUATION

22 DE MARÇO DE 2023



Introdução	3
Objetivo e Metodologia Aplicada	4
Análise Macroeconômica	6
Análise setorial	19
Empresa Avaliada	22
Premissas da Avaliação	24
Derivação do Custo de Capital	28
Resultado da Avaliação	31
<u>Anexo I – Disclaimer</u>	33
<u>Anexo II – Derivação do Custo de Capital</u>	35
<u>Anexo III – Demonstrações Financeiras Projetadas</u>	37

ZION INVEST (“ZION” ou “Contratante”)

São Paulo, Brasil

Conforme solicitado por V.Sas, a **UHY Bendoraytes** apresenta a seguir o Laudo de Avaliação, com data base de 31 de dezembro de 2022 (“Laudo”, “Laudo de Avaliação” ou “Relatório Final”) do **CEMITÉRIO TERRA SANTA** (“Empresa Avaliada”).

Segundo o acordo formalizado entre a **UHY Bendoraytes** e a **ZION**, os resultados apresentados neste Relatório Final serão utilizados no âmbito da precificação das ações de emissão do **CEMITÉRIO TERRA SANTA** para fins meramente contábeis e/ou regulatórios não devendo os mesmos serem considerado como um conselho/recomendação de investimento, fairness opinion ou utilizado para financiamento/captação de recursos, bem como qualquer outra finalidade, exceto a descrita anteriormente.

Ao longo deste Laudo de Avaliação, serão demonstrados, de forma resumida, o escopo do trabalho, seus objetivos, metodologias aplicadas por nós, bem como as premissas operacionais e financeiras envolvidas nas estimativas a serem expostas.

Recomendamos a quem tiver acesso este Laudo de Avaliação que leia com atenção todos os disclaimers referentes as limitações desta avaliação, uma vez que não foi feito nenhum tipo de investigação, diligência ou auditoria nas informações pública disponibilizadas pela **ZION**, sendo assumido que a Administração as prestou de forma consistente e sem omissão. Adicionalmente, os valores expostos como resultados das avaliações dependem de expectativas de performance futura da companhia avaliada e de projeções macroeconômicas e microeconômicas que podem vir a não se concretizar ou concretizar de maneira diferente a projetada, afetando assim o efetivo valor econômico financeiro destas.

Ademais, nos colocamos a disposição para qualquer dúvida ou demanda de esclarecimentos adicionais a respeito do material aqui apresentado.

Atenciosamente



UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes
CRC 2RJ 0081/0-8
CVM 315-8

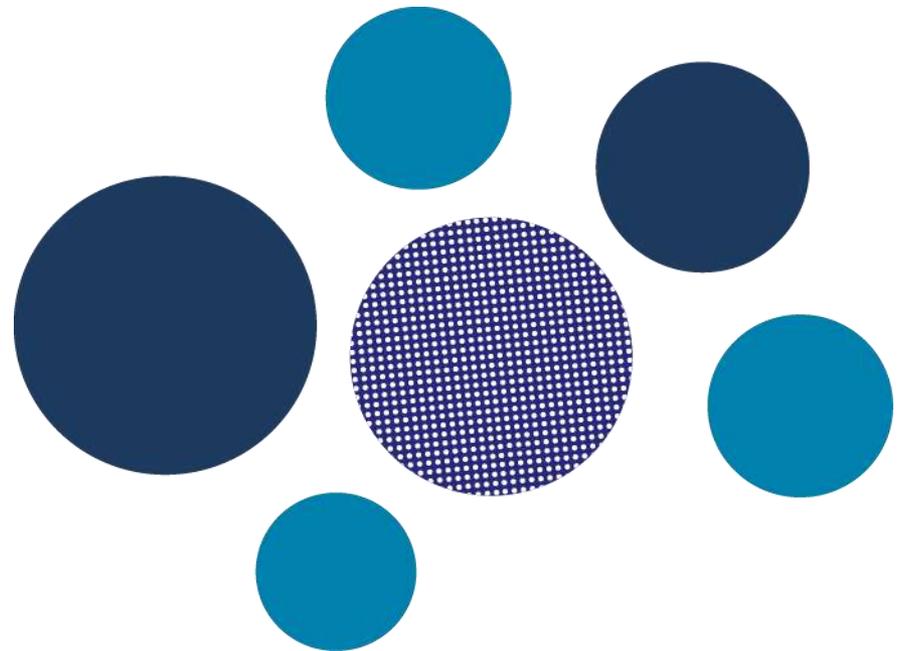


Carlos Bernardo Gonçalves
Corporate Finance Partner
Corecon/RJ 26.532

22 de março de 2023

OBJETIVO E METODOLOGIA APLICADA

BREVE DESCRIÇÃO DOS OBJETIVOS DO PRESENTE
RELATÓRIO E DA METODOLOGIA APLICADA



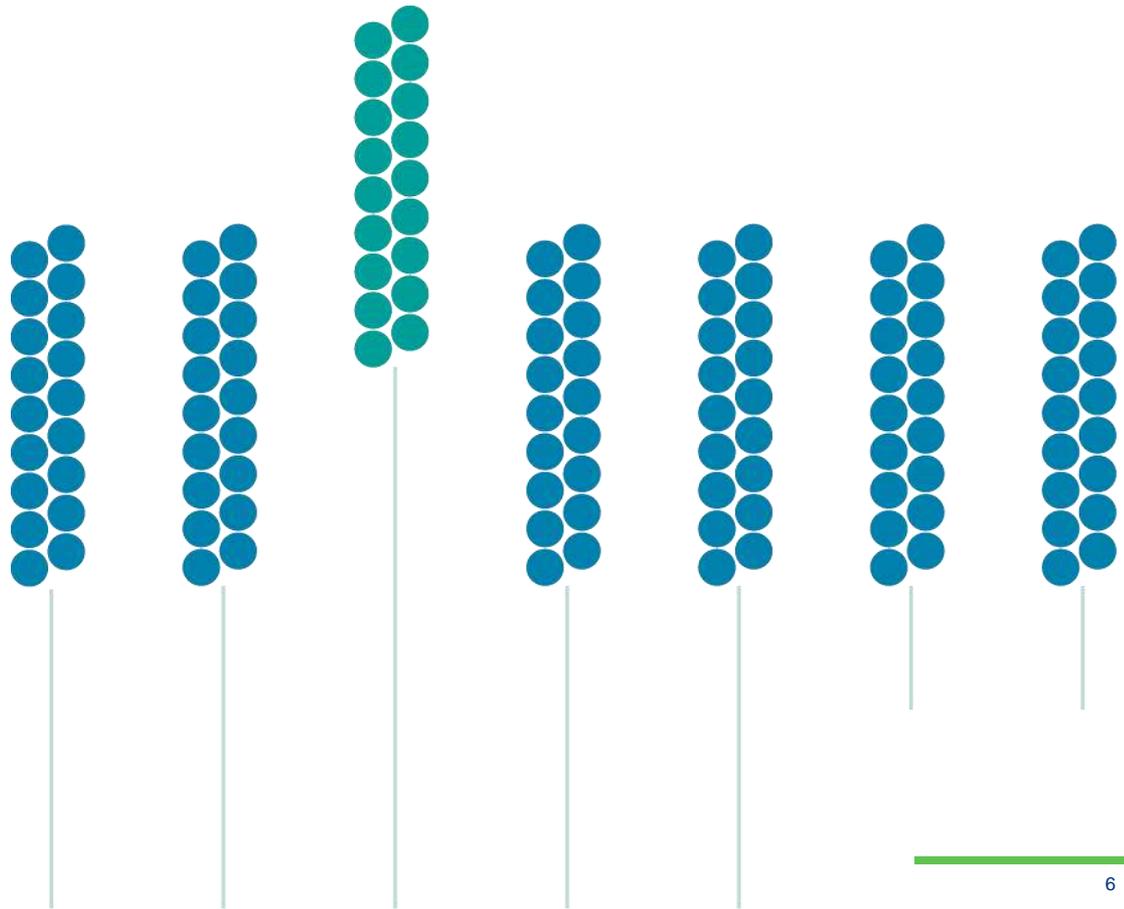
OBJETIVO E METODOLOGIA APLICADA

Tendo em vista o contexto do serviço prestado pela **UHY Bendoraytes**, para o cálculo da estimativa de valor das ações de emissão do **CEMITÉRIO TERRA SANTA** no cenário a ser apresentado neste Relatório, considera-se os seguintes procedimentos:

- Análise de Relatórios Gerenciais e Plano de Negócios para os anos subsequentes à Data-Base da presente avaliação, referentes à **Empresa Avaliada**;
- Discussões e *conference calls* com a **ZION**, para o melhor entendimento do funcionamento da **Empresa Avaliada**, projeções/relatórios enviados pelo **Contratante** em relação à **Empresa Avaliada** assim como os drivers de valor que iriam nortear as estimativas de Resultados e Fluxo de Caixa no horizonte da avaliação. Tais discussões e *conference calls* foram focados nas opiniões e visão do **Contratante** na época da Data-Base da avaliação;
- Discussões com profissionais que atuam no setor de *Death Care* para obtenção insights imparciais a respeito de questões operacionais e mercadológicas da **Empresa Avaliada**;
- Análise das Demonstrações Financeiras não auditadas referente aos exercícios de 2018 a dezembro de 2022;
- Análise Macroeconômica, assim como entendimento da situação dos setores que afetam as atividades da **Empresa Avaliada** para fins especialmente de projeção de *ramp-up*;
- Projeção de resultados contábeis e geração efetiva de caixa da **Empresa Avaliada** ao longo do horizonte da avaliação;
- Cálculo de custo de capital compatível com as características das **Empresa Avaliada** e condições macroeconômicas e setoriais na data base da avaliação.

ANÁLISE MACROECONÔMICA

BREVE ANÁLISE DO CONTEXTO ECONÔMICO NACIONAL



ANÁLISE MACROECONÔMICA

Estabilidade política

Durante a cerimônia de posse de Aloizio Mercadante como presidente do BNDES, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva criticou a decisão do COPOM (Comitê de Política Monetária) de manter a taxa Selic em 13,75% ao ano. Além disso, outras declarações contra o Banco Central ou contra a política monetária implementada pelo mesmo já haviam sido dadas pelo presidente, como críticas à autonomia do órgão e à meta de inflação, que o presidente considera ser muito baixa.

Os analistas temem que o presidente Lula tome ações que prejudiquem o funcionamento do Banco Central. O último boletim Focus traz o quarto aumento seguido da inflação esperada para 2023, que chegou a 5,78%, mas esse resultado pode piorar se o governo interferir, de fato, no trabalho do BC.

Em relação à recente crise de gás na Europa provocada pela guerra entre Rússia e Ucrânia, o preço no atacado do gás natural, que começou a subir antes da guerra e disparou a partir da invasão de 24 de fevereiro de 2022, agora está quase cinco vezes mais barato do que em agosto de 2022, e alcançou seu preço mais baixo desde o início do conflito. O preço de referência é o de 1 megawatt/hora (MWh) para entrega no mês seguinte, negociado no mercado holandês conhecido como TTF. Na primeira semana de janeiro de 2023, o preço estava em torno de € 73, o mais baixo desde 21 de fevereiro de 2022. O preço no atacado caiu quase 50% em um mês e está muito abaixo dos máximos de agosto de 2022, quando alcançou € 342.

A queda atual de preços se explica, em primeiro lugar, porque a Europa encheu seus reservatórios durante o último verão no Hemisfério Norte e porque o outono não foi tão frio quanto o esperado. Além disso, as famílias e as empresas reduziram voluntariamente o seu consumo. Apesar de as exportações de gás da Gazprom para União Europeia e Suíça terem caído 55% em 2022 (de 138 para 62 bilhões de m³), no início de janeiro de 2023 as reservas europeias de gás estavam 83,3% cheias, segundo a Gas Infrastructure Europe.

Apesar da queda dos preços, incertezas como ondas de frio mais severas ou um corte ainda maior do fornecimento de gás russo pode comprometer essa queda e fazê-los voltar a subir. Também se teme que haja concorrência entre Europa e Ásia para obter gás natural liquefeito (GNL), onde os preços são agora superiores aos europeus.

Os preços dos alimentos, cujos níveis haviam alcançado recordes em março de 2022, caíram pelo décimo mês seguido em janeiro, de acordo com a agência de alimentos das Nações Unidas (ONU). O índice de preços da ONU para agricultura e alimentação, que acompanha as commodities alimentares mais comercializadas globalmente, atingiu média de 131,2 pontos em janeiro, contra 132,2 pontos um mês antes. O índice caiu frente ao recorde de 159,7 alcançado em março de 2022.

Panorama Econômico

Contas públicas

Em janeiro de 2022, o Tesouro nacional estimou que a Dívida Pública Federal (DPF) chegaria ao fim de 2022 entre R\$ 6 trilhões e R\$ 6,4 trilhões, acima dos R\$ 5,6 trilhões que bateu em 2021. Em dezembro, a dívida teve alta de 1,37% e fechou 2022 em R\$ 5,95 trilhões, R\$ 50 bilhões a menos que o mínimo esperado.

De acordo com o Tesouro, o aumento da dívida pública em dezembro está relacionado à emissão líquida (emissão superando os resgates) de R\$ 26,25 bilhões em títulos da dívida do governo federal e à apropriação positiva de juros, no valor de R\$ 54,38 bilhões.

Para 2023, o Tesouro nacional estimou que a Dívida Pública Federal (DPF) deverá chegar ao fim do ano entre R\$ 6,4 trilhões e R\$ 6,8 trilhões. O projeto da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) estabelece uma meta de déficit primário de R\$ 65,906 bilhões. Trata-se de uma redução em relação à 2022, cuja previsão é de R\$ 79,4 bilhões.

Inflação e Política monetária

O IBGE divulgou no dia 10 de janeiro de 2023 a inflação do mês de dezembro. De acordo com os dados, o Brasil teve uma inflação de 0,62% no mês. A inflação fechou o ano de 2022 em 5,79%, segundo o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) e superou o teto da meta pelo segundo ano seguido. O boletim Focus, divulgado um dia antes pelo Banco Central, previa que 2022 fecharia com inflação de 5,62%.

O resultado do IPCA em 2022 ficou bem abaixo da taxa de 10,06% vista em 2021, mas superou o teto do objetivo do governo, que é de 3,5% com margem de 1,5 ponto percentual para mais ou menos.

Inflação 2022 para cada grupo pesquisado: Alimentação e bebidas 11,64%; Habitação 0,07%; Artigos de residência 7,89%; Vestuário 18,02%; Transportes -1,29%; Saúde e cuidados pessoais 11,43%; Despesas pessoais 7,77%; Educação 7,48%; Comunicação -1,02%.

O IBGE também divulgou a prévia da inflação oficial do mês de janeiro (IPCA-15). De acordo com os dados, a inflação teve alta de 0,55%, ante 0,52% do mês de dezembro. No ano, o IPCA-15 acumula alta de 0,55%.

Segundo o IBGE, Todos os nove grupos de produtos e serviços pesquisados tiveram alta em janeiro, com acelerações maiores nos grupos de Saúde e cuidados pessoais e Comunicação.

Alimentação e bebidas 0,55%; Habitação 0,17%; Artigos de residência 0,38%; Vestuário 0,42%; Transportes 0,17%; Saúde e cuidados pessoais 1,10%; Despesas pessoais 0,57%; Educação 0,36%; Comunicação 2,36%.

Em relação à taxa Selic, no Boletim Focus divulgado no dia 06 de janeiro de 2023, a mediana para o fim de 2023 continuou em 12,50% ao ano, enquanto para o término 2024 avançou de 9,50% para 9,75%. Há quatro semanas, as estimativas eram de 12,25% e 9,25%, respectivamente. O atual patamar de 13,75% é o mais alto desde novembro de 2016, quando a taxa básica estava em 14% ao ano. Em março de 2021 a taxa se encontrava na mínima histórica de 2%.

A instabilidade na economia norte-americana, que enfrenta a maior inflação nos últimos 40 anos, principalmente devido aos efeitos da guerra entre Rússia e Ucrânia que ocorre desde meados de fevereiro, têm elevado a cotação do dólar em todo o mundo. O relatório Focus do dia 06 de fevereiro estima que a taxa de câmbio em 2023 fique em R\$ 5,25, ante a projeção de R\$ 5,28 um mês antes.

Em relação ao salário mínimo, em sua campanha política, o agora presidente Luiz Inácio Lula da Silva havia se comprometido a aumentar o valor para R\$ 1.320,00 em 2023, e o Congresso chegou a aprovar o Orçamento deste ano com esta previsão, mas o presidente ainda não sancionou a peça orçamentária e nem editou outra MP formalizando o novo patamar do piso. Se confirmada e aprovada a proposta do governo eleito, o salário mínimo voltará a ter aumento real após três anos. Enquanto isso não acontece, inicialmente o salário-mínimo foi ajustado para um valor menor, de R\$ 1.302, conforme a medida provisória assinada pelo ex presidente Jair Bolsonaro (PL) antes de deixar o cargo.

Em nota, o ministério da fazenda afirmou que valor do mínimo “está em discussão entre os ministérios da área econômica e a decisão final compete à Presidência da República”.

ANÁLISE MACROECONÔMICA

Crescimento Econômico

Em dezembro, as projeções de crescimento do PIB para 2022 feitas pelo ministério da economia e pelo Banco Central ficaram em 2,7% e 2,9%, respectivamente. A projeção de crescimento para 2023 feita pelo Banco Central é de apenas 1%, devido principalmente às incertezas que rondam tanto o cenário interno quanto externo.

No terceiro trimestre de 2022 o PIB Brasileiro cresceu 0,4% na comparação com os três meses anteriores. Este é o quinto trimestre de alta consecutiva da atividade econômica do país. Com isso, o PIB chega ao maior patamar da série histórica, iniciada em 1996. Além de atingir o maior nível da série, ficou 4,5% acima do patamar pré-pandemia, registrado no quarto trimestre de 2019. O acumulado do ano foi de 3,2% frente ao mesmo período de 2021.

Já a taxa de desemprego caiu para 8,7% no terceiro trimestre. Esta é a menor taxa desde o trimestre fechado em junho de 2015 (8,4%). A taxa representa queda de 0,6 ponto percentual na comparação com o trimestre terminado em junho (9,3%) e de 3,9 pontos percentuais frente ao terceiro trimestre de 2021 (12,6%). A taxa encontra-se acima da média global prevista de 7,7%, porém em linha com a taxa dos emergentes, de 8,7%.

Apesar de a taxa de desemprego estar diminuindo nos últimos meses, os dados do Pnad mostram que o número de empregados sem carteira assinada no setor privado (13,2 milhões de pessoas) foi o maior da série histórica iniciada em 2012, apresentando elevação de 13% (1,5 milhão de pessoas) no ano. Já a taxa de informalidade caiu para 39,4% da população ocupada, contra 40% no trimestre anterior.

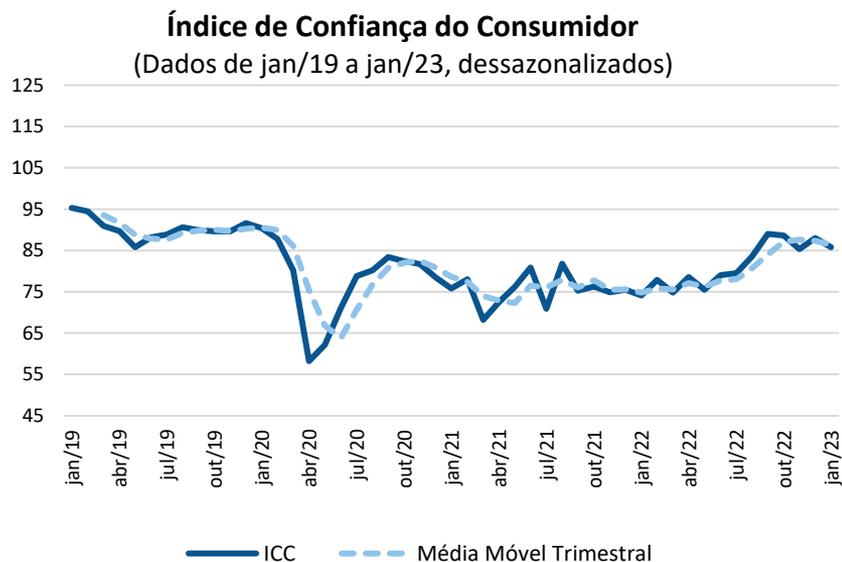
Índices de Confiança

O Índice de Confiança é uma medida estatística que busca compreender, dentro de um intervalo de dados, qual é a confiança da sua medida. Estes índices ajudam a prever e a justificar as decisões de investimento e consumo futuras e passadas de empresários e consumidores e como isso afetará a demanda dos mercados. Desta forma, para fazer uma análise mais completa de tendências estruturais se faz necessário uma análise dos índices de confiança do mercado como um todo.

Índices de Confiança do Consumidor:

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas caiu 2,2 pontos em janeiro, para 85,8 pontos. A média móvel trimestral caiu 0,93 pontos de dezembro para janeiro.

Segundo a FGV, a percepção sobre a situação atual não se altera muito em relação aos meses anteriores, ou seja, há uma desaceleração do mercado de trabalho, endividamento e taxa de juros elevados que continuam diminuindo as intenções de compras nos próximos meses.

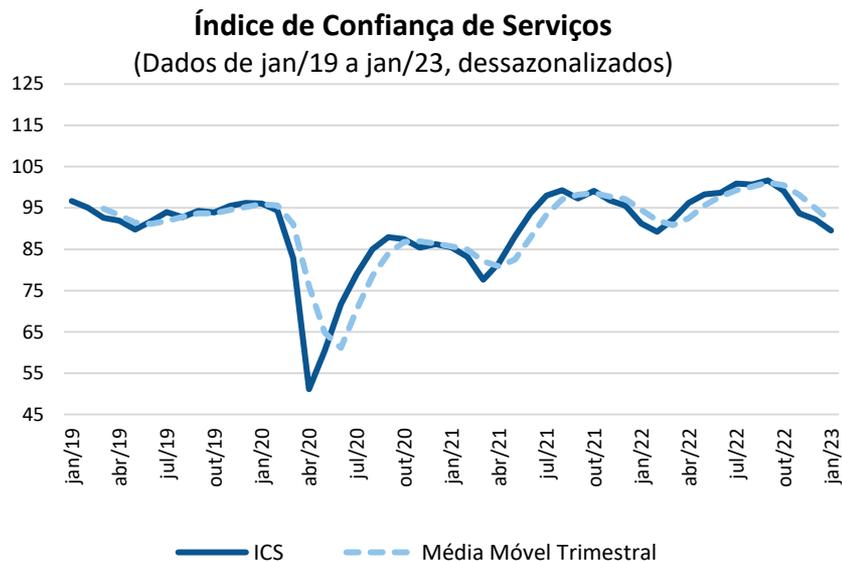


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança de Serviços:

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas, caiu 2,7 pontos em janeiro, para 89,5 pontos, sua quarta queda consecutiva, atingindo o menor nível desde fevereiro de 2022. A média móvel trimestral recuou 3,2 pontos.

Segundo a FGV, a confiança de serviços inicia 2023 mantendo tendência de desaceleração iniciada em outubro de 2022. A queda no mês foi influenciada principalmente pelo aumento do pessimismo em relação aos próximos meses, mas também por uma menor satisfação com a situação atual gerada pela perda de fôlego da demanda.

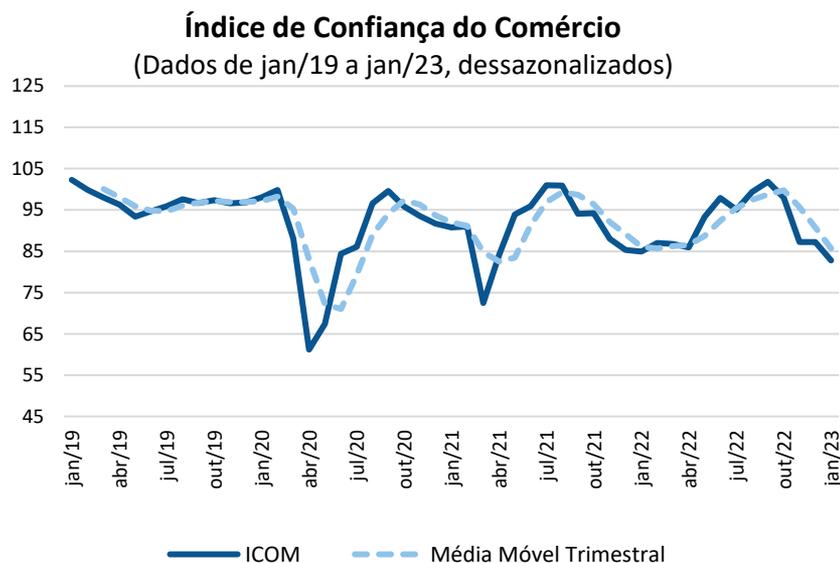


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança do Comércio:

O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), da Fundação Getúlio Vargas ficou, caiu 4,4 pontos em janeiro, para 82,8 pontos, levando o índice ao seu menor patamar desde março de 2021, quando marcou 72,5 pontos. Desde que começou a cair, em outubro, o indicador acumulou tombo de 19 pontos. A média móvel trimestral caiu 5,1 pontos.

Segundo a FGV, o resultado negativo do Icom foi influenciado pela piora mais forte das avaliações sobre o presente, mantendo o padrão que já se observava no final de 2022, sugerindo redução da demanda e consequente desaceleração do setor.

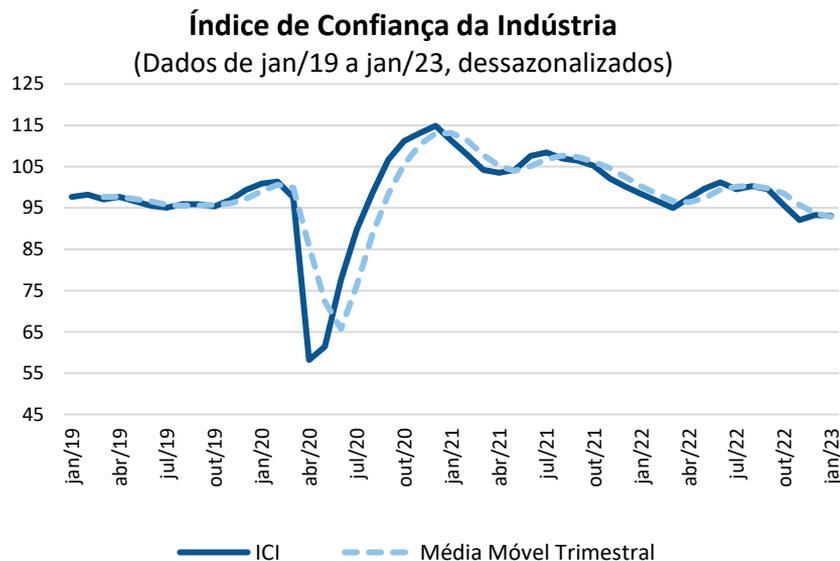


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança da Indústria:

O Índice de Confiança da Indústria (ICI), da Fundação Getúlio Vargas, recuou 0,2 pontos em janeiro, para 93,1 pontos. A média móvel trimestral caiu 0,87 pontos.

Segundo a FGV, mesmo com resultados menos pessimistas, isso não se refletiria uma melhora da produção nos próximos meses, o que pode estar relacionado ao nível de estoques.

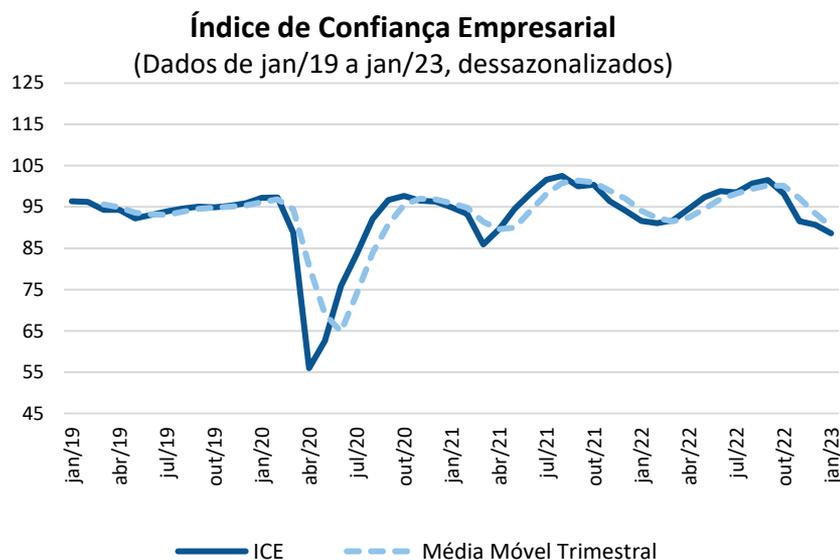


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança Empresarial:

O Índice de Confiança Empresarial (ICE), da Fundação Getúlio Vargas, caiu 2,1 pontos em janeiro, para 88,6 pontos, o menor nível desde março de 2021. A média móvel trimestral caiu 3,2 pontos.

Segundo a FGV, a queda na confiança composta dos diferentes setores empresariais reflete a continuidade da tendência de desaceleração da atividade econômica iniciada no quarto trimestre de 2022 e as expectativas pouco otimistas para a evolução da economia no curto prazo.

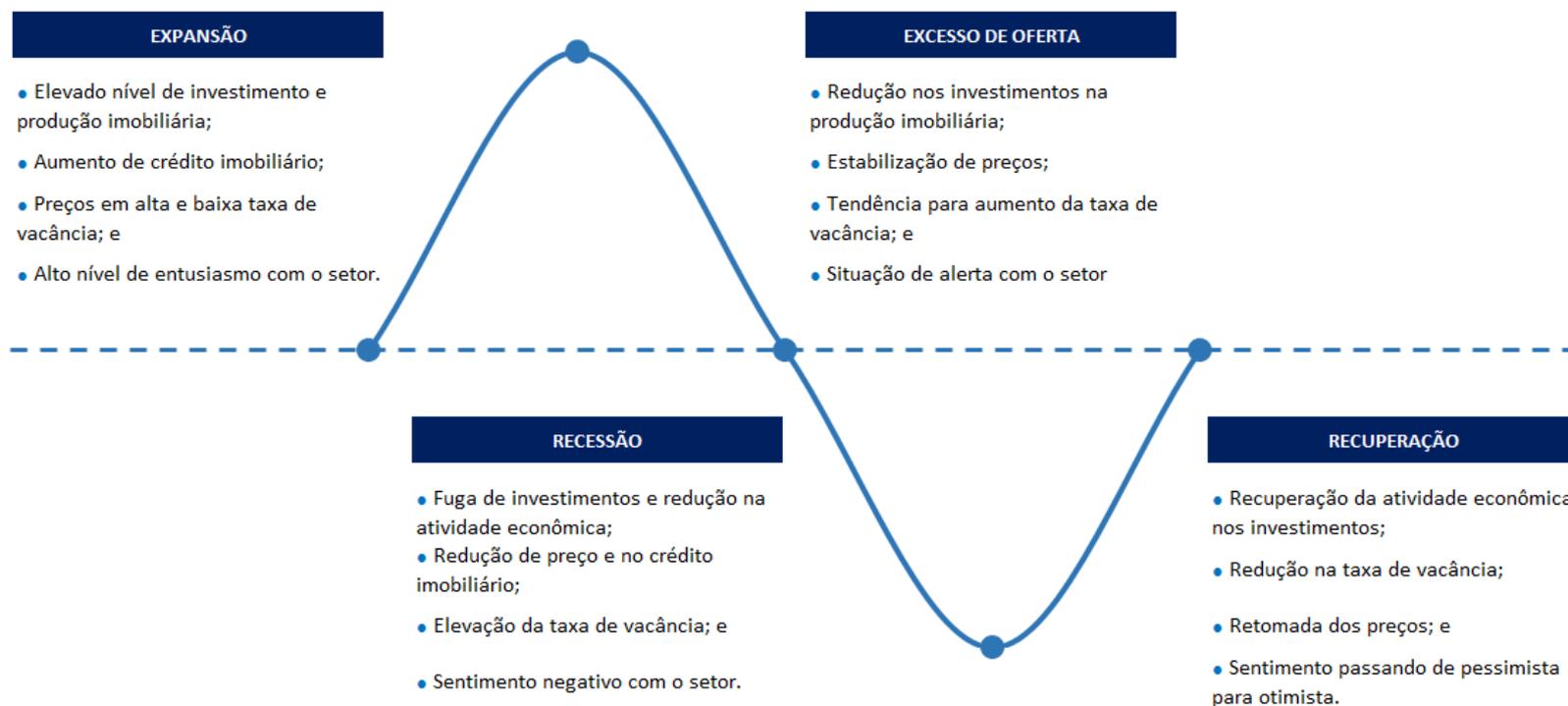


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Aspectos do Mercado Imobiliário

O mercado imobiliário se comporta de maneira cíclica, com altas e baixas na demanda e oferta, cujas oscilações são decorrentes do desempenho da economia.

A ilustração a seguir apresenta cada uma das fases do ciclo de mercado, identificando as diferentes sensações que permeiam os momentos elencados e caracterizando as reações dos players a cada movimentação.



Naturalmente, a leitura e o posicionamento do diagrama apresentado dependem de muitas variáveis, como o segmento de mercado em análise, a disposição ao risco dos *stakeholders*, a qualidade e o volume do portfólio em análise, o momento financeiro do player, o nível de especialização dos envolvidos, entre outros.

Ciclo e Tendências

Apesar de desafiador, 2022 foi um ano positivo para o mercado imobiliário. O valor médio dos imóveis voltou a subir, chegando a 6,12% no ano, registrando a maior alta nos últimos 8 anos. A Associação dos Dirigentes do Mercado Imobiliário da Bahia (ADEMI-BA) confirma o bom momento do setor, que teve 5% de crescimento em 2022.

Em 2023, no entanto, o setor encontra um cenário de juros altos, incerteza econômica e jurídica, e queda na confiança do consumidor e do investidor.

O cenário macroeconômico traz um impacto negativo para o mercado, já que, além de mais caro, o crédito está mais escasso por causa do alto risco de inadimplência, e a necessidade de provisões para devedores duvidosos torna ainda mais difícil a exposição a risco no setor. Além disso, muitos participantes do mercado estão reticentes em contrair empréstimos às vésperas de uma potencial desaceleração econômica global, que pode desaquecer ainda mais o setor ao longo do ano.

Durante esse período, o foco do mercado será, em especial, em imóveis de alto padrão, em que a influência de preço é menor na decisão de compra.

Posto isso, levando-se em conta a percepção geral de mercado, identifica-se que estamos em uma fase de excesso de oferta, quando a euforia com a compra de imóveis durante a pandemia já passou, as taxas de juros ficaram altas e a incerteza política cresce, mas a procura por imóveis ainda acontece, mesmo que em menor quantidade.

Proptechs

Proptech é um termo mais curto para *property technology* e determina o uso de tecnologia da informação no mercado imobiliário. Podem ser consideradas as startups do mercado imobiliário, assim como as fintechs, do setor financeiro, que utilizam tecnologias como blockchain, criptomoedas, internet das coisas, inteligência artificial, softwares de gestão, big data, geolocalização, realidade aumentada, drones, entre outras, para oferecer serviços e produtos inovadores ao setor e facilitar as transações entre compradores, vendedores e outros *stakeholders*. De acordo com um relatório do CB Insights, as transações imobiliárias das proptechs subiram 61% entre 2015 e 2019, o que demonstra o sucesso de crescimento do setor.

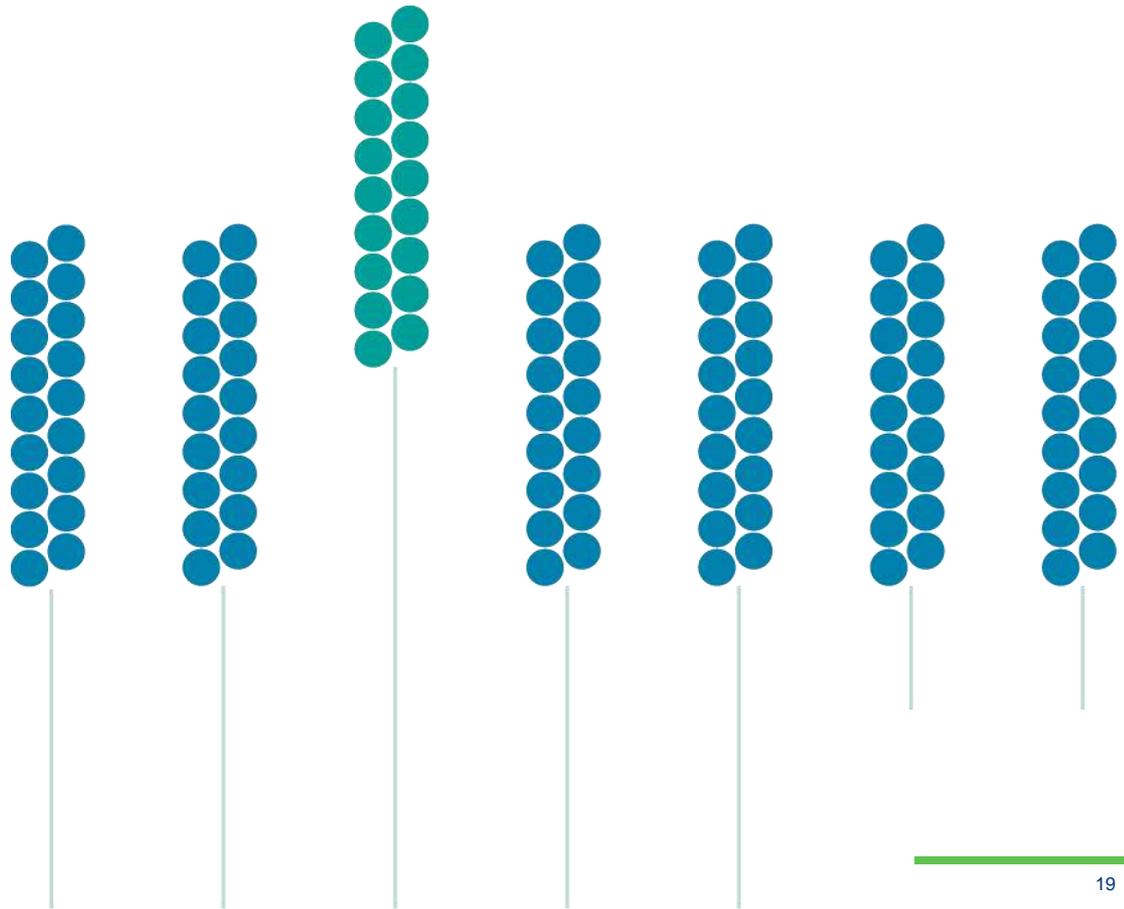
Existem ainda derivações dessas startups, como as Construtechs, startups voltadas ao setor de construção, e Real State Techs, ligadas ao imóvel pronto e que atuam no mercado de compra, venda e aluguel.

De acordo com dados da Terracotta Ventures de 2022, houve um aumento de 282% dessas organizações brasileiras em comparação a 2017. A ascensão desse setor é fruto dos massivos investimentos realizados desde 2010.

Em 2022, segundo dados da Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), as proptechs movimentaram cerca de 194,02 bilhões. As tendências que estamos vendo agora em 2022 e que deverão se expandir para o próximo ano são, predominantemente, lideradas por transformações nas tendências demográficas e comportamentos de compra que estão apresentando uma infinidade de oportunidades para startups e empresas de proptech.

De acordo com a Liga Ventures, em 2021, as proptechs ganharam destaque com volumes recordes de aporte. Para 2022, por conta da alta de juros, os investimentos de alto risco passaram a não ser tão interessantes para os investidores tradicionais, mas, por conta dos grandes retornos característicos desse tipo de investimento, houve crescimento dos aportes. Prova disso são as proptechs que atuam na experiência de aluguel, compra e venda como o QuintoAndar e a Loft.

ANÁLISE SETORIAL



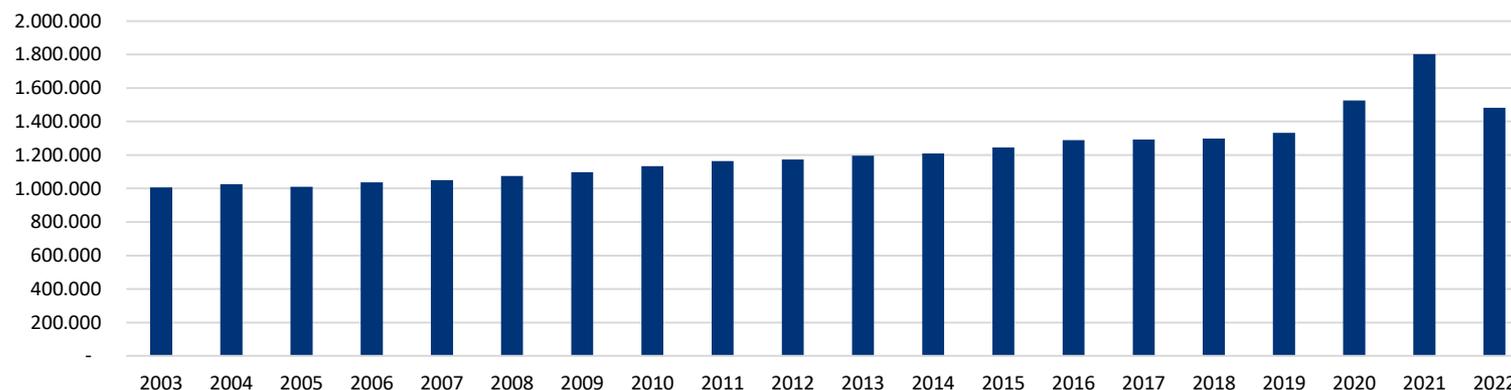
Setor de death care

O setor de "death care", ou assistência à morte, é o segmento que reúne funerárias, cemitérios, crematórios e planos funerários, e envolve vários produtos e serviços como: tanatopraxia, higienização, necromaquiagem, inumação, ornamentação, produção de urnas, traslado de familiares, entre outros. Funciona como uma espécie de seguro em que o adquirente paga, em vida, os custos para seu óbito. Tal setor é um dos que mais cresce no mercado desde o início da pandemia. É um mercado com pouca visibilidade no Brasil, mas que fatura R\$ 3 bilhões por ano.

Isso só foi possível a partir da vigência da Lei 13.261, de março de 2016, que regulamentou os Planos de Assistência Funerária. Com a normatização, organizações passaram a ofertar o serviço funerário mediante a contratação do Plano Funerário, proporcionando receita recorrente aos negócios do segmento de Death Care com um fluxo de recebimento em intervalos previsíveis e constantes.

Em 2020, com a chegada do coronavírus, o Brasil registrou 1,5 milhão de mortes, contra 1,3 milhão no ano anterior, e movimentou cerca de R\$ 7 bilhões no ano. A expectativa é de que o mercado mundial de Death Care fature cerca de 152,8 bilhões de dólares em 2026.

Número de óbitos ano a ano



Em 2022, o Brasil registrou 1,47 milhão de mortes no total, voltando ao patamar de mortes de 2020, primeiro ano da pandemia. Foi uma queda de quase 20% em relação à 2021, que registrou 1,75 milhão, quando o país teve recorde de óbitos durante o pico da covid-19. Os dados estão disponíveis no portal da transparência da Arpen Brasil (Associação dos Registradores de Pessoas Naturais).

Death techs

Esse mercado também está atraindo um número cada vez maior de empresas de tecnologia, as já batizadas de "death techs". A atuação delas vai desde a facilitação de processos burocráticos como o inventário até propostas para o ritual de despedida.

Investidores, entre eles fundos de private equity, estão mapeando o segmento - que no Brasil conta com mais de cinco mil funerárias, 750 cemitérios, 147 crematórios e 250 empresas de plano funeral - de acordo com pesquisa feita pela consultoria RGF, que considera apenas os ativos da iniciativa privada. A maior parte das empresas tem perfil familiar.

Nos Estados Unidos, as plataformas que ajudam no planejamento de questões relacionadas à morte, passando por assuntos legais, memorial e até mesmo últimos desejos estão apresentando crescimento significativo no cenário atual. Em tempos de pandemia, o serviço incluiu um passo a passo de como organizar um funeral digital, por exemplo. Empreendedores do setor afirmam que a demanda na pandemia subiu cerca de 10 vezes.

No Brasil, o mercado de start up vê uma demanda potencial por produto de assistência ao inventário. A venda do produto ocorre, principalmente, por meio do plano funeral, ou seja, o cliente, ao contratar esse seguro, terá também assistência na hora de fazer o inventário, desde que o mesmo seja um consenso entre os familiares.

Outras inovações do serviço são, por exemplo:

- Criar um memorial do falecido através da criação de um QR Code personalizado adicionado ao túmulo;
- Comunidade de suporte para que o enlutado não se sinta sozinho;
- Ajuda na resolução das questões administrativas, como encerramento de contas em banco;
- Ajuda na criação de testamentos;
- Entrega das cinzas humanas, ou de pets, em urnas biodegradáveis para utilização como adubo, para a plantação de uma árvore;
- Etc.

EMPRESA AVALIADA

AVALIAÇÃO ECONÔMICA FINANCEIRA



EMPRESA INVESTIDA

CEMITÉRIO TERRA SANTA

O cemitério Terra Santa está localizado na cidade de Sabará, no estado de Minas Gerais, estando a aproximadamente 25 minutos da capital Belo Horizonte e com atuação em 11 municípios da região.

O cemitério possui uma área total de 282.800 m², havendo capacidade estimada para 70.000 Jazigos sendo deste número 3.000 destinado a utilização por parte da prefeitura municipal de Sabará (MG). O contrato de concessão possui prazo de 25 anos, podendo ser renovado pelo mesmo período de concessão.

ESTRUTURA SOCIETÁRIA

<u>Sócio</u>	<u>% Participação</u>
Milo	11,93%
Brazilian FII	52,90%
CARE 11 FIP	35,17%
TOTAL	100,00%



PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

AVALIAÇÃO ECONÔMICA FINANCEIRA



PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

RECEITAS PROJETADAS:

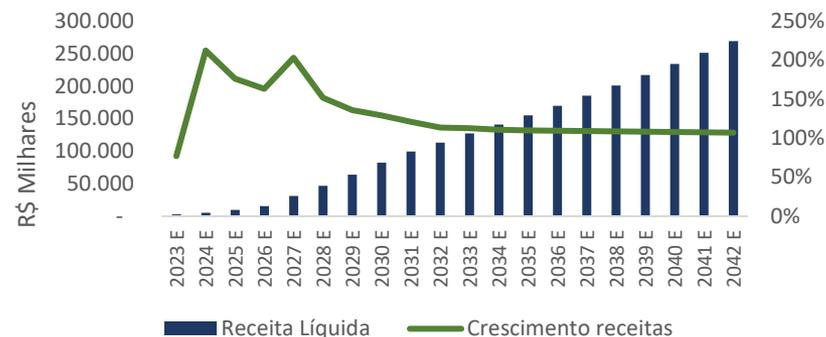
Para projeção das receitas brutas, foi considerado o planejamento de venda dos seguintes serviços:

- Vendas de jazigos;
- Manutenção de jazigos;
- Venda de Columbário;
- Manutenção de Columbário;
- Serviço Funerário;
- Crematório Particular;
- Crematório Plano Funerária;
- Floricultura;
- Lanchonete.

Em julho de 2021, a Terra Santa vendeu um total 4.887 jazigos para a Cortel, a partir desta operação a compradora passou a gerir a equipe de vendas da Terra Santa.

Em 2021, a Cortel adquiriu 75% da Metropax, a maior empresa de planos funerários de Belo Horizonte, por conseguinte, em novembro de 2021, a Terra Santa iniciou parceria comercial com a Metropax garantindo, assim, uma expectativa de aumento de receitas ao longo do período projetivo.

Receita Líquida x Crescimento anual



Custos com produtos e mercadorias vendidos

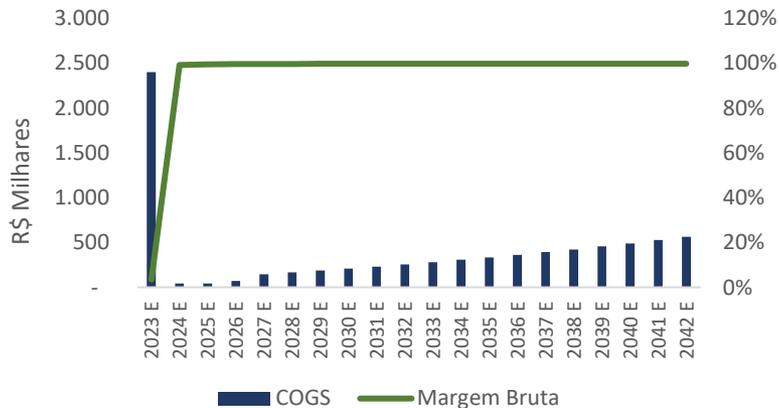
Para projeção dos custos de produtos e mercadoria vendidos (COGS) foi considerada a projeção no Business Plan da companhia.

Os COGS se dividem em custos com construção de jazigos e ossuários.

No gráfico a seguir, está apresentado o comportamento dos COGS e margem bruta ao longo do período projetivo.

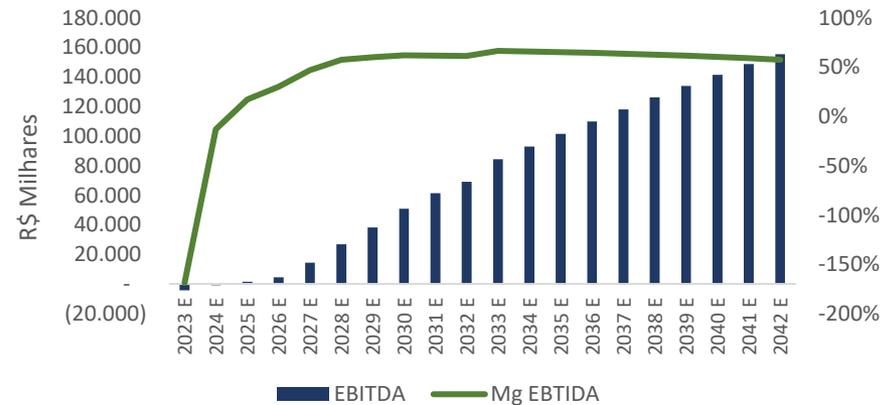
PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

COGS x % Receita Líquida



A seguir é apresentado o comportamento das despesas operacionais ao longo do período projetivo:

Despesas Operacionais x % Receita Líquida



DESPESAS OPERACIONAIS:

Foram consideradas as seguintes despesas operacionais:

- Cemitério;
- Comercial;
- Administração;
- Tributos e taxas;
- Crematório.

Para a projeção das despesas foram considerados os valores do Business Plan do cliente.

EBITDA

Considerando as receitas e despesas apresentadas anteriormente, a média da margem EBITDA ao longo do período projetivo é de 42,19%.

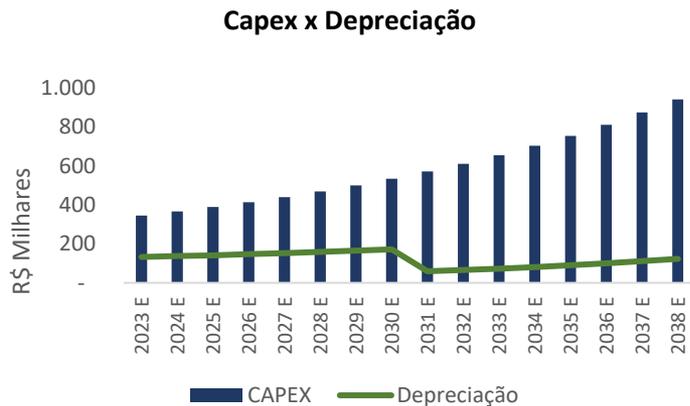
CAPEX

Para investimentos em CAPEX, foram projetadas as seguintes contas de acordo com o Business Plan apresentado pela companhia:

PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

- Obras Cemitério
- Obras de melhorias Cemitério
- Implantação Software
- mobiliário/equipamentos/veículos
- Mídia de Lançamento
- Construção Crematório

Considerando um prazo e depreciação de 8 anos, segue o comportamento do capex e depreciação ao longo do período projetivo:



RESULTADO FINANCEIRO:

Para as receitas financeiras, foi considerado que o caixa aplicável ao período gere uma receita financeira de 100% do CDI do período.

Para a projeção de despesas financeiras foram considerados os juros pagos sobre a dívida da companhia.

IMPOSTOS DIRETOS:

Para o Cemitério Terra Santa, foram consideradas as alíquotas de imposto de renda e contribuição social de acordo com as normas vigentes na legislação atual para lucro real e presumido. Deste modo, foi considerado lucro presumido para os anos de 2023 a 2032 e, para os demais anos projetivos, lucro real.

NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO:

Para cálculo da necessidade de Capital de Giro, utilizamos média histórica das demonstrações financeiras da companhia:

- Contas a receber: 164 dias de receita líquida;
- Créditos tributários: 4 dias de despesas operacionais;
- Estoques: 330 dias de custos;
- Fornecedores: 143 dias de custos;
- Obrigações trabalhistas: 35 dias de despesas operacionais;
- Obrigações Tributárias: 182 dias de despesas operacionais.

CUSTO DE CAPITAL E OUTRAS PREMISSAS PARA O CÁLCULO DO VPL:

- Horizonte de análise: 20 anos;
- Metodologia de Valor Residual: Perpetuidade;
- Crescimento Real na Perpetuidade: 2,00%.
- Metodologia de Taxa de Desconto: Ke em termos nominais.

DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL



PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

Taxa de Desconto:

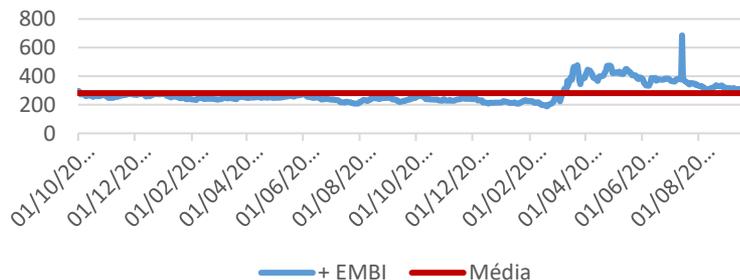
- **Taxa Livre de Risco (RF): 2,65%**

Como metodologia de taxa livre de risco foi considerada a média dos últimos 24 meses dos rendimentos do título do governo americano de 30 anos “T-Bond 30 years”.

- **Risco Soberano (α_{BR}): 3,01%**

Como metodologia de risco foi considerada a média dos últimos 24 meses do spread calculado pelo EMBI+. Segue abaixo o histórico do índice:

Embi + (Basis Points)



- **Beta Desalavancado - (β): 0,67**

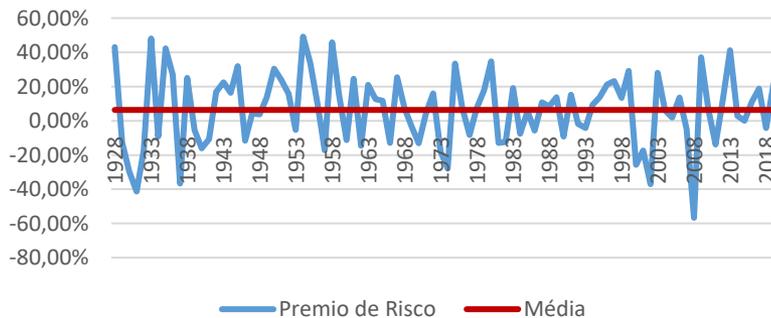
Foi considerado o média do beta desalavancado das seguintes empresas comparáveis:

Comparáveis	País	Beta
Carriage Services Inc	EUA	0,36
Hillenbrand Inc	EUA	1,04
Invocare Limited	AUS	0,69
Service Corporation Internacional	EUA	0,60

PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

- **Prêmio de Risco de Mercado: 6,64%**

Consiste no prêmio demandado para investir em ativos de risco em detrimento de ativos livres de risco. Para estimar tal prêmio, comumente é utilizado o diferencial do retorno dos investimentos no mercado americano (por conta da grande disponibilidade de dados públicos) entre determinado período. Por conta do uso da perpetuidade, utilizamos o período entre 1928 e 2019, com a evolução abaixo exposta:



Fonte: Website Prof. Aswath Damodaram - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- **Prêmio de Risco de tamanho da Empresa (SP): 3,67%**

Para o prêmio de risco referente ao tamanho da empresa foi usado a taxa para empresas microcap tendo como base o “2019 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital” da Duff & Phelps.

Sendo assim a taxa de desconto nominal em reais é de 15,59% conforme demonstração a seguir:

Inflação Americana = 2,00%

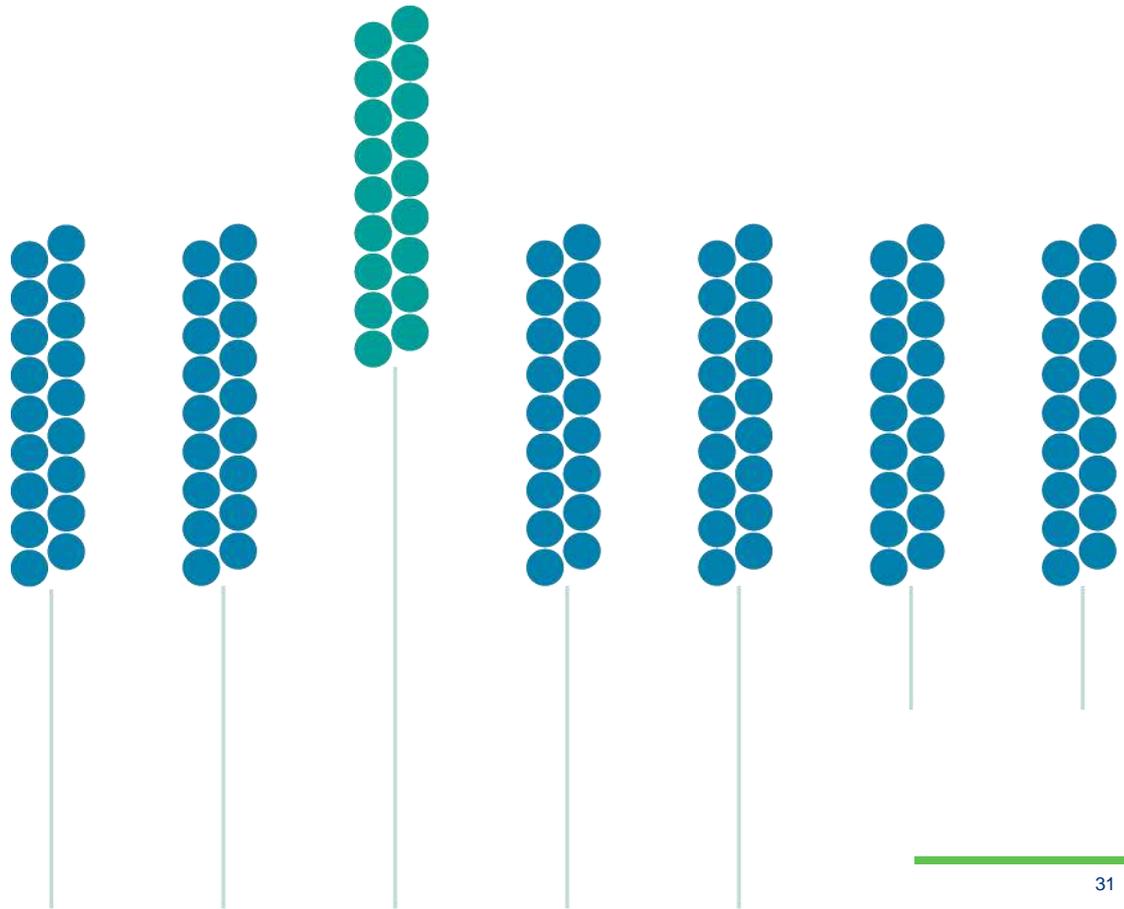
Inflação Brasileira = 3,61%

Ke nominal em Dólares Americanos (Ke USD) = $RF + \beta * MRP + \alpha BR + SP = 13,80\%$

Ke Real = $((1 + Ke USD) / (1 + Inflação Americana) - 1) = 11,57\%$

Ke nominal em reais = $(1 + Ke Real) * (1 + Inflação Brasileira) - 1 = 15,59\%$

RESULTADO DA AVALIAÇÃO



RESULTADO DA AVALIAÇÃO

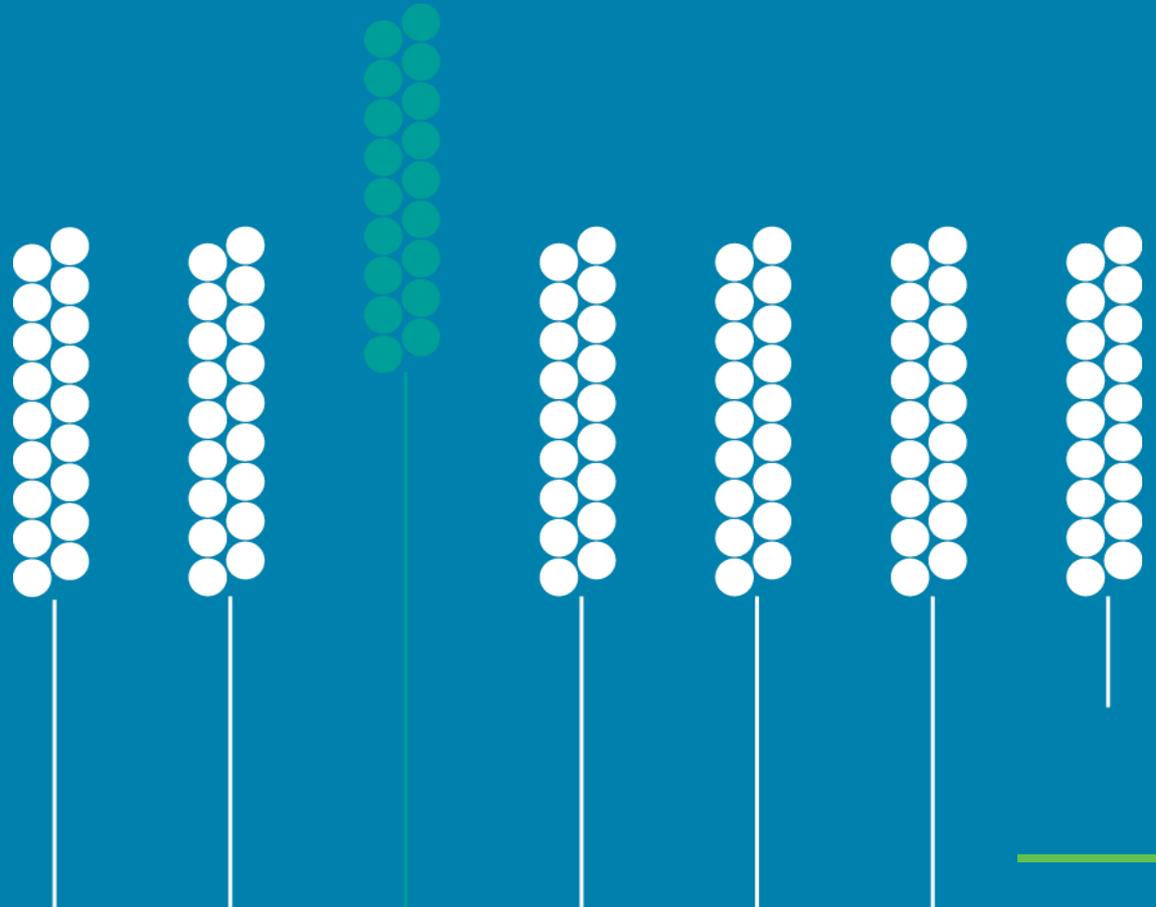
Considerando todos os relatórios gerenciais, relatórios de evolução de implantação e estudos disponibilizados pela Zion, as premissas previamente apresentadas neste relatório, a veracidade e qualidade informações públicas utilizadas como base das premissas, em especial às divulgadas pelo Banco Central do Brasil e a metodologia anteriormente descrita e debatida com a equipe técnica da Zion.

O total de ações de emissões do Cemitério Terra Santa possui um valor econômico de **R\$ 153.297.211,63 (cento e cinquenta e três milhões, duzentos e noventa e sete mil, duzentos e onze reais e sessenta e três centavos)**. Na tabela ao lado, está apresentado o detalhamento do valor encontrado.

VPL dos Fluxos	R\$	138.939.151
Perpetuidade	R\$	65.459.459
VPL + Perpetuidade - Operacional	R\$	204.398.610
<hr/>		
Ativos não operacionais (31/12/2022)	R\$	1.068.462
Caixa	R\$	386.115
Realizável a longo prazo	R\$	428.889
Impostos diferidos	R\$	234.486
Outros	R\$	18.973
<hr/>		
Passivos não operacionais (31/12/2022)	R\$	52.169.861
Partes Relacionadas	R\$	10.706.446
Impostos a recolher a longo prazo	R\$	5.324.030
Impostos Diferidos a longo prazo	R\$	21.239.177
Receita diferida	R\$	2.403.239
Outros	R\$	7.635.423
Valor aos acionistas	R\$	153.297.212

ANEXO I

DISCLAIMER



ANEXO - DISCLAIMER

O trabalho de avaliação da Empresa Avaliada foi realizado utilizando-se fatos históricos, econômicos e de mercado vigentes. Os valores aqui apresentados são resultantes da análise de dados históricos (financeiros e gerenciais), merecendo as seguintes considerações:

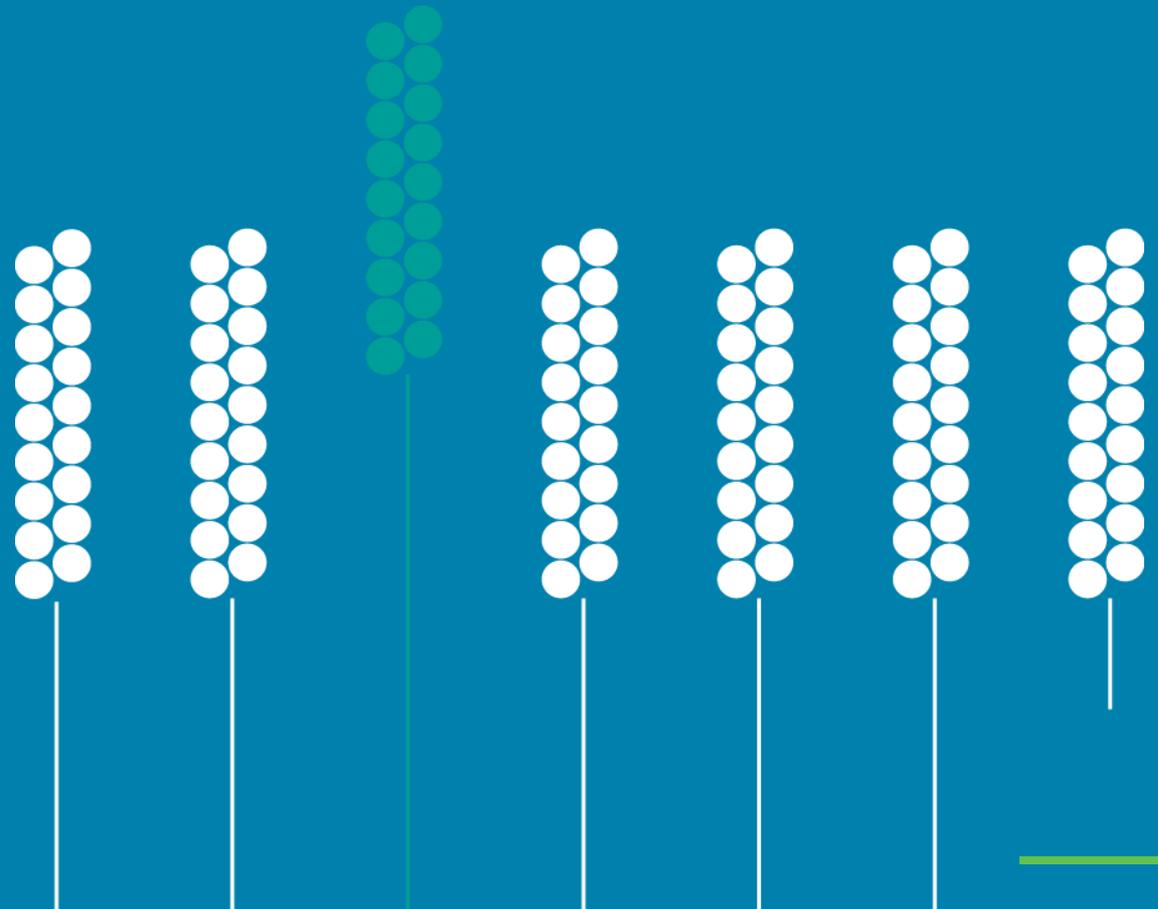
- Os comentários apresentados neste Relatório foram desenvolvidos por profissionais da UHY Bendoraytes com informações fornecidas pelo Contratante, assim como por fontes externas, quando indicado;
- Em relação as informações e projeções apresentadas pelo Contratante para serem usadas como base para a elaboração das avaliações aqui descritas, a UHY Bendoraytes as tomou como verdadeiras, confiáveis e de boa fé, porém uma vez que não era escopo dos serviços aqui prestados não foi feita nenhuma espécie de auditorias nas informações recebidas, não assumindo assim responsabilidade sobre sua razoabilidade e viabilidade;
- Não executamos uma auditoria, e, também, não fez parte do serviço aqui prestado nenhum tipo de assessorial estratégica, financeira ou tributária;
- Nem a UHY Bendoraytes, nem qualquer sócio ou funcionário tem interesse financeiro direto ou indireto na Empresa Avaliada, e os honorários cobrados pela realização do serviço foram quantificados apenas em relação às horas dispendidas, sem qualquer gatilho em relação a maior remuneração por conta de resultados das avaliações, se mantendo assim independente e imparcial na elaboração dos serviços;
- A metodologia aplicada na avaliação descrita neste relatório, por mais consagrada que seja possui limitações e depende da confirmação de eventos futuros devendo assim ser salientado que, uma vez que parte das informações é prospectiva, elas ostentam uma incerteza inerente aos dados estimados. Assim, os números reais podem, possivelmente, diferir de forma significativa dos números projetados.
- Para o calculo do valor econômico justo do portfólio apresentado foram considerados eventos de fundrasing futuros com diluição dos atuais sócios que podem ou não acontecer.

Este Relatório Final é de uso exclusivo da **Zion**, não devendo esta distribuir este material exceto se requisitada por autoridades locais ou fiscais, ou para os seus auditores e advogados, ou sob as seguintes condições:

1. A UHY Bendoraytes deverá ser notificada a respeito de qualquer distribuição deste Relatório, que, por sua vez, deverá ser previamente aprovada por escrito, devendo os receptores se comprometerem por escrito a não distribuir esse Relatório Final;
2. A UHY Bendoraytes não foi contratada para esclarecimentos à terceiros sobre o conteúdo e conclusões deste Relatório Final, sendo para tal necessário uma contratação específica.

ANEXO II

DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL



ANEXO II – DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

A aplicação do método do fluxo de caixa descontado requer a utilização de uma taxa de desconto adequada. O método do FCD é aplicado sobre condições de incerteza. No uso comum, o risco de mercado refere-se a qualquer exposição a algo incerto que possa provocar consequências negativas.

Normalmente, assume-se que os participantes do mercado são avessos ao risco, estes optando por atuar com grau reduzido de incerteza, e uma expectativa de lucro que reflita essa situação. Os participantes do mercado procuram compensação, referida como prêmio de risco, para aceitarem a incerteza.

Portanto, a determinação da taxa de desconto implica nos fluxos de caixa gerados pelo ativo, comparados aos fluxos de caixa gerados pelo mais favorável investimento alternativo. Neste sentido, deve ser observado cuidadosamente que os fluxos de caixa do ativo em análise e o investimento alternativo são equivalentes em termos de risco e maturidade.

A determinação da taxa de desconto para o ativo analisando, por conta de suas características em relação a estrutura de capital ao longo do tempo foi baseada no Custo de Capital Próprio— Ke, calculado pelo método do Capital Asset Pricing Model – CAPM.

O CAPM postula que o custo de oportunidade do capital próprio é igual ao retorno de um ativo livre de risco, mais o prêmio de risco individual. O prêmio de risco é o risco sistêmico de uma companhia (beta), multiplicado pelo prêmio de risco.

A equação para o custo de capital próprio é:

$$KE = RF + \beta * MRP + \alpha BR + SP$$

KE = retorno esperado do mercado

RF = taxa livre de risco

β = risco sistemático de uma ação

MRP = prêmio de risco

α BR = risco país

SP = risco específico

O ponto inicial para estimar o custo do capital próprio é a taxa de retorno livre de risco. Na prática, a taxa de juros de longo prazo de investimentos financeiros livre de risco (e.g. títulos financeiros pré-fixados do setor público) é usada como guia para determinar a taxa de juros de interesse.

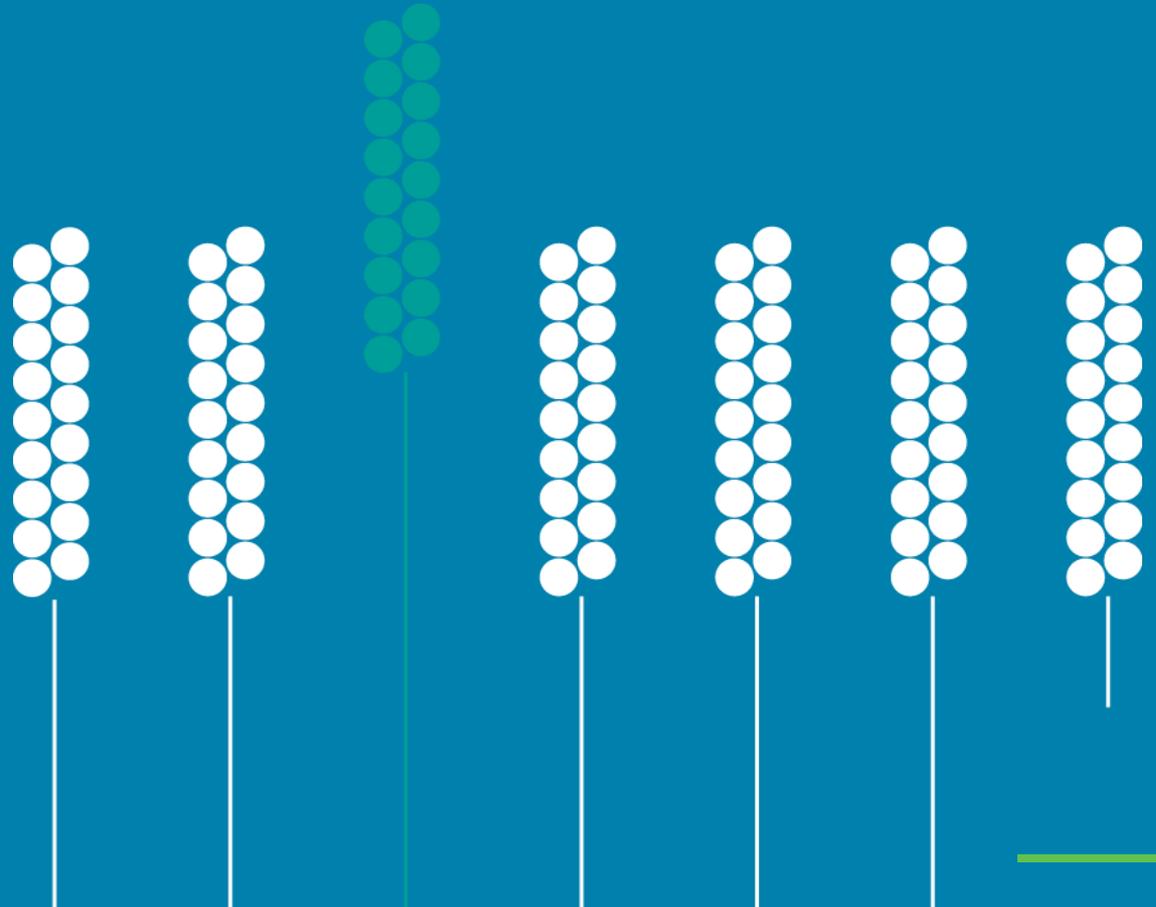
O prêmio de risco de mercado é definido como a diferença entre um retorno esperado num portfólio de mercado e a taxa livre de risco. Estudos de mercado de capitais de longo prazo têm mostrado que os investimentos históricos em ações geram retornos entre 6,0 e 7,0% mais altos que os investimentos em ativos de baixo risco.

O prêmio de risco médio deve ser modificado para refletir a estrutura de risco específico. O CAPM leva em conta o risco específico da companhia através dos fatores beta. Tais fatores representam uma figura de ponderação para a sensibilidade do retorno da companhia comparada com a tendência de todo o mercado. Eles são, portanto, medidas de volatilidade do risco sistêmico. Quanto maior for a diferença positiva entre o beta e número um, maior será a volatilidade. Quanto maior for a diferença negativa entre o beta e o número um, menor a volatilidade com relação a média do mercado. Fatores beta são idealmente determinados com referência a todo mercado de capitais, desde que o conceito de risco sistêmico e específico exija que ações individuais sejam medidas com relação ao portfólio do mercado.

Finalmente riscos específicos, tal qual risco em relação ao tamanho da companhia e prazo de maturação, caso sejam aplicáveis, devem ser adicionados ao custo de capital.

ANEXO III

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PROJETADAS



ANEXO III – PROJEÇÕES

DRE		2018	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Receita Bruta Nominal	R\$	3.967.877	1.551.000	2.385.000	5.290.000	3.370.667,63	2.635.893	5.605.414	9.880.069	16.116.363	32.748.805	49.666.146	67.481.586	87.150.338
Deduções	R\$	(541.665)	(110.000)	(125.000)	(348.000)	(142.956)	(148.928)	(316.706)	(558.224)	(910.575)	(1.850.307)	(2.806.137)	(3.812.710)	(4.923.994)
Receita operacional líquida	R\$	3.426.212	1.441.000	2.260.000	4.942.000	3.227.711	2.486.965	5.288.708	9.321.845	15.205.789	30.898.498	46.860.008	63.668.876	82.226.344
Margem Líquida	%	-81,81%	-337,13%	-201,11%	-110,58%	-331,55%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
Custos com produtos/serviços	R\$	(163.480)	(814.000)	(987.000)	(1.285.000)	(4.971.139)	(2.400.000)	(43.925)	(45.506)	(70.648)	(146.390)	(166.977)	(188.202)	(210.189)
%ROL	%	-4,77%	-56,49%	-43,67%	-26,00%	-154,01%	-96,50%	-0,83%	-0,49%	-0,46%	-0,47%	-0,36%	-0,30%	-0,26%
Lucro bruto	R\$	3.262.732	627.000	1.273.000	3.657.000	(1.743.428)	86.965	5.244.783	9.276.339	15.135.141	30.752.108	46.693.031	63.480.674	82.016.155
Margem bruta	%	95,23%	43,51%	56,33%	74,00%	-54,01%	3,50%	99,17%	99,51%	99,54%	99,53%	99,64%	99,70%	99,74%
Despesas Operacionais	R\$	(4.689.348)	(3.846.000)	(3.276.000)	(4.704.000)	(7.654.488)	(4.281.197)	(5.934.043)	(7.655.046)	(10.540.071)	(16.253.706)	(19.777.315)	(25.165.204)	(30.964.876)
%ROL	%	-136,87%	-266,90%	-144,96%	-95,18%	-237,15%	-172,15%	-112,20%	-82,12%	-69,32%	-52,60%	-42,21%	-39,53%	-37,66%
EBITDA	R\$	(1.426.616)	(3.219.000)	(2.003.000)	(1.047.000)	(9.397.916)	(4.194.233)	(689.259)	1.621.294	4.595.070	14.498.402	26.915.717	38.315.470	51.051.279
Amortização e depreciação	R\$		(231.000)	(231.000)	(227.000)	(320.716)	(120.960)	(123.631)	(126.591)	(129.870)	(133.505)	(137.534)	(142.001)	(146.952)
Margem EBITDA	%	-41,64%	-223,39%	-88,63%	-21,19%	-291,16%	-168,65%	-13,03%	17,39%	30,22%	46,92%	57,44%	60,18%	62,09%
EBIT	R\$	(1.426.616)	(3.450.000)	(2.234.000)	(1.274.000)	(9.718.632)	(4.315.193)	(812.890)	1.494.702	4.465.200	14.364.898	26.778.183	38.173.469	50.904.327
%Margem EBIT	%	-41,64%	-239,42%	-98,85%	-25,78%	-301,10%	-173,51%	-15,37%	16,03%	29,37%	46,49%	57,15%	59,96%	61,91%
Receita Financeira	R\$	30	1.000	65.000	99.000	560.338	-	-	-	93.493	401.058	858.691	1.355.096	1.863.437
Despesas Financeiras	R\$	(1.376.329)	(1.300.000)	(2.274.000)	(3.241.000)	(91.367)	(1.704.395)	(1.396.343)	(1.190.828)	(1.021.620)	(653.094)	(607.324)	(594.101)	(453.580)
Outras receitas/despesas	R\$	-	-	-	-	(1.379.424)	-	-	-	-	-	-	-	-
%ROB	%	-34,69%	-83,82%	-95,35%	-61,27%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%
EBT	R\$	(2.802.915)	(4.749.000)	(4.443.000)	(4.416.000)	(10.629.085)	(6.019.588)	(2.209.233)	303.874	3.537.073	14.112.862	27.029.550	38.934.464	52.314.184
IR/CSLL (corrente e diferido)	R\$		(109.000)	(102.000)	(1.049.000)	(72.389)	(215.339)	(484.972)	(873.110)	(1.439.366)	(2.949.592)	(4.485.686)	(6.103.328)	(7.889.251)
Lucro Líquido	R\$	(2.802.915)	(4.858.000)	(4.545.000)	(5.465.000)	(10.701.474)	(6.234.927)	(2.694.205)	(569.236)	2.097.707	11.163.270	22.543.864	32.831.136	44.424.933

ANEXO III – PROJEÇÕES

DRE		2031 E	2032 E	2033 E	2034 E	2035 E	2036 E	2037 E	2038 E	2039 E	2040 E	2041 E	2042 E
Receita Bruta Nominal	R\$	105.309.832	119.656.550	134.767.886	149.415.302	164.549.583	180.187.235	196.345.858	213.044.552	230.304.242	248.147.988	266.601.280	285.692.338
Deduções	R\$	(5.950.006)	(6.760.595)	(7.614.386)	(8.441.965)	(9.297.051)	(10.180.579)	(11.093.541)	(12.037.017)	(13.012.190)	(14.020.361)	(15.062.972)	(16.141.617)
Receita operacional líquida	R\$	99.359.827	112.895.955	127.153.500	140.973.337	155.252.531	170.006.656	185.252.317	201.007.534	217.292.052	234.127.627	251.538.308	269.550.721
Margem Líquida	%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
Custos com produtos/serviços	R\$	(233.039)	(256.846)	(281.691)	(307.656)	(334.816)	(363.247)	(393.027)	(424.231)	(456.939)	(491.230)	(527.186)	(564.893)
%ROL	%	-0,23%	-0,23%	-0,22%	-0,22%	-0,22%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%
Lucro bruto	R\$	99.126.787	112.639.109	126.871.809	140.665.682	154.917.716	169.643.409	184.859.291	200.583.303	216.835.113	233.636.397	251.011.121	268.985.828
Margem bruta	%	99,77%	99,77%	99,78%	99,78%	99,78%	99,79%	99,79%	99,79%	99,79%	99,79%	99,79%	99,79%
Despesas Operacionais	R\$	(37.635.568)	(43.386.928)	(42.408.699)	(47.646.877)	(53.405.602)	(59.737.275)	(66.699.682)	(74.356.671)	(82.778.901)	(92.044.658)	(102.240.769)	(113.463.619)
%ROL	%	-37,88%	-38,43%	-33,35%	-33,80%	-34,40%	-35,14%	-36,00%	-36,99%	-38,10%	-39,31%	-40,65%	-42,09%
EBITDA	R\$	61.491.220	69.252.181	84.463.110	93.018.805	101.512.114	109.906.133	118.159.609	126.226.632	134.056.211	141.591.739	148.770.353	155.522.209
Amortização e depreciação	R\$	(152.442)	(158.527)	(165.273)	(172.751)	(60.082)	(66.602)	(73.829)	(81.845)	(90.732)	(100.583)	(111.503)	(123.610)
Margem EBITDA	%	61,89%	61,34%	66,43%	65,98%	65,39%	64,65%	63,78%	62,80%	61,69%	60,48%	59,14%	57,70%
EBIT	R\$	61.338.778	69.093.654	84.297.837	92.846.054	101.452.032	109.839.532	118.085.779	126.144.787	133.965.480	141.491.156	148.658.849	155.398.599
%Margem EBIT	%	61,73%	61,20%	66,30%	65,86%	65,35%	64,61%	63,74%	62,76%	61,65%	60,43%	59,10%	57,65%
Receita Financeira	R\$	2.345.815	2.718.239	3.170.095	3.681.581	4.034.147	4.388.171	4.723.178	5.065.686	5.394.838	5.719.001	6.012.302	6.307.157
Despesas Financeiras	R\$	(313.059)	(164.015)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras receitas/despesas	R\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
%ROB	%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%	-0,36%
EBT	R\$	63.371.535	71.647.879	87.467.932	96.527.635	105.486.179	114.227.703	122.808.957	131.210.473	139.360.318	147.210.157	154.671.151	161.705.756
IR/CSLL (corrente e diferido)	R\$	(9.538.133)	(10.840.815)	(29.715.097)	(32.795.396)	(35.841.301)	(38.813.419)	(41.731.045)	(44.587.561)	(47.358.508)	(50.027.453)	(52.564.191)	(54.955.957)
Lucro Líquido	R\$	53.833.402	60.807.064	57.752.835	63.732.239	69.644.878	75.414.284	81.077.912	86.622.912	92.001.810	97.182.704	102.106.960	106.749.799

ANEXO III – PROJEÇÕES

Fluxo de caixa		2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E	2032 E
Fluxo de Caixa Operacional											
EBIT	R\$	(4.315.193)	(812.890)	1.494.702	4.465.200	14.364.898	26.778.183	38.173.469	50.904.327	61.338.778	69.093.654
Depreciação	R\$	120.960	123.631	126.591	129.870	133.505	137.534	142.001	146.952	152.442	158.527
Imposto de Renda e Contribuição Social	R\$	(215.339)	(484.972)	(873.110)	(1.439.366)	(2.949.592)	(4.485.686)	(6.103.328)	(7.889.251)	(9.538.133)	(10.840.815)
(-)Variação Capital de giro	R\$	(2.939.909)	906.522	(810.362)	(980.262)	(3.772.016)	(5.113.244)	(4.462.193)	(4.983.104)	(3.835.887)	(2.683.176)
Fluxo de Caixa de Investimentos											
CAPEX	R\$	(1.646.944)	(290.815)	(507.576)	(325.312)	(344.767)	(365.763)	(388.446)	(412.977)	(439.536)	(468.320)
Fluxo de Caixa Financeiro											
Receita Financeira	R\$	-	-	-	93.493	401.058	858.691	1.355.096	1.863.437	2.345.815	2.718.239
Despesas financeiras	R\$	(1.704.395)	(1.396.343)	(1.190.828)	(1.021.620)	(653.094)	(607.324)	(594.101)	(453.580)	(313.059)	(164.015)
Amortização dívida	R\$	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(756.410)	(607.906)
Fluxo não operacional											
Caixa mínimo	R\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aporte	R\$	(11.457.231)	(2.711.278)	(2.516.993)	-	-	-	-	-	-	-
Distribuição	R\$	-	-	-	165.593	6.423.581	16.445.981	27.366.088	38.419.393	48.954.009	57.206.189
FCFE	R\$	(11.457.231)	(2.711.278)	(2.516.993)	165.593	6.423.581	16.445.981	27.366.088	38.419.393	48.954.009	57.206.189
Crescimento perpetuidade	% a.a.										
Ke Nominal (R\$) total	% a.a.										
Inflação BR	% a.a.										
		0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50
Fator de Desconto		1,08	1,24	1,44	1,66	1,92	2,22	2,56	2,96	3,43	3,96
FCFE Descontado	R\$	(10.656.665)	(2.181.720)	(1.752.226)	99.732	3.346.972	7.413.409	10.672.205	12.962.097	14.288.819	14.445.560
Perpetuidade		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

ANEXO III – PROJEÇÕES

Fluxo de caixa		2033 E	2034 E	2035 E	2036 E	2037 E	2038 E	2039 E	2040 E	2041 E	2042 E
Fluxo de Caixa Operacional											
EBIT	R\$	84.297.837	92.846.054	101.452.032	109.839.532	118.085.779	126.144.787	133.965.480	141.491.156	148.658.849	155.398.599
Depreciação	R\$	165.273	172.751	60.082	66.602	73.829	81.845	90.732	100.583	111.503	123.610
Imposto de Renda e Contribuição Social	R\$	(29.715.097)	(32.795.396)	(35.841.301)	(38.813.419)	(41.731.045)	(44.587.561)	(47.358.508)	(50.027.453)	(52.564.191)	(54.955.957)
(-)Variação Capital de giro	R\$	(7.066.162)	(3.180.775)	(3.084.990)	(2.851.296)	(2.934.815)	(2.645.965)	(2.439.351)	(2.054.940)	(2.056.995)	(1.588.807)
Fluxo de Caixa de Investimentos											
CAPEX	R\$	(499.546)	(533.455)	(570.313)	(610.413)	(654.081)	(701.675)	(753.592)	(810.271)	(872.197)	(939.908)
Fluxo de Caixa Financeiro											
Receita Financeira	R\$	3.170.095	3.681.581	4.034.147	4.388.171	4.723.178	5.065.686	5.394.838	5.719.001	6.012.302	6.307.157
Despesas financeiras	R\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortização dívida	R\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo não operacional											
Caixa mínimo	R\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aporte	R\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Distribuição	R\$	50.352.400	60.190.760	66.049.657	72.019.176	77.562.845	83.357.117	88.899.598	94.418.075	99.289.271	104.344.694
FCFE	R\$	50.352.400	60.190.760	66.049.657	72.019.176	77.562.845	83.357.117	88.899.598	94.418.075	99.289.271	104.344.694
Crescimento perpetuidade	% a.a.										
Ke Nominal (R\$) total	% a.a.										
Inflação BR	% a.a.										
		10,50	11,50	12,50	13,50	14,50	15,50	16,50	17,50	18,50	19,50
Fator de Desconto		4,58	5,29	6,12	7,07	8,17	9,45	10,92	12,62	14,59	16,86
FCFE Descontado	R\$	11.000.054	11.375.953	10.799.703	10.187.619	9.492.084	8.825.389	8.142.809	7.481.917	6.806.806	6.188.633
Perpetuidade		-	-	-	-	-	-	-	-	-	65.459.459

An independent member of UHY International

ANEXO III – PROJEÇÕES

VPL + Perpetuidade - Operacional	R\$	204.398.610
VPL dos Fluxos	R\$	138.939.151
Perpetuidade	R\$	65.459.459
Valor aos acionistas	R\$	153.297.212
Ativos não operacionais (31/12/2022)	R\$	1.068.462
Caixa	R\$	386.115
Realizável a longo prazo	R\$	428.889
Impostos diferidos	R\$	234.486
Outros	R\$	18.973
Passivos não operacionais (31/12/2022)	R\$	52.169.861
Partes Relacionadas	R\$	10.706.446
Endividamento	R\$	4.861.547
Impostos a recolher a longo prazo	R\$	5.324.030
Impostos Diferidos a longo prazo	R\$	21.239.177
Receita diferida	R\$	2.403.239
Outros	R\$	7.635.423

UHY Bendoraytes & Cia é um membro da Urbach Hacker Young International, uma empresa britânica, e parte do network internacional UHY de firmas independentes de contabilidade, auditoria e consultoria. A UHY é a marca do network internacional da Urbach Hacker Young International.

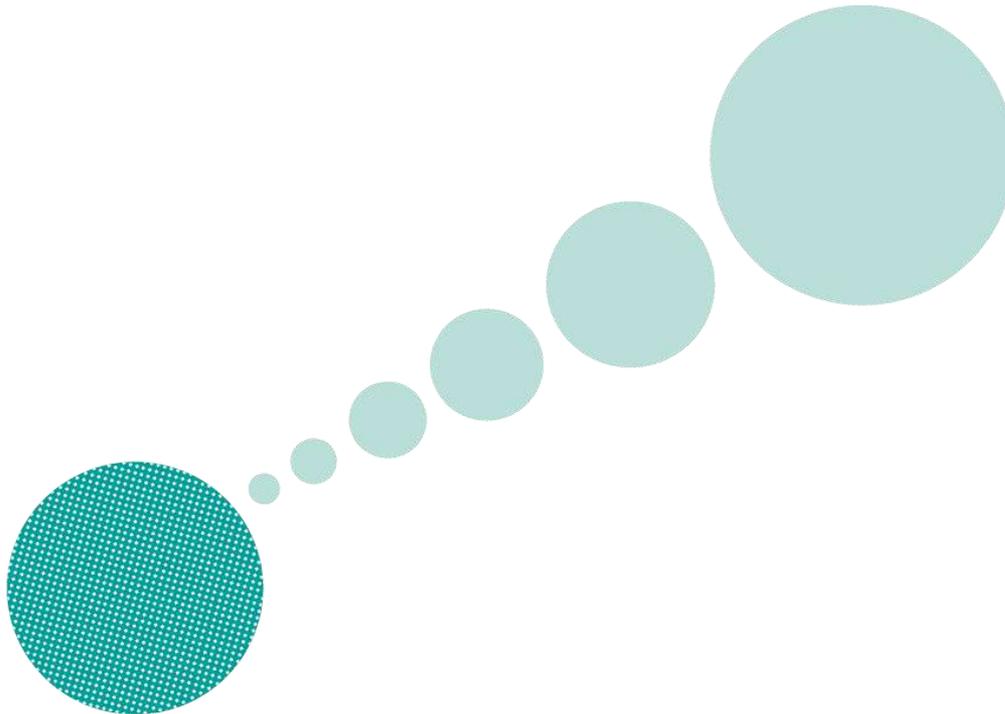
Os serviços descritos nesta apresentação são fornecidos pela UHY Bendoraytes & Cia e não pela UHY International ou por qualquer outra firma membro. A UHY e as demais firmas do network internacional não possuem responsabilidade sobre os serviços aqui apresentados.

© 2019 UHY Bendoraytes & Cia

GRUPO CORTEL

RELATÓRIO DE VALUATION

23 DE MARÇO DE 2023



Introdução	3
Objetivo e Metodologia Aplicada	4
Análise Macroeconômica	6
Setor Death Care	19
Empresa Avaliada	22
Premissas Valuation	28
Derivação do Custo de Capital	33
Resultado da Avaliação	36
<u>Anexo I – Disclaimer</u>	38
<u>Anexo II – Derivação do Custo de Capital</u>	40
<u>Anexo III – Demonstrações Financeiras Projetadas</u>	42

FII BRAZILIAN GRAVEYARD e ZION CAPITAL FII (“CONTRATANTES”)

São Paulo, Brasil

Conforme solicitado por V.Sas, a **UHY Bendoraytes** apresenta a seguir o Laudo de Avaliação, com data base de 31 de dezembro de 2022 (“Laudo”, “Laudo de Avaliação” ou “Relatório Final”) do **GRUPO CORTEL** (“Empresa Avaliada”).

Segundo o acordo formalizado entre a **UHY Bendoraytes** e a **CONTRATANTES**, os resultados apresentados neste Relatório Final serão utilizados no âmbito da precificação das ações de emissão do **GRUPO CORTEL** para fins meramente contábeis e/ou regulatórios não devendo os mesmos serem considerado como um conselho/recomendação de investimento, fairness opinion ou utilizado para financiamento/captação de recursos, bem como qualquer outra finalidade, exceto a descrita anteriormente.

Ao longo deste Laudo de Avaliação, serão demonstrados, de forma resumida, o escopo do trabalho, seus objetivos, metodologias aplicadas por nós, bem como as premissas operacionais e financeiras envolvidas nas estimativas a serem expostas.

Recomendamos a quem tiver acesso este Laudo de Avaliação que leia com atenção todos os disclaimers referentes as limitações desta avaliação, uma vez que não foi feito nenhum tipo de investigação, diligência ou auditoria nas informações disponibilizadas pela **CONTRATANTES**, sendo assumido que a Administração as prestou de forma consistente e sem omissão. Adicionalmente, os valores expostos como resultados das avaliações dependem de expectativas de performance futura da companhia avaliada e de projeções macroeconômicas e microeconômicas que podem vir a não se concretizar ou concretizar de maneira diferente a projetada, afetando assim o efetivo valor econômico financeiro destas.

Ademais, nos colocamos a disposição para qualquer dúvida ou demanda de esclarecimentos adicionais a respeito do material aqui apresentado.

Atenciosamente



UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes
CRC 2RJ 0081/0-8
CVM 315-8

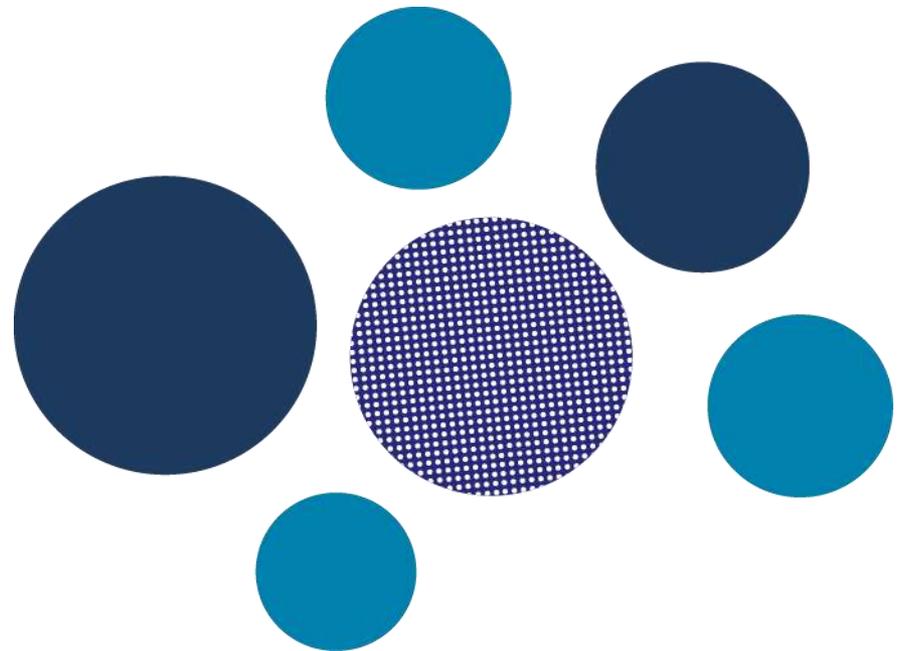


Carlos Bernardo Gonçalves
Corporate Finance Partner
Corecon/RJ 26.532

23 de Março de 2023

OBJETIVO E METODOLOGIA APLICADA

BREVE DESCRIÇÃO DOS OBJETIVOS DO PRESENTE
RELATÓRIO E DA METODOLOGIA APLICADA



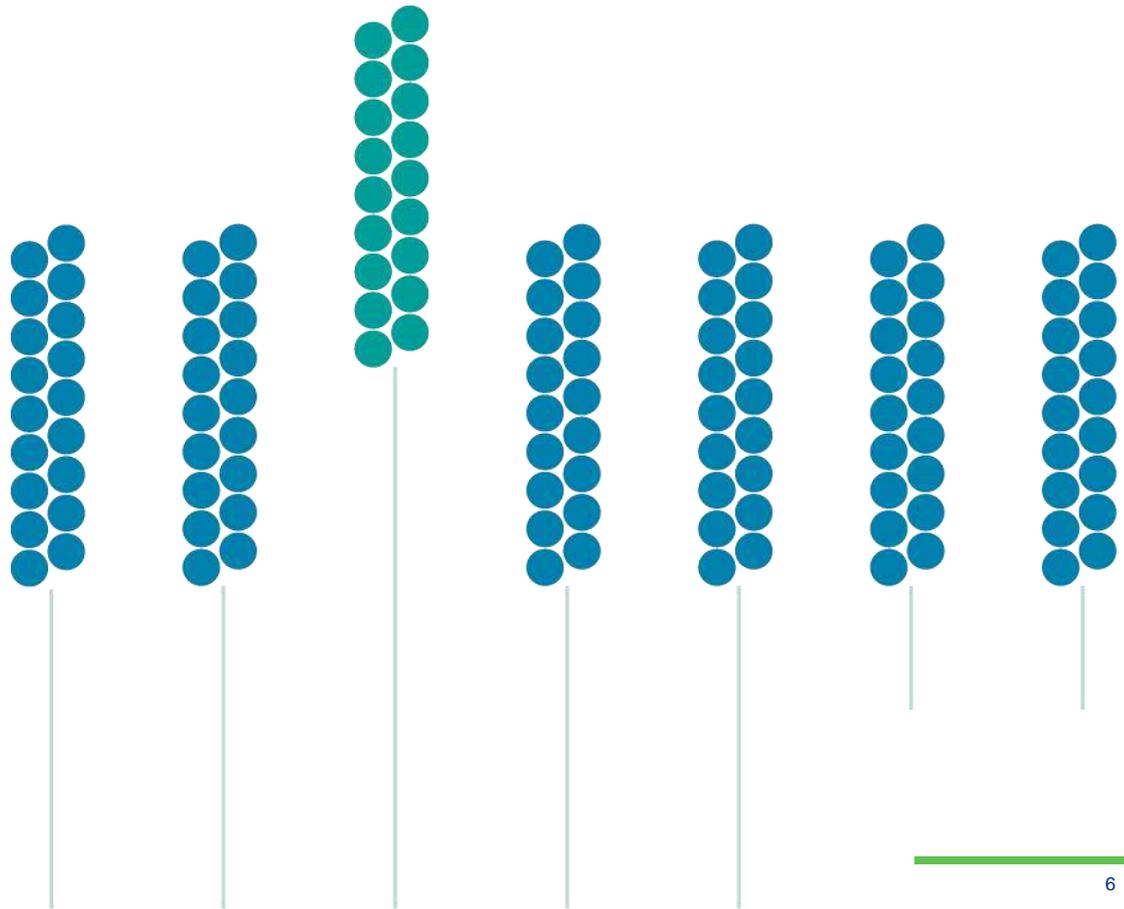
OBJETIVO E METODOLOGIA APLICADA

Tendo em vista o contexto do serviço prestado pela **UHY Bendoraytes**, para o cálculo da estimativa de valor das ações de emissão do **GRUPO CORTEL** no cenário a ser apresentado neste Relatório, considera-se os seguintes procedimentos:

- Análise de Relatórios Gerenciais e Plano de Negócios para os anos subsequentes à Data-Base da presente avaliação, referentes à **Empresa Avaliada**;
- Discussões e *conference calls* com os **CONTRATANTES**, para o melhor entendimento do funcionamento da **Empresa Avaliada**, projeções/relatórios enviados pelo **Contratante** em relação à **Empresa Avaliada** assim como os drivers de valor que iriam nortear as estimativas de Resultados e Fluxo de Caixa no horizonte da avaliação. Tais discussões e *conference calls* foram focados nas opiniões e visão do **Contratante** na época da Data-Base da avaliação;
- Discussões com profissionais que atuam no setor de *Death Care* para obtenção insights imparciais a respeito de questões operacionais e mercadológicas da **Empresa Avaliada**;
- Análise das Demonstrações Financeiras não auditadas referente aos exercícios de dezembro de 2018 a dezembro de 2022;
- Análise Macroeconômica, assim como entendimento da situação dos setores que afetam as atividades da **Empresa Avaliada** para fins especialmente de projeção de *ramp-up*;
- Projeção de resultados contábeis e geração efetiva de caixa da **Empresa Avaliada** ao longo do horizonte da avaliação;
- Cálculo de custo de capital compatível com as características das **Empresa Avaliada** e condições macroeconômicas e setoriais na data base da avaliação.

ANÁLISE MACROECONÔMICA

BREVE ANÁLISE DO CONTEXTO ECONÔMICO NACIONAL



ANÁLISE MACROECONÔMICA

Estabilidade política

Durante a cerimônia de posse de Aloizio Mercadante como presidente do BNDES, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva criticou a decisão do COPOM (Comitê de Política Monetária) de manter a taxa Selic em 13,75% ao ano. Além disso, outras declarações contra o Banco Central ou contra a política monetária implementada pelo mesmo já haviam sido dadas pelo presidente, como críticas à autonomia do órgão e à meta de inflação, que o presidente considera ser muito baixa.

Os analistas temem que o presidente Lula tome ações que prejudiquem o funcionamento do Banco Central. O último boletim Focus traz o quarto aumento seguido da inflação esperada para 2023, que chegou a 5,78%, mas esse resultado pode piorar se o governo interferir, de fato, no trabalho do BC.

Em relação à recente crise de gás na Europa provocada pela guerra entre Rússia e Ucrânia, o preço no atacado do gás natural, que começou a subir antes da guerra e disparou a partir da invasão de 24 de fevereiro de 2022, agora está quase cinco vezes mais barato do que em agosto de 2022, e alcançou seu preço mais baixo desde o início do conflito. O preço de referência é o de 1 megawatt/hora (MWh) para entrega no mês seguinte, negociado no mercado holandês conhecido como TTF. Na primeira semana de janeiro de 2023, o preço estava em torno de € 73, o mais baixo desde 21 de fevereiro de 2022. O preço no atacado caiu quase 50% em um mês e está muito abaixo dos máximos de agosto de 2022, quando alcançou € 342.

A queda atual de preços se explica, em primeiro lugar, porque a Europa encheu seus reservatórios durante o último verão no Hemisfério Norte e porque o outono não foi tão frio quanto o esperado. Além disso, as famílias e as empresas reduziram voluntariamente o seu consumo. Apesar de as exportações de gás da Gazprom para União Europeia e Suíça terem caído 55% em 2022 (de 138 para 62 bilhões de m³), no início de janeiro de 2023 as reservas europeias de gás estavam 83,3% cheias, segundo a Gas Infrastructure Europe.

Apesar da queda dos preços, incertezas como ondas de frio mais severas ou um corte ainda maior do fornecimento de gás russo pode comprometer essa queda e fazê-los voltar a subir. Também se teme que haja concorrência entre Europa e Ásia para obter gás natural liquefeito (GNL), onde os preços são agora superiores aos europeus.

Os preços dos alimentos, cujos níveis haviam alcançado recordes em março de 2022, caíram pelo décimo mês seguido em janeiro, de acordo com a agência de alimentos das Nações Unidas (ONU). O índice de preços da ONU para agricultura e alimentação, que acompanha as commodities alimentares mais comercializadas globalmente, atingiu média de 131,2 pontos em janeiro, contra 132,2 pontos um mês antes. O índice caiu frente ao recorde de 159,7 alcançado em março de 2022.

Panorama Econômico

Contas públicas

Em janeiro de 2022, o Tesouro nacional estimou que a Dívida Pública Federal (DPF) chegaria ao fim de 2022 entre R\$ 6 trilhões e R\$ 6,4 trilhões, acima dos R\$ 5,6 trilhões que bateu em 2021. Em dezembro, a dívida teve alta de 1,37% e fechou 2022 em R\$ 5,95 trilhões, R\$ 50 bilhões a menos que o mínimo esperado.

De acordo com o Tesouro, o aumento da dívida pública em dezembro está relacionado à emissão líquida (emissão superando os resgates) de R\$ 26,25 bilhões em títulos da dívida do governo federal e à apropriação positiva de juros, no valor de R\$ 54,38 bilhões.

Para 2023, o Tesouro nacional estimou que a Dívida Pública Federal (DPF) deverá chegar ao fim do ano entre R\$ 6,4 trilhões e R\$ 6,8 trilhões. O projeto da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) estabelece uma meta de déficit primário de R\$ 65,906 bilhões. Trata-se de uma redução em relação à 2022, cuja previsão é de R\$ 79,4 bilhões.

Inflação e Política monetária

O IBGE divulgou no dia 10 de janeiro de 2023 a inflação do mês de dezembro. De acordo com os dados, o Brasil teve uma inflação de 0,62% no mês. A inflação fechou o ano de 2022 em 5,79%, segundo o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) e superou o teto da meta pelo segundo ano seguido. O boletim Focus, divulgado um dia antes pelo Banco Central, previa que 2022 fecharia com inflação de 5,62%.

O resultado do IPCA em 2022 ficou bem abaixo da taxa de 10,06% vista em 2021, mas superou o teto do objetivo do governo, que é de 3,5% com margem de 1,5 ponto percentual para mais ou menos.

Inflação 2022 para cada grupo pesquisado: Alimentação e bebidas 11,64%; Habitação 0,07%; Artigos de residência 7,89%; Vestuário 18,02%; Transportes -1,29%; Saúde e cuidados pessoais 11,43%; Despesas pessoais 7,77%; Educação 7,48%; Comunicação -1,02%.

O IBGE também divulgou a prévia da inflação oficial do mês de janeiro (IPCA-15). De acordo com os dados, a inflação teve alta de 0,55%, ante 0,52% do mês de dezembro. No ano, o IPCA-15 acumula alta de 0,55%.

Segundo o IBGE, Todos os nove grupos de produtos e serviços pesquisados tiveram alta em janeiro, com acelerações maiores nos grupos de Saúde e cuidados pessoais e Comunicação.

Alimentação e bebidas 0,55%; Habitação 0,17%; Artigos de residência 0,38%; Vestuário 0,42%; Transportes 0,17%; Saúde e cuidados pessoais 1,10%; Despesas pessoais 0,57%; Educação 0,36%; Comunicação 2,36%.

Em relação à taxa Selic, no Boletim Focus divulgado no dia 06 de janeiro de 2023, a mediana para o fim de 2023 continuou em 12,50% ao ano, enquanto para o término 2024 avançou de 9,50% para 9,75%. Há quatro semanas, as estimativas eram de 12,25% e 9,25%, respectivamente. O atual patamar de 13,75% é o mais alto desde novembro de 2016, quando a taxa básica estava em 14% ao ano. Em março de 2021 a taxa se encontrava na mínima histórica de 2%.

A instabilidade na economia norte-americana, que enfrenta a maior inflação nos últimos 40 anos, principalmente devido aos efeitos da guerra entre Rússia e Ucrânia que ocorre desde meados de fevereiro, têm elevado a cotação do dólar em todo o mundo. O relatório Focus do dia 06 de fevereiro estima que a taxa de câmbio em 2023 fique em R\$ 5,25, ante a projeção de R\$ 5,28 um mês antes.

Em relação ao salário mínimo, em sua campanha política, o agora presidente Luiz Inácio Lula da Silva havia se comprometido a aumentar o valor para R\$ 1.320,00 em 2023, e o Congresso chegou a aprovar o Orçamento deste ano com esta previsão, mas o presidente ainda não sancionou a peça orçamentária e nem editou outra MP formalizando o novo patamar do piso. Se confirmada e aprovada a proposta do governo eleito, o salário mínimo voltará a ter aumento real após três anos. Enquanto isso não acontece, inicialmente o salário-mínimo foi ajustado para um valor menor, de R\$ 1.302, conforme a medida provisória assinada pelo ex presidente Jair Bolsonaro (PL) antes de deixar o cargo.

Em nota, o ministério da fazenda afirmou que valor do mínimo “está em discussão entre os ministérios da área econômica e a decisão final compete à Presidência da República”.

ANÁLISE MACROECONÔMICA

Crescimento Econômico

Em dezembro, as projeções de crescimento do PIB para 2022 feitas pelo ministério da economia e pelo Banco Central ficaram em 2,7% e 2,9%, respectivamente. A projeção de crescimento para 2023 feita pelo Banco Central é de apenas 1%, devido principalmente às incertezas que rondam tanto o cenário interno quanto externo.

No terceiro trimestre de 2022 o PIB Brasileiro cresceu 0,4% na comparação com os três meses anteriores. Este é o quinto trimestre de alta consecutiva da atividade econômica do país. Com isso, o PIB chega ao maior patamar da série histórica, iniciada em 1996. Além de atingir o maior nível da série, ficou 4,5% acima do patamar pré-pandemia, registrado no quarto trimestre de 2019. O acumulado do ano foi de 3,2% frente ao mesmo período de 2021.

Já a taxa de desemprego caiu para 8,7% no terceiro trimestre. Esta é a menor taxa desde o trimestre fechado em junho de 2015 (8,4%). A taxa representa queda de 0,6 ponto percentual na comparação com o trimestre terminado em junho (9,3%) e de 3,9 pontos percentuais frente ao terceiro trimestre de 2021 (12,6%). A taxa encontra-se acima da média global prevista de 7,7%, porém em linha com a taxa dos emergentes, de 8,7%.

Apesar de a taxa de desemprego estar diminuindo nos últimos meses, os dados do Pnad mostram que o número de empregados sem carteira assinada no setor privado (13,2 milhões de pessoas) foi o maior da série histórica iniciada em 2012, apresentando elevação de 13% (1,5 milhão de pessoas) no ano. Já a taxa de informalidade caiu para 39,4% da população ocupada, contra 40% no trimestre anterior.

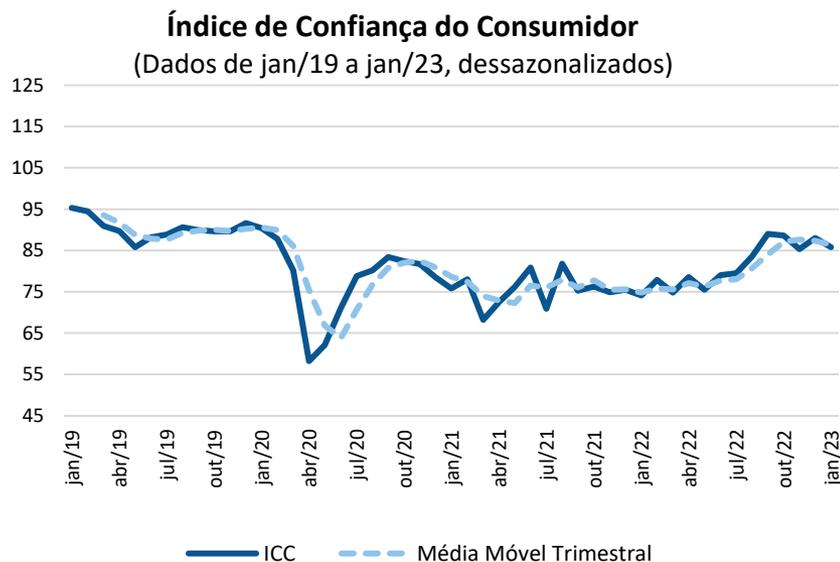
Índices de Confiança

O Índice de Confiança é uma medida estatística que busca compreender, dentro de um intervalo de dados, qual é a confiança da sua medida. Estes índices ajudam a prever e a justificar as decisões de investimento e consumo futuras e passadas de empresários e consumidores e como isso afetará a demanda dos mercados. Desta forma, para fazer uma análise mais completa de tendências estruturais se faz necessário uma análise dos índices de confiança do mercado como um todo.

Índices de Confiança do Consumidor:

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas caiu 2,2 pontos em janeiro, para 85,8 pontos. A média móvel trimestral caiu 0,93 pontos de dezembro para janeiro.

Segundo a FGV, a percepção sobre a situação atual não se altera muito em relação aos meses anteriores, ou seja, há uma desaceleração do mercado de trabalho, endividamento e taxa de juros elevados que continuam diminuindo as intenções de compras nos próximos meses.

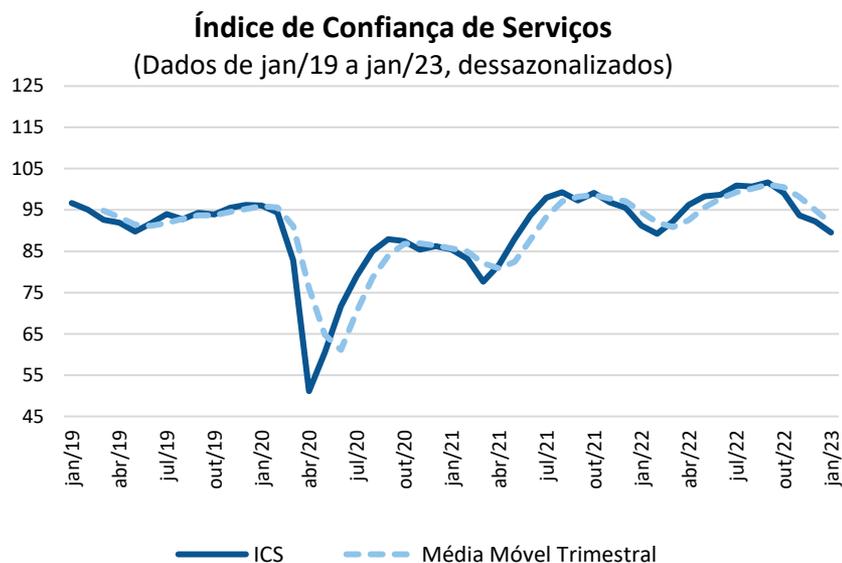


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança de Serviços:

O Índice de Confiança de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas, caiu 2,7 pontos em janeiro, para 89,5 pontos, sua quarta queda consecutiva, atingindo o menor nível desde fevereiro de 2022. A média móvel trimestral recuou 3,2 pontos.

Segundo a FGV, a confiança de serviços inicia 2023 mantendo tendência de desaceleração iniciada em outubro de 2022. A queda no mês foi influenciada principalmente pelo aumento do pessimismo em relação aos próximos meses, mas também por uma menor satisfação com a situação atual gerada pela perda de fôlego da demanda.

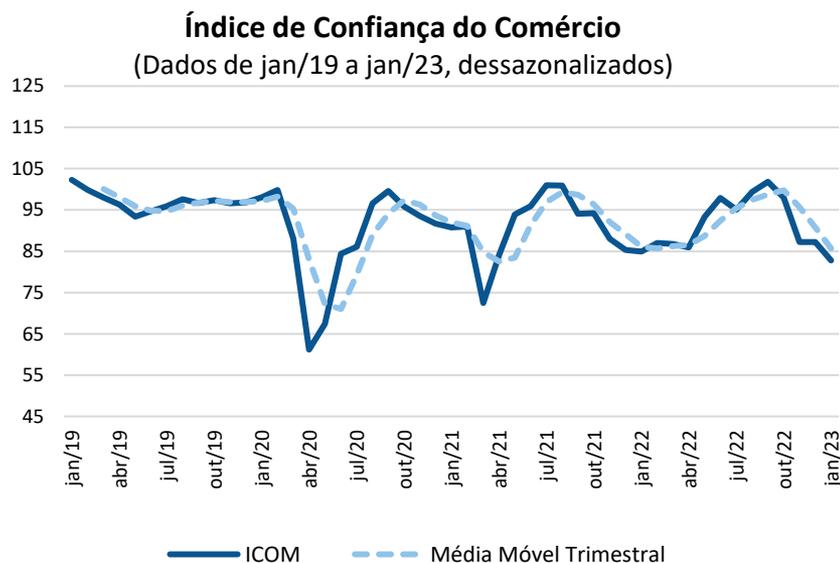


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança do Comércio:

O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), da Fundação Getúlio Vargas ficou, caiu 4,4 pontos em janeiro, para 82,8 pontos, levando o índice ao seu menor patamar desde março de 2021, quando marcou 72,5 pontos. Desde que começou a cair, em outubro, o indicador acumulou tombo de 19 pontos. A média móvel trimestral caiu 5,1 pontos.

Segundo a FGV, o resultado negativo do Icom foi influenciado pela piora mais forte das avaliações sobre o presente, mantendo o padrão que já se observava no final de 2022, sugerindo redução da demanda e consequente desaceleração do setor.

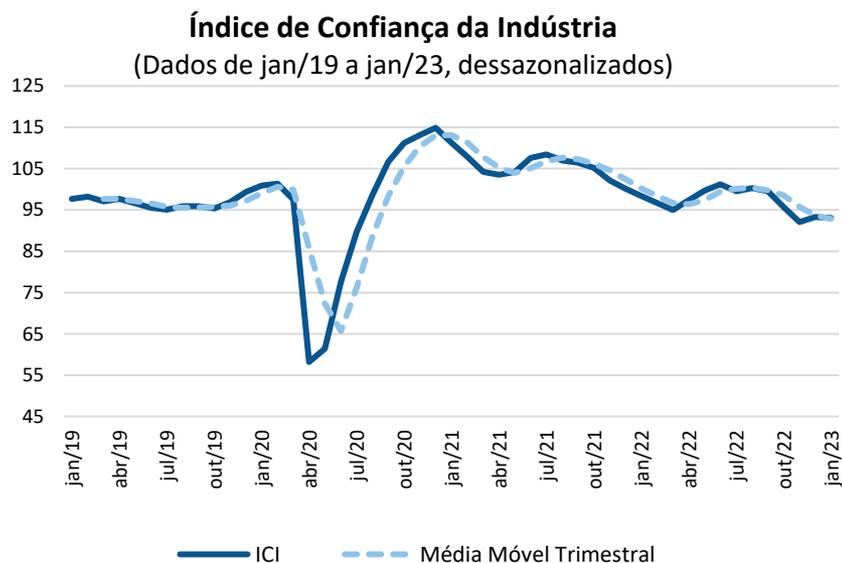


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança da Indústria:

O Índice de Confiança da Indústria (ICI), da Fundação Getúlio Vargas, recuou 0,2 pontos em janeiro, para 93,1 pontos. A média móvel trimestral caiu 0,87 pontos.

Segundo a FGV, mesmo com resultados menos pessimistas, isso não se refletiria uma melhora da produção nos próximos meses, o que pode estar relacionado ao nível de estoques.

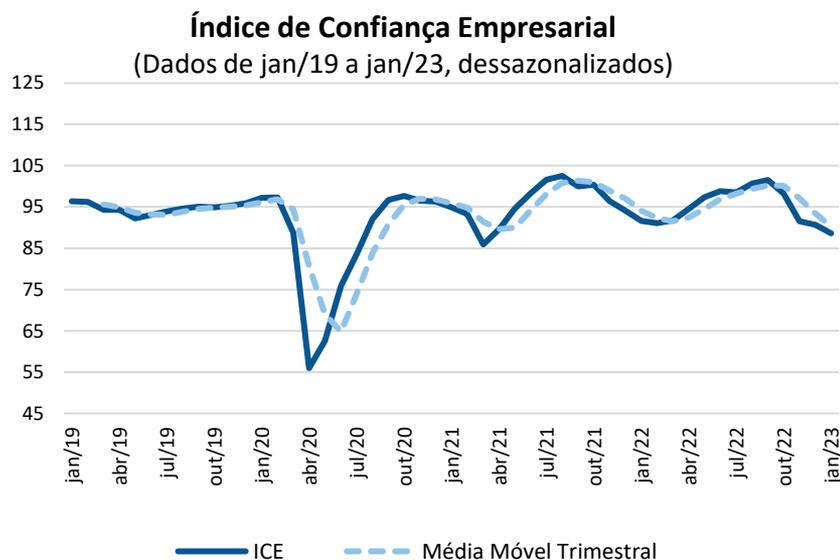


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Índices de Confiança Empresarial:

O Índice de Confiança Empresarial (ICE), da Fundação Getúlio Vargas, caiu 2,1 pontos em janeiro, para 88,6 pontos, o menor nível desde março de 2021. A média móvel trimestral caiu 3,2 pontos.

Segundo a FGV, a queda na confiança composta dos diferentes setores empresariais reflete a continuidade da tendência de desaceleração da atividade econômica iniciada no quarto trimestre de 2022 e as expectativas pouco otimistas para a evolução da economia no curto prazo.

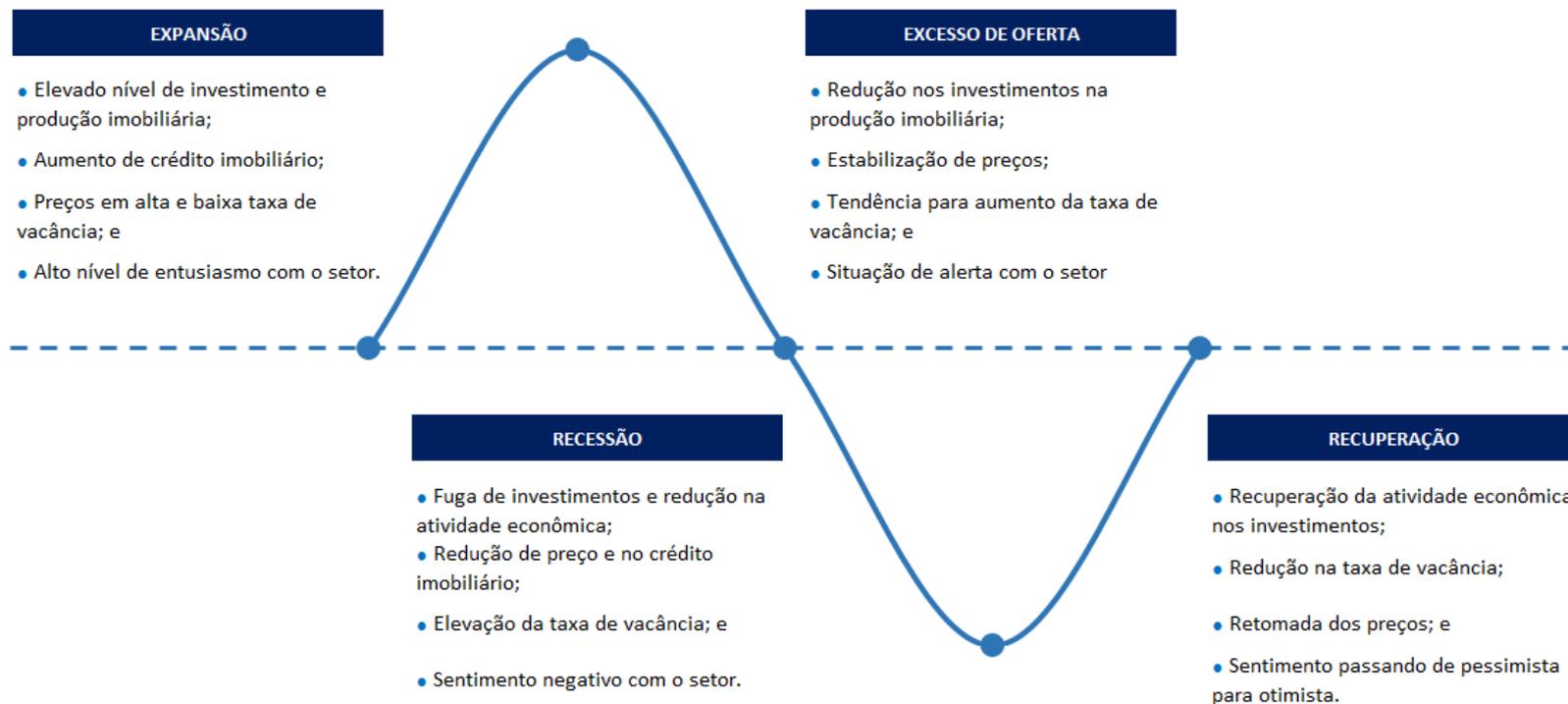


Fonte: <https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>

Aspectos do Mercado Imobiliário

O mercado imobiliário se comporta de maneira cíclica, com altas e baixas na demanda e oferta, cujas oscilações são decorrentes do desempenho da economia.

A ilustração a seguir apresenta cada uma das fases do ciclo de mercado, identificando as diferentes sensações que permeiam os momentos elencados e caracterizando as reações dos players a cada movimentação.



Naturalmente, a leitura e o posicionamento do diagrama apresentado dependem de muitas variáveis, como o segmento de mercado em análise, a disposição ao risco dos *stakeholders*, a qualidade e o volume do portfólio em análise, o momento financeiro do player, o nível de especialização dos envolvidos, entre outros.

Ciclo e Tendências

Apesar de desafiador, 2022 foi um ano positivo para o mercado imobiliário. O valor médio dos imóveis voltou a subir, chegando a 6,12% no ano, registrando a maior alta nos últimos 8 anos. A Associação dos Dirigentes do Mercado Imobiliário da Bahia (ADEMI-BA) confirma o bom momento do setor, que teve 5% de crescimento em 2022.

Em 2023, no entanto, o setor encontra um cenário de juros altos, incerteza econômica e jurídica, e queda na confiança do consumidor e do investidor.

O cenário macroeconômico traz um impacto negativo para o mercado, já que, além de mais caro, o crédito está mais escasso por causa do alto risco de inadimplência, e a necessidade de provisões para devedores duvidosos torna ainda mais difícil a exposição a risco no setor. Além disso, muitos participantes do mercado estão reticentes em contrair empréstimos às vésperas de uma potencial desaceleração econômica global, que pode desaquecer ainda mais o setor ao longo do ano.

Durante esse período, o foco do mercado será, em especial, em imóveis de alto padrão, em que a influência de preço é menor na decisão de compra.

Posto isso, levando-se em conta a percepção geral de mercado, identifica-se que estamos em uma fase de excesso de oferta, quando a euforia com a compra de imóveis durante a pandemia já passou, as taxas de juros ficaram altas e a incerteza política cresce, mas a procura por imóveis ainda acontece, mesmo que em menor quantidade.

Proptechs

Proptech é um termo mais curto para *property technology* e determina o uso de tecnologia da informação no mercado imobiliário. Podem ser consideradas as startups do mercado imobiliário, assim como as fintechs, do setor financeiro, que utilizam tecnologias como blockchain, criptomoedas, internet das coisas, inteligência artificial, softwares de gestão, big data, geolocalização, realidade aumentada, drones, entre outras, para oferecer serviços e produtos inovadores ao setor e facilitar as transações entre compradores, vendedores e outros *stakeholders*. De acordo com um relatório do CB Insights, as transações imobiliárias das proptechs subiram 61% entre 2015 e 2019, o que demonstra o sucesso de crescimento do setor.

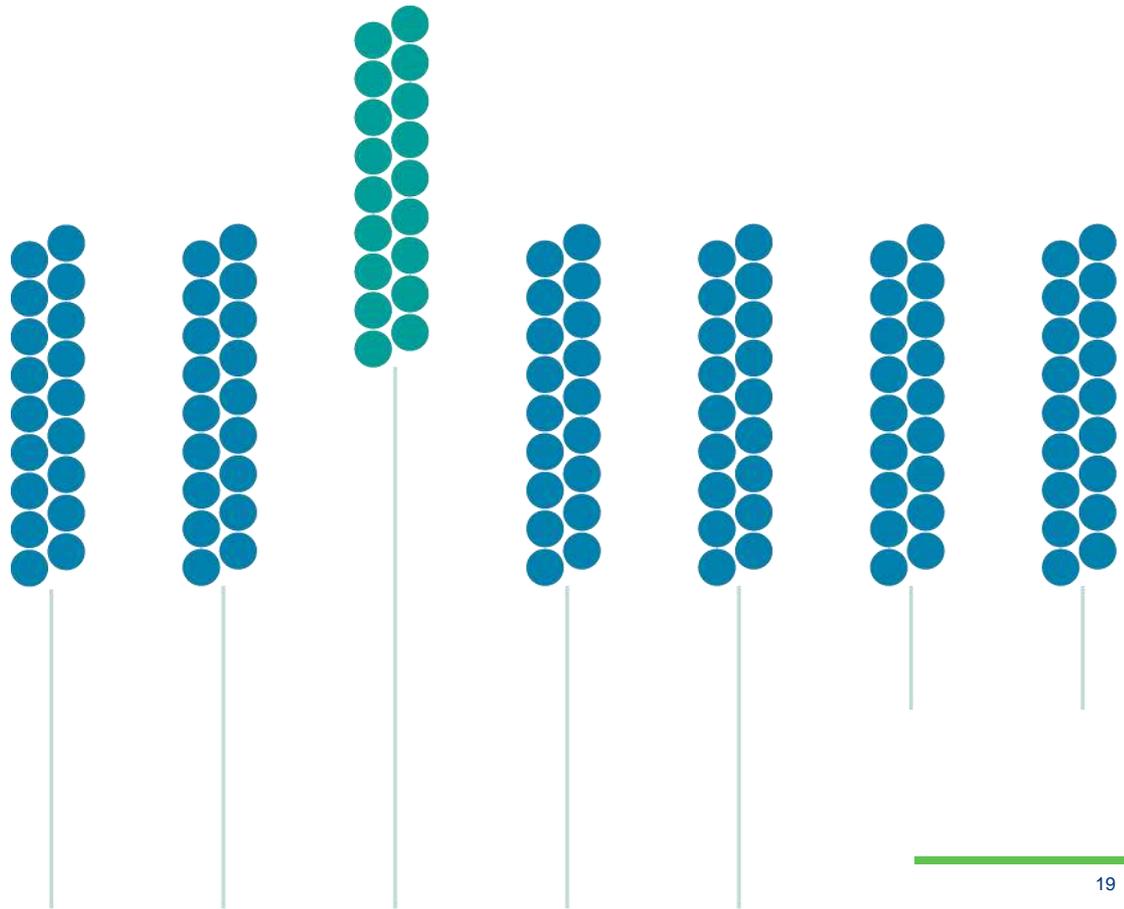
Existem ainda derivações dessas startups, como as Construtechs, startups voltadas ao setor de construção, e Real State Techs, ligadas ao imóvel pronto e que atuam no mercado de compra, venda e aluguel.

De acordo com dados da Terracotta Ventures de 2022, houve um aumento de 282% dessas organizações brasileiras em comparação a 2017. A ascensão desse setor é fruto dos massivos investimentos realizados desde 2010.

Em 2022, segundo dados da Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), as proptechs movimentaram cerca de 194,02 bilhões. As tendências que estamos vendo agora em 2022 e que deverão se expandir para o próximo ano são, predominantemente, lideradas por transformações nas tendências demográficas e comportamentos de compra que estão apresentando uma infinidade de oportunidades para startups e empresas de proptech.

De acordo com a Liga Ventures, em 2021, as proptechs ganharam destaque com volumes recordes de aporte. Para 2022, por conta da alta de juros, os investimentos de alto risco passaram a não ser tão interessantes para os investidores tradicionais, mas, por conta dos grandes retornos característicos desse tipo de investimento, houve crescimento dos aportes. Prova disso são as proptechs que atuam na experiência de aluguel, compra e venda como o QuintoAndar e a Loft.

SETOR DEATH CARE



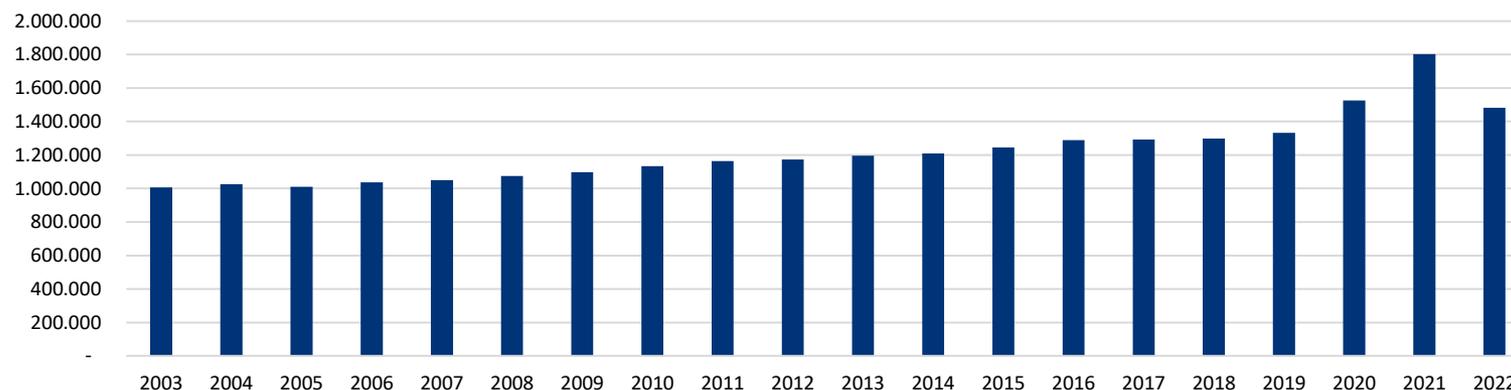
Setor de death care

O setor de "death care", ou assistência à morte, é o segmento que reúne funerárias, cemitérios, crematórios e planos funerários, e envolve vários produtos e serviços como: tanatopraxia, higienização, necromaquiagem, inumação, ornamentação, produção de urnas, traslado de familiares, entre outros. Funciona como uma espécie de seguro em que o adquirente paga, em vida, os custos para seu óbito. Tal setor é um dos que mais cresce no mercado desde o início da pandemia. É um mercado com pouca visibilidade no Brasil, mas que fatura R\$ 3 bilhões por ano.

Isso só foi possível a partir da vigência da Lei 13.261, de março de 2016, que regulamentou os Planos de Assistência Funerária. Com a normatização, organizações passaram a ofertar o serviço funerário mediante a contratação do Plano Funerário, proporcionando receita recorrente aos negócios do segmento de Death Care com um fluxo de recebimento em intervalos previsíveis e constantes.

Em 2020, com a chegada do coronavírus, o Brasil registrou 1,5 milhão de mortes, contra 1,3 milhão no ano anterior, e movimentou cerca de R\$ 7 bilhões no ano. A expectativa é de que o mercado mundial de Death Care fature cerca de 152,8 bilhões de dólares em 2026.

Número de óbitos ano a ano



Em 2022, o Brasil registrou 1,47 milhão de mortes no total, voltando ao patamar de mortes de 2020, primeiro ano da pandemia. Foi uma queda de quase 20% em relação à 2021, que registrou 1,75 milhão, quando o país teve recorde de óbitos durante o pico da covid-19. Os dados estão disponíveis no portal da transparência da Arpen Brasil (Associação dos Registradores de Pessoas Naturais).

Death techs

Esse mercado também está atraindo um número cada vez maior de empresas de tecnologia, as já batizadas de "death techs". A atuação delas vai desde a facilitação de processos burocráticos como o inventário até propostas para o ritual de despedida.

Investidores, entre eles fundos de private equity, estão mapeando o segmento - que no Brasil conta com mais de cinco mil funerárias, 750 cemitérios, 147 crematórios e 250 empresas de plano funeral - de acordo com pesquisa feita pela consultoria RGF, que considera apenas os ativos da iniciativa privada. A maior parte das empresas tem perfil familiar.

Nos Estados Unidos, as plataformas que ajudam no planejamento de questões relacionadas à morte, passando por assuntos legais, memorial e até mesmo últimos desejos estão apresentando crescimento significativo no cenário atual. Em tempos de pandemia, o serviço incluiu um passo a passo de como organizar um funeral digital, por exemplo. Empreendedores do setor afirmam que a demanda na pandemia subiu cerca de 10 vezes.

No Brasil, o mercado de start up vê uma demanda potencial por produto de assistência ao inventário. A venda do produto ocorre, principalmente, por meio do plano funeral, ou seja, o cliente, ao contratar esse seguro, terá também assistência na hora de fazer o inventário, desde que o mesmo seja um consenso entre os familiares.

Outras inovações do serviço são, por exemplo:

- Criar um memorial do falecido através da criação de um QR Code personalizado adicionado ao túmulo;
- Comunidade de suporte para que o enlutado não se sinta sozinho;
- Ajuda na resolução das questões administrativas, como encerramento de contas em banco;
- Ajuda na criação de testamentos;
- Entrega das cinzas humanas, ou de pets, em urnas biodegradáveis para utilização como adubo, para a plantação de uma árvore;
- Etc.

A EMPRESA AVALIADA

AVALIAÇÃO ECONÔMICA FINANCEIRA



EMPRESA AVALIADA

Grupo Cortel

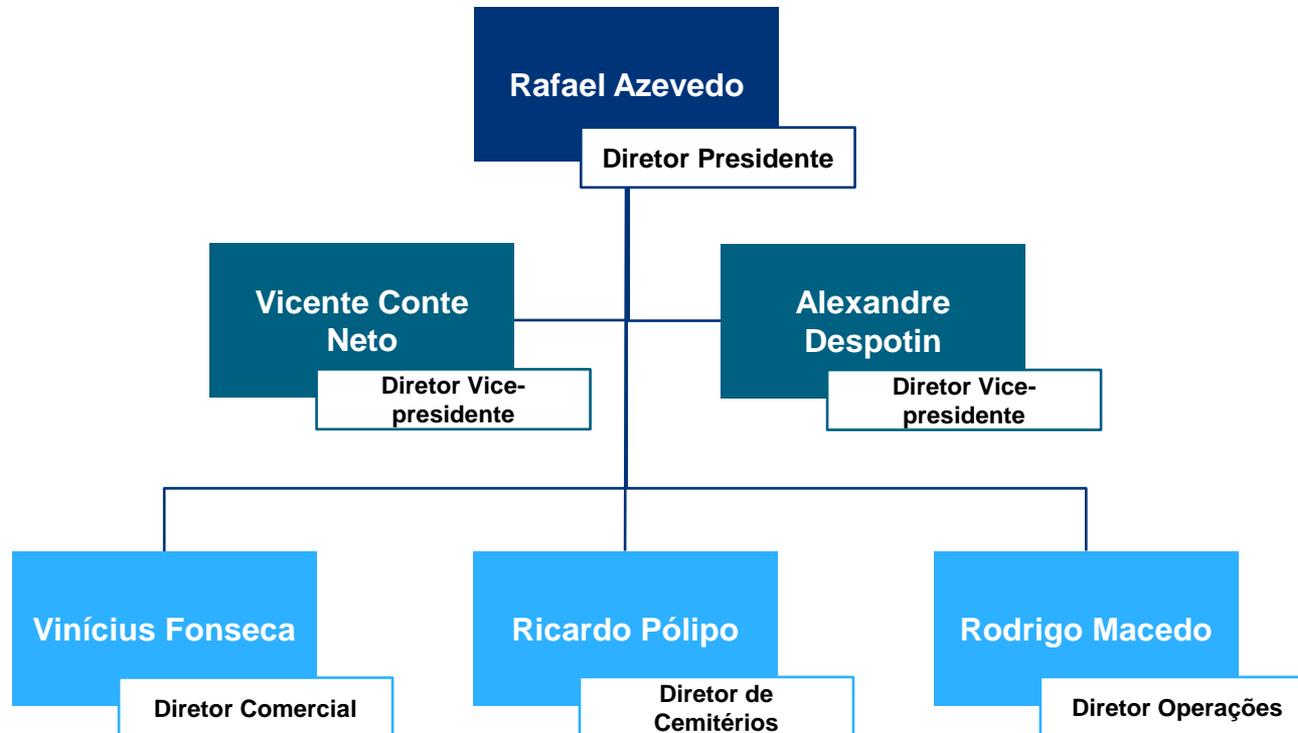
Fundada em 1963, a Cortel se tornou referência no mercado de Death Care brasileiro, devido ao seu espírito de revolucionário, aos melhores serviços da categoria oferecidos e ao sólido posicionamento geográfico.



Fonte: Grupo Cortel

An independent member of UHY International

Grupo Cortel – Equipe e governança



Fonte: Grupo Cortel

Grupo Cortel – Estrutura societária

CORTEL HOLDING S.A.		
ACIONISTAS	AÇÕES	% Equity
JOSÉ ELIAS FLORES JUNIOR	2.768.286	24,29%
MARIA ANGÉLICA DE SOUZA FLORES	1.409.389	12,37%
ESPÓLIO MARIA ELIAS DE SOUZA	1.392.073	12,21%
ELANIA MARA SANTOS AZEVEDO	344.093	3,02%
RAFAEL AZEVEDO FLORES	521.362	4,57%
RENATA AZEVEDO FLORES	521.362	4,57%
BRAZILIAN GRAVEYARD AND DEATHCARE SERVICES - FII	2.311.106	20,28%
VICENTE CONTE NETO	590.772	5,18%
ZION CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	388.111	3,41%
ZION CAPITAL S.A.	47.354	0,42%
THAIS GAUDINO BRESCIA	94.322	0,83%
PHILIPPE ANDRADE NEVES	83.274	0,73%
FUTURE INVESTMENT LTDA	37.886	0,33%
MARIA REGINA RIBEIRO DE ALMEIDA	37.265	0,33%
GUILHERME AUGUSTO SANTANA	28.817	0,25%
WAGNER PIMENTA RIBEIRO PONTES DE ALMEIDA	12.036	0,11%
ALEXANDRE P. RIBEIRO PONTES DE ALMEIDA	12.670	0,11%
EDUARDO PIMENTA RIBEIRO PONTES DE ALMEIDA	12.670	0,11%
LEONARDO CARNEIRO NETTO	10.377	0,09%
RENATO CARRER	7.857	0,07%
MAURICIO PONTES DE ALMEIDA E SILVA	6.335	0,06%
VIVIANNE BRASIL	456.118	4,00%
CÉLIO BRASIL JUNIOR	304.078	2,67%
TOTAL DE AÇÕES CORTEL	11.397.613	100%

EMPRESA AVALIADA

Grupo Cortel – A companhia

- **Fornecedor Líder de serviços no mercado Death Care** com +55 anos de experiência e +600 funcionários
- **Principal Player no Setor brasileiro:** 12 cemitérios, 8 crematórios, 3 casas funerárias e planos funerários em 7 dos principais estados brasileiros
- **One-stop-shop:** modelo de negócios integrados, gerando uma empresa eficiente e econômica
- **Modelo de negócios atrativo:** Fluxos de receita recorrentes, fluxo de caixa previsível e margens sólidas
- **Governança sólida:** Fundo de investimento com o acionista, administração qualificada e conselheiros independentes
- **Expertise em M&A:** Plataforma escalável com histórico de fusões e aquisições e know-how de integração comprovado
- **Força de vendas de primeira linha** com remuneração atrelada ao desempenho de vendas

TOTAL DE ATIVOS

16 cemitérios
7 crematórios - em breve 1 na cidade de SP
2 crematórios pet
2 planos funerários
17 casas funerárias



SALA DE VELÓRIO

- Aluguel de sala
- Aluguel de itens de homenagem
- Ornamentos



SEPULTAMENTO/CREMAÇÃO

- Jazigo de Chão
- Jazigo Vertical
- Jazigo Parque
- Cremação



MANUTENÇÃO E EXUMAÇÃO



AGÊNCIA FUNERÁRIA

- Translado do corpo
- Preparação do corpo
- Urna
- Flores

Fonte: Grupo Cortel

Grupo Cortel – Ativos da Companhia

A Cortel tem uma presença sólida nas cidades que são os principais centros econômicos das regiões norte, sul e sudeste - a marca da empresa é bem conhecida e seus ativos são referência de mercado devido à sua qualidade e aos seus serviços.

CORTEL HOLDING S.A.								
ATIVO	ATIVO	PARTICIPAÇÃO	LOCALIZAÇÃO	CEMITÉRIO	CREMATÓRIO	CREMAPET	PLANOS FUNERÁRIOS	FUNERÁRIA
CRISTO REI	CEMITÉRIO E CREMATÓRIO	100%	SÃO LEOPOLDO	1	1			
SAINT HILARIE	CEMITÉRIO E CREMATÓRIO	100%	VIAMÃO	1	1			
SÃO JOSÉ - CREMATÓRIO METROPOLITANO	CEMITÉRIO E CREMATÓRIO	100%	PORTO ALEGRE	1	1			
MEMORIAL DA COLINA	CEMITÉRIO E CREMATÓRIO	100%	CACHOEIRINHA	1	1			
SÃO VICENTE	CEMITÉRIO E CREMATÓRIO	100%	CANOAS	1	1			
FUNERÁRIA PREVIR	SERVIÇO FUNERÁRIO	100%	PORTO ALEGRE					1
CREMAPET	CREMATÓRIO PET	100%	PORTO ALEGRE			1		
CEDAM CEMITÉRIO PARQUE DE MANAUS	CEMITÉRIO	100%	MANAUS	1				
SÃO FRANCISCO DE PAULA	CEMITÉRIO	100%	PELOTAS	1				
CEDERJ CEMITÉRIO DA PENITÊNCIA	CEMITÉRIO E CREMATÓRIO	12%	RIO DE JANEIRO	1	1			
MEMORIAL PARQUE DOS GIRASSÓIS	CEMITÉRIO	29%	RIBEIRÃO PRETO	1				
CPG VALE DO CERRADO	CEMITÉRIO, CREMATÓRIO, PET, PLANO E SERVIÇO FUNERÁRIO	38%	GOIÂNIA	1	1	1	1	1
METROPAX	PLANOS E SERVIÇOS FUNERÁRIOS	75%	BELO HORIZONTE				1	9
TERRA SANTA - 4.887 JAZIGOS	UNIDADES DE JAZIGOS	-	BELO HORIZONTE	1				
ARAÇÁ	CEMITÉRIO	100%	SÃO PAULO	1				1
SÃO PAULO	CEMITÉRIO	100%	SÃO PAULO	1				1
DOM BOSCO	CEMITÉRIO	100%	SÃO PAULO	1	em breve 1			1
SANTO AMARO	CEMITÉRIO	100%	SÃO PAULO	1				1
VILA NOVA CACHOEIRINHA	CEMITÉRIO	100%	SÃO PAULO	1				1
AGÊNCIA FUNERÁRIA ITAQUERA	AGÊNCIA FUNERÁRIA	100%	SÃO PAULO					1

Fonte: Grupo Cortel

PREMISSAS VALUATION

AVALIAÇÃO ECONÔMICA FINANCEIRA



PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

RECEITAS PROJETADAS:

Para análise das receitas brutas totais do Grupo Cortel, foram projetadas as seguintes linhas de negócio:

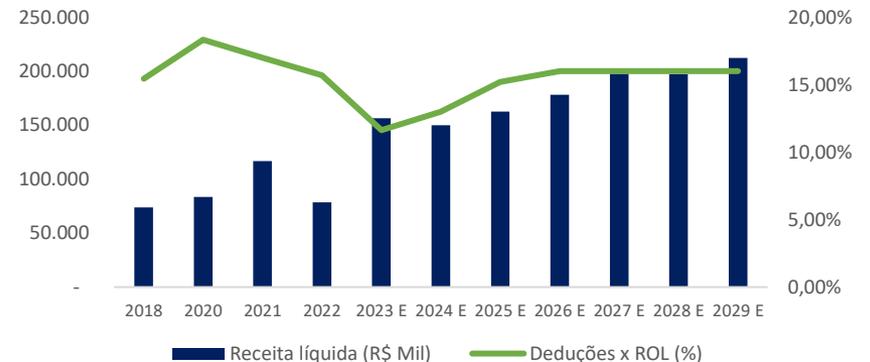
- Receitas cemiteriais;
- Receitas Funerárias;
- Receitas Matriz;
- Receita Planos Funerários;
- Receita com construção e agenciamento;
- Metropax;
- Receita Terra Santa.

Para o crescimento das receitas, foi considerado um crescimento médio nominal de 6% ao longo do período projetivo.

Para as deduções da Receita Bruta total foram consideradas as deduções vigentes de, em média, 15,46% na projeção.

No gráfico a seguir, está demonstrado o comportamento da receita operacional líquida ao longo do período projetivo e sua relação com as deduções.

Receita Líquida (R\$ Mil) x Deduções x ROL (%)



Custos totais e Margem Bruta

Para projeção dos custos totais foram considerados os seguintes custos:

- Custo dos Serviços Prestados;
- Custo com Pessoal;
- Custos Serviços Terceiros;
- Custos Ocupação e Manutenção;
- Custos Metropax.

Para a projeção dos custos, foi utilizado o Business Plan fornecido pela administração.

PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

Custos operacionais (R\$ mil) x Margem Bruta (%)



- Despesas Metropax;
- Resultado de equivalência patrimonial;
- Resultado Participação Societária.

Para projeção das SG&As, foi considerado o Business Plan fornecido pela administração.

No gráfico abaixo, está apresentado o comportamento das SG&A ao longo do período projetivo.

Despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A):

Para a projeção das SG&A, foram consideradas as seguintes despesas:

- Despesas com Vendas;
- Despesas com Pessoal – Vendas;
- Despesas com Pessoal;
- Despesas com TI;
- Despesas com Serviços PF/PJ;
- Despesas Manutenção;
- Despesas com Tributos;
- Despesas Gerais;
- Provisão de devedores duvidosos;
- Despesas com provisões;
- Provisões de contingência;
- Outras receitas e despesas;

SG&A (R\$ mil) x SG&A (%ROL)



EBITDA

Considerando as receitas e despesas apresentadas anteriormente, a média da margem EBITDA ao longo do período projetivo de 35,34%. A seguir é apresentado o EBITDA projetado do Grupo Cortel ao longo do período de análise.

PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

EBITDA (R\$ Mil) x Margem EBITDA (%)



CAPEX

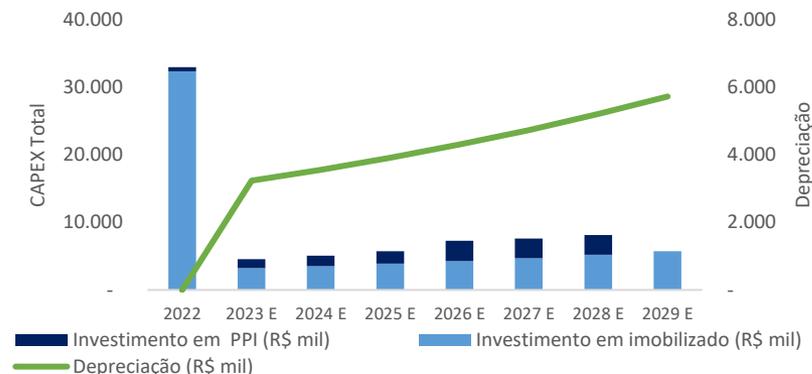
A projeção de CAPEX segue de acordo com a expectativa de investimentos da Companhia. Os investimentos em capex estão divididos em Propriedade para investimento (PPI), que é o capex para novos jazigos, e investimento em imobilizado.

Para os investimentos em imobilizados, foi projetada a adição de capex a fim de manter o montante em imobilizado observado na data base de 31 de dezembro de 2022 de R\$ 32.326 mil (trinta e dois milhões, trezentos e vinte e seis mil reais). Para a depreciação do ativo imobilizado foi considerada a taxa de 10% a.a. (10 anos).

Vale ressaltar que os investimentos em jazigos (PPI), não são depreciados.

No gráfico a seguir, é apresentado o comportamento do capex e depreciação ao longo do período projetivo.

Capex x Depreciação (R\$ Mil)



PREMISSAS DA AVALIAÇÃO

RESULTADO FINANCEIRO:

Para as receitas financeiras, foi considerado que o caixa aplicável ao período gere uma receita financeira de 100% do CDI do período.

Para a projeção de despesas financeiras foram considerados os juros pagos sobre a dívida da companhia.

IMPOSTOS DIRETOS:

Para o Grupo Cortel, foram consideradas as alíquotas de imposto de renda e contribuição social para lucro real vigentes na legislação atual.

NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO:

Para cálculo da necessidade de Capital de Giro, utilizamos a média histórica de dias das demonstrações de 2018, 2019 e 2020 conforme abaixo:

- Contas a receber: 215 dias de receita operacional líquida;
- Estoques: 14 dias de custo;
- Adiantamentos: 5 dias de despesas operacionais;
- Tributos a recuperar: 10 dias de despesas operacionais;
- Despesas antecipadas: 11 dias de despesas operacionais;
- Fornecedores: 32 dias de custos;
- Impostos a recolher: 348 dias de custos;
- Salários e encargos: 27 dias de despesas operacionais;
- Receitas antecipada: 9 dias de despesas operacionais.

CUSTO DE CAPITAL E OUTRAS PREMISSAS PARA O CÁLCULO DO VPL:

- Horizonte de análise: 7 anos;
- Metodologia de Valor Residual: Perpetuidade;
- Crescimento Real na Perpetuidade: 2,41%;
- Metodologia de Taxa de Desconto: Ke em termos nominais.

DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL



DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

Taxa de Desconto:

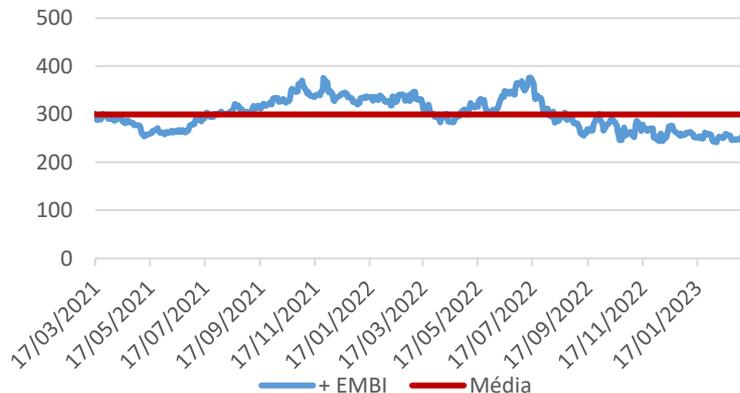
- **Taxa Livre de Risco (RF): 2,76%**

Como metodologia de taxa livre de risco foi considerada a média dos últimos 24 meses dos rendimentos do título do governo americano de 30 anos "T-Bond 30 years".

- **Risco Soberano (α BR): 2,99%**

Como metodologia de risco foi considerada a média dos últimos 24 meses do spread calculado pelo EMBI+. Segue abaixo o histórico do índice:

EMBI+ (Basis Points)



- **Beta Desalavancado - (β): 0,41**

Foi considerado o média do beta desalavancado das seguintes empresas comparáveis:

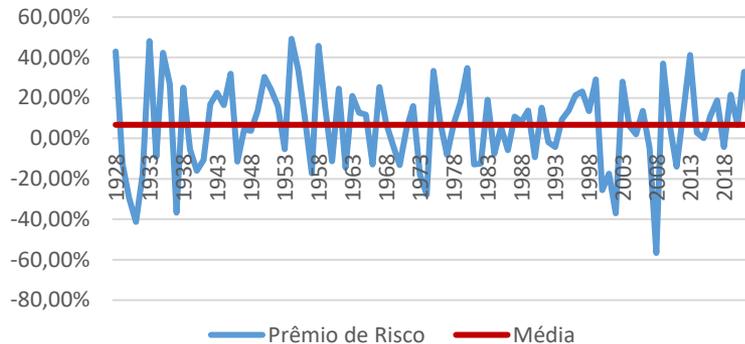
Comparáveis	País	Beta
Carriage Services Inc	EUA	0,32
Dignity PLC	EUA	0,59
Invocare Limited	AUS	0,51
Service Corporation		
Internacional	EUA	0,60
Matthews International Corp.	EUA	0,30
Nichiryoku Co., Ltd.	JPN	0,11

- **Prêmio de Risco de Mercado: 6,64%**

Consiste no prêmio demandado para investir em ativos de risco em detrimento de ativos livres de risco. Para estimar tal prêmio, comumente é utilizado o diferencial do retorno dos investimentos no mercado americano (por conta da grande disponibilidade de dados públicos) entre determinado período. Por conta do uso da perpetuidade, utilizamos o período entre 1928 e 2021, com a evolução abaixo exposta:

DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

Prêmio de Risco de Mercado



Fonte: Website Prof. Aswath Damodaram - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- **Prêmio de Risco de tamanho da Empresa (SP): 3,67%**

Para o prêmio de risco referente ao tamanho da empresa foi usado a taxa para empresas microcap tendo como base o “2019 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital” da Duff & Phelps.

Sendo assim a taxa de desconto nominal em reais é de 14,42% conforme demonstração a seguir:

Inflação Americana = 2,00%

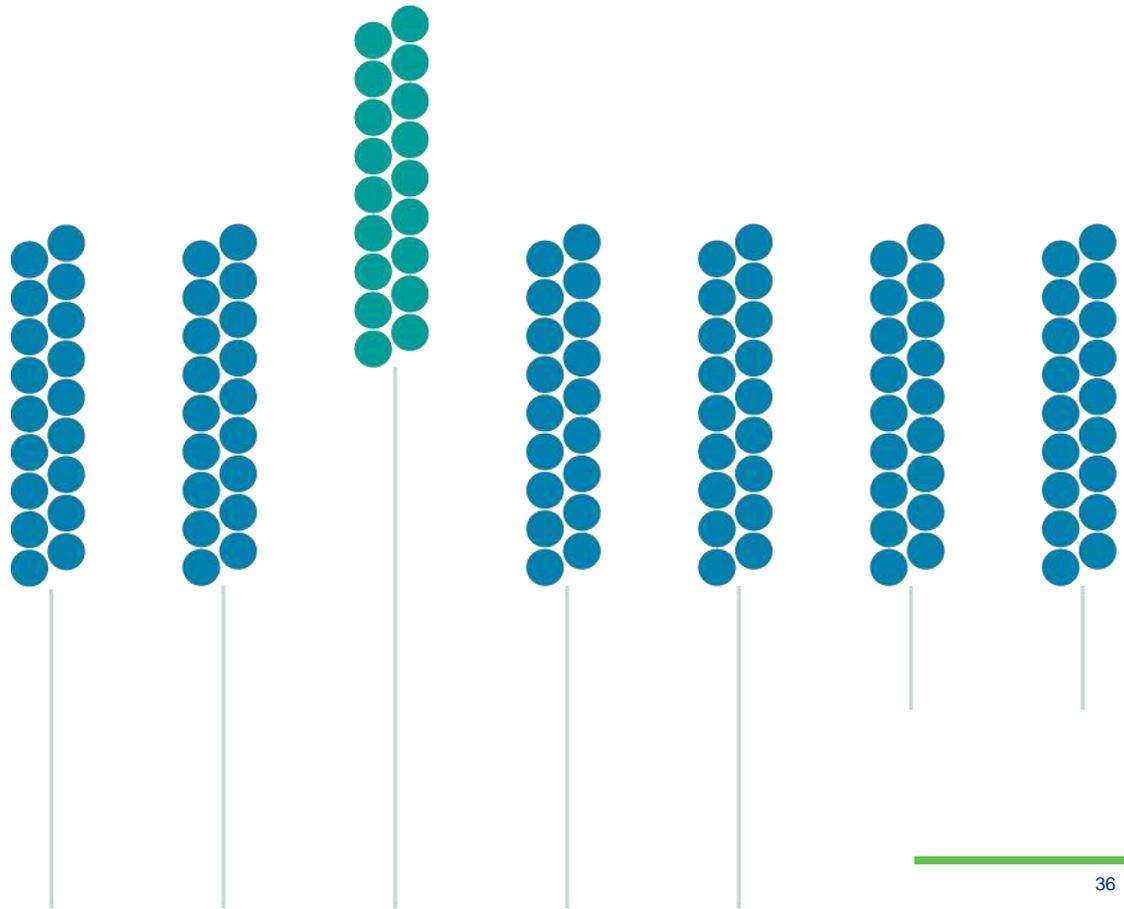
Inflação Brasileira = 4,00%

Ke nominal em Dólares Americanos (Ke USD) = $RF + \beta * MRP + \alpha BR = 12,22\%$

Ke Real = $((1 + Ke USD) / (1 + Inflação Americana)) = 10,02\%$

Ke nominal em reais = $(+ Ke Real) * (1 + Inflação Brasileira) = 14,42\%$

RESULTADO DA AVALIAÇÃO



RESULTADO DA AVALIAÇÃO

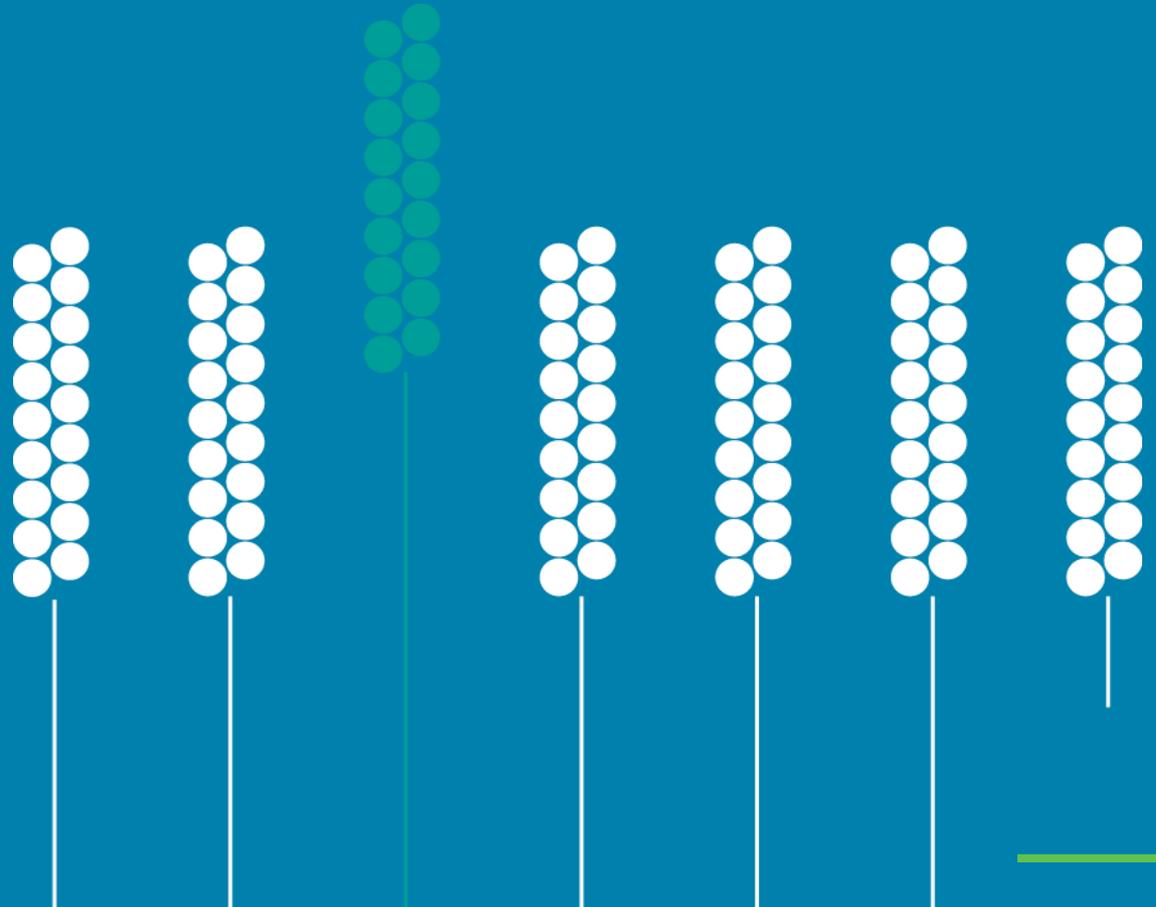
Considerando todos os relatórios gerenciais, relatórios de evolução de implantação e estudos disponibilizados pela **Contratante**, as premissas previamente apresentadas neste relatório, a veracidade e qualidade informações públicas utilizadas como base das premissas, em especial às divulgadas pelo Banco Central do Brasil e a metodologia anteriormente descrita e debatida com a equipe técnica da **Contratante**.

O total de ações de emissão do **Grupo Cortel** possui um valor econômico de **R\$ 764.300.358,32 (setecentos e sessenta e quatro milhões, trezentos mil, trezentos e cinquenta e oito reais e trinta e dois centavos)**. Na tabela ao lado, está apresentado o detalhamento do valor encontrado para a Empresa Avaliadas.

VPL + Perpetuidade - Operacional	R\$ Mil	545.688
VPL dos Fluxos	R\$ Mil	160.105
Perpetuidade	R\$ Mil	385.582
Valor aos acionistas	R\$ Mil	764.300
Ativos Financeiros	R\$ Mil	18.318
Caixa	R\$ Mil	18.318
Ativos não operacionais	R\$ Mil	502.615
Mútuo partes relacionadas	R\$ Mil	2.761
Contas a receber (Longo Prazo)	R\$ Mil	61.575
Depósitos e cauções	R\$ Mil	1.925
Investimentos	R\$ Mil	307.661
Propriedade para investimentos	R\$ Mil	128.620
Títulos de créditos a receber	R\$ Mil	73
Passivos Financeiros	R\$ Mil	18.343
Parcelamentos de impostos	R\$ Mil	6.604
Outros	R\$ Mil	11.738
Passivos não operacionais	R\$ Mil	283.978
Impostos a recolher	R\$ Mil	11.762
Debêntures	R\$ Mil	191.703
Partes relacionadas	R\$ Mil	1.703
Salários e encargos sociais	R\$ Mil	642
Parcelamentos de impostos	R\$ Mil	4.703
Impostos diferidos	R\$ Mil	34.154
Obrigações a pagar por planos diversos	R\$ Mil	22.345
Provisão para contingências	R\$ Mil	1.369
Outros valores a pagar	R\$ Mil	15.598

ANEXO I

DISCLAIMER



ANEXO - DISCLAIMER

O trabalho de avaliação da Empresa Avaliada foi realizado utilizando-se fatos históricos, econômicos e de mercado vigentes. Os valores aqui apresentados são resultantes da análise de dados históricos (financeiros e gerenciais), merecendo as seguintes considerações:

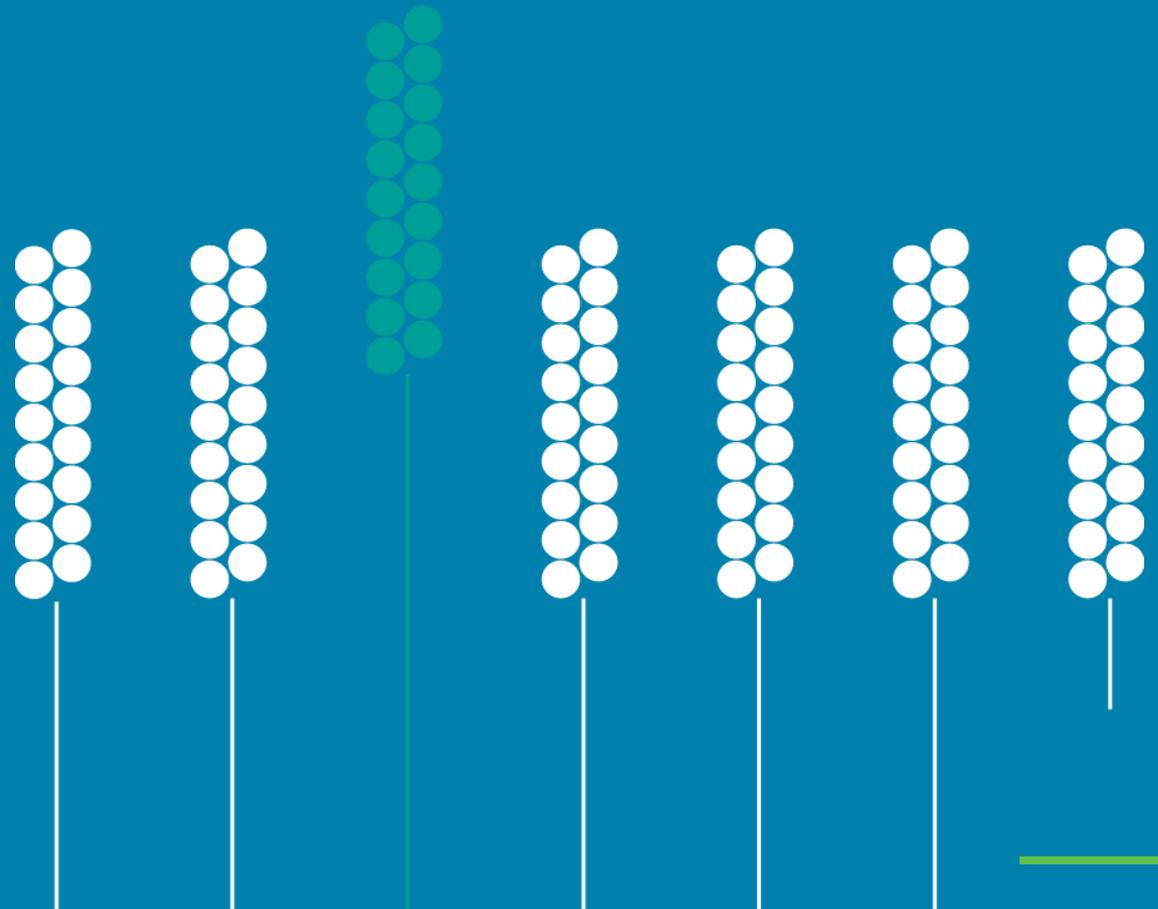
- Os comentários apresentados neste Relatório foram desenvolvidos por profissionais da UHY Bendoraytes com informações fornecidas pelo Contratante, assim como por fontes externas, quando indicado;
- Em relação as informações e projeções apresentadas pelo Contratante para serem usadas como base para a elaboração das avaliações aqui descritas, a UHY Bendoraytes as tomou como verdadeiras, confiáveis e de boa fé, porém uma vez que não era escopo dos serviços aqui prestados não foi feita nenhuma espécie de auditorias nas informações recebidas, não assumindo assim responsabilidade sobre sua razoabilidade e viabilidade;
- Não executamos uma auditoria, e, também, não fez parte do serviço aqui prestado nenhum tipo de assessorial estratégica, financeira ou tributária;
- Nem a UHY Bendoraytes, nem qualquer sócio ou funcionário tem interesse financeiro direto ou indireto na Empresa Avaliada, e os honorários cobrados pela realização do serviço foram quantificados apenas em relação às horas dispendidas, sem qualquer gatilho em relação a maior remuneração por conta de resultados das avaliações, se mantendo assim independente e imparcial na elaboração dos serviços;
- A metodologia aplicada na avaliação descrita neste relatório, por mais consagrada que seja possui limitações e depende da confirmação de eventos futuros devendo assim ser salientado que, uma vez que parte das informações é prospectiva, elas ostentam uma incerteza inerente aos dados estimados. Assim, os números reais podem, possivelmente, diferir de forma significativa dos números projetados.
- Para o cálculo do valor econômico justo do portfólio apresentado foram considerados eventos de fundrasing futuros com diluição dos atuais sócios que podem ou não acontecer.

Este Relatório Final é de uso exclusivo da CONTRATANTES não devendo esta distribuir este material exceto se requisitada por autoridades locais ou fiscais, ou para os seus auditores e advogados, ou sob as seguintes condições:

1. A UHY Bendoraytes deverá ser notificada a respeito de qualquer distribuição deste Relatório, que, por sua vez, deverá ser previamente aprovada por escrito, devendo os receptores se comprometerem por escrito a não distribuir esse Relatório Final;
2. A UHY Bendoraytes não foi contratada para esclarecimentos à terceiros sobre o conteúdo e conclusões deste Relatório Final, sendo para tal necessário uma contratação específica.

ANEXO II

DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL



ANEXO II – DERIVAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

A aplicação do método do fluxo de caixa descontado requer a utilização de uma taxa de desconto adequada. O método do FCD é aplicado sobre condições de incerteza. No uso comum, o risco de mercado refere-se a qualquer exposição a algo incerto que possa provocar consequências negativas.

Normalmente, assume-se que os participantes do mercado são avessos ao risco, estes optando por atuar com grau reduzido de incerteza, e uma expectativa de lucro que reflita essa situação. Os participantes do mercado procuram compensação, referida como prêmio de risco, para aceitarem a incerteza.

Portanto, a determinação da taxa de desconto implica nos fluxos de caixa gerados pelo ativo, comparados aos fluxos de caixa gerados pelo mais favorável investimento alternativo. Neste sentido, deve ser observado cuidadosamente que os fluxos de caixa do ativo em análise e o investimento alternativo são equivalentes em termos de risco e maturidade.

A determinação da taxa de desconto para o ativo analisando, por conta de suas características em relação a estrutura de capital ao longo do tempo foi baseada no Custo de Capital Próprio— Ke, calculado pelo método do Capital Asset Pricing Model – CAPM.

O CAPM postula que o custo de oportunidade do capital próprio é igual ao retorno de um ativo livre de risco, mais o prêmio de risco individual. O prêmio de risco é o risco sistêmico de uma companhia (beta), multiplicado pelo prêmio de risco.

A equação para o custo de capital próprio é:

$$KE = RF + \beta * MRP + \alpha BR + SP$$

KE = retorno esperado do mercado

RF = taxa livre de risco

β = risco sistemático de uma ação

MRP = prêmio de risco

α BR = risco país

SP = risco específico

O ponto inicial para estimar o custo do capital próprio é a taxa de retorno livre de risco. Na prática, a taxa de juros de longo prazo de investimentos financeiros livre de risco (e.g. títulos financeiros pré-fixados do setor público) é usada como guia para determinar a taxa de juros de interesse.

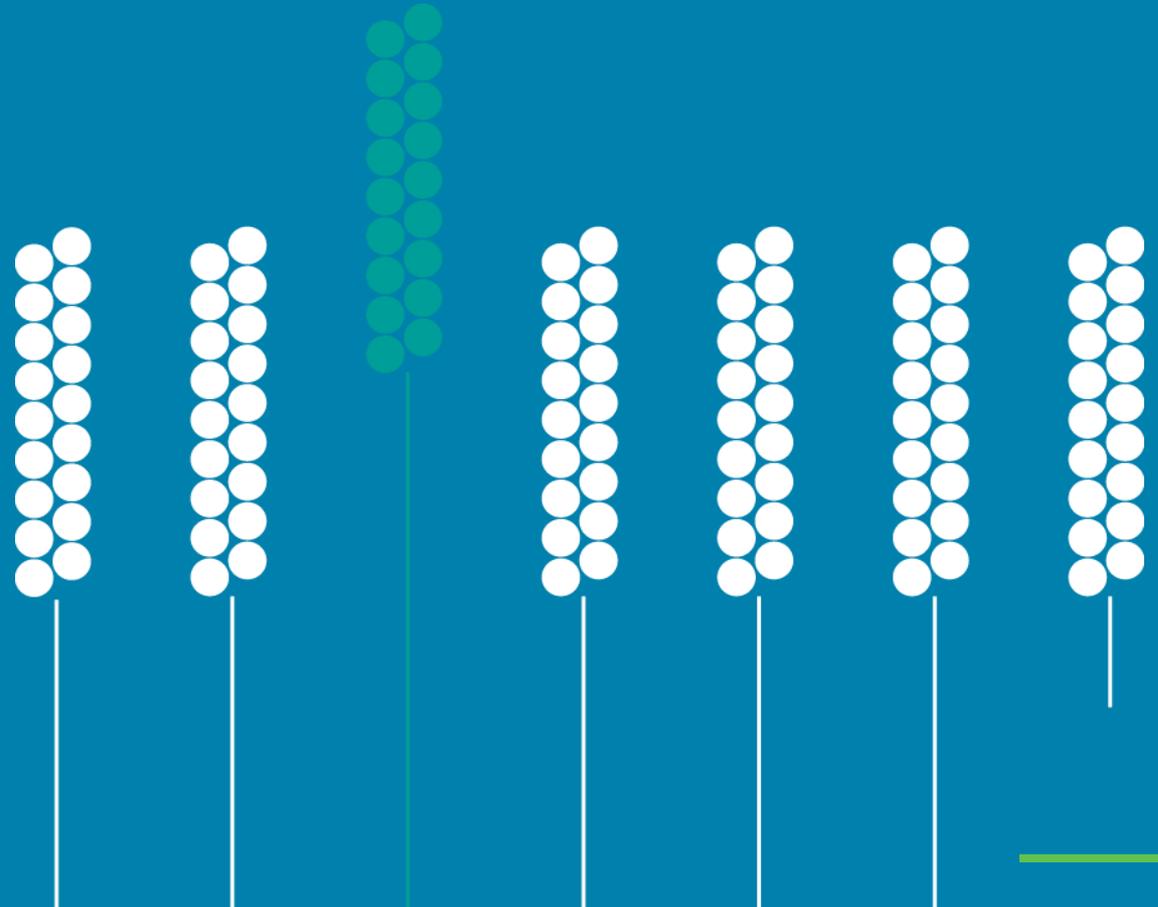
O prêmio de risco de mercado é definido como a diferença entre um retorno esperado num portfólio de mercado e a taxa livre de risco. Estudos de mercado de capitais de longo prazo têm mostrado que os investimentos históricos em ações geram retornos entre 6,0 e 7,0% mais altos que os investimentos em ativos de baixo risco.

O prêmio de risco médio deve ser modificado para refletir a estrutura de risco específico. O CAPM leva em conta o risco específico da companhia através dos fatores beta. Tais fatores representam uma figura de ponderação para a sensibilidade do retorno da companhia comparada com a tendência de todo o mercado. Eles são, portanto, medidas de volatilidade do risco sistêmico. Quanto maior for a diferença positiva entre o beta e número um, maior será a volatilidade. Quanto maior for a diferença negativa entre o beta e o número um, menor a volatilidade com relação a média do mercado. Fatores beta são idealmente determinados com referência a todo mercado de capitais, desde que o conceito de risco sistêmico e específico exija que ações individuais sejam medidas com relação ao portfólio do mercado.

Finalmente riscos específicos, tal qual risco em relação ao tamanho da companhia e prazo de maturação, caso sejam aplicáveis, devem ser adicionados ao custo de capital.

ANEXO III

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PROJETADAS



ANEXO III – PROJEÇÕES

DRE		2018	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
Crescimento receitas líquidas	%		17%	38%	-34%	90%	-3%	10%	10%	11%	0%	8%	8%
Receita operacional bruta	R\$ Mil	87.030	102.146	140.454	93.079	176.901	171.835	189.571	208.994	231.902	231.152	248.564	268.850
Deduções	R\$ Mil	(13.441)	(18.734)	(23.850)	(14.609)	(20.583)	(22.033)	(26.969)	(30.825)	(34.249)	(33.864)	(36.362)	(39.301)
% deduções Cortel	%	-15,44%	-18,34%	-16,98%	-15,70%	-11,64%	-13,00%	-15,20%	-16,00%	-16,00%	-16,00%	-16,00%	-16,00%
% deduções Metropax	%						-12,50%	-12,50%	-12,50%	-12,50%	-12,50%	-12,50%	-12,50%
Receita líquida	R\$ Mil	73.589	83.412	116.604	78.470	156.318	149.803	162.602	178.169	197.653	197.288	212.202	229.549
Margem Líquida	%	14,34%	15,54%	29,11%	-1,15%	-0,04%	13,76%	20,04%	24,04%	29,44%	29,29%	30,60%	33,34%
Custos totais	R\$ Mil	(13.401)	(15.140)	(17.038)	(25.409)	(34.891)	(52.036)	(52.398)	(53.427)	(56.999)	(64.813)	(70.762)	(77.093)
Lucro bruto	R\$ Mil	60.188	68.272	99.566	53.061	121.426	97.766	110.205	124.742	140.654	132.475	141.440	152.456
Margem bruta	%	81,79%	81,85%	85,39%	67,62%	77,68%	65,26%	67,78%	70,01%	71,16%	67,15%	66,65%	66,42%
SG&A	R\$ Mil	(38.383)	(41.625)	(38.346)	(43.203)	(76.722)	(61.209)	(58.823)	(62.963)	(64.260)	(58.327)	(58.164)	(57.890)
Resultado Participação Societária	R\$ Mil						12.208	14.823	16.648	18.499	27.642	30.837	33.988
%ROL	%	-52,16%	-49,90%	-32,89%	-55,06%	-49,08%	-40,86%	-36,18%	-35,34%	-32,51%	-29,56%	-27,41%	-25,22%
EBITDA	R\$ Mil	21.805	26.647	61.220	9.858	51.441	36.557	51.381	61.779	76.395	74.148	83.276	94.566
Amortização e depreciação	R\$ Mil	(1.642)	(1.054)	(1.661)	(2.029)	(3.140)	(3.233)	(3.556)	(3.911)	(4.303)	(4.733)	(5.206)	(5.727)
%Margem EBITDA	%	29,63%	31,95%	52,50%	12,56%	32,91%	24,40%	31,60%	34,67%	38,65%	37,58%	39,24%	41,20%
EBIT	R\$ Mil	20.163	25.593	59.559	7.829	48.301	33.325	47.826	57.867	72.092	69.416	78.070	88.839
%Margem EBIT	%	27,40%	30,68%	51,08%	9,98%	30,90%	22,25%	29,41%	32,48%	36,47%	35,18%	36,79%	38,70%
Receita Financeira	R\$ Mil	1.013	912	2.132	12.783	12.961	1.546	1.968	3.415	6.215	10.247	11.072	14.549
Despesas Financeiras	R\$ Mil	(2.775)	(2.657)	(5.251)	(12.516)	(43.327)	(2.084)	(1.781)	(1.207)	(647)	(177)	-	-
% ROL	%	-3,77%	-3,19%	-4,50%	-15,95%	-27,72%	-11,03%	-11,03%	-11,03%	-11,03%	-11,03%	-11,03%	-11,03%
EBT	R\$ Mil	18.401	23.848	56.441	8.096	17.935	32.787	48.013	60.076	77.661	79.485	89.142	103.388
IR/CSLL - Lucro presumido	R\$ Mil	(7.849)	(10.886)	(22.497)	(8.996)	(18.005)	(10.083)	(10.916)	(11.772)	(12.697)	(13.689)	(14.755)	(15.897)
(-) 25% Resultado metropax							(2.098)	(4.505)	(5.468)	(6.783)	(8.012)	(9.455)	(10.958)
Lucro Líquido	R\$ Mil	10.552	12.962	33.944	(900)	(69)	20.606	32.592	42.836	58.181	57.784	64.932	76.534

ANEXO III – PROJEÇÕES

Fluxo de Caixa		2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
<u>Fluxo de Caixa Operacional</u>								
EBIT	R\$ Mil	33.325	47.826	57.867	72.092	69.416	78.070	88.839
Depreciação	R\$ Mil	3.233	3.556	3.911	4.303	4.733	5.206	5.727
Imposto de Renda e Contribuição Social	R\$ Mil	(10.083)	(10.916)	(11.772)	(12.697)	(13.689)	(14.755)	(15.897)
(-)Variação Capital de giro	R\$ Mil	6.147	(7.127)	(8.122)	(7.850)	7.873	(2.677)	(4.016)
(-) Ajust Equiv x LL Rover	R\$ Mil	(206)	-	-	-	-	-	-
(-) Ajust Equiv x LL CPG	R\$ Mil	(2.332)	(2.728)	(2.733)	(3.029)	(3.399)	(3.771)	(4.337)
(-) Ajust Equiv x LL Girassóis	R\$ Mil	(625)	(596)	(707)	(843)	(1.049)	(1.346)	(1.836)
(-) Ajust Equiv x LL Cederj	R\$ Mil	(477)	(521)	(542)	(563)	(585)	(607)	(634)
(-) Ajust Equiv x LL SP	R\$ Mil	(3.461)	(2.344)	(5.401)	(6.312)	(7.080)	4.273	4.129
<u>Fluxo de Caixa de Investimentos</u>								
CAPEX - PPI	R\$ Mil	(1.051)	(2.368)	(2.785)	(3.486)	(5.898)	(5.979)	(6.331)
Adição de imobilizado	R\$ Mil	(3.233)	(3.556)	(3.911)	(4.303)	(4.733)	(5.206)	(5.727)
<u>Fluxo de Caixa Financeiro</u>								
Novas captações de dívida	R\$ Mil	13.000	-	-	-	-	-	-
Amortizações da dívida	R\$ Mil	(1.484)	(3.255)	(3.255)	(3.255)	(2.540)	-	-
Receita Financeira	R\$ Mil	1.546	1.968	3.415	6.215	10.247	11.072	14.549
Despesas Financeiras	R\$ Mil	(2.084)	(1.781)	(1.207)	(647)	(177)	-	-
<u>Fluxo de caixa não operacional</u>								
Outros gastos não recorrentes	R\$ Mil	(1.248)	(1.248)	(1.248)	(1.248)			
Venda PNs	R\$ Mil	10.000						
Recompra PN	R\$ Mil		(15.000)					
Caixa mínimo	R\$ Mil	-	-	-	-	-	-	-
Aporte	R\$ Mil	-	-	-	-	-	-	-
Distribuição	R\$ Mil	40.966	1.910	23.510	38.378	53.117	64.279	74.467
FCFE	R\$ Mil	40.966	1.910	23.510	38.378	53.117	64.279	74.467

UHY Bendoraytes & Cia é um membro da Urbach Hacker Young International, uma empresa britânica, e parte do network internacional UHY de firmas independentes de contabilidade, auditoria e consultoria. A UHY é a marca do network internacional da Urbach Hacker Young International.

Os serviços descritos nesta apresentação são fornecidos pela UHY Bendoraytes & Cia e não pela UHY International ou por qualquer outra firma membro. A UHY e as demais firmas do network internacional não possuem responsabilidade sobre os serviços aqui apresentados.

© 2019 UHY Bendoraytes & Cia