

## **Jofund S.A.**

### *Relatório de Avaliação Econômico-Financeira*

*Data-base: 31 de maio de 2018*

*Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda.*

03 de agosto de 2018

À  
**Fras-le S.A.**

## **Ref.: Laudo de Avaliação Econômico-Financeira da Jofund S.A.**

Prezados Senhores,

Conforme solicitado por V.Sas. procedemos ao serviço de Avaliação Econômico-Financeira da totalidade das ações da Jofund S.A. ("**Fremax**" ou "**Empresa**") e de suas subsidiárias, na data-base 31 maio de 2018.

Entendemos que o propósito deste estudo é subsidiar a Administração da Fras-le S.A. ("**Fras-le**") com a estimativa do valor econômico da **Fremax** e de suas subsidiárias, no âmbito de seu processo de aquisição, conforme disposto no artigo nº 256 (item II b) da lei 6.404/76 (Lei das S.A.) e atualizações.

Nenhum outro objetivo pode ser subentendido ou inferido, e este documento destina-se ao uso restrito de V.Sas. exclusivamente para a finalidade descrita acima.

## **METODOLOGIA E DEFINIÇÃO DE VALOR**

Na avaliação da **Empresa** foi adotado o *Income Approach* (Método da Renda), baseado na metodologia do Fluxo de Caixa Futuro Descontado a Valor Presente. Esta metodologia de avaliação se baseia no conceito de que o valor econômico de um negócio em operação está diretamente relacionado ao valor presente dos fluxos de caixa líquidos gerados pela rentabilidade de suas operações no futuro.

Na estimativa do valor econômico da **Fremax**, foi adotado o conceito de valor justo de mercado ("fair market value"), o qual é geralmente definido como o preço (expresso em moeda ou valor equivalente à moeda) possível de se obter em um mercado aberto e sem restrição, entre partes informadas e prudentes, agindo com independência e sem qualquer coação.

## RESULTADO DA AVALIAÇÃO

Com base no escopo de nossa análise, pesquisas, metodologias aplicadas, considerações e premissas adotadas e informações obtidas durante a execução de nossos trabalhos, conforme detalhado a seguir, estimamos o valor econômico da **Fremax**, considerando suas operações consolidadas,, na data-base 31 de maio de 2018, conforme demonstrado a seguir:

	(R\$ mil)		
<b>Resultado da Avaliação</b>			
Taxa de Desconto	15,92%	15,42%	14,92%
<b>Valor Presente do Fluxo de Caixa</b>	<b>73.153</b>	<b>73.884</b>	<b>74.627</b>
(+) Perpetuidade	134.503	142.891	152.105
<b>Fluxo Operacional da Empresa</b>	<b>207.656</b>	<b>216.775</b>	<b>226.732</b>
(+) Ajustes Diversos	(26.956)	(26.956)	(26.956)
<b>Valor Econômico</b>	<b>180.700</b>	<b>189.819</b>	<b>199.776</b>

Permanecemos à inteira disposição de V.Sas. para quaisquer esclarecimentos adicionais.









Atenciosamente,

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU  
Consultores Ltda.

  
Waderson Mergulhão  
Sócio

# Índice

---

	Notas Importantes	04
	Breve Descrição da Empresa	06
	Metodologia de Avaliação	13
	Documentos Recebidos	16
	Taxa de desconto	18
	Premissas e Projeções	21
	Resultados da Avaliação	27
	Anexos	29



# Notas Importantes





# Notas Importantes

1. A Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda. ("**Deloitte**") foi contratada pela Fras-le S.A. ("**Fras-le**") para estimar o valor econômico da **Fremax** e de suas subsidiárias, considerando suas operações consolidadas no âmbito de seu processo de aquisição, conforme disposto no artigo nº 256 (item II b) da lei 6.404/76 (Lei das S.A.) e atualizações, na data-base 31 de maio de 2018.
2. O trabalho de análise utilizou como base, entre outras, as seguintes informações ou documentos disponibilizados à **Deloitte**: (i) informações contábeis e gerenciais da **Empresa** referentes aos anos de 2015, 2016, 2017 e da data-base; (ii) *Business Plan* consolidado da **Empresa** para o período de maio de 2018 a dezembro de 2022; (iii) "Banco de Dados Deloitte" e outras informações públicas; e (iv) discussões com as Administrações da **Fras-le** e da **Fremax** em relação ao desempenho histórico e às expectativas futuras para a **Empresa**. O detalhamento dos documentos analisados está descrito no capítulo "Documentos Recebidos".
3. Nosso trabalho não incluiu a verificação independente dos dados e das informações fornecidas pelas Administrações da **Fras-le** e da **Fremax** e não se constituiu em uma auditoria conforme as normas de auditoria geralmente aceitas. Sendo assim, não estamos expressando nenhuma opinião sobre as demonstrações financeiras da **Fremax** ou sobre as informações recebidas.
4. As estimativas e projeções discutidas com as Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos, refletem a melhor avaliação de suas Administrações a respeito do desempenho da **Empresa** e de seus mercados de atuação no futuro.
5. É importante enfatizar que a **Deloitte** não é responsável e não fornece garantias quanto à efetivação das projeções apresentadas neste **Relatório**, pois estas estão consubstanciadas em perspectivas e plano de negócios das Administrações da **Fras-le** e da **Empresa**.
6. Este **Relatório** não representa uma proposta, solicitação, aconselhamento ou recomendação por parte da **Deloitte** de investimento, compra ou venda de ações da **Fremax**, sendo essa decisão de responsabilidade única e exclusiva dos acionistas e da Administração das empresas.
7. A **Deloitte** não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas, nem por lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso deste **Relatório**.
8. Este **Relatório** não se destina à circulação geral, tampouco pode ser reproduzido ou utilizado com outro propósito além daquele supracitado sem nossa prévia autorização por escrito. Não assumimos nenhuma responsabilidade ou contingências por danos causados ou por eventual perda incorrida por qualquer parte envolvida, como resultado da circulação, publicação, reprodução ou uso deste documento com outra finalidade diferente do definido neste **Relatório** e em nossa proposta.
9. Reservamo-nos o direito de, mas não nos obrigamos a, revisar todos os cálculos incluídos ou referidos neste **Relatório**, se julgarmos necessário, e de revisar nossa estimativa quanto ao valor econômico da **Empresa**, caso tenhamos conhecimento posterior de informações não disponíveis por ocasião da emissão deste **Relatório**.



# Breve Descrição da Empresa





# Breve Descrição da Empresa

## Visão Geral

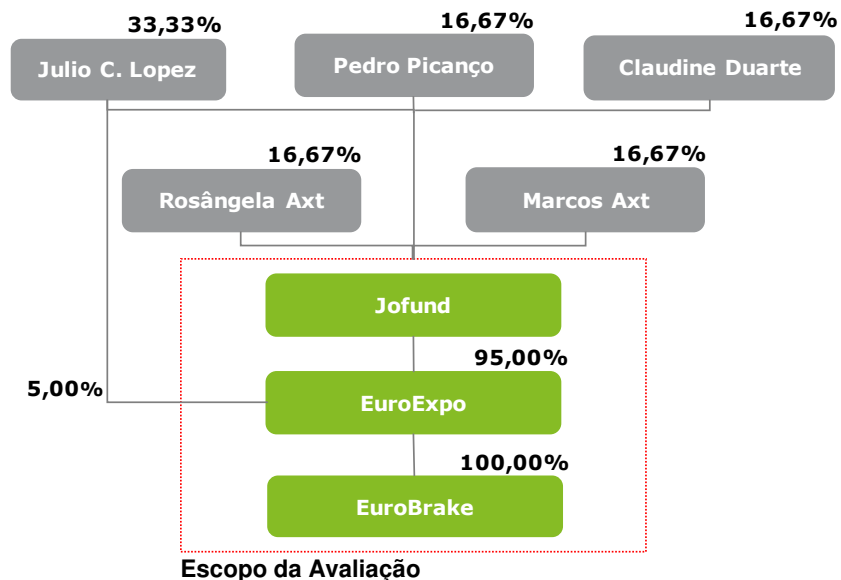
### Jofund

Fundada em 1986, a Jofund, cuja marca é denominada **Fremax**, é uma companhia brasileira sediada no município de Joinville, no estado de Santa Catarina, focada na venda de produtos automotivos (sistemas de freio) para veículos leves.

A **Empresa** possui uma unidade no Brasil ("**Fremax**"), e negócios de distribuição na Holanda ("**EuroBrake**") e na Argentina ("**EuroExpo**").

Atualmente, emprega 579 colaboradores, sendo 560 no Brasil, 12 na Argentina e 7 na Holanda.

### Estrutura Societária



### Legenda

- Target
- Acionistas

Fonte: Administração da **Empresa**.





# Breve Descrição da Empresa

## Visão Geral

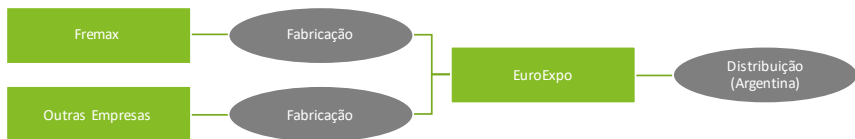
### Jofund

Em sua operação, a **Fremax** fabrica e vende produtos no mercado interno e externo, além de fornecer parte desses produtos para seus distribuidores fora do país (**EuroBrake** e **EuroExpo**).

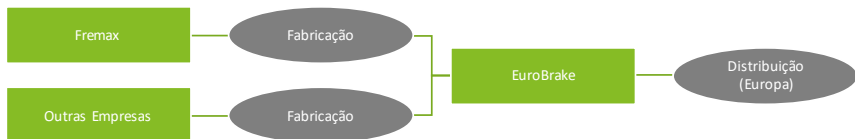
Além da comercialização dos produtos de fabricação própria, a **Empresa** vende também produtos importados, tanto no mercado interno, quanto no mercado externo.

Atualmente, as vendas no mercado externo representam 27% da receita total (33% no FY15 e 36% no FY16).

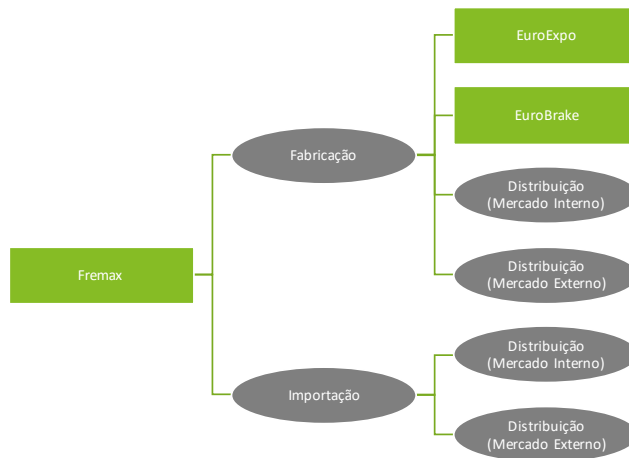
### Operação da EuroExpo (Argentina)



### Operação da EuroBrake (Holanda)



### Operação da Jofund



Fonte: Administração da **Empresa**.



# Breve Descrição da Empresa

## Principais produtos

Com base nas informações fornecidas pela Administração da **Fremax**, os seus principais produtos vendidos pela **Empresa** são:



Discos e tambores de freio

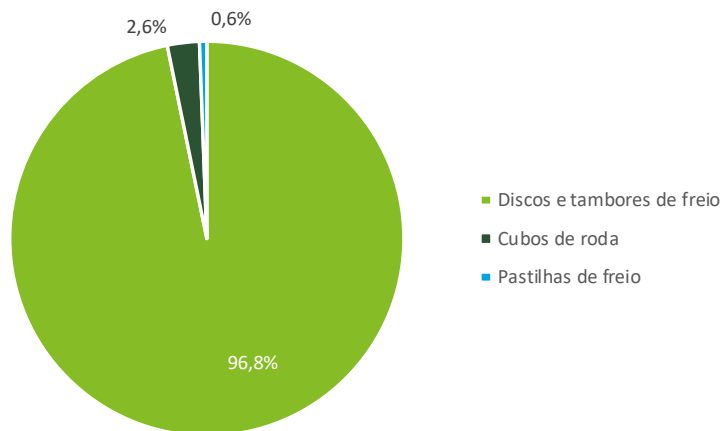


Cubos de roda



Pastilhas de freio

Receita líquida por produto



Fonte: Administração da **Empresa**.

A sua carteira de clientes é pulverizada entre aproximadamente 860 clientes, sendo que 11% do total das vendas do FY17 se concentraram nos três maiores clientes historicamente.

(R\$ mil)			
Resultados por empresa	FY15	FY16	FY17
<b>Receita líquida</b>			
Jofund	114.996	124.867	144.268
Euro Expo	22.365	23.269	24.053
Eurobrakes	18.404	17.667	19.665
<b>Margem bruta</b>			
Jofund	37,8%	33,6%	33,2%
Euro Expo	38,6%	33,0%	28,6%
Eurobrakes	30,2%	30,7%	21,8%
<b>EBITDA</b>			
Jofund	18.599	16.239	19.073
Euro Expo	5.610	4.516	3.098
Eurobrakes	1.554	1.462	1.362
<b>Margem EBITDA</b>			
Jofund	17,7%	14,9%	15,4%
Euro Expo	30,5%	21,4%	15,5%
Eurobrakes	8,4%	8,3%	6,9%

Fonte: Administração da **Empresa**.



# Breve Descrição da Empresa

## Operações no exterior

### EuroExpo

Na Argentina, a **EuroExpo** tem como principais produtos os discos e tambores de freio (em sua maioria importados do Brasil) e pastilhas de freio (comprados de um produtor local), sendo que ambos os produtos são vendidos sob a marca "**Fremax**".

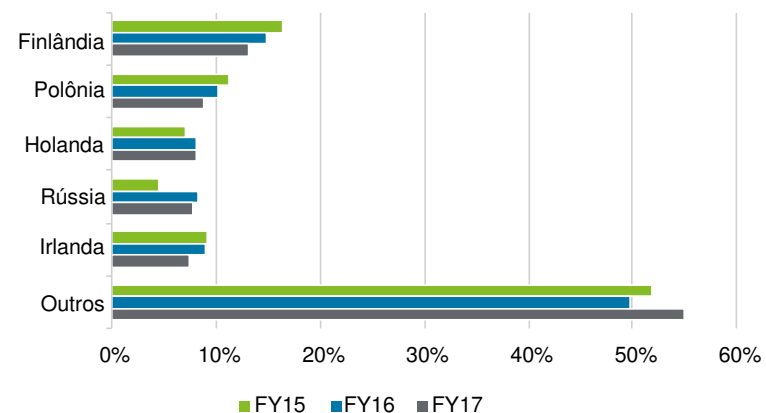
A partir do mês de novembro de 2017, a **EuroExpo** passou a vender também cubos de roda, importados da Ásia.

Com forte atuação nas maiores províncias da Argentina, tem uma grande fatia de *market share*, dividindo a liderança do segmento com um produtor local.

### EuroBrake

Além das vendas realizadas no mercado holandês, a **EuroBrake** exporta produtos para aproximadamente 45 países na Europa e Ásia, com destaque para a Finlândia, conforme o gráfico abaixo:

Breakdown da receita anual por país



Fonte: Administração da **Empresa**.



# Breve Descrição da Empresa

## Balanço Patrimonial Consolidado – Pró Forma

(R\$ mil)					(R\$ mil)				
Ativo	2015	2016	2017	mai/18	Passivo	2015	2016	2017	mai/18
Disponibilidades	16.979	13.050	10.544	12.468	Fornecedores	6.439	9.700	9.760	9.959
Investimentos	1.810	-	-	-	Folha de pagamento e obrigações sociais	1.589	4.995	2.442	8.377
Duplicatas a receber	22.767	27.404	31.968	32.947	Empréstimos e financiamentos	16.615	13.123	19.807	24.432
Estoques	13.122	16.192	22.582	28.240	Impostos a recolher	4.826	1.636	4.036	1.288
Adiantamentos	3.560	2.758	1.744	1.661	Dividendos	3.189	2.880	2.772	-
Impostos a recuperar	1.635	1.816	1.487	5.595	Outros passivos	6.393	5.754	8.396	2.458
Outras ativos	633	690	1.924	633					
<b>Total do ativo circulante</b>	<b>60.506</b>	<b>61.910</b>	<b>70.249</b>	<b>81.544</b>	<b>Total do passivo circulante</b>	<b>39.053</b>	<b>38.089</b>	<b>47.213</b>	<b>46.514</b>
Impostos a recuperar	265	438	422	212	Empréstimos e financiamentos	14.117	18.271	9.235	15.528
Depósitos Judiciais	250	268	388	402	Impostos a recolher	475	-	-	-
Outros ativos	3.454	2.042	771	7	Impostos diferidos	295	255	216	199
					Contingências trabalhistas	44	403	61	61
					Outros passivos	-	-	-	173
<b>Total do realizável a longo prazo</b>	<b>3.969</b>	<b>2.748</b>	<b>1.582</b>	<b>621</b>	<b>Total do exigível a longo prazo</b>	<b>14.931</b>	<b>18.929</b>	<b>9.511</b>	<b>15.962</b>
Imobilizado	23.360	31.374	31.592	31.497	Capital social	3.155	3.000	3.000	3.000
Intangível	-	873	1.736	1.477	Reservas	31.522	41.059	40.393	50.195
					Lucro / prejuízos acumulados	(114)	-	9.649	3.840
					Outros	(712)	(4.173)	(4.609)	(4.371)
<b>Total do permanente</b>	<b>23.360</b>	<b>32.247</b>	<b>33.328</b>	<b>32.974</b>	<b>Patrimônio líquido</b>	<b>33.851</b>	<b>39.886</b>	<b>48.434</b>	<b>52.664</b>
<b>Ativo Total</b>	<b>87.835</b>	<b>96.905</b>	<b>105.158</b>	<b>115.139</b>	<b>Passivo total</b>	<b>87.835</b>	<b>96.905</b>	<b>105.158</b>	<b>115.139</b>

Fonte: Administração da Empresa.



# Breve Descrição da Empresa

## Demonstração do Resultado do Exercício Consolidado – Pró Forma

(R\$ mil)					(R\$ mil)	
Demonstração do Resultado	2015	2016	2017	jan-mai/2018	Ajustes Due Diligence <sup>1</sup>	
Receita Operacional Líquida	132.567	138.029	157.992	68.812	- Créditos Reintegra	(514)
Custo do Produto Vendido	(77.766)	(86.322)	(103.577)	(44.462)	- Crédito de ICMS	(150)
<b>Margem Bruta</b>	<b>54.801</b>	<b>51.707</b>	<b>54.414</b>	<b>24.350</b>	- Juros	5
Despesas Comerciais e Administrativas	(27.074)	(27.607)	(28.237)	(13.307)	- Despesas Bancárias	(73)
<b>EBITDA</b>	<b>27.727</b>	<b>24.100</b>	<b>26.177</b>	<b>11.043</b>	- Custo de Moldes e Matrizes	(493)
Depreciação e Amortização	(2.097)	(2.669)	(3.544)	(1.584)	<b>Ajustes Totais</b>	<b>(1.225)</b>
<b>Lucro / (Prejuízo) Antes do Imposto de Renda</b>	<b>25.058</b>	<b>18.238</b>	<b>19.987</b>	<b>6.042</b>		
Imposto de Renda/Contribuição Social	(7.406)	(5.570)	(4.918)	(1.248)		
<b>Lucro / (Prejuízo) Líquido do Exercício</b>	<b>17.652</b>	<b>12.668</b>	<b>15.069</b>	<b>4.794</b>		
(R\$ mil)						
Ajustes Due Diligence	2015	2016	2017	jan-mai/2018		
<b>EBITDA</b>	<b>27.727</b>	<b>24.100</b>	<b>26.177</b>	<b>11.043</b>		
Ajuste Due Diligence <sup>1</sup>	(4.079)	(1.551)	(4.332)	(1.225)		
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>23.648</b>	<b>22.549</b>	<b>21.845</b>	<b>9.818</b>		
Margem EBITDA	17,8%	16,3%	13,8%	14,3%		

Fonte: Administração da Empresa.

<sup>1</sup> EBITDA ajustado, conforme Relatório de Due Diligence.



# Metodologia de Avaliação





# Metodologia de Avaliação

	<i>Income Approach</i>	<i>Asset Approach</i>	<i>Market Approach</i>
<b><i>Aplicação</i></b>	Adotado quando há expectativas de continuidade do empreendimento, visando seu potencial de gerar lucros futuros.	Adotado na avaliação de empresa "holding" (não operacional) ou empresa incapaz de gerar retorno, devendo o negócio ser liquidado.	Adotado quando há expectativas de continuidade do empreendimento, visando seu potencial de gerar lucros futuros.
<b><i>Enfoques</i></b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Fluxo de caixa futuro, gerado pelas operações da empresa, descontados a valor presente;</li><li>• Capitalização dos lucros, onde os lucros históricos normalizados são capitalizados por índice (taxa de capitalização).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Avaliação dos ativos e passivos a valor de realização ou mercado, ajustando o patrimônio líquido da empresa.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Múltiplos de mercado, obtidos no mercado de capitais (ex. Preço da ação por lucro);</li><li>• Múltiplos de transações realizadas no passado, de empresas que possam ser comparáveis, obtendo o preço pago por vendas, EBITDA, etc.</li></ul>
<b><i>Principais Vantagens</i></b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Os aspectos relevantes e intrínsecos ao negócio são considerados;</li><li>• Método aceito mundialmente como o mais completo e adequado.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Simplicidade na aplicação.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Obtenção de parâmetros de mercado;</li><li>• Melhor indicativo de valor quando é adquirido o controle acionário.</li></ul>
<b><i>Principais Desvantagens</i></b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Alto grau de subjetividade nas premissas e projeções;</li><li>• Cálculo de taxa de desconto apropriada;</li><li>• Valor residual relevante (perpetuidade).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Não reflete o potencial de valor do negócio;</li><li>• Dificuldade em se avaliar os ativos intangíveis.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Indisponibilidade de dados públicos;</li><li>• Dificuldade na análise da comparabilidade dos dados coletados;</li><li>• Dificuldade na definição da amostra.</li></ul>

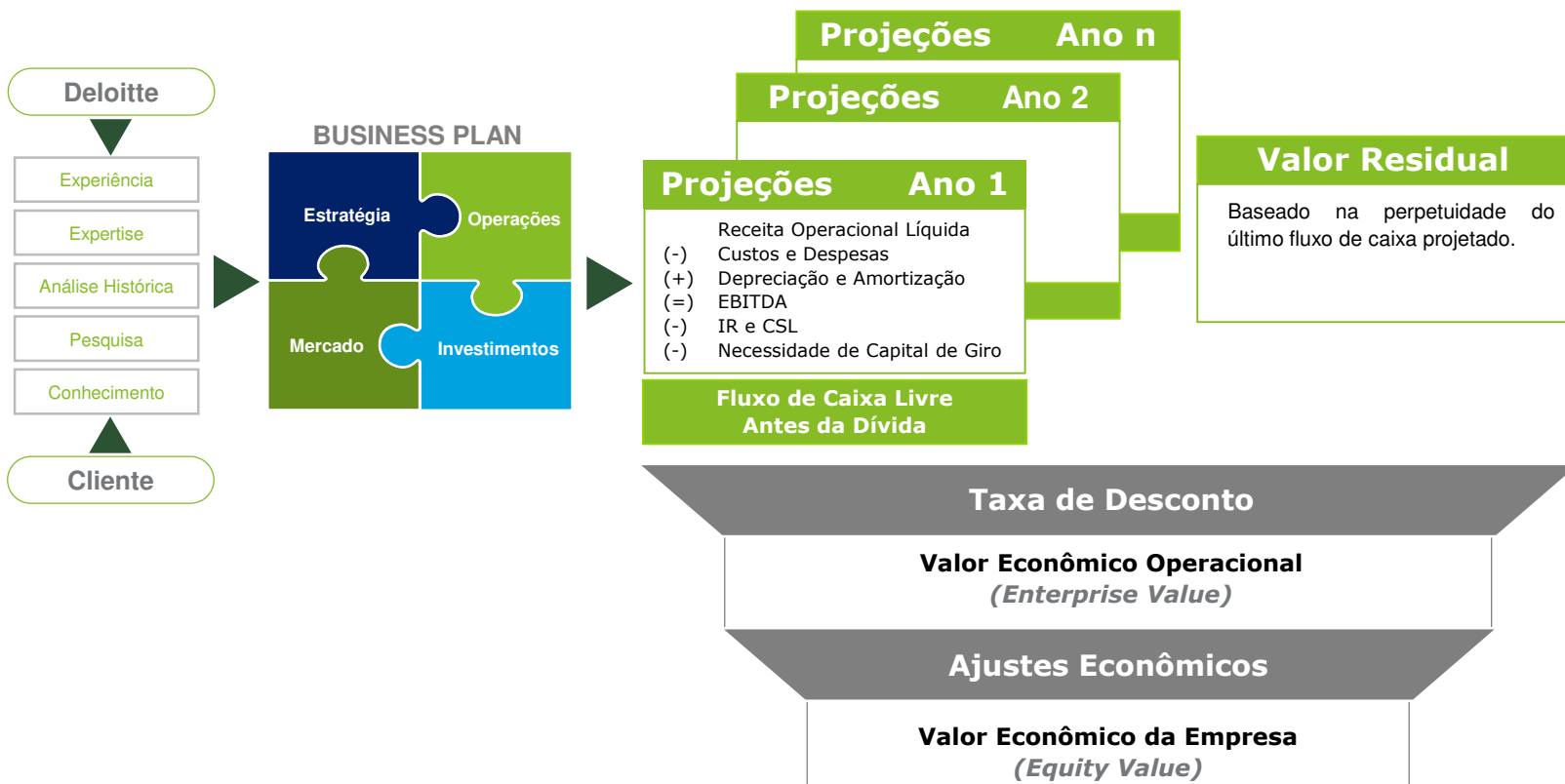


# Metodologia de Avaliação

## Fluxo de Caixa Futuro Descontado a Valor Presente

Considerando o objetivo do estudo, as expectativas de geração de lucros e caixa no futuro e ainda que seus acionistas não têm intenção de encerrar suas atividades operacionais, foi adotado na avaliação da **Empresa** o *Income Approach*, baseado na metodologia do fluxo de caixa futuro descontado a valor presente, conforme apresentado a seguir:

Este método considera que o valor econômico de um negócio está diretamente relacionado ao valor presente dos fluxos de caixa líquidos gerados pela lucratividade de suas operações no futuro.







# Documentos Recebidos





# Documentos Recebidos

## Documentos Recebidos

A avaliação econômico-financeira da **Fremax**, assim como as estimativas, premissas e considerações contidas neste Relatório foram baseadas em documentos e informações, os quais, em sua maioria, foram fornecidos pelas Administrações da **Empresa** e da **Fras-le**. Esses documentos incluem, entre outros, os seguintes:

- Balancete analítico da Jofund e suas subsidiárias para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 a 2017 e 31 de maio 2018 (data-base).
- Balanço Patrimonial e Demonstrações de Resultado da Jofund e suas subsidiárias de 31 de dezembro de 2015 a 2017 e 31 de maio de 2018 (data-base).
- Mapa de consolidação das Demonstrações Financeiras proforma da Jofund e suas subsidiárias para os períodos de 31 de dezembro de 2015 a 2017 e 31 de maio de 2018 (data-base).
- Demonstrações Financeiras Auditadas de 2013 a 2017.
- *Business Plan* preparado pelas Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**, refletindo a estratégia do negócio e as expectativas para as operações consolidadas da **Empresa**.
- Modelo de projeções do fluxo de caixa operacional futuro com base nas expectativas das Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**.

- Projeções de volume de cubos de roda e pastilhas de freio para o período de junho 2018 a dezembro de 2022, preparado pelas Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**.
- Relatório com detalhamento de exportações de peças, contendo volume e faturamento, por país.
- Relatório da Due Diligence.
- Relatório “Destaques do Mercado Automotivo”, de maio de 2018, indicando as expectativas do setor automotivo para o ano.

Além da utilização dos documentos e das informações mencionados anteriormente, realizamos reuniões com as Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**, buscando informações que permitissem melhorar nosso entendimento do seu processo operacional, saldos contábeis, expectativas do mercado e dos negócios, bem como discutir as principais premissas e considerações que balizaram as projeções e resultados da avaliação.



# Taxa de Desconto





# Taxa de Desconto

## Taxa de Desconto

$$\text{WACC}^* = \text{Ke}(E/(E+D)) + \text{Kd}(1-\text{tributos})(D/(D+E))$$

$$\text{CAPM}^{**} = \text{Rf} + \beta(\text{ERP}) + \text{CRP}$$

Taxa Livre de Risco (Rf)	2,62%	(a)
Prêmio de Mercado (ERP)	6,94%	(b)
Beta $\beta$	0,84	(c)
Risco País (CRP)	2,03%	(d)
Prêmio pelo Tamanho da Empresa (SP)	3,67%	(e)
Prêmio de Risco Específico da Empresa	1,00%	(f)
<b>Custo do Capital Próprio Real (CAPM) - US\$</b>	<b>15,14%</b>	
Taxa de Inflação Projetada (US\$)	1,86%	(g)
Taxa de Inflação Projetada (R\$)	3,93%	(h)
<b>Custo do Capital Próprio Nominal (CAPM) - R\$</b>	<b>17,52%</b>	
<b>Custo do Capital de Terceiros Nominal - R\$</b>	<b>5,19%</b>	(i)
Participação do Capital Próprio (E)	82,99%	(j)
Participação do Capital de Terceiros (D)	17,01%	(j)
<b>WACC Nominal - R\$</b>	<b>15,42%</b>	

\* Custo Médio Ponderado de Capital

\*\* Modelo de Precificação de Ativos de Capital

## Notas:

- Representa o retorno requerido pelo investidor para investimentos em títulos conceitualmente sem risco (*Risk Free*). Foi adotado como parâmetro de taxa livre de risco a média aritmética histórica dos últimos 24 meses das taxas oferecidas pelo Governo norte-americano (*T-Bond* norte-americano de 20 anos). Fonte: Análises Deloitte.
- Representa o retorno acima da taxa livre de risco que o investidor exige para investir (estar exposto ao risco) no mercado de capitais (*Equity Risk Premium*), devido a seu risco inerente. Foi adotado o prêmio médio verificado para as ações de grandes empresas americanas desde 1926. Fonte: Morningstar (ex-Ibbotson Associates).
- Representa a medida do risco da empresa ou do setor em análise. Para o cálculo do Beta, foi utilizado o Beta desalavancado médio de empresas que atuam no mesmo segmento da **Fremax**, com base na estrutura de capital destas empresas e taxas de imposto de renda vigentes nos respectivos países de origem. Esse Beta médio foi realavancado utilizando-se a estrutura de capital média do mercado e pela taxa média de Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) vigente no Brasil. Fonte: Análises Deloitte.
- Representa o prêmio adicional exigido pelo investidor institucional para investir no Brasil (*Country Risk Premium*). Foi adotado como prêmio, a média aritmética do spread dos últimos 12 meses praticado entre os títulos do Governo brasileiro e do Governo norte-americano de prazo similar. Fonte: Análises Deloitte.



# Taxa de Desconto

## Notas (cont.)

- e. Representa o prêmio adicional exigido pelo investidor institucional conforme o tamanho da empresa (*size premium*). Foi adotado o prêmio médio verificado para as ações (valorização e dividendos pagos) de micro empresas americanas desde 1926. Fonte: Mornigstar (ex-Ibbotson Associates).
- f. Representa os riscos não capturados pelo Beta ou pelo prêmio pelo tamanho da empresa. A estimativa do risco específico é um julgamento do avaliador e se baseia na análise dos fatores em conjunto que impactam a avaliação. Desta forma, considerando-se o risco de não realização do Plano de Negócio da Administração da **Empresa**, no que se refere à linha de negócios de pastilhas de freio, atribuiu-se este fator à taxa de desconto.
- g. Representa o índice projetado de inflação anual de longo prazo norte-americano calculado com base na expectativa embutida de inflação nos títulos de longo prazo (*T-Bond* norte-americano de 20 anos) oferecidos pelo Governo norte-americano, que possuem rendimento indexado ao CPI (*Consumer Price Index*). Fonte: Análises Deloitte.
- h. Representa a taxa de inflação brasileira anual de longo prazo, calculada de acordo com expectativas de mercado. Fonte: Banco Central do Brasil em 31 de maio de 2018.
- i. O custo de capital de terceiros nominal da **Empresa** foi calculado com base em seu custo médio das captações de financiamentos em aberto na data-base, líquido de IR/CSLL.
- j. Para o cálculo da alavancagem financeira, foi considerada a média aritmética da relação *debt/equity* para uma amostra de empresas comparáveis do mesmo segmento da **Fremax**. Fonte: Análises Deloitte.



# Premissas e Projeções





# Premissas e Projeções

## Premissas Gerais

As principais premissas e considerações que balizam a estimativa de valor econômico foram fornecidas pelas Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**, as quais foram discutidas com nossa equipe, e estão descritas detalhadamente a seguir:

- A data-base da avaliação é 31 de maio de 2018.
- As projeções dos fluxos de caixa futuros contemplam o período de 1º de junho de 2018 a 31 de dezembro de 2022.
- Para o cálculo do valor residual, foi considerado o valor presente da perpetuidade do fluxo de caixa projetado para o ano de 2022, ajustado para níveis normalizados de capital de giro e investimentos e considerando um crescimento constante de 4,0% a.a. (equivalente à expectativa de inflação no longo prazo).
- A **Empresa** foi avaliada pelo *Income Approach*, baseado na metodologia do fluxo de caixa descontado a valor presente. Adicionalmente, realizamos pesquisa e análise de múltiplos de empresas comparáveis com ações listadas em bolsa de valores, conforme apresentado no Anexo.
- Os valores projetados estão apresentados em termos nominais, ou seja, contemplam a expectativa inflacionária para o período projetivo.
- Os valores estão expressos em milhares de reais (R\$ mil), exceto quando de outra forma mencionado.
- Imposto de Renda e Contribuição Social foram projetados de acordo com a legislação em vigor no Brasil, considerando o regime de tributação pelo lucro real.
- As projeções foram realizadas com base no plano de negócios e nas informações gerenciais e contábeis da **Empresa**, fornecidos pelas Administrações da **Fras-le** e da **Fremax**.

Os dados macroeconômicos adotados nas projeções, na data-base da avaliação, são apresentados a seguir:

Dados Macroeconômicos	2018	2019	2020	2021	2022
Inflação brasileira*	3,62%	4,01%	4,00%	4,00%	4,00%
Inflação holandesa**	1,60%	1,80%	1,90%	2,00%	1,90%
Inflação americana**	2,40%	2,40%	1,30%	1,80%	1,90%
Câmbio USD/BRL*	3,49	3,45	3,51	3,60	3,65
Câmbio EUR/USD**	1,22	1,20	1,21	1,21	1,24

\* Fonte: Banco Central do Brasil

\*\* The Economist Intelligence Unit



# Premissas e Projeções

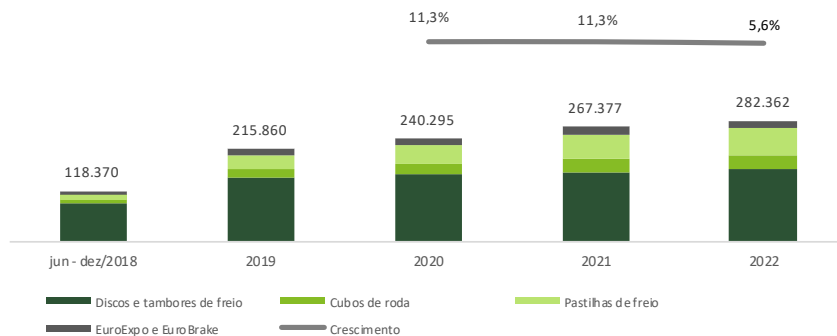
## Receita Operacional Líquida

### Receita Operacional Líquida

De acordo com as Administrações da **Fremax** e da **Fras-le**, as operações da **Empresa** estão estruturadas do seguinte modo:

- Discos e tambores de freio: É a principal operação da **Empresa**, responsável por 90% do faturamento na data-base (96% no FY17) e está subdividido nos seguintes mercados:
  - Mercado AM BR: Mercado *aftermarket*.
  - Mercado OEM: Mercado de montadoras no Brasil.
  - Mercado EXPO: Exportações *intercompany* e para o mercado externo.
- Cubos de roda: Vendas para mercado interno e exportações *intercompany* e mercado externo.
- Pastilhas de freio: Produto de fabricação própria e sua distribuição ocorre somente no mercado interno.

### Receita Operacional Líquida (R\$ mil)



Fonte: Administração da **Empresa**.

O volume de discos e tambores de freio foi projetado considerando que a **Empresa** está com alto nível de ocupação de sua capacidade fabril, ou seja, não há expectativa de aumento relevante de volume em relação aos níveis atuais de produção sem investimentos.

Os volumes de cubos de roda e pastilhas de freio foram projetados com base em dados históricos e na expectativa de expansão destes produtos, conforme indicado pelas Administrações da **Fremax** e **Fras-le**.

Para o ano de 2018, a mudança no mix dos discos e tambores de freio e cubos de roda é decorrente da expectativa de incremento de vendas de produtos com maior valor unitário (predominantemente, peças para carros de maior porte). Adicionalmente, é esperado, também para o ano de 2018, um reajuste do preço unitário das pastilhas de freio, adotado quando do seu lançamento.

Para o mercado interno, os preços foram projetados com base em dados históricos e ajustados pela inflação, a partir de 2019.

Para o mercado externo, os preços foram projetados com base em dados históricos e ajustados pela (i) inflação holandesa e cotação do euro para os produtos vendidos na Europa e (ii) *CPI* americano e cotação do dólar para os demais países, incluindo o mercado argentino, a partir de 2019.





# Premissas e Projeções

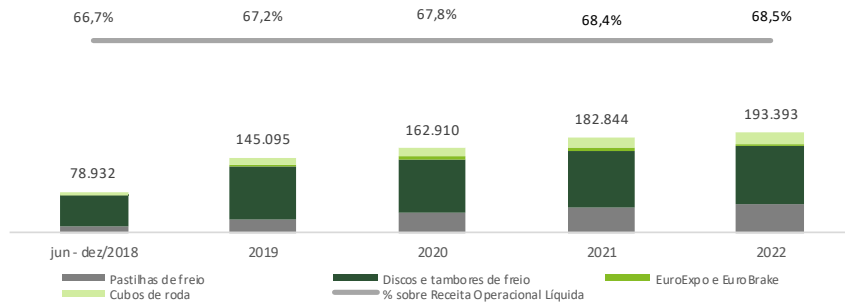
## Custos e Despesas Comerciais e Administrativas

### Custos dos Produtos Vendidos

Os custos relacionados a venda de discos e tambores de freio e cubos de roda para o mercado interno, foram projetados com base nos custos históricos e corrigidos pela inflação, sem que houvessem variações significativas ao longo do período projetivo. O mesmo racional é aplicado a venda desses produtos no mercado externo, apenas adicionando o impacto cambial projetado.

Os custos relacionados à venda de pastilhas de freio foram projetados com base na expectativa das Administrações da **Fras-le** e **Fremax** de reduzi-los em 42% em 2018 devido a expectativa de diluição de custos fixos derivada do aumento de volume projetado para essa linha de produtos.

Custo dos Produtos Vendidos (R\$ mil)

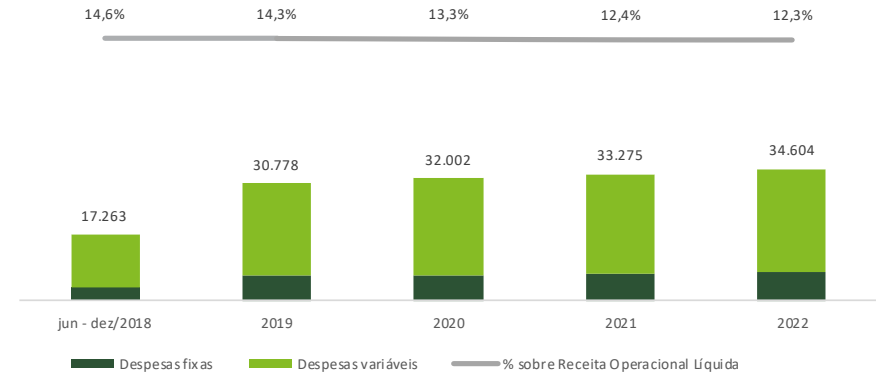


Fonte: Administração da **Empresa**.

### Despesas Comerciais e Administrativas

Tendo em vista que a **Empresa** entende que sua estrutura comercial e administrativa atende seu crescimento projetado, as Despesas Comerciais e Administrativas foram projetadas com base em dados históricos e corrigidos pela inflação.

Despesas Comerciais e Administrativas (R\$ mil)



Fonte: Administração da **Empresa**.

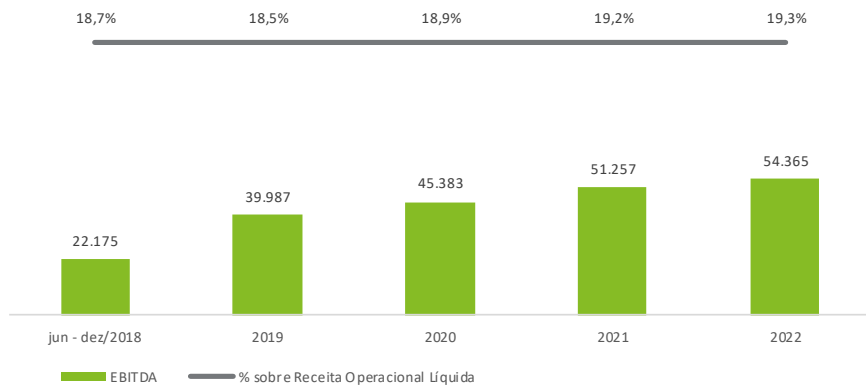


# Premissas e Projeções

## EBITDA

O crescimento da margem de EBITDA está relacionado à expansão das operações recém-lançadas com pastilhas de freio e cubos de roda, gerando uma expectativa de diluição de custos, conforme seu aumento de volume.

EBITDA (R\$ mil)



Fonte: Administração da **Empresa**.

## Investimentos

Para a projeção dos investimentos, foi considerada a expectativa das Administrações da **Fras-le** e **Fremax**, a qual leva em consideração os gastos necessários para a manutenção das operações.

## Depreciação

As despesas com depreciação dos ativos existentes e novos investimentos foram projetadas considerando-se as taxas médias de depreciação atualmente praticadas pela **Fremax**.

## Imposto de Renda e Contribuição Social

O Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro foram calculados de acordo com a legislação vigente na data-base do trabalho, em linha com o regime de tributação do Lucro Real.

## Capital de Giro

Na estimativa da variação de capital de giro foram adotados os prazos atualmente praticados pela **Fremax** para ativos e passivos de curto prazo operacionais (contas a receber, estoques, impostos a recuperar, fornecedores, contas a pagar e impostos a pagar).



# Premissas e Projeções

## Ajustes Econômicos

### Ajustes Econômicos

Os ativos e passivos não operacionais adicionados ou deduzidos do valor das operações da **Fremax** foram obtidos do seu balanço patrimonial consolidado pro-forma em 31 de maio de 2018. Os saldos e as respectivas contas são demonstrados na tabela a seguir:

	R\$ (mil)
<b>Ajustes Econômicos</b>	
- Disponibilidades	12.468
- Mútuo	195
- Depósitos judiciais	402
- Empréstimos e financiamentos (curto e longo prazo)	(39.960)
- Provisões cíveis e trabalhistas	(61)
<b>Ajustes Totais</b>	<b>(26.956)</b>



# Resultado da Avaliação





# Resultado da Avaliação

## Valor Econômico

Com base na metodologia adotada, considerações e premissas fornecidas pelas Administrações da **Empresa** e da **Fras-le**, estimamos o valor econômico da **Fremax**, na data-base 31 de maio de 2018, conforme apresentado a seguir:

(R\$ mil)

<b>Resultado da Avaliação</b>			
Taxa de Desconto	15,92%	15,42%	14,92%
<b>Valor Presente do Fluxo de Caixa</b>	<b>73.153</b>	<b>73.884</b>	<b>74.627</b>
(+) Perpetuidade	134.503	142.891	152.105
<b>Fluxo Operacional da Empresa</b>	<b>207.656</b>	<b>216.775</b>	<b>226.732</b>
(+) Ajustes Diversos	(26.956)	(26.956)	(26.956)
<b>Valor Econômico</b>	<b>180.700</b>	<b>189.819</b>	<b>199.776</b>
Múltiplo Implícito EV/EBITDA 2017	9,5 x	9,9 x	10,4 x
Múltiplo Implícito EV/EBITDA 2018	6,5 x	6,8 x	7,1 x
Múltiplo de Mercado EV/EBTIDA 2017*		7,4 x	
Múltiplo de Mercado EV/EBTIDA 2017*		6,3 x	

\* Vide Anexo



# Anexos





# Múltiplos de Mercado

## Análise de Múltiplos

### Market Approach

Apresentamos a seguir análise de múltiplos.

O *market approach* é uma abordagem para a avaliação de ativos, baseada na comparação de ativos com características similares.

Dentre as metodologias mais utilizadas, destaca-se a análise de múltiplos, os quais são obtidos através do cálculo da relação entre o preço de uma empresa e seus elementos operacionais ou financeiros (receita líquida, EBITDA, etc).

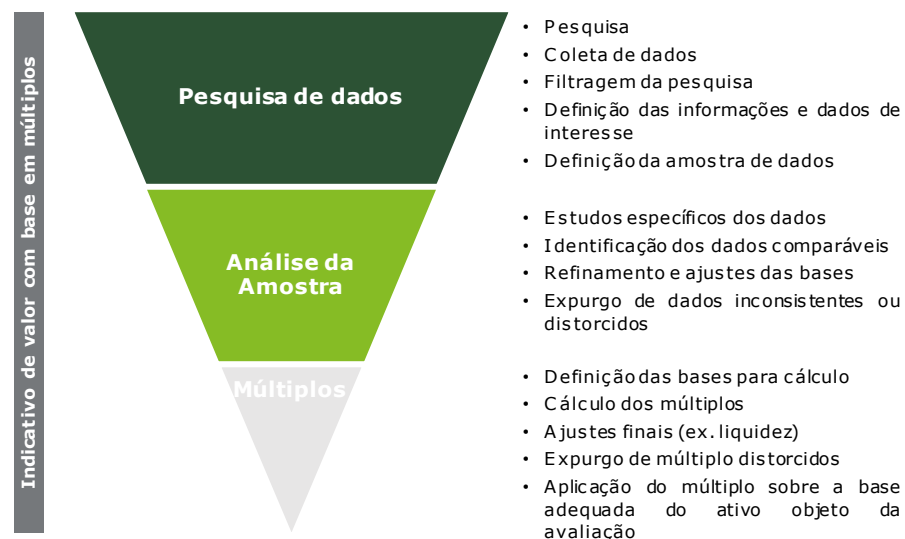
A comparação entre os múltiplos de diferentes empresas permite a realização de uma análise relativa entre o preço de ativos comparáveis.

Os múltiplos mais utilizados nas análises são:

- Múltiplos de Mercado: calculados com base no valor de mercado negociado em bolsa; e
- Múltiplos de Transação: calculados com base no valor de transações de compra/venda de empresas ou ativos.

### Múltiplos de Mercado

O esquema abaixo ilustra a sequência lógica adotada na análise de múltiplos:



Em nossa análise de múltiplos, optamos por utilizar múltiplos de mercado.

Sendo assim, a análise de múltiplos de mercado está apresentada a seguir.



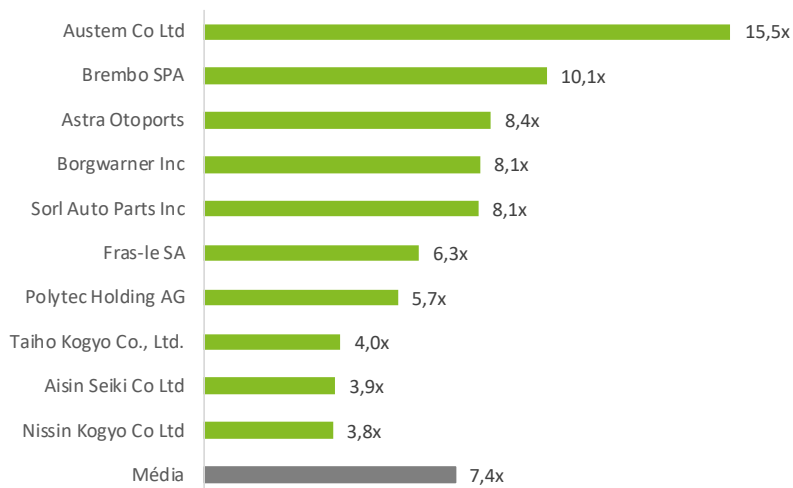
# Múltiplos de Mercado

## Análise de Múltiplos

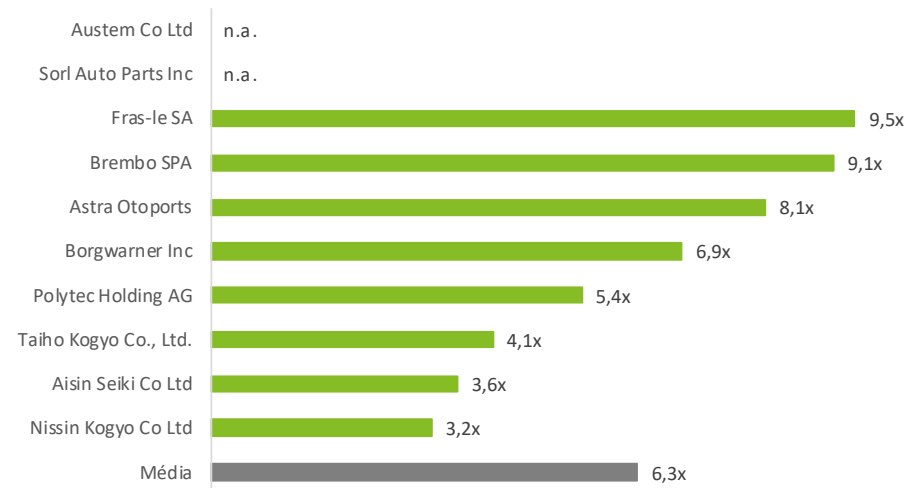
### Múltiplos de Mercado

A análise de múltiplos de mercado foi baseada em empresas comparáveis listadas em bolsa.

#### Múltiplos de Mercado – EV/EBITDA<sup>1</sup>LTM (*last twelve months*)



#### Múltiplos de Mercado – EV/EBITDA<sup>1</sup>'18E<sup>1</sup>



Fonte: Plataforma provedora de informações do Mercado de Capitais.

<sup>1</sup> O Múltiplo EV/ EBITDA<sup>1</sup>'18 considera as projeções de EBITDA no encerramento do ano de 2018, para as referidas empresas, por *equity researches*.





# Anexo






## Descrição das Empresas Comparáveis

Empresa	País	Descrição
<b>Fras-le SA</b>		Fras-Le S.A. fabrica peças de veículos. A empresa produz pastilhas de freio, lonas de freio, revestimentos de embreagem, sapatas ferroviárias e de metrô. A empresa comercializa seus produtos sob suas próprias marcas e alguns private labels terceirizados. A Fras-Le comercializa os seus produtos para fabricantes de equipamento original e aftermarket.
<b>Brembo SPA</b>		A Brembo S.p.A. projeta, fabrica e comercializa sistemas de freio a disco, além de componentes. Entre os produtos da empresa estão discos de freio, módulos de rodas laterais e freios de alto desempenho para automóveis, veículos comerciais leves e industriais pesados, além de motocicletas e carros de competição. A Brembo comercializa seus produtos em todo o mundo.
<b>Aisin Seiki Co Ltd</b>		AISIN SEIKI CO., LTD. fabrica peças de veículos motorizados, como transmissões, embreagens, freios a disco, ABS, suspensões, bombas de óleo, janelas elétricas e travas de porta elétricas. A empresa tem subsidiárias de vendas e de produção em todo o mundo. A Aisin Seiki também produz eletrodomésticos, como máquinas de costura.
<b>Nissin Kogyo Co Ltd</b>		A NISSIN KOGYO CO., LTD., afiliada à Honda Motor, fabrica sistemas de freio e peças relacionadas para automóveis e motocicletas. Entre os produtos da empresa estão sistemas de frenagem com antitravamento, freios a disco e cilindros-mestre de freio. A empresa tem unidades na Tailândia, na China, no Vietnã, no Brasil e nos Estados Unidos.
<b>Sorl Auto Parts Inc</b>		SORL Auto Parts, Inc. manufatura e distribui válvulas de freio a ar e válvulas de freio hidráulico automotivas. Os produtos da empresa são principalmente para o mercado de veículos comerciais na China. A SORL distribui os produtos tanto na China quanto internacionalmente sob a marca registrada SORL.



# Anexo

## Descrição das Empresas Comparáveis (cont.)

Empresa	País	Descrição
<b>AUSTEM CO LTD</b>		A Austem Co., Ltd. fabrica e comercializa peças automotivas, incluindo montagem de carroceria, rodas, painéis de carroceria, assentos, montagem de membros transversais e montagem de braços cruzados. A empresa fornece seus produtos para a GM Daewoo Auto & Technology em uma base de fabricação de equipamento original (OEM).
<b>ASTRA OTOPARTS</b>		A PT Astra Otoparts Tbk fabrica e distribui uma ampla gama de peças de automóveis e motocicletas. A empresa produz uma variedade de peças para automóveis forjadas, fundidas, elétricas, de borracha e em plástico e fabrica equipamento original (OEM). A Astra Otoparts também produz peças de reposição para automóveis e motocicletas, para mercados locais e estrangeiros.
<b>POLYTEC Holding AG</b>		A Polytec Holding AG desenvolve e produz peças de plástico para os setores automobilístico e industrial. A empresa oferece serviços de design, desenvolvimento, protótipo e produção. A Polytec opera em quatro divisões - sistemas automotivos, acessórios de carros, compostos avançados e industrial.
<b>TAIHO KOGYO CO., LTD.</b>		TAIHO KOGYO CO., LTD. manufatura forjados metálicos para automóveis, motos e máquinas industriais. Os produtos da empresa incluem rolamentos, juntas metálicas, buchas, válvulas e atuadores. Taiho Kogyo também produz produtos de fundição em alumínio, produtos de plástico e soldas. A empresa possui subsidiárias nos EUA e Indonésia.
<b>Borgwarner Inc</b>		BorgWarner, Inc. fornece sistemas e componentes de engenharia, principalmente para aplicações de powertrain automotivas. Seus produtos são fabricados e vendidos no mundo todo, principalmente para fabricantes de equipamentos originais de carros de passageiro, utilitários esportivos e caminhões leves.



# Anexo

## Demonstração de Resultado Projetada

	(R\$ mil)					
<b>Demonstração do Resultado</b>	<b>jun-dez/2018</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Receita Operacional Líquida	118.370	187.182	215.860	240.295	267.377	282.362
Custo do Produto Vendido	(78.932)	(123.394)	(145.095)	(162.910)	(182.844)	(193.393)
<b>Margem Bruta</b>	<b>39.438</b>	<b>63.788</b>	<b>70.765</b>	<b>77.385</b>	<b>84.533</b>	<b>88.970</b>
Despesas Comerciais e Administrativas	(17.263)	(30.570)	(30.778)	(32.002)	(33.275)	(34.604)
<b>EBITDA</b>	<b>22.175</b>	<b>33.218</b>	<b>39.987</b>	<b>45.383</b>	<b>51.257</b>	<b>54.365</b>
Margem EBITDA	18,7%	17,7%	18,5%	18,9%	19,2%	19,3%
Depreciação e Amortização	(4.137)	(5.722)	(7.419)	(6.721)	(7.234)	(7.636)
<b>Lucro / (Prejuízo) Antes do Imposto de Renda</b>	<b>18.038</b>	<b>24.080</b>	<b>32.568</b>	<b>38.662</b>	<b>44.023</b>	<b>46.729</b>
Imposto de Renda/Contribuição Social	(6.006)	(7.254)	(11.049)	(13.121)	(14.944)	(15.864)
<b>Lucro / (Prejuízo) Líquido do Exercício</b>	<b>12.032</b>	<b>16.827</b>	<b>21.519</b>	<b>25.541</b>	<b>29.079</b>	<b>30.865</b>



# Anexo

## Demonstração de Resultado Projetada

	(R\$ mil)					
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>jun-dez/2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Perpetuidade</b>
<b>EBITDA</b>	<b>22.175</b>	<b>39.987</b>	<b>45.383</b>	<b>51.257</b>	<b>54.365</b>	<b>54.365</b>
Varição de Capital de Giro	(2.768)	(2.896)	(5.445)	(6.057)	(3.788)	(2.678)
Investimentos	(4.020)	(6.683)	(5.382)	(5.358)	(5.230)	(7.636)
Imposto de Renda e Contribuição Social	(6.006)	(11.049)	(13.121)	(14.944)	(15.864)	(15.864)
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>9.381</b>	<b>19.359</b>	<b>21.435</b>	<b>24.898</b>	<b>29.483</b>	<b>28.187</b>
Fator de desconto	0,9590	0,8561	0,7417	0,6426	0,5567	0,5567
<b>Fluxo de Caixa a Valor Presente</b>	<b>8.997</b>	<b>16.573</b>	<b>15.899</b>	<b>16.000</b>	<b>16.415</b>	<b>16.321</b>
<b>Fluxo de Caixa a Valor Presente</b>	<b>73.884</b>					
(+) Perpetuidade	142.891					
<b>Fluxo Operacional da Empresa</b>	<b>216.775</b>					
(+) Ajustes Diversos	(26.956)					
<b>Valor Econômico</b>	<b>189.819</b>					



A Deloitte refere-se a uma ou mais entidades da Deloitte Touche Tohmatsu Limited, uma sociedade privada, de responsabilidade limitada, estabelecida no Reino Unido ("DTTL"), sua rede de firmas-membro, e entidades a ela relacionadas. A DTTL e cada uma de suas firmas-membro são entidades legalmente separadas e independentes. A DTTL (também chamada "Deloitte Global") não presta serviços a clientes. Consulte [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) para obter uma descrição mais detalhada da DTTL e suas firmas-membro.

A Deloitte oferece serviços de auditoria, consultoria, assessoria financeira, gestão de riscos e consultoria tributária para clientes públicos e privados dos mais diversos setores. A Deloitte atende a quatro de cada cinco organizações listadas pela Fortune Global 500®, por meio de uma rede globalmente conectada de firmas-membro em mais de 150 países, trazendo capacidades de classe global, visões e serviços de alta qualidade para abordar os mais complexos desafios de negócios dos clientes. Para saber mais sobre como os cerca de 263.900 profissionais da Deloitte impactam positivamente nossos clientes, conecte-se a nós pelo Facebook, LinkedIn e Twitter.