

Santos, Bas

Business & Financial
Advisory

Decisões de Valor

*Ilustração artística da
Av. Faria Lima – São
Paulo/SP
Por Maira Martines,
Três Design*

TERRA SANTA

Avaliação Econômico-Financeira

Data-Base – 31/12/2017

I.	Sumário da Avaliação	- <i>páginas 02 a 06</i>
II.	A Companhia e o Empreendimento	- <i>página 07</i>
III.	Região Metropolitana de BH	- <i>páginas 08 a 12</i>
IV.	Cenário Macroeconômico	- <i>páginas 13 e 14</i>
V.	Metodologia	- <i>páginas 15 a 17</i>
VI.	Sumário do Plano de Negócios	- <i>páginas 18 a 22</i>
VII.	Modelagem Financeira	- <i>páginas 23 e 34</i>
VIII.	Resultado da Avaliação	- <i>página 25</i>
IX.	Benchmarking	- <i>página 26</i>
X.	Considerações Finais	- <i>página 27</i>

Anexo I Projeções Financeiras

Anexo II Apresentação Institucional da Santos, Bas

I – Sumário da Avaliação

Objeto dos Trabalhos (“Objeto”) Atribuição do valor justo à totalidade das ações que compõem o capital social da VHR Empreendimentos e Participações S.A. (“Companhia” ou “Terra Santa”), inscrita no CNPJ sob o nº 04.997.348/0001-56, na data-base de 31 de dezembro de 2017 (“Data-Base”).

Contexto dos Trabalhos (“Contexto”) A Companhia tem entre seus acionistas o BRAZILIAN GRAVEYARD AND DEATH CARE SERVICES FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII, inscrito no CNPJ/MF sob o nº 13.584.584/0001-31 (“Fundo”). Tendo em vista a natureza deste acionista, os trabalhos contratados e aqui descritos têm como propósito fornecer subsídios para seu administrador estabelecer as bases para a precificação da Companhia dentro de sua carteira de investimentos.

Execução dos Trabalhos Os trabalhos foram executados em consonância com os termos contratados e todos os procedimentos aplicados para a consecução deste relatório foram executados exclusivamente pela equipe da Santos, Bas.

Sumário do Plano de Negócios da Companhia (“Plano de Negócios”) O Plano de Negócios da Companhia está focado no segmento evangélico e deverá tornar o Terra Santa o cemitério de referência para esta comunidade, que cresce a cada ano em todo o Brasil, inclusive na Região Metropolitana de Belo Horizonte. O referido plano tem como estratégia central uma agressiva abordagem junto às principais igrejas da região, envolvendo em sua equipe comercial membros dessas comunidades, oferecendo um plano de pagamento de longo prazo para aquisição dos jazigos, suportada por apólice de seguro para liquidação da dívida em caso de morte, bem como cobertura de despesas funerárias. O custo mensal para os adquirentes deverá ser de R\$ 89,50 e a expectativa de seus administradores é atingir a meta de 36.000 planos vendidos nos próximos 05 anos.

Informações Utilizadas

Relativamente aos trabalhos ora desenvolvidos, utilizamos informações prestadas pelos administradores da Companhia, notadamente ao que se refere às bases e premissas do Plano de Negócios (“Informações”). É importante ressaltar que estas Informações não foram objeto de trabalhos de auditoria independente para verificação de sua autenticidade e ou exatidão, uma vez que essas atividades não compunham o escopo dos trabalhos contratados, conforme está descrito mais adiante. Eventuais distorções que venham a estar contidas no conjunto das Informações tomadas como base de nossos estudos, caso sejam significativas, podem afetar o resultado dos trabalhos adiante descritos.

Premissas e Julgamentos

As Informações prestadas pelos administradores da Companhia foram objeto de discussão para validação, bem como confrontadas com dados e parâmetros de mercado, quando possível. As principais premissas que foram consideradas críticas e que foram objeto de análise, discussão e validação incluem (“Premissas”):

- ❖ Características do plano de vendas;
- ❖ Custo da apólice de seguros – confronto com carta-proposta da seguradora;
- ❖ Tamanho do mercado – comunidade evangélica;
- ❖ Estruturação da equipe comercial;
- ❖ Taxa de conversão;
- ❖ Custos e despesas comerciais, incluindo plano de marketing para lançamento do plano; e
- ❖ Investimentos em infraestrutura e melhorias.

Escopo dos Trabalho	Visando à consecução do Objeto deste relatório, foram aplicados os seguintes procedimentos: ❖ Levantamento e tabulação das Informações sobre o Plano de Negócios; ❖ Análise, discussão e validação das Premissas junto aos administradores da Companhia; ❖ Preparação de modelagem financeira; ❖ Inserção das Informações e das Premissas dos Projetos em suas respectivas modelagens financeiras; ❖ Definição de custo de capital a ser utilizado para desconto dos fluxos de caixa, partindo de dados internacionais, adaptados para o mercado brasileiro, bem como dos pênaltis a serem aplicados por conta da liquidez e de outros riscos específicos do empreendimento; ❖ Compilação e consolidação do resultado das projeções financeiras; ❖ Aplicação de testes para verificação da integridade do modelo econômico-financeiro; ❖ Análise de benchmarking sobre múltiplos aplicáveis a esse tipo de ativo; e ❖ Análise de sensibilidade sobre a variáveis consideradas críticas.
---------------------	--

Uso Restrito & Confidencial

Este relatório e todo o seu conteúdo estão sob acordo de confidencialidade. Assim, este documento é privado e confidencial e se destina exclusivamente ao propósito definido no Contexto anteriormente descrito. Fora deste Contexto, o conteúdo deste documento não poderá ser divulgado ou reproduzido, no todo ou em parte, sem a prévia autorização da Santos, Bas, que, por sua vez, não se responsabiliza por qualquer dano ou perda que seja decorrente de sua divulgação indevida.

Documento Único

Este documento é uma peça única e indivisível e deve ser exclusivamente analisado desta maneira. Ainda que haja seções distintas devidamente organizadas por tema, ressaltamos que a supressão de partes deste documento para quaisquer análises e aplicações apartadas de seu todo não é recomendável, pois pode conduzir os usuários dessas informações fracionadas a conclusões indevidas. Assim sendo, a Santos, Bas não se responsabiliza por qualquer dano ou perda que seja decorrente da utilização fracionada deste relatório.

Projeções Financeiras

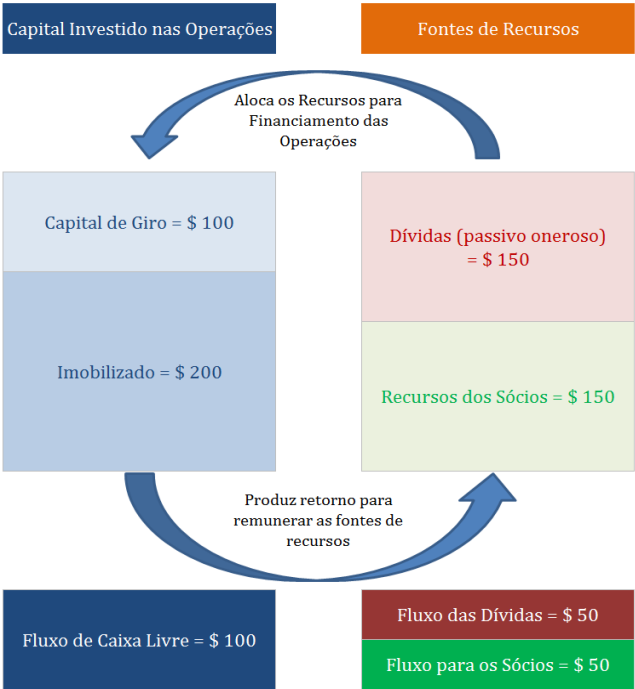
A incerteza é uma característica intrínseca dos trabalhos que envolvem projeções, sobretudo as de natureza econômico-financeira. Por esta razão, os resultados e fluxos de caixa tomados como base para a avaliação que é Objeto deste documento não podem ser tomados como algo certo e preciso. Em virtude disso, é possível que esses valores venham a ser diferentes do que ora se estima. Cabe afirmar ainda que essas diferenças podem vir a ser relevantes, sobretudo caso os cenários macroeconômicos sejam muito diferentes do que o que foi considerado em nossas projeções. Por fim, essas variações podem afetar os resultados ora apresentados de forma positiva ou negativa.

Metodologia

Aplicamos o método denominado fluxo de caixa descontado (“FCD”) para avaliação da Companhia. De maneira mais específica, descontamos, neste caso, o fluxo de caixa livre (“FCL”), que representa o fluxo de caixa líquido dos ativos. Este método é amplamente utilizado para avaliação econômico-financeira de empresas e consiste em projetar a capacidade de geração futura de caixa, a qual é trazida para o valor presente na data-base da avaliação. Para o cálculo do valor presente dos FCL, utilizamos uma outra metodologia, também difundida em nível global, a qual comumente se denomina CAPM (Capital Asset Pricing Model – cuja tradução mais objetiva é: modelo de precificação de ativos). Essa metodologia consiste em mensurar o risco das empresas a partir da comparação entre os ganhos oferecidos pelo mercado de ações e o rendimento dos títulos governamentais, sobretudo os do governo norte-americano, considerados como padrão mundial para a expressão “livres de risco”. Na parte V deste documento, essa metodologia está devidamente detalhada. Abaixo, está demonstrado o cálculo do custo de capital aplicado:

			2018	2019	2020	2021	2022
Determinação do Custo de Capital			projeção	projeção	projeção	projeção	projeção
Beta não Alavancado do Setor EUA (a)	índice	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Risco Livre Brasil	%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Taxa Livre de Risco (b)	% a.a.	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Prêmio de Mercado (c)	% a.a.	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Risco Brasil (d)	% a.a.	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%
Diferença de Inflação (e)	% a.a.	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%
Custo Ke - não Alavancado	% a.a.	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%

(a) - Média restritada dos dados do yahoo finance em 19/12/2017 relacionadas a "Indústria da Morte" no EUA
(b) -Fonte: Yahoo Finance, Baseado no US Treasury 30 year Bond 24/10/ 2017
(c) -Fonte: Damodaran - NYU Baseado em Média Aritmética sobre T-Bond - Série Histórica Loga 1966-2016
(d) -Fonte: IPEA. EMBI+ Brasil - 14/12/2017
(e) -Fonte: <https://research.stlouisfed.org> e IBGE. Baseado na série histórica de diferença de inflação americana (CPI) e brasileira (IPCA) de jan/1995 à set/2017



I – Sumário da Avaliação

Resultado da
Avaliação
31-12-2017

Avaliação Econômico- Financeira		2018	2019	2020	2021	2022
		<i>projeção</i>	<i>projeção</i>	<i>projeção</i>	<i>projeção</i>	<i>projeção</i>
Fluxos explícitos						
Fluxos de Caixa Livres Explícitos	R\$'000	-7.150	4.491	15.633	26.307	32.083
Quociente para Desconto dos Fluxos	índice	1,1281	1,2725	1,4355	1,6194	1,8268
Fluxos de Caixa Livres Descontados	R\$'000	-6.338	3.529	10.890	16.245	17.563
Cálculo Valor Terminal						
Valor teminal total 2022 - antes pênalti de liquidez do pênalti de liquidez					R\$'000	450.942
Valor teminal total 2022 - após pênalti de liquidez do pênalti de liquidez					R\$'000	360.754
EBITDA Projetado para 2022					R\$'000	33.831
Múltiplo de EBITDA Implícito no Valor da Empresa Projetado para 2022-antes pênalti de liquidez do pênalti de liquidez					múltiplo	10,7
Múltiplo de EBITDA Implícito no Valor da Empresa Projetado para 2022-após pênalti de liquidez do pênalti de liquidez					múltiplo	13,3

Sumário da Valor da Empresa para os Sócios em R\$'000 :

. VP dos fluxos de caixa livres explícitos	41.889
. VP do valor terminal dos fluxos operacionais	246.854
. Valor Op. da Empresa - antes do pênalti de liquidez	288.743
. Pênalti de liquidez - @ 30%	-86.623
. Valor Op. da Empresa	202.120
. Excedentes de caixa na base	0
. Valor total da Empresa	202.120
. Valor das dívidas na base	0
. Valor das quotas	202.120

Vperp. - R\$'000	450.942
g - %	5,3%
FCF 2022	32.083
Ke não alavancado - % a.a.	12,81%

$$\text{Perpetuidade FCF} = \frac{\text{FCF 2022} \cdot (1+g)}{K_e - g}$$

Onde

g: Taxa de crescimento implícita na perpetuidade;
 FCF: Fluxo de caixa livre;
 Ke: Custo de capital não alavancado de capital

De acordo com a metodologia adotada e à luz das Informações e Premissas aplicadas, indicamos que a totalidade das ações que compõem o capital social da Companhia na Data-Base de 31 de dezembro de 2017 tem como valor econômico-financeiro o montante de R\$ 202.120.000,00 (duzentos e dois milhões, cento e vinte mil reais).

Considerações Finais

Por fim, a Santos, Bas declara que os trabalhos ora descritos foram realizados de forma independente e que os honorários recebidos por esta prestação de serviços não tiveram nenhuma vinculação com os resultados acima descritos.

Anexado a este documento, há uma apresentação da Santos, Bas que contém, entre outras informações, a biografia profissional e os dados para contato com o responsável técnico pela emissão deste relatório.

São Paulo, 28 de dezembro de 2017.



Eduardo Lopes dos Santos
Sócio-Diretor
esantos@santosbas.com
+ 55 11 3853-3007

Biografia Profissional do Responsável

Eduardo Lopes dos Santos – sócio fundador da Santos, Bas, sua carreira teve início como auditor na Arthur Young (atual Ernst & Young). Tem mais de 30 anos de experiência profissional. Foi sócio da Nieto Auditores & Consultores (posteriormente Baker Tilly), onde liderou vários projetos para grandes grupos nacionais e internacionais em praticamente todas as áreas relacionadas a finanças e estratégia empresarial: avaliações, fusões & aquisições, implantação de modelos de gestão baseada em valor, assessoria em processos de privatização do setor elétrico e de transportes, consultoria para o Banco Interamericano em projetos do tipo project finance. Foi Diretor de Controle, Operações e Finanças da Coimex Capital, braço imobiliário do Grupo Coimex, onde atuou desde a elaboração do plano de negócios, passando pela formação das primeiras equipes, pela condução de sua inserção no mercado através de parcerias, liderando a contratação de Land Bank de R\$ 2,4 bilhões e gerenciando os primeiros lançamentos. Posteriormente foi Head da área de M&A do Banco BVA, onde foi contratado para liderar um projeto de IPO envolvendo uma grande empresa nacional. Criou a BRL Trust Assessoria, que era o braço de consultoria da BRL Trust DTVM (maior administradora independente de fundos de investimento no Brasil), que posteriormente foi desvinculada originando a Santos, Bas. Foi professor convidado da FGV nos cursos GV-PEC de 1994 a 2004. Atuou também como professor de finanças para os cursos de pós-graduação da ESPM nos anos de 1994 a 1997.

Razão Social VHR Empreendimentos e Participações S.A.

CNPJ nº 04.997.348/0001-56

O Empreendimento

Implantado na Região Metropolitana de Belo Horizonte, no Município de Sabará, o empreendimento consiste na operação de um cemitério parque aprovado conforme o processo administrativo no 02847/2004/004/2013, com área útil de 23,27 hectares, localizado na Rodovia MGT 262, km 05 – a 10 minutos do centro de BH.

Com arquitetura moderna e inovadora, em formato de pomba, simbolizando o Espírito Santo, o Terra Santa se propõe a oferecer todas as condições de suporte e conforto para a realização de um funeral de forma organizada, econômica e, principalmente, humanizada.

Área total :	283.800 m ²
Jazigos:	100.000 un.
Salas de Velório com Suíte de descanso:	6 un.
Lanchonete:	1 un.
Floricultura:	1 un.
Estacionamento:	180 vagas



Nota Importante:

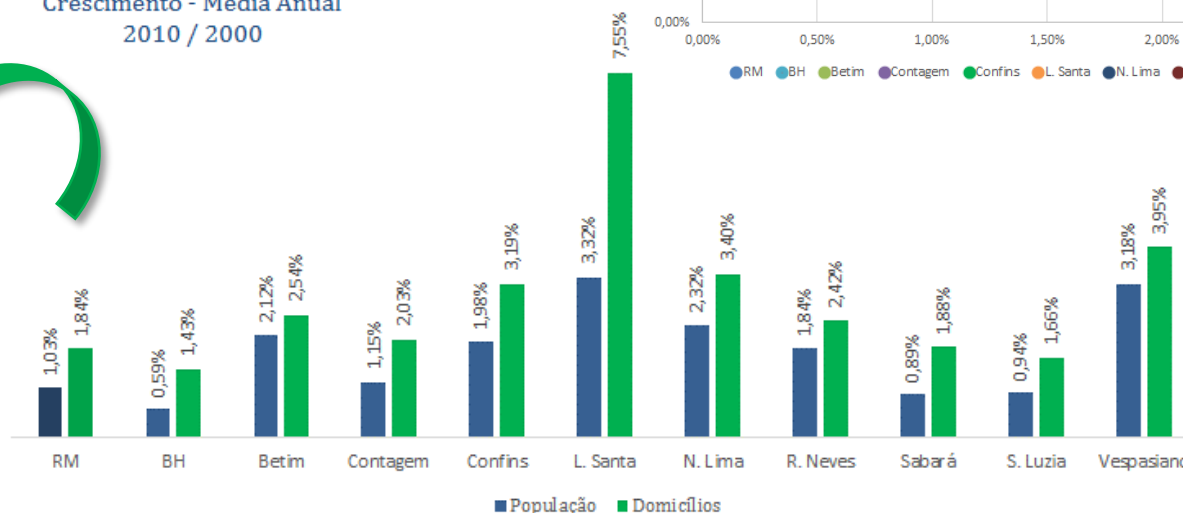
As análises ora apresentadas estão embasadas em dados socioeconômicos divulgados pelo IBGE. Obtivemos dados relativos aos principais municípios localizados no entorno de Belo Horizonte: Betim, Contagem, Confins, Lagoa Santa, Nova Lima, Ribeirão das Neves, Sabará, Santa Luzia e Vespasiano. Juntas, estas cidades aparecem nos gráficos apresentados nesta parte do relatório com a designação “Região Metropolitana de BH” ou “RM” apenas.

O Crescimento da Região Metropolitana de BH

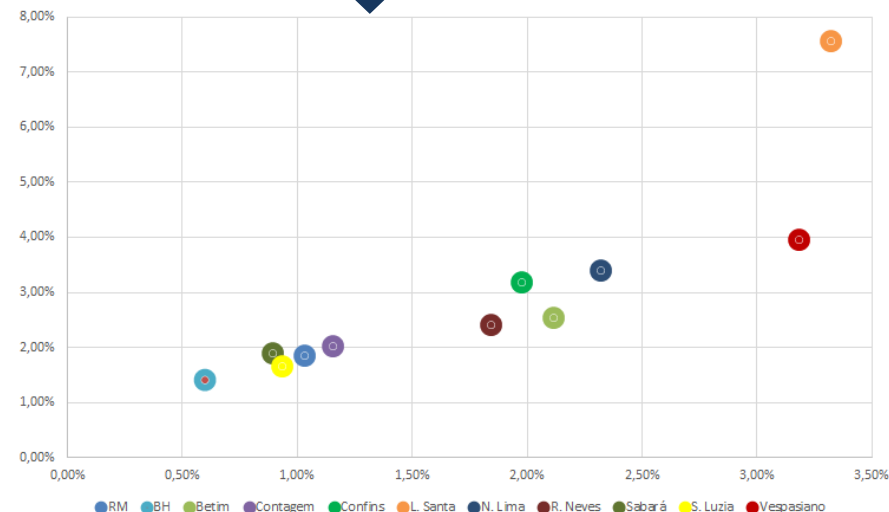
Assim como em todas as demais regiões do Brasil, a Região Metropolitana de Belo Horizonte vem registrando taxas de crescimento do número de domicílios acima da expansão do número de habitantes. No gráfico apresentado abaixo, estão demonstradas as taxas anualizadas de crescimento da população e do número de domicílios para as principais cidades da Região Metropolitana de Belo Horizonte no período de 2000 a 2010:

A análise comparativa dos dados aqui apresentados indica que há um processo de migração de pessoas da capital para os municípios vizinhos, tal qual ocorre em diversas metrópoles espalhadas pelo globo. Também visualiza-se que a taxa de crescimento de domicílios ao ano na RM foi de quase 1,8 X a taxa de crescimento da população.

Crescimento - Média Anual
2010 / 2000



As taxas anualizadas de crescimento da população e do número de domicílios foram plotadas na matriz abaixo, em que aparecem como destaque Nova Lima, Vespasiano e Lagoa Santa:



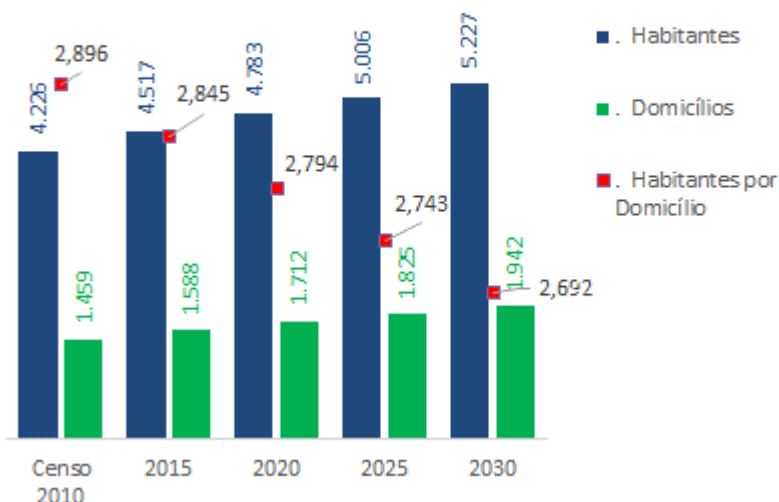
Fonte de Dados: IBGE Censo 2010
Elaboração: Santos, Bas

O Crescimento da Região Metropolitana de BH – *continuação*

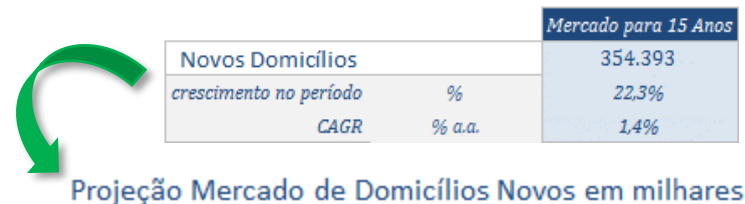
Derivado das premissas adotadas cidade a cidade baseadas nas taxas históricas e fundamentos prospectivos, projetamos uma taxa crescimento médio entre 2015 e 2030 de 0,87% a.a., inferior à taxa média de 2000-2010 que foi de 1,03% a.a. Adicionalmente, estimamos uma redução de 0,20 pontos no índice de habitantes por domicílio. Desta forma, as projeções da Santos, Bas para o crescimento da população e do número de domicílios para a Região Metropolitana de BH para o período de 15 anos está demonstrada no gráfico abaixo:

Com base nas projeções do crescimento de número de domicílios, inferimos que o mercado imobiliário da Região Metropolitana de Belo Horizonte tem como potencial o montante de cerca de 350 mil novas moradias para o período de 2016 a 2030, conforme demonstrado abaixo:

Projeção População e Domicílios em milhares



Fonte de Dados – 2010 e 2015: IBGE Censo 2010
Elaboração: Santos, Bas



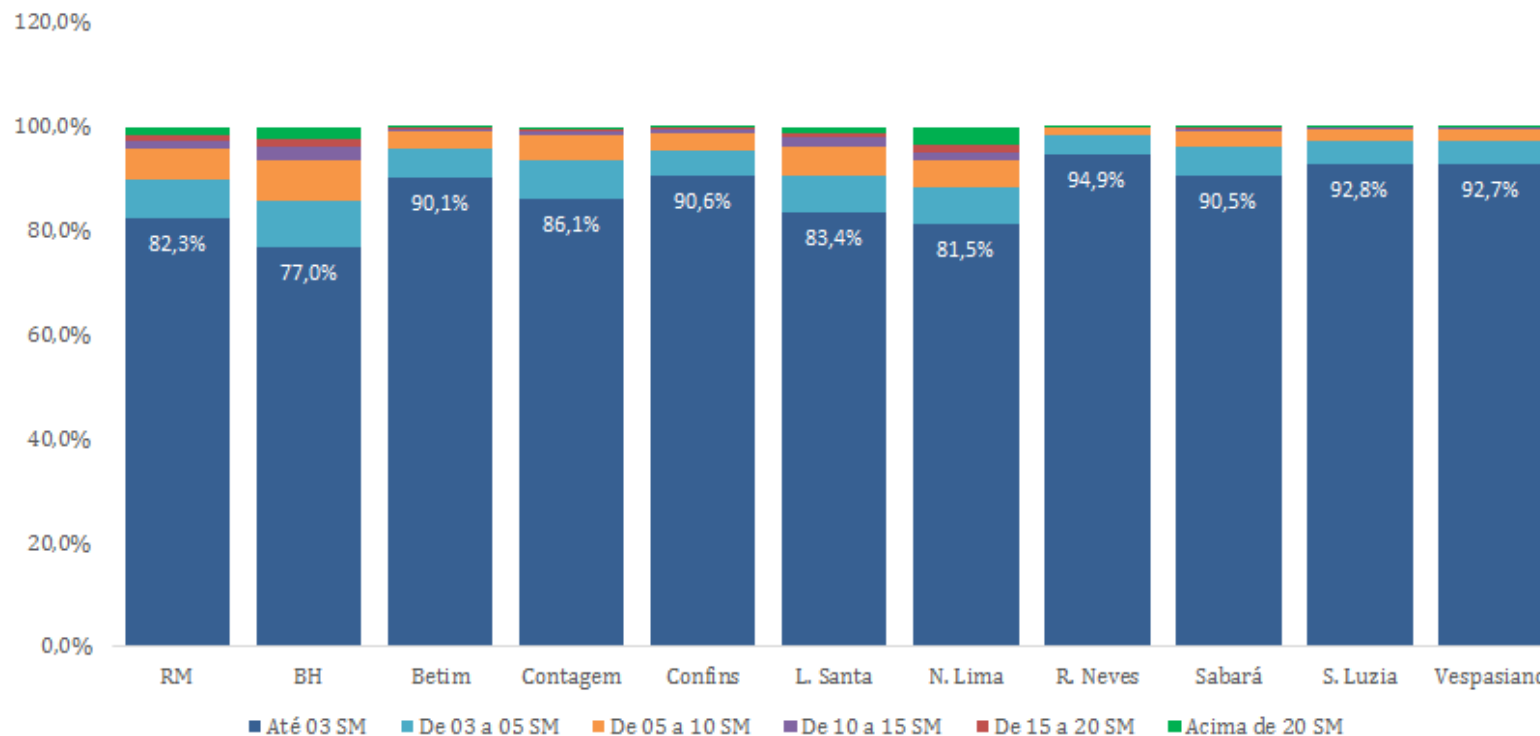
Projeção Mercado de Domicílios Novos em milhares

Mercado para 15 Anos	
Novos Domicílios	354.393
crescimento no período	22,3%
CAGR	1,4%

Distribuição de Renda na RM de BH

As rendas mais elevadas estão concentradas em Belo Horizonte, Nova Lima e Lagoa Santa:

Renda da Região Metropolitana de BH - População acima de 10 anos

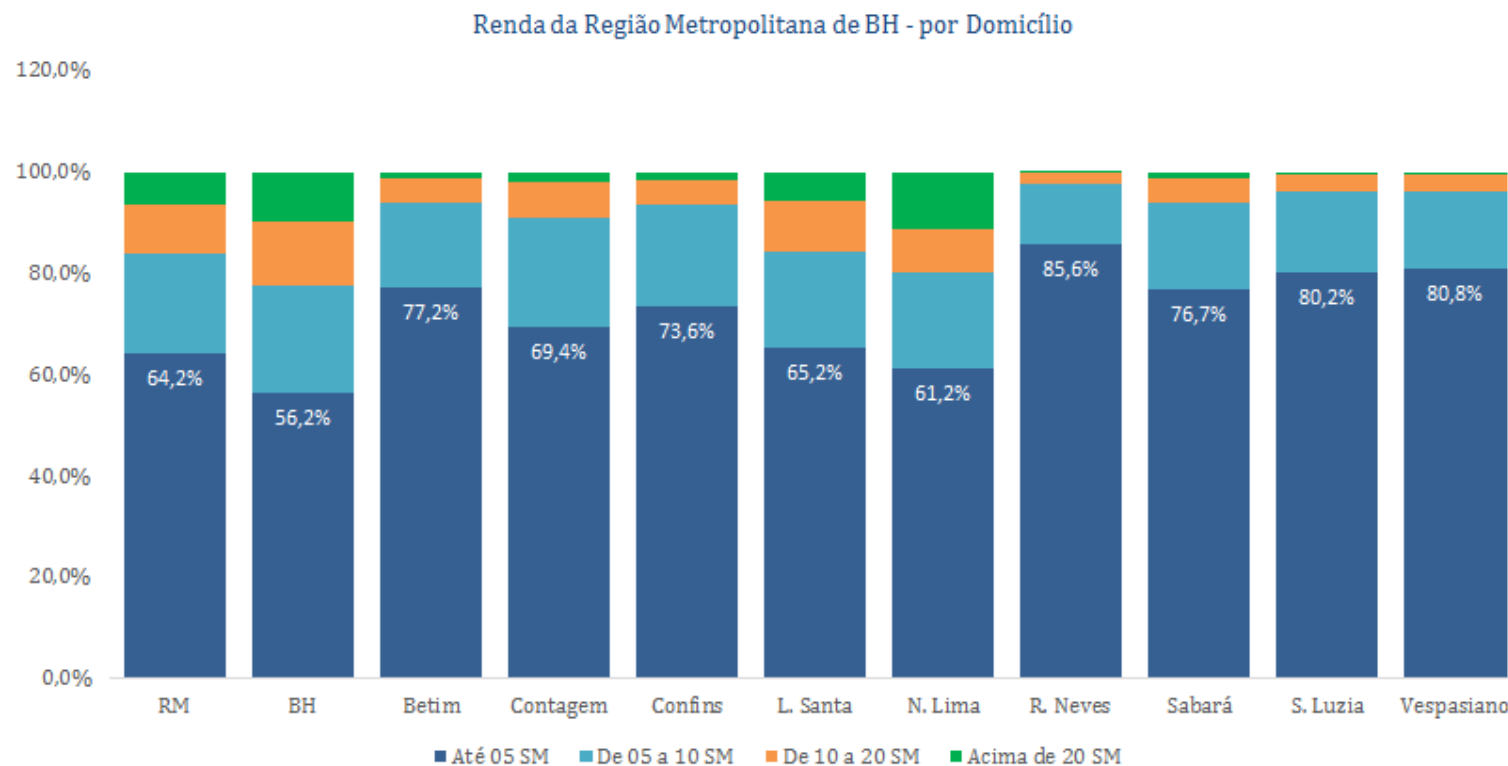


Fonte de Dados – IBGE Censo 2010

Elaboração: Santos, Bas

Distribuição de Renda na RM de BH

As rendas mais elevadas também estão concentradas nos domicílios localizados em Belo Horizonte, Nova Lima e Lagoa Santa:

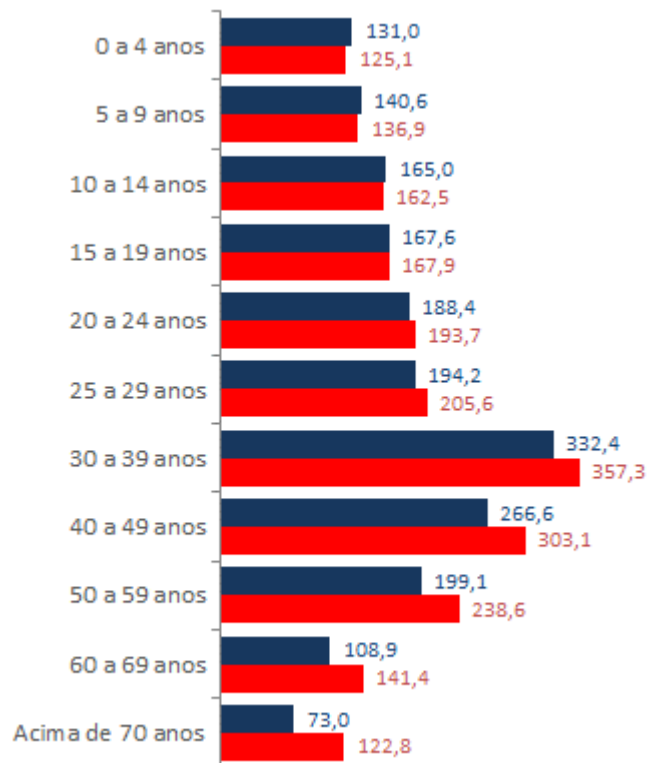


Fonte de Dados – IBGE Censo 2010

Elaboração: Santos, Bas

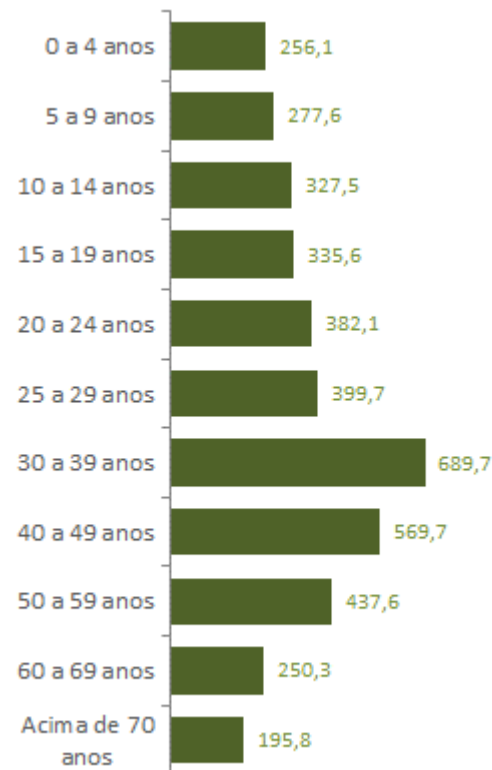
Perfil da População da RM de BH

Distribuição por idade e gênero (em milhares de pessoas):



Perfil da População da RM de BH

Distribuição por idade , sem distinção de gênero (em milhares de pessoas):



Fonte de Dados – IBGE Censo 2010
Elaboração: Santos, Bas

A Conjuntura Macroeconômica

O Brasil tem neste momento uma equipe econômica bem melhor preparada do que a que havia na gestão de Dilma Rousseff. A inflação, com os efeitos combinados da recessão e da política monetária, parece estar novamente sob controle, o que possibilitou a redução da taxa básica de juros ao menor nível desde abril de 2013, contribuindo assim para a pavimentação do caminho da retomada do crescimento. Contudo, o ajuste das contas públicas é o grande desafio, e isso envolve não só o governo federal, mas também os estados e municípios. No plano federal, a cena central é tomada pela reforma da previdência, cuja aprovação, ainda que com alguns ajustes contra a vontade da equipe econômica, certamente melhorará o ânimo dos mercados financeiros e de capitais, tanto no nível nacional quanto internacional, o que resultará no aumento de investimentos no Brasil. Ocorre que, por desgaste político, o Governo de Michel Temer não conseguiu a maioria necessária para sua aprovação no Congresso até o momento. Há uma expectativa de que isso venha a ocorrer no início do próximo ano. A questão dos estados e municípios é mais delicada, mais seus efeitos são mais localizados, como se vê no Rio de Janeiro, cuja situação é muito delicada.

O Efeito da Conjuntura Política

Estamos a menos de um ano da campanha eleitoral para a presidência da república (em maio de 2018, certamente as especulações sobre a eleição presidencial dominarão os meios de comunicação no Brasil). O cenário atual é absolutamente incerto, principalmente pelo fato de não se saber se o ex-presidente Lula poderá ou não ser candidato. Por outro lado, o Governo de Michel Temer, uma vez que já conseguiu barrar no Congresso dois processos de *impeachment*, é esperado que chegue ao seu final. Contudo, os avanços da Operação Lava Jato continuam e é sempre possível que novos fatos venham à tona e provoquem novas turbulências, como a que ocorreu em virtude da delação do Grupo J&S.

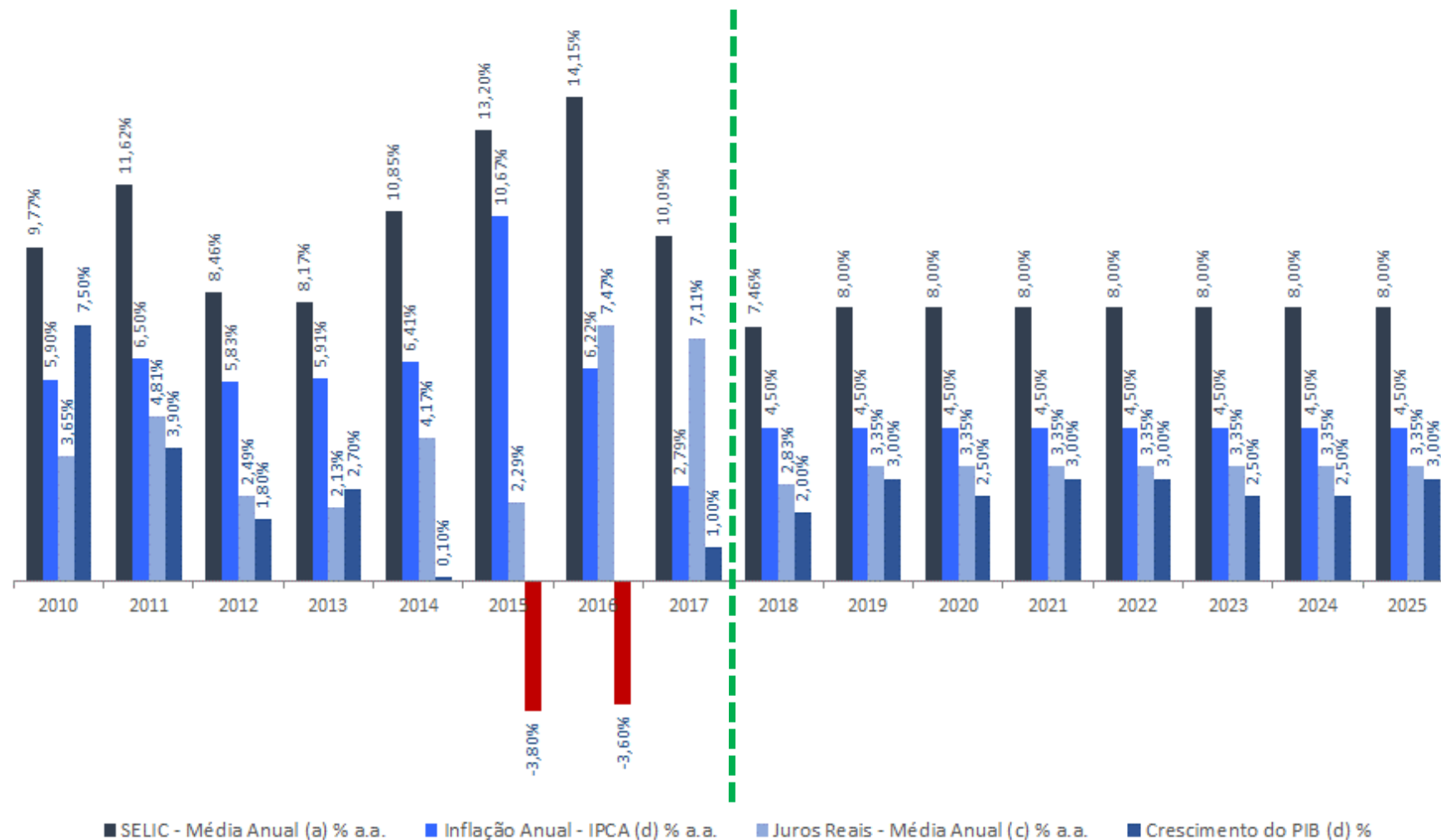
Por fim, para a efetiva retomada do crescimento econômico no Brasil, é imprescindível que, independentemente de quem venha a ser o sucessor de Michel Temer, que os mercados financeiros e de capitais entendam que não haverá descontinuidade em relação à forma como a atual equipe econômica vem pautando suas ações. Baseado neste entendimento, acreditamos que a retomada econômica venha a ser de fato verificada somente a partir do momento em que o cenário das eleições de 2018 estiver mais claro, sendo possível ainda que, a depender de quem venha a liderar as pesquisas e, eventualmente, se sair vencedor pelas urnas, essa retomada seja ainda postergada por mais alguns anos.

O Cenário Adotado nas Projeções

As projeções financeiras contemplam, implicitamente, um cenário macroeconômico em que, na média, teremos a inflação sob controle dentro, ou dentro da meta de 4,5% ao ano, com taxa real de juros flutuando entre 3,0% e 3,5% ao ano. Do ponto de vista do crescimento econômico, consideramos algum recuperação até 2018 – entre 1% e 2%, sendo que a partir de 2019 as taxas deverão ficar entre 2,5% e 3% ao ano.

Na próxima página, apresentamos de forma explícita as projeções macroeconômicas de 2018 a 2025.

Projeções Macroeconômicas

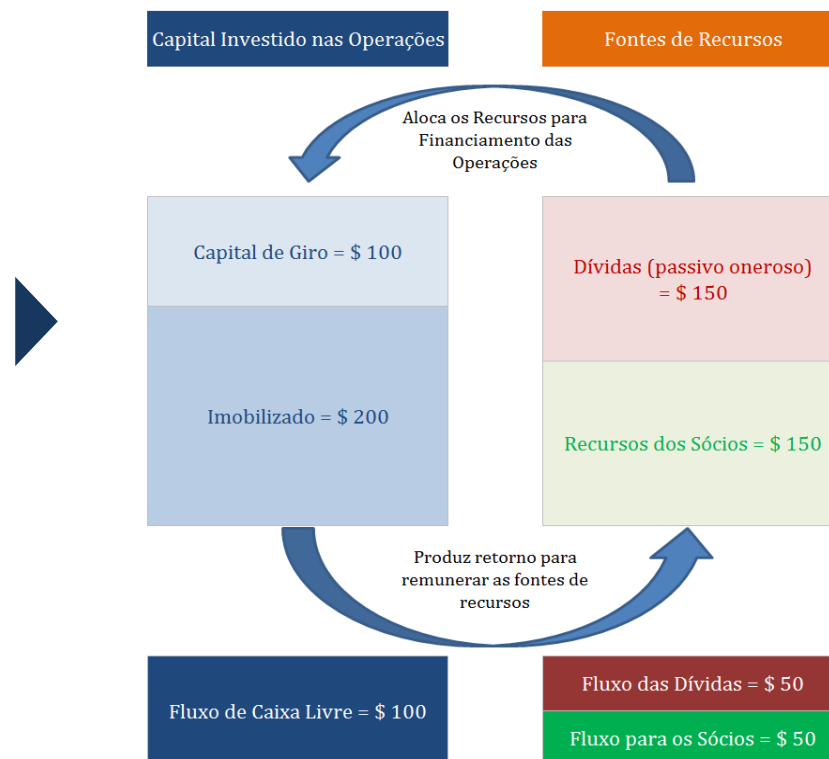


O Método dos Fluxos de Caixa Descontados

Aplicamos o método denominado fluxo de caixa descontado (“FCD”) para fins da consecução do Objeto deste relatório. De maneira mais específica, descontamos, neste caso, o fluxo de caixa livre (“FCL”), que representa o fluxo de caixa líquido dos ativos. Este método é amplamente utilizado para avaliação econômico-financeira de ativos e consiste em projetar a capacidade de geração futura de caixa, a qual é trazida para o valor presente na Data-base da avaliação. O Fluxo de Caixa Livre é projetado de forma conciliada com os fluxos de caixa financeiros que representam, por sua vez, os fluxos de caixa das fontes de financiamento, devidamente segregados entre o fluxo de caixa das dívidas e o Fluxo de Caixa dos Sócios. O diagrama apresentado ao lado oferece uma visão geral de como esses fluxos de caixa são conciliados (os valores são meramente ilustrativos). Com relação a esse diagrama, é oportuno mencionar que, de forma dedutiva, o Fluxo de Caixa dos Sócios é a parcela residual partindo do Fluxo de Caixa Livre, do qual é deduzido o fluxo de caixa das dívidas para que seja apurado o valor que, por fim, cabe aos sócios. Quando positivo, significa que há geração de caixa para os sócios. Se negativo, a tradução é que serão necessários aportes de capital para cobrir alguma exposição de caixa.

A estrutura dos fluxos de caixa que normalmente são utilizados para fins de avaliação econômico-financeira de empresas está demonstrada abaixo:

+	EBIT
-	CSLL & IRPJ sobre o EBIT <i>(aplicam-se as alíquotas básica e adicional sobre o EBIT)</i>
=	NOPLAT
+	Depreciação & Amortização
=	Fluxo de Caixa Bruto <i>(fluxo de caixa produzido pelas operações da empresa)</i>
-	Investimentos <i>(variações no capital de giro e aquisições de outros ativos de natureza permanente)</i>
=	Fluxo de Caixa Livre
-	Fluxo de Caixa das Dívidas <i>(juros líquidos dos efeitos de CSLL & IRPJ e variação líquida entre captações e amortizações)</i>
=	Fluxo de Caixa dos Sócios <i>(representa o fluxo de caixa residual que sobra aos acionistas ao final de cada período)</i>



O Método dos Fluxos de Caixa Descontados – *continuação*

No julgamento da Santos, Bas, o método FCD é o mais adequado para este tipo de avaliação, pois todos os fluxos de caixa operacionais e das dívidas são explicitamente projetados. Por este método se calcula o valor presente dos fluxos de caixa da companhia, descontando-os pelo custo de capital dos ativos – Ke não alavancado, definido a seguir.

Custo de Capital (*Taxa de Desconto dos Fluxos de Caixa Livres*)

Com relação ao custo de capital dos sócios, a mensuração é feita de forma que a taxa reflita a justa medida de risco à luz de uma técnica amplamente aplicada em trabalhos desta natureza, a qual comumente se denomina CAPM (Capital Asset Pricing Model – cuja tradução mais objetiva é: modelo de precificação de ativos). Essa metodologia consiste em mensurar o risco das empresas a partir da comparação entre os ganhos oferecidos pelo mercado de ações e o rendimento dos títulos governamentais, sobretudo os do governo norte-americano, considerados como padrão mundial para a expressão “livres de risco”.

Da comparação dos rendimentos entre as ações e os títulos livres de risco, que é feita em séries históricas longas, é apurado o prêmio do mercado, ou seja, a remuneração incremental oferecida pelo mercado de ações onde há riscos claramente identificados. Contudo, esse prêmio de mercado não pode ser aplicado indiscriminadamente a todas as empresas, uma vez que os riscos que as afetam ainda podem ser divididos em sistemáticos, ou seja, aqueles que afetam igualmente todas as empresas, e riscos não sistemáticos, que são específicos para algumas companhias ou segmentos econômicos. Do confronto entre os retornos produzidos pelo mercado de ações em geral e os retornos produzidos por ações de empresas de determinados setores da economia, apuramos um fator de ajuste de risco, e consequentemente do prêmio esperado pelo mercado para aquele tipo de empresa, o qual é denominado Beta do setor.

O Beta utilizado como parâmetro foi o do setor da “Indústria da Morte” nos Estados Unidos. No quadro inserido ao lado, apresentamos a composição da fórmula para apuração do Ke:

*Custo de Capital (Ke) = Taxa Livre de Risco + (Beta * Prêmio de Mercado) + Diferença de Inflação + Risco País, onde:*

<i>Taxa Livre de Risco</i>	<i>Juros dos títulos de longo prazo do governo americano;</i>
<i>Diferença de Inflação</i>	<i>Diferença de inflação projetada entre a inflação brasileira e americana;</i>
<i>Risco País</i>	<i>Pênalti adicionado à fórmula devido ao risco de default do governo brasileiro;</i>
<i>Beta</i>	<i>Índice de risco sistêmico (não diversificável) do segmento econômico; e</i>
<i>Prêmio de Mercado</i>	<i>Diferença entre o retorno da bolsa de ações americana e os títulos de longo prazo do governo americano.</i>

Custo de Capital – *continuação*

A mensuração do custo de capital para desconto dos Fluxos de Caixa Livres está demonstrada, de forma detalhada, no quadro inserido abaixo:

		2018	2019	2020	2021	2022
Determinação do Custo de Capital		<i>projeção</i>	<i>projeção</i>	<i>projeção</i>	<i>projeção</i>	<i>projeção</i>
Beta não Alavancado do Setor EUA (a)	<i>índice</i>	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Risco Livre Brasil	%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Taxa Livre de Risco (b)	% a.a.	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Prêmio de Mercado (c)	% a.a.	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Risco Brasil (d)	% a.a.	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%
Diferença de Inflação (e)	% a.a.	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%
Custo Ke - não Alavancado	% a.a.	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%

(a) - Média restritada dos dados do yahoo finance em 19/12/2017 relacionadas a "[Indústria da Morte](#)" no EUA

(b) -Fonte: Yahoo Finance, Baseado no US Treasury 30 year Bond 24/10/ 2017

(c) -Fonte: Damodaran - NYU Baseado em Média Aritmética sobre T-Bond - Série Histórica Loga 1966-2016

(d) -Fonte: IPEA. EMBI+ Brasil - 14/12/2017

(e) -Fonte: <https://research.stlouisfed.org> e IBGE. Baseado na série histórica de diferença de inflação americana (CPI) e brasileira (IPCA) de jan/1995 à set/2017

Público Alvo

O foco da estratégia está centrado no segmento evangélico, que cresce a taxas expressivas no Brasil:



Distribuição dos Evangélicos por Igrejas:

	Brasil	RMBH (Região Metropolitana Belo Horizonte)
Igreja Assembléia de Deus	12.314.411	415.172
Igreja Evangélica Batista	3.723.852	125.547
Igreja Congregação Cristã do Brasil	2.289.634	77.193
Igreja Universa; do Reino de Deus	1.873.243	63.155
Igreja do Evangelho Quadrangular	1.808.389	60.969
Igreja Evangélica Adventista	1.561.071	52.630
Igreja Evangélica Luterana	999.498	33.697
Igreja Evangélica Presbiteriana	921.209	31.058
Igreja Deus é Amor	845.383	28.501
Igreja Maranata	356.020	12.003
Total	26.692.710	899.926
Outras Denominações Evangélicas	15.307.290	516.074
Total Geral de Evangélicos	42.000.000	1.416.000

A participação dessas comunidades na RM de BH é ainda maior do que a média nacional:

Religião	Católicos	Evangélicos	Sem Religião	Espíritas
Brasil	64%	22%	8%	2%
Belo Horizonte	60%	24% 14ª capital	8%	4%

Segmentação

A ideia é focar no público de meia idade, difundindo a ideia de planejamento do futuro, aproveitando as vantagens do plano a ser oferecido – longo prazo, com valores baixos de prestação e seguro embutido:

																					
	LIFE	PLAN	CARE																		
	<table><tr><th>Homens 0 a 49 anos</th><th>Mulheres 0 a 59 anos</th><th>TOTAL</th></tr><tr><td>2.207.402</td><td>2.724.626</td><td>4.931.121</td></tr></table>	Homens 0 a 49 anos	Mulheres 0 a 59 anos	TOTAL	2.207.402	2.724.626	4.931.121	<table><tr><th>Homens 50 a 69 anos</th><th>Mulheres 60 a 79 anos</th><th>TOTAL</th></tr><tr><td>472.089</td><td>375.550</td><td>847.639</td></tr></table>	Homens 50 a 69 anos	Mulheres 60 a 79 anos	TOTAL	472.089	375.550	847.639	<table><tr><th>Homens 70 +</th><th>Mulheres 80 +</th><th>TOTAL</th></tr><tr><td>126.491</td><td>79.128</td><td>205.619</td></tr></table>	Homens 70 +	Mulheres 80 +	TOTAL	126.491	79.128	205.619
Homens 0 a 49 anos	Mulheres 0 a 59 anos	TOTAL																			
2.207.402	2.724.626	4.931.121																			
Homens 50 a 69 anos	Mulheres 60 a 79 anos	TOTAL																			
472.089	375.550	847.639																			
Homens 70 +	Mulheres 80 +	TOTAL																			
126.491	79.128	205.619																			
Perfil:	Dentro da expectativa de vida	Aproximando do limite da expectativa de vida.	Ultrapassou a expectativa de vida.																		
Característica:	Morte prematura.	Consciência da próxima etapa e já passou por perda de parente próximo.	Consciência de que ultrapassou a expectativa de vida.																		
Expectativa:	Não espera utilizar	Utilizar um dia	Utilizar																		
Compra:	Emergencial	Planejada	Planejada por ele e por outras pessoas.																		
Produto - ordem compra	Produtos/serviços > Jazigo > Plano	Plano > Jazigo > Produtos/Serviços	Plano > Jazigo > Produtos/Serviços																		
Decisores:	Parentes e amigos	O cliente	O cliente / Parentes																		
Influenciadores:	Funerária	Funerária / Família / Amigos	Funerária / Família / Amigos																		
Demanda:	Auxílio neste momento de dificuldade.	Não dar trabalho para a família.	Tranquilidade para a família.																		

Análise da Concorrência

Dos concorrentes, o Belo Vale é que explora o conceito de se planejar e de estar preparado para o futuro. Contudo, não tem o apelo religioso junto à comunidade evangélica:



**Parque da Colina e
Outros cemitérios**

"Acessível para todos"

**"Conforto para os que
ficam, respeito para os que
vão"**

**"Se você não sabe quando,
pelo menos saiba aonde"**

Apelo emocional:
Tranquilidade nos momentos difíceis

Apelo emocional:
Valorizar a vida

Apelo racional:
Importância de planejar a compra
de serviços e produtos funerários.

Apelo racional:
Estrutura moderna e adequada; conforto e segurança.

**Não possuem
posicionamento de
comunicação.**

Discurso de produto:
Planejamento do momento

Discurso de produto:
Crematório

Discurso de produto:
Estrutura

Posicionamento

O Terra Santa deverá oferecer o melhor plano do mercado e ter uma capacidade de penetração na comunidade evangélica muito acima de seus concorrentes. Contudo, do ponto de vista de infraestrutura, terá que fazer melhorias para atender às expectativas desses clientes:



Principais Premissas do Plano de Negócios

- ❖ Formar equipes comerciais com pessoas vinculadas às igrejas;
- ❖ Abordagem junto à 2.500 igrejas evangélicas localizadas na RM de BH durante os próximos 03 anos (2018 a 2020);
- ❖ Universo abordado deve representar cerca de 500.000 famílias;
- ❖ É esperada uma taxa de conversão de 7,2% - atingindo a marca de 36.000 com contratos;
- ❖ Valor da prestação mensal é de R\$ 89,50 – 240 parcelas;
- ❖ Custo da apólice de seguro por contrato é R\$ 9,30;
- ❖ Parceria com Rede Benção (canal de TV para divulgação de programas evangélicos) deverá proporcionar aos clientes acesso a descontos em vários estabelecimentos comerciais – farmácias, principalmente;
- ❖ Serão investidos recursos em melhorias da infraestrutura atual.



Principais Premissas do Plano de Negócios

No quadro inserido abaixo, estão descritas as principais premissas relativas a abordagem comercial para consecução do plano de vendas a ser executado em 03 anos a partir de março de 2018:

Premissas para o Plano Comercial:

. Início das Vendas	mm/aa	mar-18
. Coordenadores	peessoas	15
. Igrejas a Serem Visitadas	unidades	2.500
. Número Médio de Fiéis por Igreja	peessoas	600
. Membros da Mesma Família	peessoas	3
. Número Médio de Famílias por Igreja	famílias	200
. Universo de Pessoas a serem Abordadas	peessoas	1.500.000
. Universo de Famílias a serem Abordada	famílias	500.000
. Taxa de Conversão em Vendas	%	7,2%
. Venda de Planos	contratos	36.000
. Igrejas por Coordenador	unidades	167
. Comissão por Contrato Vendido	R\$	400,00
. Visitas por Dia, em Média	visitas	2
. Visitas por Igreja	visitas	6
. Tempo Necessário para as Visitas	dias	501
. Tempo Necessário para as Visitas	meses	20,0
. Custo da Equipe Comercial & Parcerias para Venda	s/receb	25,0%

Após o período de 03 anos para a consecução do plano de penetração na comunidade evangélica, é esperado um crescimento de cerca de 5.000 unidades ao ano – 2021 e 2022, ao que se projeta um volume total de contratos de 41.098 ao final de 2022.

No quadro inserido abaixo, estão descritas as principais premissas relativas aos contratos para venda de jazigos:

Premissas sobre os Contratos:

. Valor das Parcelas	R\$ / mês	89,50
. Número de Parcelas	mensais	240
. Taxa de Adesão	R\$	100,00
. Rcebimento por Sinistro	R\$	15.000,00
. Taxa de Mortalidade	% / ano	0,60%
. Taxa de Mortalidade - Titular	% / ano	0,30%
. Inadimplentes	% / ano	2,00%
. Parentes por Segurado	peessoas	4
. Receita por Evento de Sepultamento	R\$	1.500,00
. Custo da Apólice de Seguros - por Contrato	R\$ / mês	9,26
. Taxa de Manutenção	R\$ / semestre	150,00
. Custo Mensal Gerenciamento dos Recebíveis	R\$ / contrato	10,00

Sumário Anualizado		2018	2019	2020	2021	2022	Total
Evolução do Número de Contratos:							
. Contratos Fechados	contratos	3.031	12.877	15.406	7.188	5.004	43.506
. Contratos Rescindidos por Inadimplência	contratos	-7	-168	-453	-687	-778	-2.093
. Contratos Liquidados por Falecimento	contratos	-1	-25	-68	-104	-117	-315
. Número de Contratos Vigentes no Final do Ano	contratos	3.023	15.707	30.592	36.989	41.098	
	% a.a.		419,6%	94,8%	20,9%	11,1%	
check (tem que ser = 0)		0	0	0	0	0	

No quadro ao lado, temos um sumário das projeções financeiras que embasam a avaliação econômico-financeira da Companhia.

Os fluxos de caixa líquidos demonstrados ao lado (FCL) mostram a necessidade de investimentos no primeiro ano para cobrir os gastos comerciais, bem como algumas melhorias previstas na infraestrutura.

Ao longo de 05 anos, é esperada uma geração de caixa líquida de R\$ 71,3 MM.

A estratégia comercial deverá ainda gerar uma carteira de recebíveis de R\$ 925,2 MM até o final de 2022.

Sumário Anualizado		2018	2019	2020	2021	2022	Total
Estimativa de Receitas:							
. Recebimento dos Contratos Vigentes	R\$(000)	2.629	15.438	32.792	43.541	50.632	145.032
. Recebimento de Taxa de Adesão	R\$(000)	672	1.504	1.515	565	592	4.848
. Recebimento Antecipado por Sinistro com o Titular	R\$(000)	75	585	1.230	1.635	1.815	5.340
. Recebimento de Taxa de Manutenção - Semestral	R\$(000)	233	3.139	8.158	11.937	14.248	37.716
. Recebimento de Receita Adicional por Funerais	R\$(000)	95	585	1.251	1.673	1.945	5.549
. Total de Receitas	R\$(000)	3.703	21.253	44.945	59.350	69.233	198.484
Estimativa de Gastos - Investimentos & Despesas:							
. Pagamento de Impostos	R\$(000)	-158	-1.398	-3.397	-4.879	-5.762	-15.593
. Pagamento da Apólice de Seguro	R\$(000)	-272	-1.597	-3.393	-4.505	-5.239	-15.006
. Pagamento das Comissões	R\$(000)	-1.734	-5.526	-6.394	-2.869	-2.347	-18.870
. Pagamento dos Custos Equipe Comercial & Parcerias	R\$(000)	-523	-3.654	-8.149	-11.144	-12.956	-36.426
. Custo do Gerenciamento da Careira de Recebíveis	R\$(000)	-294	-1.751	-3.730	-4.960	-5.768	-16.503
. Lanço. Parceria Com. Evangélica - Marketing	R\$(000)	-490	0	0	0	0	-490
. Lanço. Parceria Com. Evangélica - Publicidade	R\$(000)	-3.700	0	0	0	0	-3.700
. Lanço. Parceria Com. Evangélica - Infraestrutura	R\$(000)	-1.980	0	0	0	0	-1.980
. Marketing & Publicidade - Recorrência	R\$(000)	0	-305	-382	-399	-417	-1.503
. CAPEX	R\$(000)	-200	-745	-1.600	-1.672	-1.747	-5.964
. Pagamento de Despesas Gerais & Administrativas	R\$(000)	-1.503	-1.784	-2.268	-2.617	-2.914	-11.086
. Total de Gastos - Investimentos & Despesas	R\$(000)	-10.853	-16.762	-29.313	-33.044	-37.149	-127.121
. Fluxo de Caixa Líquido da Operação	R\$(000)	-7.150	4.491	15.633	26.307	32.083	71.364
. Fluxo de Caixa Acumulado da Operação	R\$(000)	-7.150	-2.659	12.973	39.280	71.364	
Evolução da Carteira de Contratos:							
. Valor Total dos Contratos Fechados	R\$(000)	143.400	316.541	310.599	101.104	103.704	975.348
. Atualização pela Inflação	R\$(000)	0	6.130	19.601	32.665	36.581	94.977
. Valores Recebidos	R\$(000)	-2.629	-15.438	-32.792	-43.541	-50.632	-145.032
. Saldo Final da Carteira - Valor de Face	R\$(000)	140.772	448.004	745.413	835.641	925.293	925.293

Check (tem que ser = 0)

0

0

0

0

0

		2018 <i>projeção</i>	2019 <i>projeção</i>	2020 <i>projeção</i>	2021 <i>projeção</i>	2022 <i>projeção</i>
Avaliação Econômico- Financeira						
Fluxos explícitos						
Fluxos de Caixa Livres Explícitos	R\$'000	-7.150	4.491	15.633	26.307	32.083
Quociente para Desconto dos Fluxos	índice	1,1281	1,2725	1,4355	1,6194	1,8268
Fluxos de Caixa Livres Descontados	R\$'000	-6.338	3.529	10.890	16.245	17.563

Cálculo Valor Terminal

Valor teminal total 2022 - antes pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	R\$'000	450.942
Valor teminal total 2022 - após pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	R\$'000	360.754
EBITDA Projetado para 2022	R\$'000	33.831
Múltiplo de EBITDA Implícito no Valor da Empresa Projetado para 2022-antes pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	múltiplo	10,7
Múltiplo de EBITDA Implícito no Valor da Empresa Projetado para 2022-após pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	múltiplo	13,3

Sumário da Valor da Empresa para os Sócios em R\$'000 :

. VP dos fluxos de caixa livres explícitos	41.889
. VP do valor terminal dos fluxos operacionais	246.854
. Valor Op. da Empresa - antes do pênalti de liquidez	288.743
. Pênalti de liquidez - @ 30%	-86.623
. Valor Op. da Empresa	202.120
. Excedentes de caixa na base	0
. Valor total da Empresa	202.120
. Valor das dívidas na base	0
. Valor das quotas	202.120

De acordo com a metodologia adotada e à luz das Informações e Premissas aplicadas, indicamos que a totalidade das ações que compõem o capital social da Companhia na Data-Base de 31 de dezembro de 2017 tem como valor econômico-financeiro o montante de R\$ 202.120.000,00 (duzentos e dois milhões, cento e vinte mil reais).

	Vperp. - R\$'000	450.942
	g - %	5,3%
	FCF 2022	32.083
	Ke não alavancado - % a.a.	12,81%

$$\text{Perpetuidade FCF} = \frac{\text{FCF 2022} * (1+g)}{K_e - g}$$

Onde

g: Taxa de crescimento implícita na perpetuidade;
 FCF: Fluxo de caixa livre;
 Ke: Custo de capital não alavancado de capital

Realizamos um trabalho de pesquisa para benchmarking com empresas americanas, conforme dados apresentados no quadro ao lado.

Abaixo, comparamos os múltiplos de EBITDA das empresas inseridas na amostra ao lado com o múltiplo implícito na avaliação da Companhia apresentada na página anterior, demonstrando um alinhamento com parâmetros de mercado.

Benchmark Indústria da "Morte" EUA				
		Carriage Services Inc	Hillenbrand, Inc.	Service Corporation
		CSV	HI	SCI
Receita *	USD MM	248	1.538	3.031
EBITDA *	USD MM	65	252	702
Margem EBITDA	%	26,2%	16,4%	23,2%
Valor de Mercado **		424	2.833	6.981
Valor da Empresa **		764	3.443	10.288
Valor da Empresa / EBITDA	x	11,8	13,7	14,7
Beta equity **	índice	0,52	1,33	0,95
Divida	USD MM	340	610	3.307
Equity value **	USD MM	424	2833	6.981
D/E	índice	0,80	0,22	0,47
Beta ativo	índice	0,35	1,18	0,74

* números de dezembro 2016
** valores de 19/12/2017 do yahoo finance

Cálculo Valor Terminal

Valor teminal total 2022 - antes pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	R\$'000	450.942
Valor teminal total 2022 - após pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	R\$'000	360.754
EBITDA Projetado para 2022	R\$'000	33.831
Múltiplo de EBITDA Implícito no Valor da Empresa Projetado para 2022-antes pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	múltiplo	10,7
Múltiplo de EBITDA Implícito no Valor da Empresa Projetado para 2022-após pênalty de liquidez do pênalti de liquidez	múltiplo	13,3

Uso Restrito & Confidencial

Este relatório e todo o seu conteúdo estão sob acordo de confidencialidade. Assim, este documento é privado e confidencial e se destina exclusivamente ao propósito definido no Contexto anteriormente descrito. Fora deste Contexto, o conteúdo deste documento não poderá ser divulgado ou reproduzido, no todo ou em parte, sem a prévia autorização da Santos, Bas, que, por sua vez, não se responsabiliza por qualquer dano ou perda que seja decorrente de sua divulgação indevida.

Documento Único

Este documento é uma peça única e indivisível e deve ser exclusivamente analisado desta maneira. Ainda que haja seções distintas devidamente organizadas por tema, ressaltamos que a supressão de partes deste documento para quaisquer análises e aplicações apartadas de seu todo não é recomendável, pois pode conduzir os usuários dessas informações fracionadas a conclusões indevidas. Assim sendo, a Santos, Bas não se responsabiliza por qualquer dano ou perda que seja decorrente da utilização fracionada deste relatório.

Projeções Financeiras

A incerteza é uma característica intrínseca dos trabalhos que envolvem projeções, sobretudo as de natureza econômico-financeira. Por esta razão, os resultados e fluxos de caixa tomados como base para a avaliação que é Objeto deste documento não podem ser tomados como algo certo e preciso. Em virtude disso, é possível que esses valores venham a ser diferentes do que ora se estima. Cabe afirmar ainda que essas diferenças podem vir a ser relevantes, sobretudo caso os cenários macroeconômicos sejam muito diferentes do que o que foi considerado em nossas projeções. Por fim, essas variações podem afetar os resultados ora apresentados de forma positiva ou negativa.

Considerações Finais

Por fim, a Santos, Bas declara que os trabalhos ora descritos foram realizados de forma independente e que os honorários recebidos por esta prestação de serviços não tiveram nenhuma vinculação com os resultados acima descritos.

Anexado a este documento, há uma apresentação da Santos, Bas que contém, entre outras informações, a biografia profissional e os dados para contato com o responsável técnico pela emissão deste relatório.

São Paulo, 28 de dezembro de 2017.



Eduardo Lopes dos Santos
Sócio-Diretor
esantos@santosbas.com
+ 55 11 3853-3007

Anexos

Anexo I – Modelagem Financeira

Anexo II – Apresentação Institucional da Santos, Bas