

Marcopolo S.A.

Avaliação econômico-financeira da San
Marino Ônibus Ltda.

Data-base: 31 de março de 2016



Building a better
working world



Building a better
working world

Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda.
Edifício PB-370, Praia de Botafogo, 370 – 5º andar
22250-040 I Rio de Janeiro, RJ, Brasil
Telefone: +55 (21) 3263 7000
www.ey.com.br

Marcopolo S.A.

Atenção: Pablo Freitas Motta

Av. Rio Branco, 4889 – Bairro Ana Rech

Caxias do Sul, RS – CEP: 95060-145

Prezado Sr. Pablo Motta.

Conforme solicitação de V.Sas. apresentamos o resultado da avaliação econômico-financeira da San Marino Ônibus e Implementos Ltda., (doravante denominada “Neobus” ou “Empresa”) na data-base de 31 de março de 2016. A Marcopolo S.A. (doravante denominada “Marcopolo”), que já detinha 45% no capital votante e total da Neobus, fez uma oferta para adquirir os 55% detidos pela L&M Incorporadora, que por sua vez será extinta, cabendo à Marcopolo todos os seus direitos e obrigações.

O escopo deste trabalho é a avaliação econômico-financeira da Neobus, que visa suportar a administração da Marcopolo (doravante denominada “Administração”), na definição do valor justo da Empresa, a fim de suportar a substituição das quotas dos acionistas da L&M Incorporadora por ações preferenciais de emissão da Marcopolo.

A Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (doravante denominada “EY”) agradece a oportunidade de colaborarmos com a Marcopolo e a atenção dispensada pelos seus executivos e funcionários durante a execução deste trabalho. Caso haja quaisquer dúvidas ou necessitar de informações adicionais, entre em contato com o Sr. Otávio A. A. Bachir ou com Sra. Carolina S. Rocha através do número +55 (21) 3263 7250.

Atenciosamente.



Otávio A. A. Bachir
Sócio



Felipe Miglioli
Sócio – Revisor Independente



Carolina S. Rocha
Gerente Sênior

Considerações Gerais

- ▶ Operando através da marca Neobus, a San Marino Ônibus e Implementos Ltda. atua no segmento de produção de ônibus para o transporte de passageiros, trânsito urbano, rodoviário para médias e grandes distâncias, fretamento de empresas, escolar e executivo.
- ▶ Entendemos que a Marcopolo utilizará nosso trabalho apenas para o objetivo de suportar a Administração na definição do valor justo da Empresa, a fim de suportar a substituição das quotas dos acionistas da L&M Incorporadora por ações preferenciais de emissão da Marcopolo. Adicionalmente, nossa estimativa de valor justo não deve ser considerada como um conselho/recomendação de investimento, uma *fairness opinion* ou utilizado para fins de financiamento ou captação de recursos, bem como qualquer outra finalidade, exceto aquela descrita anteriormente.
- ▶ É importante destacar que não investigamos de forma independente, bem como não foi aplicado nenhum processo de auditoria nas informações fornecidas pela Administração.
- ▶ Adicionalmente, nossas recomendações e cálculos apresentados são baseados em expectativas mercadológicas da indústria, bem como condições macroeconômicas existentes na data-base do trabalho, as quais poderão ser diferentes no futuro e, conseqüentemente, impactar a operação da empresa avaliada.

Premissas Gerais

Resumo das premissas gerais utilizadas na avaliação:

- ▶ Padrão de valor: valor justo;
- ▶ Data-base da avaliação: 31 de março de 2016;
- ▶ Metodologia: Abordagem da Renda – Fluxo de Caixa Descontado (FCD);
- ▶ Período de projeção: 9 (nove) anos e 9 (nove) meses, compreendendo o período entre 1º de abril de 2016 a 31 de dezembro de 2025, e perpetuidade;
- ▶ Moeda de projeção: Os fluxos de caixa foram projetados em Reais (R\$) em termos reais (ou seja, desconsiderando o efeito da inflação);
- ▶ Taxa de desconto: Taxa de 9,5% calculada em R\$, em termos reais (ou seja, desconsiderando o efeito da inflação), de acordo com a metodologia WACC;
- ▶ Ajustes: Ativos e passivos não operacionais não foram considerados nas projeções de fluxo de caixa. Quando observados, foram tratados à parte e adicionados/subtraídos do valor presente dos fluxos de caixa e perpetuidade, impactando no valor da Empresa;
- ▶ Premissas específicas: As projeções foram baseadas em: (i) demonstrativos financeiros da Empresa; e (ii) relatórios/informações fornecidos pela Administração; e
- ▶ Taxa de crescimento na perpetuidade: Foi projetado crescimento real de 2% na perpetuidade (equivalente à expectativa de crescimento de volume para o longo prazo do setor).

Resultados Preliminares

Composição do valor Neobus	R\$ mil
Σ fluxo de caixa descontado do período explícito	135.877
Valor presente da perpetuidade	167.531
Valor operacional	303.408
Ativo e passivo não operacional líquido	18.637
Dívida líquida	(254.514)
Valor do negócio (arredondado)	67.500
Taxa de desconto	
WACC	9,50%
G	2,00%

Market Cap - Marcopolo					
	mil unit.	Cotação *	Cotação **	R\$ mil	R\$ mil
Ações Ordinárias	341.626	2,21	1,99	754.486	678.410
Ações Preferenciais	555.274	2,54	2,28	1.410.327	1.267.263
*Média dos últimos 12 meses anterior ao fato relevante de 3/11/15				2.164.813	1.945.673
**Média entre fato relevante (4/11/2015) e data do laudo (7/6/2016)					

Relação de Troca		
	R\$ mil	R\$ mil
(A) Marcopolo	2.164.813	1.945.673
(B) Neobus	67.500	67.500
(A) + (B)	2.232.313	2.013.173
Percentual adquirido da Neobus (C)	55%	55%
(C) * (B) = (D)	37.125	37.125
Percentual nova empresa = (D)/(A)+(B)	1,66%	1,84%

Principais Premissas

Resumo das premissas específicas utilizadas na avaliação:

- ▶ **Produção/tamanho do mercado:** As projeções foram baseadas em discussões com as administrações da Marcopolo e da Neobus, acerca das expectativas para os próximos anos. Para 2016, consideramos uma retração de 15% no mercado de ônibus em geral, com posterior retomada do crescimento principalmente no período de 2018 a 2020, considerando a necessidade de renovação da frota que ficou retraída no período de crise.
- ▶ **Preço:** Não foram considerados reajustes reais no ano de 2016. As variações nos anos seguintes foram baseadas nas premissas da Administração.
- ▶ **Margem de contribuição:** Foram baseadas nas projeções da Administração, considerando um ganho de eficiência ao longo dos anos e mudança no mix de vendas.
- ▶ **Capex:** Para o período 2016 a 2020, foram considerados os investimentos necessários para a manutenção da planta existente, representando em média 50% da depreciação do ano anterior. Após esse período, os reinvestimentos representam 100% da depreciação do ano anterior visando a renovação das máquinas e equipamentos.

DRE	Informação Financeira Histórica				Informação Financeira Projetada										
	dez-13	dez-14	dez-15	jan-mar-16	abr-dez-16	dez-16	dez-17	dez-18	dez-19	dez-20	dez-21	dez-22	dez-23	dez-24	dez-25
Receita Bruta	459.704	465.391	345.499	104.044	253.970	358.014	412.090	468.899	553.221	600.095	627.335	653.450	674.334	689.417	705.041
Devoluções	(106)	(697)	(389)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impostos s/ vendas	(83.532)	(67.873)	(38.149)	(12.090)	(35.486)	(47.575)	(51.883)	(57.107)	(64.668)	(68.465)	(72.034)	(75.099)	(77.583)	(79.422)	(81.340)
Receita Líquida	376.066	396.821	306.961	91.954	218.485	310.439	360.207	411.792	488.552	531.630	555.301	578.351	596.752	609.996	623.701
Custo dos produtos vendidos	(323.752)	(342.260)	(263.981)	(90.914)	(188.717)	(279.631)	(302.658)	(343.606)	(403.830)	(435.922)	(453.996)	(472.790)	(487.769)	(498.515)	(509.625)
Lucro Bruto	52.314	54.561	42.980	1.041	29.767	30.808	57.549	68.186	84.722	95.708	101.305	105.561	108.983	111.480	114.076
Despesas gerais e administrativas	(7.339)	(6.296)	(7.838)	(3.074)	(4.162)	(7.237)	(5.962)	(5.786)	(5.644)	(4.812)	(4.471)	(4.657)	(4.805)	(4.911)	(5.022)
Despesas com vendas	(22.961)	(28.791)	(36.584)	(6.419)	(4.270)	(10.689)	(7.283)	(8.326)	(9.878)	(10.748)	(11.227)	(11.693)	(12.065)	(12.333)	(12.610)
Outras despesas	(252)	(836)	(1.425)	(286)	(18.661)	(18.948)	(25.822)	(28.696)	(33.557)	(36.516)	(38.142)	(39.725)	(40.989)	(41.898)	(42.840)
Despesas Operacionais	(30.552)	(35.923)	(45.847)	(9.780)	(27.094)	(36.874)	(39.067)	(42.808)	(49.078)	(52.076)	(53.840)	(56.074)	(57.859)	(59.143)	(60.471)
EBITDA	21.762	18.638	(2.867)	(8.739)	2.674	(6.066)	18.483	25.378	35.644	43.632	47.466	49.487	51.124	52.338	53.604
Depreciação	(8.781)	(10.079)	(10.405)	(2.585)	(11.714)	(14.299)	(14.594)	(14.463)	(13.817)	(13.717)	(7.559)	(5.317)	(5.586)	(5.869)	(6.168)
EBIT	12.981	8.559	(13.272)	(11.324)	(9.040)	(20.364)	3.889	10.914	21.827	29.916	39.906	44.169	45.539	46.468	47.437
Resultado financeiro	(8.767)	(12.777)	(17.709)	(6.755)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado não operacional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	4.214	(4.218)	(30.981)	(18.080)	(9.040)	(20.364)	3.889	10.914	21.827	29.916	39.906	44.169	45.539	46.468	47.437
IRPJ & CSLL	(202)	910	8.206	5.563	-	5.563	(902)	(2.574)	(5.833)	(10.147)	(13.628)	(15.081)	(15.459)	(15.775)	(16.104)
Resultado líquido	4.012	(3.308)	(22.775)	(12.517)	(9.040)	(14.802)	2.987	8.341	15.993	19.768	26.278	29.088	30.080	30.693	31.332

DRE – Indicadores

Informações financeiras projetadas	Informação Financeira Histórica				Informação Financeira Projetada										
	dez-13	dez-14	dez-15	jan-mar-16	abr-dez-16	dez-16	dez-17	dez-18	dez-19	dez-20	dez-21	dez-22	dez-23	dez-24	dez-25
Receita Líquida	376.066	396.821	306.961	91.954	218.485	310.439	360.207	411.792	488.552	531.630	555.301	578.351	596.752	609.996	623.701
Custo dos produtos vendidos	(323.752)	(342.260)	(263.981)	(90.914)	(188.717)	(279.631)	(302.658)	(343.606)	(403.830)	(435.922)	(453.996)	(472.790)	(487.769)	(498.515)	(509.625)
Lucro Bruto	52.314	54.561	42.980	1.041	29.767	30.808	57.549	68.186	84.722	95.708	101.305	105.561	108.983	111.480	114.076
Despesas operacionais	(30.552)	(35.923)	(45.847)	(9.780)	(27.094)	(36.874)	(39.067)	(42.808)	(49.078)	(52.076)	(53.840)	(56.074)	(57.859)	(59.143)	(60.471)
EBITDA	21.762	18.638	(2.867)	(8.739)	2.674	(6.066)	18.483	25.378	35.644	43.632	47.466	49.487	51.124	52.338	53.604
Depreciação	(8.781)	(10.079)	(10.405)	(2.585)	(11.714)	(14.299)	(14.594)	(14.463)	(13.817)	(13.717)	(7.559)	(5.317)	(5.586)	(5.869)	(6.168)
EBIT	12.981	8.559	(13.272)	(11.324)	(9.040)	(20.364)	3.889	10.914	21.827	29.916	39.906	44.169	45.539	46.468	47.437
Indicadores financeiros															
% crescimento da receita		5,5%	-22,6%	n.d.	n.d.	1,1%	16,0%	14,3%	18,6%	8,8%	4,5%	4,2%	3,2%	2,2%	2,2%
CARG (ano referência vs data-base)							8,3%	7,6%	9,7%	9,6%	8,8%	8,2%	7,7%	7,1%	6,7%
Margem Bruta	13,9%	13,7%	14,0%	1,1%	13,6%	9,9%	16,0%	16,6%	17,3%	18,0%	18,2%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Despesas/ROL	-8,1%	-9,1%	-14,9%	-10,6%	-12,4%	-11,9%	-10,8%	-10,4%	-10,0%	-9,8%	-9,7%	-9,7%	-9,7%	-9,7%	-9,7%
Margem EBITDA	5,8%	4,7%	-0,9%	-9,5%	1,2%	-2,0%	5,1%	6,2%	7,3%	8,2%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Margem EBIT	3,5%	2,2%	-4,3%	-2,8%	-4,1%	-4,6%	1,1%	2,7%	4,5%	5,6%	7,2%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Alíquota de imposto efetiva	--	--	--	-12,3%	0,0%	-6,6%	23,2%	23,6%	26,7%	33,9%	34,2%	34,1%	33,9%	33,9%	33,9%
Capex, % ROL	--	--	--		2,7%		2,0%	1,7%	1,4%	1,3%	1,3%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Capital de giro líquido, % ROL	18,5%	23,8%	42,3%		45,7%		31,2%	21,7%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%

Fluxo de Caixa e Valor Justo

Fluxo de caixa descontado	abr-dez-16	dez-17	dez-18	dez-19	dez-20	dez-21	dez-22	dez-23	dez-24	dez-25	Perpetuidade
EBIT	(9.040)	3.889	10.914	21.827	29.916	39.906	44.169	45.539	46.468	47.437	48.385
IR&CS	-	(902)	(2.574)	(5.833)	(10.147)	(13.628)	(15.081)	(15.459)	(15.775)	(16.104)	(16.451)
NOPAT	(9.040)	2.987	8.341	15.993	19.768	26.278	29.088	30.080	30.693	31.332	31.934
Depreciação	11.714	14.594	14.463	13.817	13.717	7.559	5.317	5.586	5.869	6.168	6.291
Capex	(5.800)	(7.110)	(7.048)	(6.729)	(6.684)	(7.198)	(5.000)	(5.317)	(5.586)	(5.869)	(6.417)
Variação do capital de giro	27.641	(12.703)	23.061	(16.861)	(9.532)	(5.221)	(5.025)	(4.012)	(2.888)	(2.989)	(2.719)
Fluxo de caixa livre	24.514	(2.232)	38.818	6.220	17.269	21.418	24.380	26.336	28.088	28.641	29.089
Meses (final do período)	9	21	33	45	57	69	81	93	105	117	
Meses (meio do período)	4,5	15,0	27,0	39,0	51,0	63,0	75,0	87,0	99,0	111,0	
Fator de desconto WACC @ 9,5%	0,96	0,89	0,82	0,74	0,68	0,62	0,57	0,52	0,47	0,43	
Fluxo de caixa descontado	23.427	(1.992)	31.648	4.631	11.742	13.300	13.826	13.639	13.285	12.371	

Composição do valor

Σ fluxo de caixa descontado do período explícito	135.877
Valor presente da perpetuidade	167.531
Valor operacional	303.408
Ativo e passivo não operacional líquido	18.637
Dívida líquida	(254.514)
Valor do negócio (arredondado)	67.500

Perpetuidade: Gordon growth method

Fluxo de caixa ano terminal	29.089
Dividido por: Cap. Rate	7,5%
Valor futuro da perpetuidade	387.860
Fator de desconto	0,43
Valor presente da perpetuidade	167.531

Crescimento perpetuidade (g)	2,0%
Inflação	0,0%
Crescimento real	2,0%

WACC

Nome da Empresa (comparável)	Ticker	Beta alavancado	D / E	Alíquota de imposto	Beta desalavancado
Marcopolo S.A.	POMO4	0,84	55,9%	34,0%	0,62
MAN SE	DB:MAN	0,44	11,0%	10,6%	0,40
Daimler AG	XTRA:DAI	1,22	100,0%	15,0%	0,70
AB Volvo (publ)	OM:VOLV B	1,07	66,4%	22,0%	0,76
New Flyer Industries Inc.	TSX:NFI	0,52	50,4%	15,0%	0,36
Hybricon Bus Systems Ab (Publ)	HYCO	0,60	4,2%	22,0%	0,60
Blue Bird Corporation	NasdaqGM:BLBD	0,82	51,3%	35,0%	0,75
Média		0,79	48,5%	21,9%	0,60
Mediana		0,82	51,3%	22,0%	0,62

Cálculo do custo de capital próprio (Ke)		
Descrição		Parameters
Beta desalavancado	[a]	0,60
Capital de terceiros/ Capital próprio	[a]	48,5%
Taxa de IR&CS	[b]	34,0%
Beta realavancado		0,79
Prêmio de risco de mercado	[c]	6,5%
Taxa livre de risco (RF EUA)	[a]	0,4%
Diferencial de inflação	[d]	0,0%
Risco Brasil EMBI +	[e]	4,6%
Prêmio por tamanho	[f]	1,9%
CAPM (Ke)		12,0%

Cálculo do custo de capital de terceiros (Kd)			
Custo antes de impostos	[g]		6,5%
Taxa de imposto esperada	[b]		34,0%
Custo após impostos			4,3%
Custo médio ponderado de capital (WACC)			
Capital de terceiros (D)	32,6%	Kd	4,3%
Capital próprio (E)	67,4%	Ke	12,0%
WACC = (D x Kd) + (E x Ke) arredondado			9,5%

Notas:

- (a) Fonte: Capital IQ.
- (b) Conforme legislação brasileira
- (c) Fonte: Capital IQ
- (d) Fonte: Global Insight e Banco Central do Brasil
- (e) Fonte: EY LLP - O prêmio de risco de mercado é baseado no prêmio de risco histórico e expectativas de prêmio de risco futuro
- (f) Duff & Phelps, micro-cap
- (g) Baseado no custo médio da dívida da Empresa

Limitações Gerais

- ▶ Nossa análise é baseada em informações fornecidas pela Neobus. De acordo com as práticas profissionais a análise é derivada da aplicação da Abordagem da Renda, utilizando a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).
- ▶ Para atingir o objetivo do trabalho de avaliação, foram aplicados procedimentos sempre baseados em fatos históricos, econômicos e de mercado vigentes em 31 de março de 2016. Os valores apresentados são resultantes da análise de dados históricos (financeiros e gerenciais), além de projeções de eventos futuros.
- ▶ Os comentários apresentados foram desenvolvidos por profissionais da EY com informações fornecidas pela Neobus, assim como por fontes externas, quando indicado.
- ▶ Nenhum dos sócios ou profissionais da equipe EY que participou da elaboração deste trabalho tem qualquer interesse financeiro na Neobus ou na Marcopolo, caracterizando, assim, sua independência. Os honorários estimados para a execução deste trabalho não foram baseados e não têm qualquer relação com os resultados aqui reportados.
- ▶ Este trabalho foi desenvolvido com base em informações fornecidas pela Neobus e pela Marcopolo, que foram consideradas verdadeiras, uma vez que não é parte do escopo deste projeto qualquer tipo de procedimento de auditoria. Por não ter realizado procedimentos de auditoria, a EY não pode assumir responsabilidades com relação às informações históricas utilizadas.
- ▶ As projeções têm como base as informações extraídas das demonstrações financeiras disponibilizadas pela Neobus, experiências adquiridas em reuniões e discussões com a administração da Empresa.
- ▶ Fez parte do nosso trabalho obter informações com a Neobus que julgamos confiáveis, sendo a responsabilidade pela sua veracidade exclusivamente da administração da Empresa.
- ▶ Não foram efetuadas investigações sobre os títulos de propriedade da Empresa, nem verificações da existência de ônus ou gravames;
- ▶ A EY não tem responsabilidade de atualizar essa avaliação para eventos e circunstâncias que ocorram após a data-base.
- ▶ Nosso trabalho não contempla nenhum processo de auditoria, due diligence e/ou assessoria tributária.
- ▶ Não faz parte do escopo do nosso trabalho, fornecer planilhas eletrônicas e/ou modelos financeiros que suportaram nossas análises e conclusões.
- ▶ Não tivemos a oportunidade de expor os negócios ou ativos da Empresa, individualmente ou em conjunto, ao mercado. Como consequência, não pudemos concluir se existem potenciais compradores que desejam pagar uma quantia pelo negócio que exceda a nossa estimativa alcançada.
- ▶ A expectativa/estimativa de valor justo da Empresa foi calculada com base na metodologia do FCD o que não reflete, necessariamente, o eventual preço de negociação da mesma. Vale ressaltar que a metodologia do FCD apresenta algumas limitações.
- ▶ Este documento foi preparado para o propósito descrito no nosso contrato, e não deverá ser utilizado para nenhum outro fim. O documento foi preparado somente para uso da Marcopolo. A EY não assumirá nenhuma responsabilidade por nenhum terceiro e nem em caso de o documento ser usado fora do propósito mencionado.

Limitações Gerais

- ▶ Algumas Informações financeiras históricas usadas na nossa avaliação foram derivadas de demonstrações financeiras auditadas e/ou não auditadas e são da responsabilidade da Neobus. As demonstrações financeiras podem incluir divulgações requeridas pelos princípios contábeis geralmente aceitos. Não realizamos uma verificação independente da exatidão ou completude dos dados fornecidos e não emitimos nosso parecer ou qualquer tipo de garantia quanto à sua exatidão ou completude.
- ▶ Não assumimos qualquer responsabilidade por quaisquer decisões contábeis ou fiscais, que são de responsabilidade da Marcopolo. Entendemos que a Administração assume responsabilidade por qualquer questão contábil ou fiscal relacionada aos ativos por nós analisados e pela utilização final deste documento.
- ▶ Qualquer usuário deste documento deve estar ciente das condições que nortearam este trabalho, bem como das situações de mercado e econômicas do Brasil, na data-base da avaliação.
- ▶ Nossa avaliação é realizada com base em elementos que são razoavelmente esperados, portanto, não leva em consideração possíveis eventos extraordinários e imprevisíveis (novo regulamento para o mercado da Neobus, mudanças na legislação tributária, catástrofes naturais, eventos políticos e sociais, nacionalizações, entre outros).
- ▶ Nossa avaliação foi baseada nas melhores informações e estimativas disponíveis. No entanto, como qualquer projeção, engloba riscos e incertezas e os resultados reais podem apresentar diferença quando comparados às projeções realizadas.
- ▶ Os fatores que possam resultar em diferenças entre os fluxos de caixa projetados e os resultados reais incluem mudanças no ambiente externo, alterações no ambiente operacional interno da Neobus e diferenças de modelagem. O método do FCD não antecipa mudanças nos ambientes externo e interno em que a Neobus está inserida, exceto aquelas apontadas neste Relatório.
- ▶ Nossa estimativa/expectativa de valor justo da Neobus, bem como as conclusões apresentadas, são para o uso exclusivo da Marcopolo. Sendo assim, a Marcopolo e suas partes relacionadas não podem distribuir este documento para outras partes, exceto os destinatários citados no nosso contrato, ou sob as seguintes condições:
 - ▶ A EY deverá ser notificada a respeito de qualquer distribuição deste Relatório, que, por sua vez, deverá ser previamente aprovada;
 - ▶ Os receptores deverão se comprometer, por escrito, a não distribuir este Relatório a nenhuma outra parte;
 - ▶ Este relatório não deverá ser distribuído em partes;
 - ▶ Qualquer usuário deste relatório deve estar ciente das condições que nortearam este trabalho, bem como das situações de mercado e econômicas do Brasil; e
 - ▶ Caso necessário, a EY responderá às perguntas dos receptores relativas a este Relatório, às custas da Marcopolo, somente se for acordado anteriormente com os receptores o escopo de tais perguntas e respostas.