



# BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

Laudo de avaliação econômico-financeira da  
da Cetip S.A. – Mercados Organizados

11 de abril de 2016



# Conteúdo

I. Sumário executivo

II. Informações sobre o avaliador

III. Informações sobre a Companhia

IV. Informações sobre o mercado

V. Metodologia usada para fins de avaliação

VI. Taxa de desconto

VII. Premissas adotadas

VIII. Avaliação econômico-financeira

Anexos

1. Anexo I – Glossário

2. Anexo II – Notas relevantes

# I. Sumário executivo (1/3)

## Introdução (fonte: Cliente)

- A BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”, ou “Cliente”) é uma companhia que administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação, atuando, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes.
- A Cetip S.A. – Mercados Organizados (“Cetip” ou “Companhia”) é uma companhia que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. Por meio de soluções de tecnologia e infraestrutura, sua proposta é dar liquidez, segurança e transparência para as operações financeiras no mercado brasileiro.
- BM&FBOVESPA e Cetip serão tratadas em conjunto como “Companhias”.
- A BM&FBOVESPA, conforme fato relevante divulgado em 19 de fevereiro de 2016, aprovou a apresentação de proposta vinculante, aos respectivos acionistas das Companhias, para a combinação das operações das Companhias (“Proposta Vinculante” ou “Operação”), que resultará: (i) na titularidade, pela BM&FBOVESPA, da totalidade das ações de emissão da Cetip; e (ii) no recebimento, sujeito aos ajustes previstos no referido fato relevante, para cada ação ordinária de emissão da Cetip, de 0,8991 ação ordinária da BM&FBOVESPA além de R\$ 30,75 (trinta reais e setenta e cinco centavos).
- Dado isso, a BM&FBOVESPA pretende conduzir a Operação através de uma reorganização societária, utilizando uma companhia denominada Companhia São José, atual denominação da Netanya Empreendimentos e Participações S.A. (“Netanya” ou “Holding”), para incorporar as ações da Cetip, e resgatar parte das ações emitidas, e, por fim, realizar a incorporação da Holding pela BM&FBOVESPA.

- Neste sentido, para atender aos requisitos do artigo 8 a Lei 6404/76 (“Lei das S.A.”) em consonância com a Operação, a BM&FBOVESPA contratou a KPMG Corporate Finance (“KPMG”) para elaborar o relatório de avaliação econômico-financeira da Cetip pelo critério do fluxo de caixa descontado.
- Este Laudo contempla notas relevantes (vide Anexo II), referente ao Escopo do trabalho da KPMG para com o Cliente.

## Fontes de informações

- Foram utilizadas as demonstrações financeiras auditadas consolidadas de 2013 a 2015 da Companhia, na data-base, os relatórios da Administração da Cetip e os documentos disponibilizados no *virtual data-room* (“VDR”) pela Cetip à BM&FBOVESPA.
- Os trabalhos também levaram em consideração informações e projeções fornecidas pelo Cliente e seus assessores financeiros.
- Adicionalmente, foram utilizadas informações públicas de mercado, com o objetivo de analisar as premissas utilizadas na avaliação da Cetip.
- A KPMG analisou inclusive as informações disponíveis ao público em geral e aquelas fornecidas pelo Cliente e utilizadas nesse trabalho, entendendo serem consistentes.
- Tivemos acesso as projeções da Cetip de forma limitada. Utilizamos informações sobre novos projetos/produtos fornecidos pela Cetip à Administração da BM&FBOVESPA.

# I. Sumário executivo (2/3)

## Eventos subsequentes

- Ressaltamos que esta avaliação tem como base a posição do balanço patrimonial consolidado da Cetip em 31 de dezembro de 2015. Eventuais fatos relevantes que tenham ocorrido após a data-base e que não tenham sido levados a nosso conhecimento até a data de emissão deste Laudo poderão alterar o valor estimado para a Cetip neste Laudo.
- Em 03 de março de 2016, a Cetip divulgou ao mercado o pagamento de dividendos de R\$0,3194231187 por ação, o qual foi considerado neste trabalho.
- Em 21 de março de 2016, a Cetip divulgou ao mercado o pagamento de JCP bruto de R\$0,0842715836 por ação, o qual foi considerado neste trabalho.
- A KPMG não foi incumbida de atualizar este relatório após a data de sua emissão.

## Critério de Avaliação

- Utilizamos o critério do fluxo de caixa descontado, o qual consideramos ser o mais adequado para a avaliação, pois captura a expectativa de desempenho futuro da Companhia. Esta metodologia está descrita em maiores detalhes no capítulo 5 deste relatório.

## Taxa de desconto

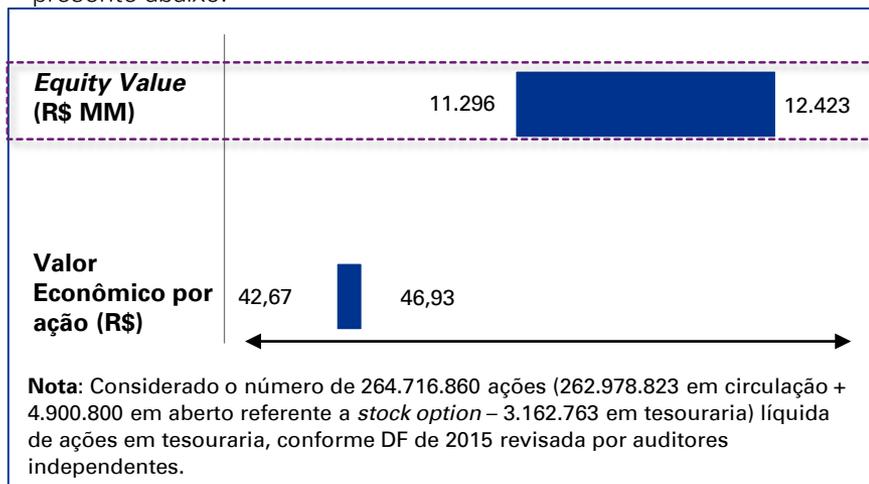
- A taxa de desconto foi projetada de acordo com a metodologia do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), em termos nominais, de 14,7% a.a., conforme abaixo:

Taxa de desconto	Cetip
Taxa Livre de Risco (fonte: Bloomberg)	3,0%
Inflação Americana (fonte: Economist)	1,8%
Inflação Brasileira (fonte: BACEN)	5,1%
Beta (Realavancado)	1,0
Prêmio de risco de Mercado (fonte: Damodaran)	4,5%
Risco país (fonte: Bloomberg)	3,1%
Prêmio pelo tamanho da Empresa (fonte: Ibbotson Associates, 2015)	1,0%
<b>CAPM - nominal - Ke (a)</b>	<b>14,8%</b>
Custo da Dívida antes dos Impostos	12,0%
Benefício Fiscal da Dívida	34,0%
<b>Custo da dívida - nominal - Kd (b)</b>	<b>7,9%</b>
<b>WACC</b>	
% de Capital Próprio ( c )	97,5%
% de Capital de Terceiros ( d )	2,5%
<b>WACC nominal = (a*c) + (b*d)</b>	<b>14,7%</b>

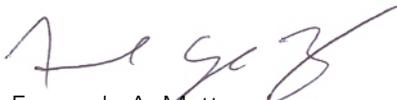
# I. Sumário executivo (3/3)

## Resumo do Laudo

- Com base no escopo deste Laudo, e sujeito às premissas, restrições e limitações descritas aqui, nós estimamos o valor justo da Cetip, como presente abaixo:



Concluimos que a estimativa de valor econômico-financeiro da ação da Cetip está entre R\$ 42,67 e R\$ 46,93 estimado através da metodologia do fluxo de caixa descontado e que o *equity value* está entre R\$ 11.296 milhões e R\$ 12.423 milhões

  
Fernando A. Mattar  
KPMG Corporate Finance Ltda.  
Sócio

  
Gabriel Carracedo  
KPMG Corporate Finance Ltda.  
Sócio - Diretor

  
Fabiano Goulart Delgado  
KPMG Corporate Finance Ltda.  
Gerente

# Conteúdo

I. Sumário executivo

II. Informações sobre o avaliador

III. Informações sobre a Companhia

IV. Informações sobre o mercado

V. Metodologia usada para fins de avaliação

VI. Taxa de desconto

VII. Premissas adotadas

VIII. Avaliação econômico-financeira

Anexos

1. Anexo I – Glossário

2. Anexo II – Notas relevantes

## II. Informações sobre o avaliador (1/5)

### 'Rede KPMG'

- A 'rede KPMG' é uma rede global de firmas independentes que prestam serviços profissionais de Audit, Tax e Advisory. Estamos presentes em 155 países, com 174.000 profissionais atuando em firmas-membro em todo o mundo. As firmas-membro da 'rede KPMG' são independentes entre si e afiliadas à KPMG International Cooperative ("KPMG International"), uma entidade suíça. Cada firma-membro é uma entidade legal independente e separada e descreve-se como tal.
- No Brasil, são aproximadamente 4.000 profissionais distribuídos em 13 Estados e Distrito Federal, 22 cidades e escritórios situados em São Paulo (sede), Belém, Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Cuiabá, Curitiba, Florianópolis, Fortaleza, Goiânia, Joinville, Londrina, Manaus, Osasco, Porto Alegre, Recife, Ribeirão Preto, Rio de Janeiro, Salvador, São Carlos, São José dos Campos e Uberlândia.
- A marca KPMG foi criada em 1987, como resultado da fusão da Peat Marwick International (PMI) e da Klynveld Main Goerdeler (KMG).
- No Brasil, a área de Deal Advisory, presta os seguintes serviços profissionais:
  - Transaction Services (serviços de diligência em aquisições);
  - Forensic Services (serviços relacionados à investigação e à prevenção de fraudes);

- Anti-money laundering (serviços relacionados à prevenção de lavagem de dinheiro);
- Reestructuring (serviços de reestruturação de empresas e assessoria para credores, para recuperação de créditos);
- Assessoria em PPP's (serviços relacionados a Parcerias Público-Privadas);
- Assessoria em financiamentos para empresas privadas;
- Assessoria relacionada a fusões e aquisições;
- Avaliações econômico-financeiras.
- A área de Corporate Finance das firmas-membro da KPMG International somam mais de 2.500 profissionais, prestando serviços de finanças corporativas em 167 escritórios em 82 países.

### Processo interno de aprovação do Laudo

- A avaliação econômico-financeira da Cetip foi efetuadas por uma equipe de consultores, sendo acompanhado e revisado constantemente por um sócio, um diretor e um gerente coordenador do trabalho. A equipe também foi composta por um sócio-revisor.

### Identificação e qualificação dos profissionais envolvidos

- Fernando Afonso C. S. B. Mattar, Gabriel Carracedo e Fabiano Goulart Delgado coordenaram e participaram do desenvolvimento da avaliação apresentada neste Laudo e são os responsáveis por este. Paulo G. M. Coimbra foi o sócio-revisor do trabalho.
- Vide curricula vitae desses profissionais no conteúdo das páginas 9 e 10.

## II. Informações sobre o avaliador (2/5)

### Declarações do avaliador

- A KPMG declara, em 11 de abril de 2016, que:
  - Não é titular de valores mobiliários do Cliente nem da Companhia, tampouco seus sócios, diretores, administradores, conselheiros, controladores ou pessoas a estes vinculadas.
  - Não há quaisquer relações comerciais e creditícias que possam impactar o Laudo.
  - Não há conflito de interesse que prejudique a independência necessária para o desempenho de suas funções neste trabalho.
  - Pelo serviços referentes à preparação deste Laudo, independente do sucesso ou insucesso da Operação, a KPMG receberá, da BM&FBOVESPA, uma remuneração fixa de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais), líquido de impostos.
  - Na data deste Laudo, além do relacionamento referente ao Laudo mencionado acima, a KPMG possui os seguintes trabalhos em andamento no contexto da Operação, que não impactam na análise realizada na elaboração deste Laudo:
    - a) Due diligence, financeira, fiscal e trabalhista no valor total de aproximadamente R\$ 510.000,00 (quinhentos e dez mil reais);
    - b) Laudo de avaliação utilizando o critério do Patrimônio Líquido contábil ajustado a preços de mercado, no valor total de aproximadamente R\$ 100.000,00 (cem mil reais); e
    - c) Assessoria na alocação do pré-preço de aquisição (pré-PPA) no valor total de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais).
- Além dos relacionamentos referente a Operação citado anteriormente, a KPMG Corporate Finance Ltda. e outras empresas que operam sob a marca KPMG no Brasil declaram ter recebido remuneração de R\$ 212.500 (duzentos e doze mil e quinhentos reais) da BM&FBOVESPA pela prestação de serviços profissionais relacionados à consultoria geral, nos últimos doze meses anteriores à apresentação deste Laudo, e que não impactam na análise realizada na elaboração do mesmo.

## II. Informações sobre o avaliador (3/5)

<b>Nome</b>	Fernando A. C. S. B. Mattar
<b>Cargo</b>	Sócio - Corporate Finance - KPMG São Paulo
<b>Qualificação</b>	Pós-graduado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas – FGV-SP Formado em Engenharia Mecânica pela Universidade Mackenzie-SP
<b>Experiência</b>	Atua desde 1995 em consultoria empresarial, realizando projetos de reestruturação financeira de empresas, avaliações econômico-financeiras, fusões e aquisições e <i>start-up</i> de empresas e unidades de negócio. Iniciou na KPMG em 2006. Antes atuou como gerente da Arthur Andersen e trabalhou como gerente de desenvolvimento de negócios para o Grupo Cisneros na América Latina.
<b>Setor de experiência</b>	Instituições financeiras, Farmacêutico, Produtos de Consumo (alimentos, bebidas, papel e celulose etc.) e Empresas de Varejo.

<b>Nome</b>	Gabriel Chamadoira Carracedo
<b>Cargo</b>	Sócio Diretor - Corporate Finance - KPMG São Paulo
<b>Qualificação</b>	Pós-graduado em Finanças pelo IBMEC – São Paulo Formado em Administração pela Universidade Salvador – Bahia
<b>Experiência</b>	Possui ampla experiência em avaliações econômicas, atuando também com assessoria em fusões e aquisições. Sua experiência inclui aplicação de diferentes metodologias. Iniciou na KPMG em 2003.
<b>Setor de experiência</b>	Banking; Telecomunicações e TI (software e hardware); Entretenimento; Editoras e Publicação; Educacional; Transporte aéreo; Empresas de varejo, entre outras.

## II. Informações sobre o avaliador (4/5)

<b>Nome</b>	Fabiano Goulart Delgado
<b>Cargo</b>	Gerente - Corporate Finance - KPMG em Curitiba
<b>Qualificação</b>	Pós-graduado em Controladoria pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. Formado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Mato Grosso do Sul – UFMS
<b>Experiência</b>	Atua nas áreas de contabilidade, auditoria e consultoria há mais de seis anos. Possui experiência em consultoria financeira, incluindo planejamento financeiro, elaboração de plano de negócios e análise de projetos. Atua na área de fusões e aquisições, com maior foco em modelos de avaliação (valuation) e processos de fusões e aquisições.
<b>Setor de experiência</b>	Instituições Financeiras, Energia, Construção Civil, Empresas de Varejo e Indústria de Consumo.

## II. Informações sobre o avaliador (5/5)

- A seguir estão apresentadas algumas das experiências da KPMG Corporate Finance Ltda. em avaliações de companhias nos últimos anos.

<p><b>2016</b></p> <p><b>Évora S.A.</b></p> <p>Avaliação Econômico-Financeira da Évora na Oferta Pública de Ações (OPA)</p> 	<p><b>2015</b></p> <p><b>Eneva S.A.</b></p> <p>Avaliação Econômico-Financeira da Eneva Participações S.A. e BPMB Parnaíba S.A.</p> 	<p><b>2015</b></p> <p><b>Banco Santander S.A.</b></p> <p>Avaliação Econômico-Financeira do Banco Santander</p> 
<p><b>2014</b></p> <p><b>Banco Santander S.A.</b></p> <p>Avaliação Econômico-Financeira da BR Properties</p> 	<p><b>2013</b></p> <p><b>Companhia De Bebidas Das Americas - Ambev</b></p> <p>Avaliação Econômico-Financeira na aquisição da CND - Cerveceria Nacional Dominicana</p> 	<p><b>2013</b></p> <p><b>Banco Santander (Brasil) S.A.</b></p> <p>Avaliação Econômico-Financeira da Webmotors e Corretora</p> 

# Conteúdo

I. Sumário executivo

II. Informações sobre o avaliador

III. Informações sobre a Companhia

IV. Informações sobre o mercado

V. Metodologia usada para fins de avaliação

VI. Taxa de desconto

VII. Premissas adotadas

VIII. Avaliação econômico-financeira

Anexos

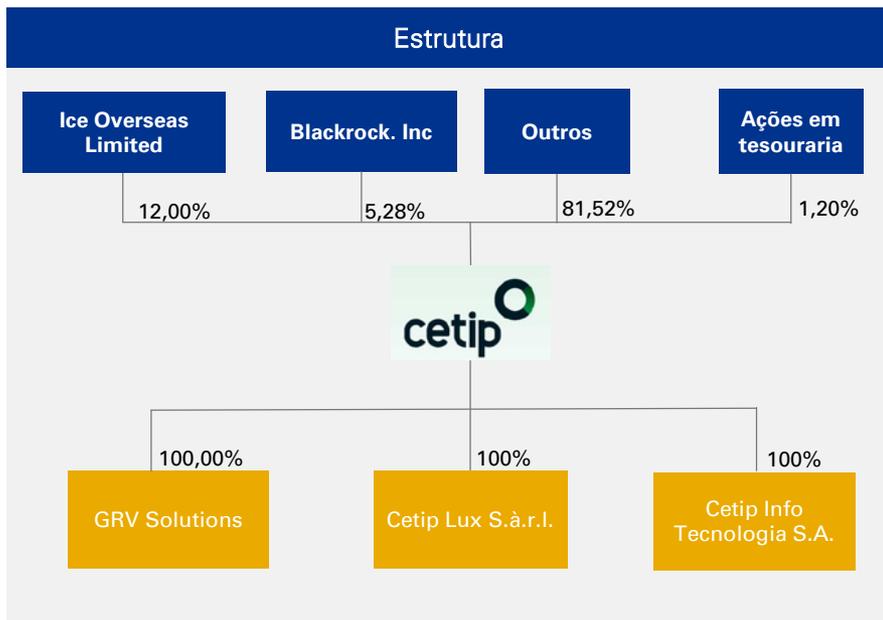
1. Anexo I – Glossário

2. Anexo II – Notas relevantes

# III. Informações sobre a Companhia (1/4)

## Visão geral da Cetip (fonte: Cetip)

- A Cetip (*Ticker*: CTIP3), foi instituída em 1984 pelo Conselho Monetário Nacional, na cidade do Rio de Janeiro – RJ, e atualmente administra mercados referentes a negociação e registro de valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão. A Cetip é a maior depositária de títulos privados de renda fixa da América Latina e a maior câmara de ativos privados do mercado financeiro brasileiro. Sua atuação confere o suporte necessário a todo o ciclo de operações com títulos de renda fixa, valores mobiliários e derivativos de balcão.
- A estrutura simplificada da Cetip está demonstrada abaixo:



- A cronologia dos principais eventos que aconteceram na história da Cetip estão narrados abaixo:



### III. Informações sobre a Companhia (2/4)

Demonstração de resultados – Consolidado – Cetip (fonte: Demonstrações financeiras auditadas)

<b>DRE Consolidada - R\$ '000</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>908.575</b>	<b>1.015.885</b>	<b>1.125.430</b>
<i>Despesas</i>	<i>-276.176</i>	<i>-316.666</i>	<i>-354.941</i>
Gerais e administrativas	-275.359	-315.634	-350.248
Outras receitas operacionais	31	584	144
Outras despesas operacionais	-848	-1.616	-4.837
<b>EBITDA</b>	<b>632.399</b>	<b>699.219</b>	<b>770.489</b>
Depreciação e amortização	-75.790	-83.108	-92.771
<b>EBIT</b>	<b>556.146</b>	<b>616.825</b>	<b>678.683</b>
Receitas financeiras	33.595	59.069	294.476
Despesas financeiras	-77.174	-117.760	-405.904
Resultado de equivalência patrimonial	-463	714	965
<b>EBT</b>	<b>512.567</b>	<b>558.134</b>	<b>567.255</b>
IR / CSLL do exercício	-90.447	-111.193	-129.730
IR / CSLL diferido	-61.092	-19.822	60.081
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>361.028</b>	<b>427.119</b>	<b>497.606</b>

### III. Informações sobre a Companhia (3/4)

Balço Patrimonial – Consolidado – Cetip (fonte: Demonstrações financeiras auditadas)

BP Consolidado - R\$ '000	2013	2014	2015
<b>Ativo</b>	<b>2.735.651</b>	<b>2.998.539</b>	<b>3.497.064</b>
<b>Circulante</b>	<b>505.117</b>	<b>740.930</b>	<b>1.007.642</b>
Caixa e equivalentes de caixa	475	551	2.438
Aplicações financeiras - livres	381.685	590.349	801.956
Contas a receber	93.073	106.735	117.658
Impostos e contribuições a compensar	16.679	17.431	63.917
Despesas antecipadas	7.011	7.784	7.084
Outros créditos	6.194	18.080	14.589
<b>Não circulante</b>	<b>85.768</b>	<b>135.944</b>	<b>373.958</b>
Aplicações financeiras - livres e vinculadas	79.746	128.197	248.553
Instrumentos financeiros derivativos	0	0	120.663
Depósitos judiciais	162	137	181
Despesas antecipadas	3.744	5.526	2.659
Outros créditos	2.116	2.084	1.902
<b>Permanente</b>	<b>2.144.766</b>	<b>2.121.665</b>	<b>2.115.464</b>
Investimentos	5.497	6.211	6.873
Imobilizado	109.683	128.612	126.771
( - ) Depreciação acumulada	-68.861	-78.681	-79.086
Intangível	2.307.087	2.347.452	2.423.547
( - ) Amortização acumulada	-208.640	-281.929	-362.641

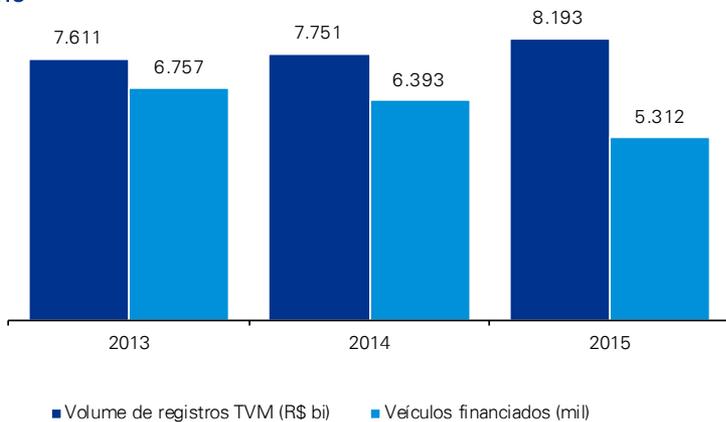
BP Consolidado - R\$ '000	2013	2014	2015
<b>Passivo</b>	<b>2.735.651</b>	<b>2.998.539</b>	<b>3.497.064</b>
<b>Circulante</b>	<b>337.300</b>	<b>240.225</b>	<b>340.198</b>
Fornecedores	25.969	23.496	54.416
Obrigações trabalhistas e encargos	48.195	56.682	68.411
Tributos a recolher	12.837	14.902	18.183
Imposto de renda e contribuição social	787	2.181	8.435
Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	45.858	80.130	110.261
Debêntures emitidas	156.053	17.427	21.431
Instrumentos financeiros derivativos			11.572
Empréstimos e obrigações de arrendamentos financeiros	3.507	2.608	7.113
Receitas a apropriar	44.044	42.754	40.223
Outras obrigações	50	45	153
<b>Não circulante</b>	<b>708.788</b>	<b>1.012.361</b>	<b>1.461.051</b>
Fornecedores	3.662	2.073	8.046
Imposto de renda e contribuição social diferidos	176.052	195.785	136.465
Provisão para contingências e obrigações legais	3.067	4.536	5.933
Debêntures emitidas	474.774	498.175	498.849
Empréstimos e obrigações de arrendamentos financeiros	9.291	271.153	775.019
Receitas a apropriar	41.942	40.639	36.739
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>1.689.563</b>	<b>1.745.953</b>	<b>1.695.815</b>
Capital social	586.428	635.937	658.416
Reservas de capital	533.193	533.821	527.834
Ajustes de avaliação patrimonial	-247	-413	-8.313
Reservas de lucros	405.655	464.715	539.388
Ações em tesouraria	0	0	-104.502
Lucros / prejuízos acumulados	-5.031	0	0
Dividendos adicionais propostos	169.565	111.893	82.992

# III. Informações sobre a Companhia (4/4)

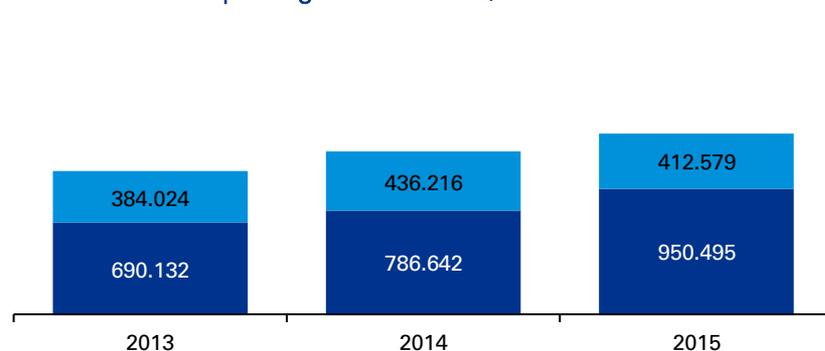
## Indicadores financeiros

- Abaixo são demonstrados os indicadores financeiros históricos da Cetip (fonte: Demonstrações financeiras auditadas)

Volume



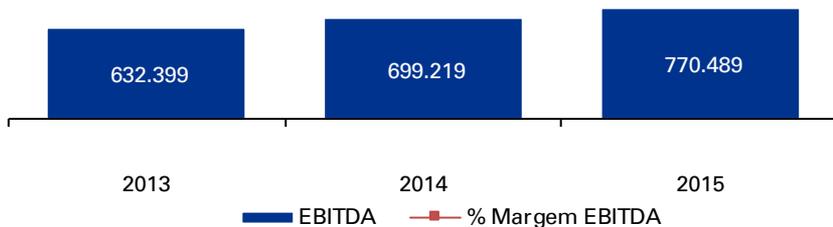
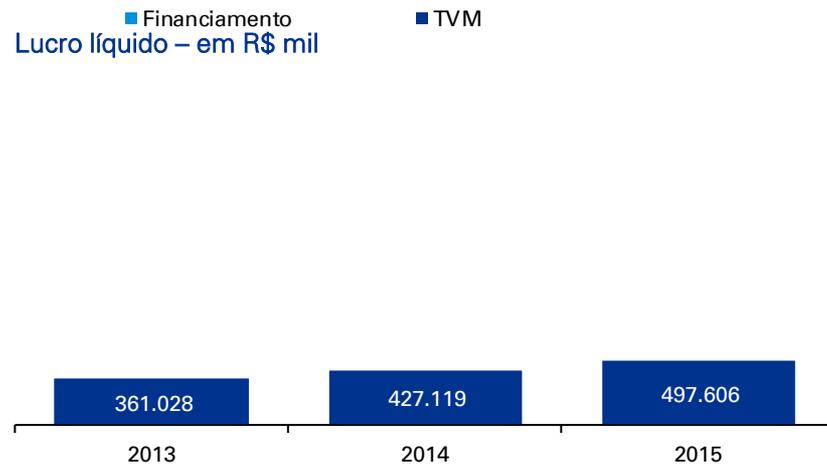
Receita bruta por segmento – em R\$ mil



EBITDA – em R\$ mil



Lucro líquido – em R\$ mil



# Conteúdo

I. Sumário executivo

II. Informações sobre o avaliador

III. Informações sobre a Companhia

IV. Informações sobre o mercado

V. Metodologia usada para fins de avaliação

VI. Taxa de desconto

VII. Premissas adotadas

VIII. Avaliação econômico-financeira

Anexos

1. Anexo I – Glossário

2. Anexo II – Notas relevantes

## IV. Informações sobre o mercado (1/5)

### Mercados e instrumentos financeiros

#### Visão geral (fonte: site da Cetip)

- O Sistema Financeiro é o conjunto de instituições e instrumentos financeiros que possibilita a transferência de recursos dos ofertadores finais para os tomadores de recursos finais, e cria condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez no mercado.
- Dentre as instituições que podem ser destacadas dentro do Sistema Financeiro, estão as agências de custódias.
- As agências de custódia são mercados organizados e centralizados, com o objetivo de proporcionar um ambiente adequado à realização de negócios e de formação de preços de títulos e valores mobiliários emitidos por companhias, fundos e outros veículos de captação de recursos.

#### Custódia (fonte: site da Cetip)

- Mudanças no mercado e do grande volume de títulos negociados a cada dia alteraram permanentemente a paisagem do mundo da custódia. A grande maioria dos ativos de custódia são mantidas sob a forma escritural, tanto para ativos de títulos públicos, quanto para títulos privados.
- Os ativos de renda fixa são títulos que pagam, em períodos definidos, uma certa remuneração, que pode ser determinada no momento da aplicação ou no momento do resgate.
- Os principais agentes de custódia no mercado internacional são o DTCC (Estados Unidos), Euroclear e o ClearStream (Europa).

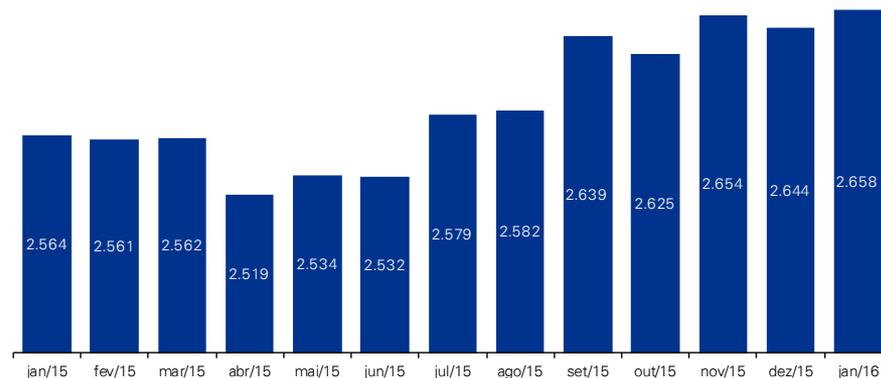
#### Mercado brasileiro de renda fixa (fonte: Cetip)

- No Brasil, dois dos principais agentes do sistema financeiro são:
  - BM&FBOVESPA, cujas atividades estão voltadas para o mercado acionário, debêntures, mercado futuro e o mercado de opções.

— Cetip, que é voltada a custódia de investimento de renda fixa (tais como CDB, LCI, LCA, entre outros), e de derivativos;

- A Cetip é o principal prestador de serviço do mercado de custódia dos títulos privados de renda fixa.
- O mercado de renda fixa, atingiu, em janeiro de 2016, R\$ 2.658 bilhões de reais de valor investido nos seus segmentos, um crescimento de 3,69% em comparação com janeiro de 2015.
- Abaixo é apresentado a evolução do mercado de renda fixa entre janeiro / 2015 e janeiro /2016:

Valor investido em renda fixa (em R\$ bi)



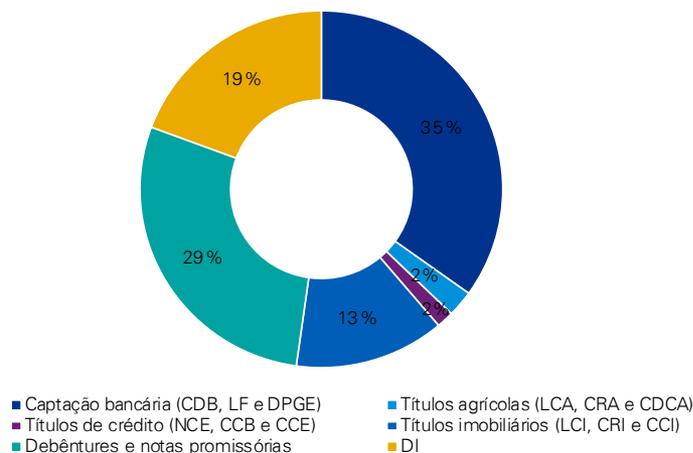
Fonte: Cetip

# IV. Informações sobre o mercado (2/5)

## Mercados e instrumentos financeiros

### Mercado brasileiro de renda fixa (cont.)

- A seguir é demonstrado a segmentação dos investimentos da renda fixa em janeiro de 2016:

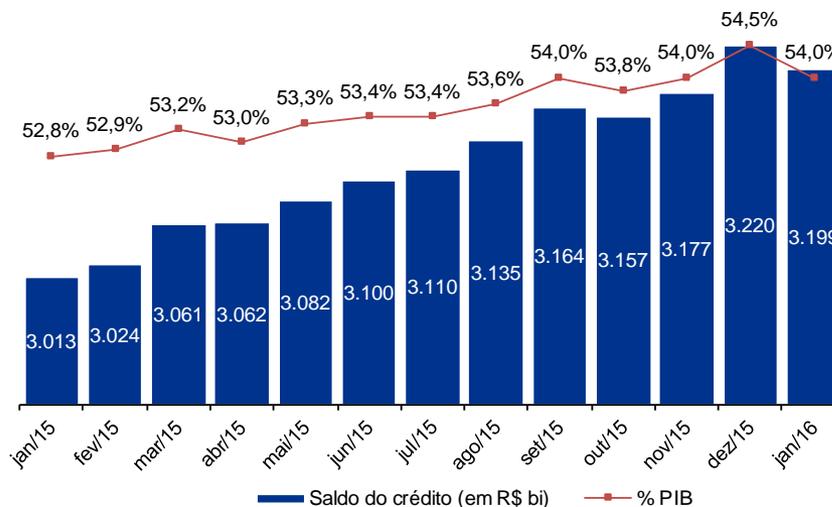


Fonte: Cetip

- Os rendimentos de renda estão atrelados principalmente aos seguintes indexadores:
  - Taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia);
  - IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo);
  - IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado); e
  - CDI (Certificados de Depósito Interbancário).
- A CDI é um índice vinculado a taxa SELIC, como também a quantidade de transferências de recursos entre instituições financeiras.

### Mercado brasileiro de crédito (fonte: Bacen)

- A relação entre os saldos das operações de crédito e o respectivo Produto Interno Bruto (PIB) dos países é uma medida de referência das condições econômicas e da profundidade do mercado de um determinado país.
- Abaixo é apresentado o saldo das operações de crédito entre janeiro de 2015 e janeiro de 2016, como também o seu respectivo valor percentual com relação ao PIB brasileiro.

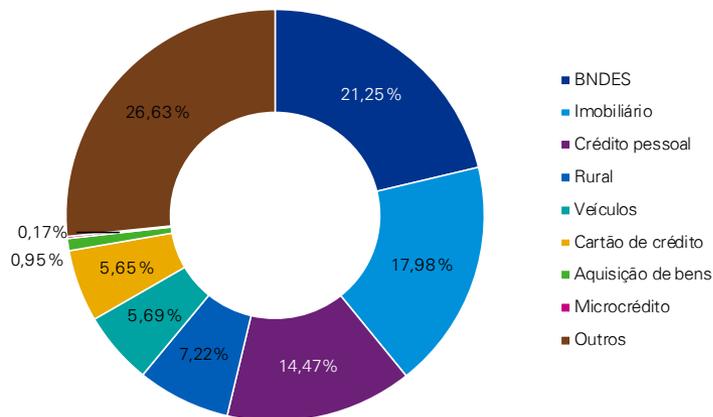


Fonte: Bacen

## IV. Informações sobre o mercado (3/5)

### Mercados e instrumentos financeiros

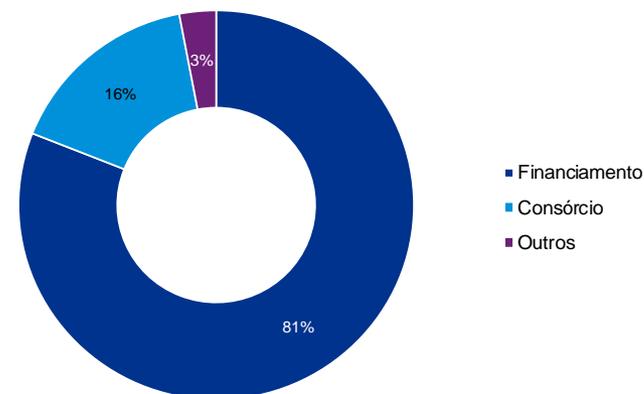
- A segmentação do crédito, tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica, de acordo com o Banco Central, é apresentado abaixo:
- Abaixo é demonstrado as modalidades mais utilizadas durante o período de 2016:



Fonte: Bacen

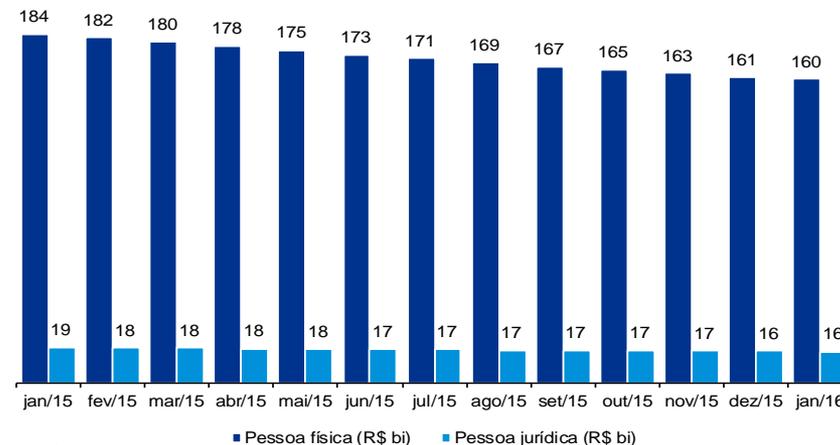
#### Mercado brasileiro de crédito – veículos (fonte: Bacen e Cetip)

- O crédito para veículos funciona a partir de:
  - Financiamento, isto é, um empréstimo voltado para o financiamento de veículos;
  - Arrendamento mercantil (leasing), onde o credor é o proprietário do bem, e a posse e o usufruto são do arrendatário; e por
  - Consórcio, onde um ou mais indivíduos com o objetivo de participar numa atividade comum ou de partilha de recursos para atingir um objetivo comum.



Fonte: Cetip

- Os valores captados para o financiamento de veículos decresceu entre janeiro de 2015 a janeiro de 2016, como demonstrado a seguir:

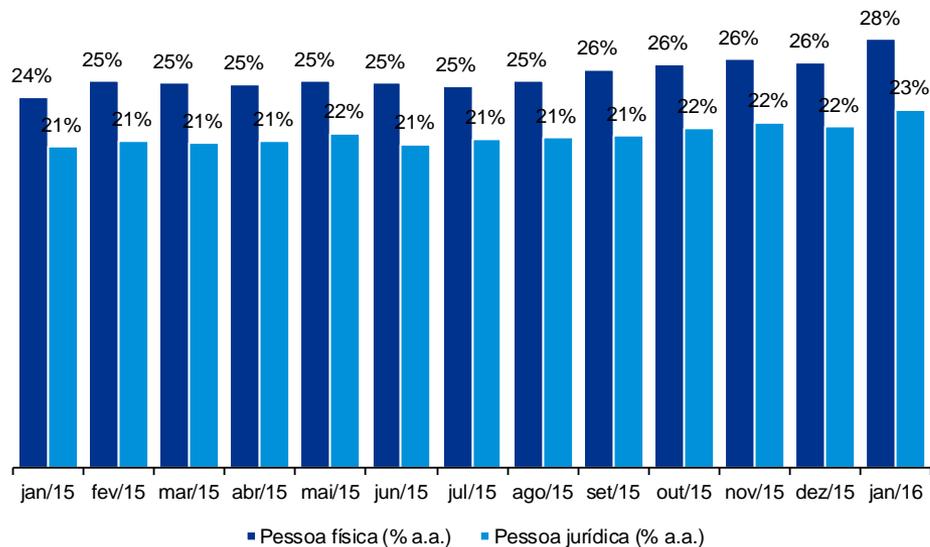


Fonte: Bacen

## IV. Informações sobre o mercado (4/5)

### *Mercados e instrumentos financeiros*

- A taxa de juros para o financiamento de veículos subiu nos últimos 12 meses devido a atual conjuntura político e econômico do Brasil, como apresentado abaixo:



Fonte: Cetip

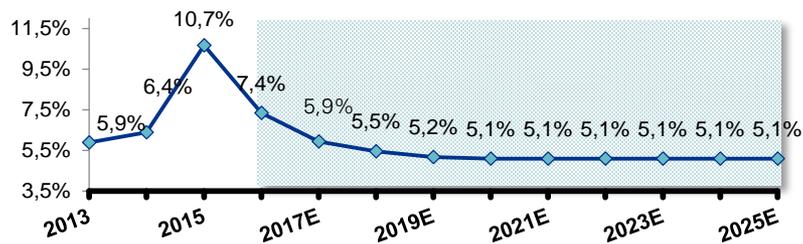
# IV. Informações sobre o mercado (5/5)

## Dados macroeconômicos

Premissas macroeconômicas (fonte: Bacen e Economist)

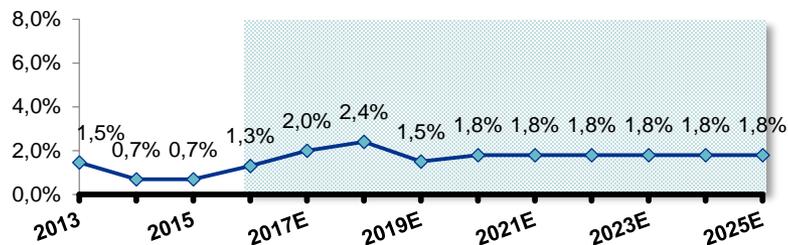
### Inflação brasileira

- A taxa de inflação (IPCA) estimado para o período previsto de 2016-2025 é apresentado no gráfico abaixo. Pode-se observar uma queda entre os anos de 2016 e 2019, de acordo com as expectativas das instituições consultadas pelo Bacen (Banco Central do Brasil).



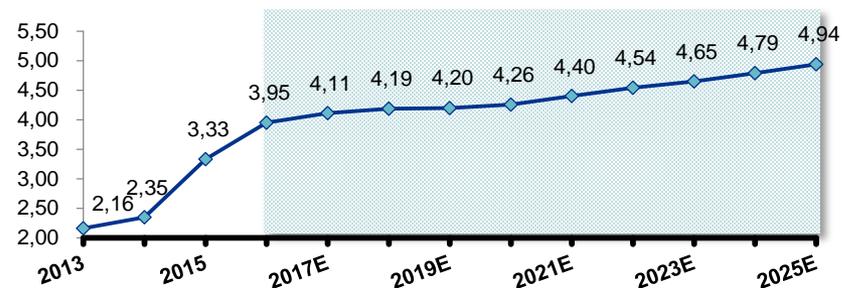
### Inflação americana

- A taxa de inflação dos Estados Unidos estimada para o período entre 2016 e 2025 é demonstrada abaixo. No gráfico são observados crescimentos dos índices de preços nos anos de 2016 e 2017, em relação à 2015. No longo prazo a tendência é de estabilização, de acordo com projeções feitas pela The Economist.



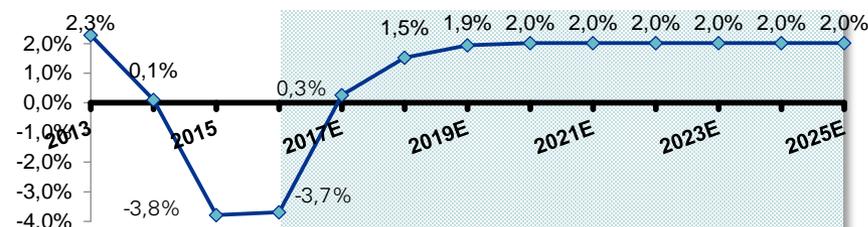
### Taxa de câmbio R\$ / US\$

- A taxa de câmbio média anual para o período de 2016-2025 é apresentada abaixo. Pode-se observar um aumento nas expectativas do mercado sobre a taxa de câmbio. A partir de 2021, a taxa de câmbio é calculada como a diferença entre a inflação brasileira e norte-americana.



### PIB Brasil

- A projeção de PIB brasileiro estimado por instituições consultadas pelo Bacen entre 2015 e 2018 é de uma queda no biênio 2015-2016, seguida de um crescimento baixo com tendência à estabilização.



# Conteúdo

I. Sumário executivo

II. Informações sobre o avaliador

III. Informações sobre a Companhia

IV. Informações sobre o mercado

V. Metodologia usada para fins de avaliação

VI. Taxa de desconto

VII. Premissas adotadas

VIII. Avaliação econômico-financeira

Anexos

1. Anexo I – Glossário

2. Anexo II – Notas relevantes

## V. Metodologia usada para fins de avaliação (1/3)

### Critério de avaliação

- O critério utilizado para a análise do estudo de valor econômico da Cetip foi o do fluxo de caixa descontado.
- O critério do fluxo de caixa descontado é bastante utilizado no mercado para avaliação de empresas, balizando estudos de viabilidade, compra, venda, fusão e abertura de capital de companhias, pois permite medir da maneira apropriada o retorno esperado de um investimento para o investidor. Apresentamos, a seguir, uma breve descrição desse critério.

### Descrição do critério do fluxo de caixa descontado

- O critério do fluxo de caixa descontado está fundamentado no conceito de que o valor de uma empresa ou negócio está diretamente relacionado aos montantes e às épocas nos quais os fluxos de caixa livres, oriundos de suas operações, estarão disponíveis para distribuição. Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que seus acionistas esperam que sejam gerados no futuro pelo negócio, descontados ao seu valor presente, para refletir o tempo, o custo de oportunidade e o risco associado a essa distribuição.
- Esse critério também captura o valor dos ativos intangíveis, tais como marca, carteira de clientes, carteira de produtos e participação de mercado, na medida em que este valor está refletido na capacidade de gerar resultados.
- Para os fins do estudo, considera-se que 100% dos excedentes de caixa estará disponível para distribuição na época em que forem gerados.
- Para calcular o fluxo de caixa futuro gerado pelas operações de uma empresa, projeta-se a demonstração de resultados dela. Aos lucros líquidos projetados apurados, adicionam-se as despesas com a depreciação e amortização (por se tratar de despesas sem efeito no caixa) e subtraem-se os investimentos e a necessidade de capital de giro projetado. Outros itens com efeito sobre o fluxo de caixa da empresa também são considerados quando apropriado.
- É conveniente ressaltar, entretanto, que o lucro líquido calculado nas projeções de resultado não é diretamente comparável ao lucro líquido contábil a ser apurado futuramente nos exercícios subsequentes. Isso se deve ao fato, entre outras razões, de que o lucro líquido realizado é afetado por fatores não operacionais ou não recorrentes, tais como receitas e despesas eventuais e/ou não operacionais, entre outras. Estes fatores não são projetados em razão de sua imprevisibilidade.
- Ademais, deve-se notar que quando se utiliza a abordagem “*cash flow to the firm*” (ou “*free cash flow*”) na projeção de lucros, receitas e despesas com juros não são projetadas. Nessa abordagem, projeta-se os fluxos de caixa disponíveis para todos os provedores de capital, ou seja, tanto para acionistas quanto para credores.
- A projeção dos demonstrativos de resultados futuros destina-se tão-somente à finalidade de se calcular o fluxo de caixa projetado da empresa que está sendo avaliada, que contempla os fluxos futuros disponíveis para acionistas e credores. Nessa etapa do estudo, o que se quer determinar é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza para os provedores de capital em decorrência de suas características operacionais.

## V. Metodologia usada para fins de avaliação (2/3)

- Os fluxos de caixa anuais projetados são descontados pelo custo médio ponderado do capital - em Inglês, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) - que já incorpora os impactos do endividamento projetado nos impostos sobre a renda ao considerar o custo de dívida após os impostos no seu cálculo. Posteriormente, os fluxos de caixa descontados são somados para obter-se o valor do negócio.
- Para que seja encontrado o valor da empresa avaliada, e consequentemente o valor de mercado de suas ações (ou quotas), é deduzida a dívida na data-base do valor do negócio calculado e são adicionados/deduzidos todos os ativos e passivos não operacionais existentes na data-base do estudo de valor. São deduzidos, ainda, eventuais contingências e/ou outros pagamentos extraordinários não operacionais identificados.
- Cabe notar que, quando se utiliza a abordagem “*cash flow to equity*”, os fluxos são descontados pelo custo do capital próprio, usualmente calculado com base na metodologia do CAPM (*Capital Assets Pricing Model*). Nesse caso, o valor dos empréstimos e financiamentos da empresa avaliada não são deduzidos do seu valor e as despesas e receitas financeiras são projetadas no fluxo de caixa.
- Entretanto, devido à grande dificuldade de se estimar parâmetros por prazos muito longos, é prática de mercado considerar um horizonte de projeção de alguns anos, de acordo com as características do negócio avaliado e, ao fim desse período, adicionar um valor residual.
- No presente estudo de valor, observando-se as características da Companhia, considerou-se um horizonte de projeção de 10 anos a partir da data-base de 31 de dezembro de 2015.
- O valor da perpetuidade foi calculado da seguinte maneira:

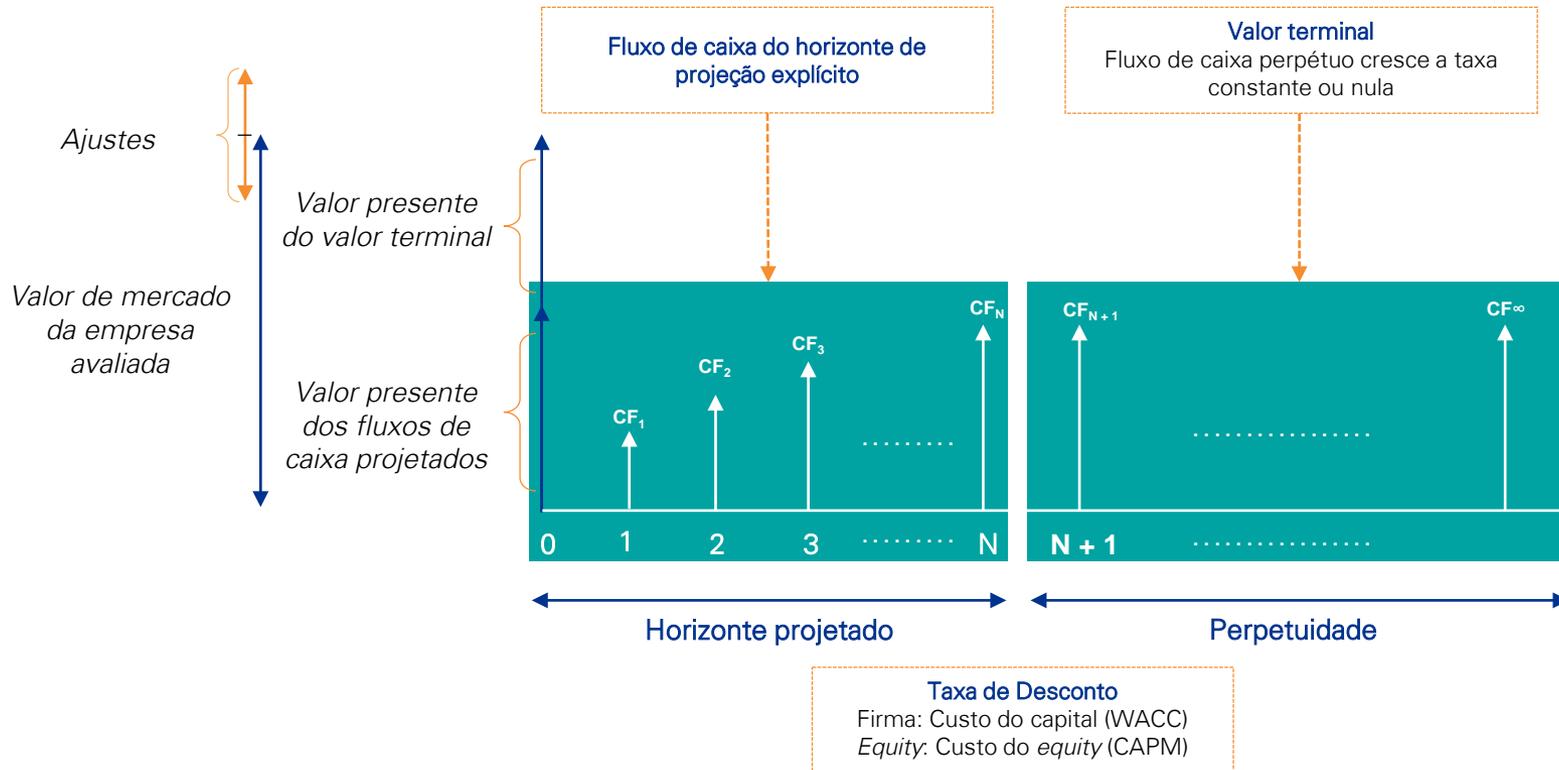
$$\text{Valor da perpetuidade ao final do último ano da projeção} = \frac{\text{Fluxo de caixa livre do último ano normalizado}}{(\text{Taxa de desconto} - \text{Taxa de crescimento da perpetuidade})} = \frac{\text{FCn} \times (1+g)}{(i-g)}$$

### Horizonte de projeção e valor residual

- Do ponto de vista teórico, tendo em vista a continuidade das operações do negócio avaliado, o horizonte de projeção se estenderia ao infinito ou por prazos muito longos.

# V. Metodologia usada para fins de avaliação (3/3)

- A seguir, uma breve representação esquemática do desconto a valor presente é apresentada.



# Conteúdo

- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a Companhia
- IV. Informações sobre o mercado
- V. Metodologia usada para fins de avaliação

VI. Taxa de desconto

VII. Premissas adotadas

VIII. Avaliação econômico-financeira

Anexos

- 1. Anexo I – Glossário
- 2. Anexo II – Notas relevantes

# VI. Taxa de desconto (1/4)

## Taxa de Desconto

- O cálculo da taxa de desconto é uma etapa fundamental de uma avaliação. Este fator reflete aspectos de natureza de risco e retorno, que variam de investidor para investidor, tais como o custo de oportunidade e a percepção particular do risco do investimento.
- A taxa usada para descontar os fluxos a valor presente corresponde ao WACC. O WACC é obtido através da ponderação entre o custo do capital próprio e o custo da dívida levando em consideração a relação entre capital próprio e de terceiros.

$$\text{WACC} = (E/(E + D)) * K_e + (D/(E + D)) * K_d$$

■ Onde:

- E = Capital Próprio;
- D = Capital de Terceiros;
- $K_e$  = Custo do Capital Próprio; e
- $K_d$  = Custo do Capital de Terceiros.

- O custo do capital próprio pode ser calculado utilizando-se o modelo CAPM (sigla em Inglês para “Modelo de Precificação de Ativos de Capital”). O custo do capital próprio é calculado, em termos reais, de acordo com a fórmula ao lado:

$$\begin{aligned} & \mathbf{K_e} \\ & \mathbf{\text{Custo do Capital Próprio}} \\ & = \\ & \mathbf{R_f / (1+I_a) * (1+ I_b)} \\ & + \\ & \mathbf{\beta \times (E[R_m] - R_f)} \\ & + \\ & \mathbf{R_b} \\ & + \\ & \mathbf{\text{Size premium}} \end{aligned}$$

- $R_f$  = Retorno médio livre de risco;
- $\beta$  = Beta (coeficiente de risco de mercado da empresa avaliada);
- $E[R_m]$  = Retorno médio de longo prazo obtido no mercado acionário norte-americano;
- $E[R_m] - R_f$  = Prêmio de risco de mercado;
- $R_b$  = Risco associado ao país;
- Size premium = Prêmio de risco de tamanho da empresa;
- $I_a$  = Inflação de longo prazo nos Estados Unidos;
- $I_b$  = Inflação de longo prazo do Brasil;

## VI. Taxa de desconto (2/4)

- Os componentes utilizados para o cálculo da taxa de desconto da Companhia são discriminados a seguir:

### Taxa livre de risco (*Risk free rate*) (Rf)

- Para quantificar o retorno médio livre de risco, foi considerado o retorno médio dos últimos 24 meses anteriores à 24 de março de 2016 dos títulos de renda fixa do Tesouro Norte Americano (T-Bond) de 30 anos, de 3,0% (fonte: Bloomberg).

### Prêmio de risco de mercado (E[Rm] - Rf)

- Para o prêmio de risco do mercado acionário de longo prazo, foi adotado o retorno médio acima da taxa do *Treasury Bond* proporcionado pelo investimento no mercado acionário norte-americano no período de 1928 a 2015, que foi de 4,5% (fonte: Damodaran).

### Risco País (Rb)

- Para quantificar o risco associado ao Brasil, foi considerado o diferencial médio dos últimos 24 meses anteriores à 24 de março de 2016 da taxa de rendimento do título brasileiro Global-Bond 37 em relação à taxa de rendimento do T-Bond, que foi de 3,1% (fonte: Bloomberg).

### Prêmio pelo tamanho da Companhia (*Size Premium*)

- Para o prêmio pelo tamanho da Companhia foi considerada a taxa de 1,0%, taxa esta aplicada a empresas de mesmo porte. (fonte: Ibbotson Associates, 2015).

### Inflação brasileira (Ib)

- Foi considerada a média da expectativa na data-base da inflação anual de longo prazo no Brasil, de 5,1% (fonte: BACEN)

### Inflação americana (Ia)

- Como base da inflação americana projetada, foi considerada a inflação anual projetada de longo prazo nos Estados Unidos de 1,8% (fonte: Economist).

### Cálculo do beta

- O seguinte procedimento é utilizado obtenção dos betas:
  - Identificação e seleção de empresas comparáveis;
  - Determinação de suas correlações com mercados de ações relevantes; e
  - Cálculo de betas médios, que serão utilizados na determinação do risco das empresas.
- É importante notar que os betas observados nos mercados de capitais para empresas comparáveis incluem os diferentes graus de alavancagem dessas empresas. Assim, é necessário extrair o fator de alavancagem para calcular o fator de risco determinado pelo mercado sobre os riscos operacionais inerentes ao negócio.
- Para tal, a seguinte fórmula é empregada:

$$\beta_d = \beta / [1 + (1 - T) * (D/E)]$$

- Onde:
  - $\beta_d$  = Beta Desalavancado – risco de ações de empresas comparáveis, sem considerar sua alavancagem;
  - $\beta$  = Beta Alavancado – risco de ações de empresas comparáveis, ajustado pela alavancagem;
  - T = Alíquotas de imposto de renda e contribuição social; e
  - D/E = Dívida/Patrimônio Líquido de cada comparável.

## VI. Taxa de desconto (3/4)

- Para realavancar o beta utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\beta_r = \beta_d * [1 + (1 - T) * (D/E)]$$

- Onde:
  - $\beta_r$  = Beta Realavancado a ser usado como base para o cálculo do custo de financiamento;
  - $\beta_d$  = Beta Desalavancado – risco de ações de empresas comparáveis;
  - $\beta$  = Beta Alavancado – calculado no período de dois anos, média semanal;
  - T = Imposto de Renda e Contribuição Social, conforme alíquota efetiva da empresa analisada; e
  - D/E = Dívida/Patrimônio Líquido da empresa sob análise.
- O cálculo do beta da Cetip é apresentado abaixo:

Comparáveis	Ticker	Beta alavancado	Debt to Equity	Tax rate	Beta desalavancado
Cetip S.A. - Mercados Organizados	CTP3 BZ Equity	0,9	1,3%	26,1%	0,9
ASX Ltd.	ASX A U Equity	1,3	0,0%	29,5%	1,3
CME Group Inc.	CME US Equity	0,7	3,0%	36,4%	0,7
London Stock Exchange Group	LS4C GB Equity	1,0	5,9%	30,5%	1,0
<b>Média</b>		<b>1,0</b>	<b>2,6%</b>	<b>30,6%</b>	<b>1,0</b>

fonte: Bloomberg na data-base de 24/03/2016

Relevered Beta	
Beta desalavancado	1,0
D/E	2,6%
Tax	34,0%
Beta re-alavancado	1,0

fonte: Bloomberg na data-base de 24/03/2016

### Custo do capital de terceiros (Kd)

- O custo da dívida indica o custo dos empréstimos assumidos para o financiamento de projetos. Em termos gerais, é determinado através das seguintes variáveis:
  - O nível corrente das taxas de juros;
  - O risco de inadimplência das empresas; e
  - Benefícios fiscais associados aos financiamentos (dívida).
- As alíquotas de Imposto de Renda e Contribuição Social têm influência direta sobre o custo da dívida, uma vez que esses pagamentos são dedutíveis.
- Assim, o custo da dívida é obtido pela seguinte fórmula:

$$K_d = RD * (1 - T)$$

- Onde:
  - $K_d$  = Custo da Dívida;
  - RD = Taxa da Dívida;
  - T = Alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social.

## VI. Taxa de desconto (4/4)

### Custo do Capital de Terceiros (Kd)

- Para fins do custo de capital de terceiros, considerou-se um custo nominal de dívida antes de impostos de 12,0%, calculado com base na taxa Selic de longo prazo somado a um *spread* de 1,0%. Após o efeito dos impostos o custo de capital de terceiros é de 7,9%.

### Estrutura de Capital

- A estrutura de capital adotada foi baseada na estrutura de capital das empresas comparáveis (participantes de mercado).

### Cálculo da Taxa de Desconto

- Nas tabelas a seguir estão apresentados os cálculos do WACC:

Taxa de desconto	Cetip
Taxa Livre de Risco (fonte: Bloomberg)	3,0%
Inflação Americana (fonte: Economist)	1,8%
Inflação Brasileira (fonte: BACEN)	5,1%
Beta (Realavancado)	1,0
Prêmio de risco de Mercado (fonte: Damodaran)	4,5%
Risco país (fonte: Bloomberg)	3,1%
Prêmio pelo tamanho da Empresa (fonte: Ibbotson Associates, 2015)	1,0%
<b>CAPM - nominal - Ke (a)</b>	<b>14,8%</b>
Custo da Dívida antes dos Impostos	12,0%
Benefício Fiscal da Dívida	34,0%
<b>Custo da dívida - nominal - Kd (b)</b>	<b>7,9%</b>
<b>WACC</b>	
% de Capital Próprio ( c )	97,5%
% de Capital de Terceiros ( d )	2,5%
<b>WACC nominal = (a*c) + (b*d)</b>	<b>14,7%</b>

# Conteúdo

- I. Sumário executivo
  - II. Informações sobre o avaliador
  - III. Informações sobre a Companhia
  - IV. Informações sobre o mercado
  - V. Metodologia usada para fins de avaliação
  - VI. Taxa de desconto
  - VII. Premissas adotadas
  - VIII. Avaliação econômico-financeira
- Anexos
- 1. Anexo I – Glossário
  - 2. Anexo II – Notas relevantes

# VIII. Premissas adotadas (1/6)

## Premissas gerais

### Premissas gerais

- As premissas gerais utilizadas no estudo de valor econômico da Companhia foram baseadas em informações fornecidas e em análises gerenciais elaboradas de acordo com dados de mercado, obtidas através de fontes reconhecidas.

### Moeda e data-base da projeção

- As projeções foram feitas utilizando-se o real como moeda e foram elaboradas em termos nominais (considerando o efeito inflacionário), na data-base de 31 de dezembro de 2015.

### Horizonte de projeção

- Do ponto de vista teórico, dada a continuidade das operações da Companhia, o horizonte de projeção estender-se-ia por prazos muito longos. Entretanto, devido à dificuldade de se estimar parâmetros por prazos muito longos, é considerado um horizonte de projeção explícito de alguns anos, de acordo com as características da empresa, e ao fim desse período é adicionado um valor terminal.
- Foi adotado o horizonte de projeção entre janeiro de 2016 à dezembro de 2025 e a estimativa do valor terminal foi efetuada com base na perpetuidade do fluxo de caixa normalizado das operações em 2025.

### Desconto dos Fluxos de Caixa no Tempo

- As entradas e saídas de caixa de uma empresa se dão ao longo do tempo no decorrer do seu ciclo de negócios. Consequentemente, o cálculo do valor presente do fluxo de caixa gerado ao longo de um dado período deveria descontar individualmente os diversos desembolsos e ingressos, considerando as respectivas datas de ocorrência. Assim, o caixa gerado no início do ano deveria ser descontado por menos tempo que o caixa gerado no fim do ano.

- Dessa forma, para simplificar os cálculos, adotou-se um fluxo médio no meio do período entre o início e o fim de cada período projetivo para descontar os fluxos de caixa.

### Taxa de desconto:

- A taxa de desconto foi projetada de acordo com a metodologia do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), em termos nominais, de 14,7% a.a.

### Taxa de crescimento na perpetuidade:

- Para cálculo da perpetuidade considerou-se a soma da Inflação Brasileira de longo prazo e do PIB brasileiro de longo prazo como crescimento "g", de 7,1%.

### Valor na perpetuidade:

- O valor terminal foi calculado com base em um fluxo de caixa futuro perpétuo, fundamentado no valor normalizado do fluxo de caixa estimado do último ano da projeção.

### Ajustes:

- Ativos e Passivos Não-Operacionais não foram considerados nas projeções de Fluxo de Caixa Livre para Empresa. Os saldos quando observados foram tratados separadamente.

## VIII. Premissas adotadas (2/6)

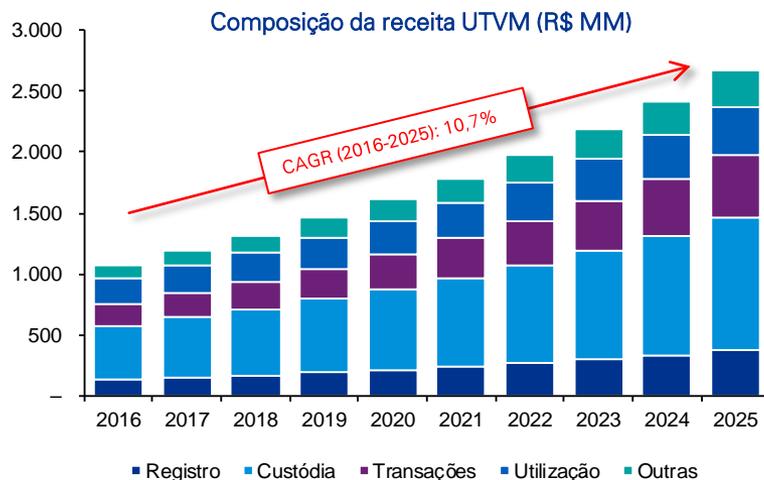
### Premissas específicas

#### Receita

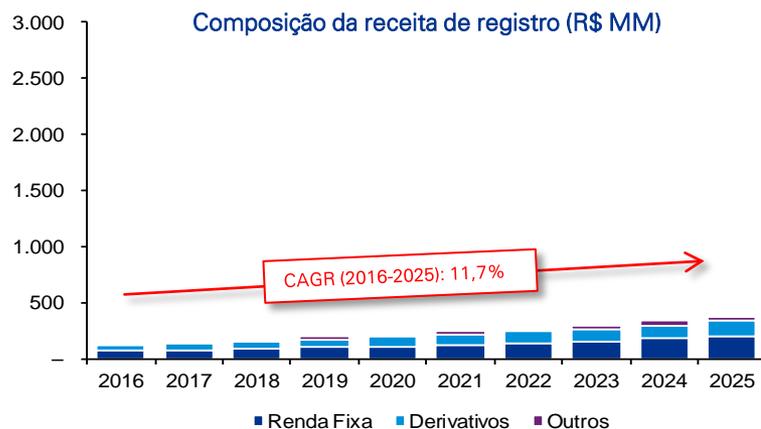
- A receita foi composta em duas grandes divisões:
  - UTVM – Unidade de Títulos de Valores Mobiliários, Cetip original, onde estão os serviços de Registro, Depósito e Liquidação de Ativos Financeiros e Valores Mobiliários, o Mercado de Balcão Organizado.
  - UF – Unidade de Financiamentos, antiga GRV, responsável pelos serviços de administração do sistema nacional de gravames de veículos e registros de contratos de financiamentos de veículos.
  - Novos projetos

#### (i) UTVM – Unidade de Títulos de Valores Mobiliários

- A receita da UTVM foi projetada de acordo com as expectativas da BM&FBOVESPA e dos seus assessores. A receita da UTVM está segregada conforme abaixo:



- A receita de registro foi segregada em:
  - Renda fixa: instrumentos de captação bancária, a instrumentos do mercado imobiliário;
  - Derivativos; e
  - Outros



## VIII. Premissas adotadas (3/6)

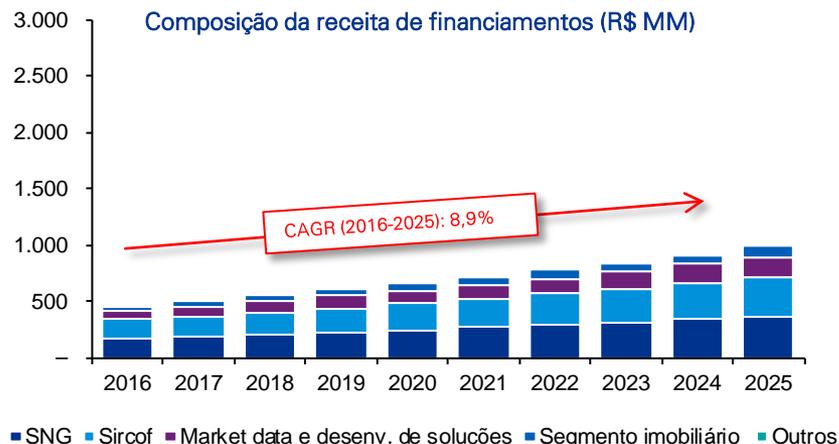
### Premissas específicas

- A receita de custódia foi segregada em:
  - Debêntures;
  - Instrumentos de captação bancária;
  - Derivativos e operações estruturadas; e
  - Manutenção de comitentes



### (ii) UF – Unidade de Financiamentos de veículos

- A receita da UTVM considera as expectativas de analistas de mercado e da BM&F Bovespa e está segregada conforme abaixo:



- SNG: Sistema de custódia de informações sobre inserções e baixas de gravames disponibilizadas pelos Usuários aos Órgãos de Trânsito. Permite às instituições financeiras ter a custódia do bem dado como garantia da operação de financiamento do veículo, por meio do registro eletrônico e eficiente de um Gravame.
- Sircof: O sistema de Contratos é uma plataforma completa de soluções, composta por recebimento, custódia e transmissão de informações de contratos de financiamentos de veículos aos órgãos estaduais de trânsito

## VIII. Premissas adotadas (4/6)

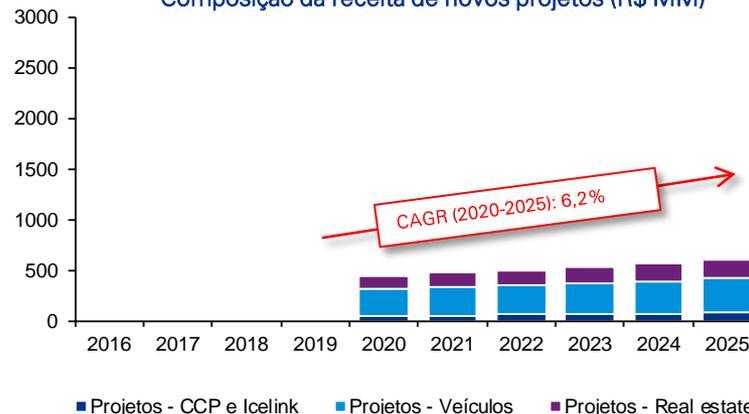
### Premissas específicas

- Market data e desenvolvimento de soluções: Acesso a plataformas:
  - Cetip | InfoAuto: plataforma de crédito por meio da qual as instituições financeiras podem ter acesso a dados veiculares de um CPF, em tempo real.
  - Cetip | Auto Relatórios: informações analíticas de operações realizadas pelo cliente por meio do Sistema Nacional de Gravames – SNG.
  - Cetip Performance: Sistema para identificar o potencial de financiamento de cada revenda, aferir metas para a equipe comercial e acompanhar o seu desempenho por todo o país.
- Segmento imobiliário: serviços referentes à avaliação de imóveis

#### (iii) Novos projetos

- Referem-se a receita de novos projetos, conforme expectativa da Administração da Cetip informada à Administração da BM&FBOVESPA. Considerou-se a inclusão da receita destes novos produtos a partir de 2020, com taxa de crescimento mais conservadora do que a prevista pela Administração Cetip, alinhada à expectativa dos mercados aos quais a empresa planeja atuar (Renda Fixa, Veículos e Imobiliário).

Composição da receita de novos projetos (R\$ MM)



#### Tributos indiretos

- Os impostos indiretos se referem a ISS, PIS e COFINS. Foi utilizado para 2016 a alíquota efetiva histórica de 17,4%. A partir de 2017 foi considerado uma redução de 3% no ISS apenas nas receitas da UTVM, decorrente da mudança de diversos serviços para a localidade para Barueri-SP, chegando em 14,4%. As receitas de UF não sofreram redução de alíquota no ISS.

#### Impostos

- Os impostos diretos estão representados por Imposto de Renda (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). As alíquotas aplicadas foram as permitidas pela legislação fiscal vigente:
  - Imposto de Renda: 15% sobre o Lucro antes dos Impostos, mais adicional de 10% sobre a parcela do lucro tributável que exceder R\$ 240 mil por ano; e
  - Contribuição Social: alíquota de 9% sobre o lucro antes dos impostos.

## VIII. Premissas adotadas (5/6)

### Premissas específicas

#### Despesas operacionais

- Despesas com pessoal, aluguel de equipamentos e sistemas, honorários de terceiros, manutenção e despesas gerais e administrativas, foram projetadas corrigidas pelo IPCA, acrescidos por 2% de crescimento real.
- Limpeza, manutenção de máquinas e equipamentos, recepção, segurança, vigilância, assessoria de imprensa e marketing, recrutamento e seleção, outras receitas e despesas operacionais foram corrigidos por IPCA.
- Impostos e taxas, custos FENASEG e custos de credenciamento e outros serviços foram estimados conforme uma relação percentual fixa da receita líquida com base no percentual verificado em 2015.
- Despesas com novos projetos foram projetadas a partir de 2020 considerando um percentual médio sobre a receita com novos projetos de 24% a.a. conforme plano de negócios dos produtos atuais.



#### Juros sobre capital próprio

- Conforme política aprovada pela Cetip no final de 2015, foi considerado pagamento de juros sobre capital próprio (TJLP sobre o patrimônio líquido), limitado a 50% do lucro do período ou a 50% da reserva de lucros, descontado 15% de imposto sobre a renda auferida pelo acionista.

#### Plano de ações – matching (fonte: Demonstrações financeiras)

- A Cetip iniciou um novo programa de remuneração baseado em ações a partir de 2016, ao qual os funcionários tem a alternativa de adquirir ações da Companhia e com essa adesão a Companhia faz uma contribuição igual (matching) em ações ou em dinheiro. Essa despesa foi estimada com base na expectativa da Cetip de gastos de R\$2.500 mil por ano corrigido pelo IPCA.

#### Capital de giro

- Com base nas informações financeiras históricas públicas, as contas do balanço patrimonial histórico da Cetip foram analisadas e, posteriormente, os saldos destas foram classificados entre ativos e passivos operacionais e não operacionais.
- Foram calculados os indicadores das projeções do capital de giro para os ativos e passivos operacionais (*drivers*), com base na receita operacional líquida e despesas operacionais, referente ao ano de 2015.
- A tabela a seguir, apresenta as aplicações e fontes para o capital de giro e os respectivos *drivers*:

## VIII. Premissas adotadas (6/6)

### Premissas específicas

Capital de giro	Driver	
<b>Aplicações</b>		
Caixa e equivalentes de caixa	Dias de Receita	0,8
Contas a receber	Dias de Receita	37,6
Impostos e contribuições a compensar	Dias de Receita	20,4
Despesas antecipadas	Dias de Despesas	7,6
Outros créditos	Dias de Receita	4,7
<b>Fontes</b>		
Fornecedores	Dias de Despesas	67,1
Obrigações trabalhistas e encargos	Dias de Despesas	73,4
Tributos a recolher	Dias de Receita	5,8
Imposto de renda e contribuição social	Dias de Receita	2,7
Receitas a apropriar	Dias de Receita	24,6
Outras obrigações	Dias de Despesas	0,2

### Capex

- Referem-se aos investimentos necessários à continuidade e à manutenção da capacidade produtiva da Cetip.
- Adotou-se como premissa o reinvestimento da depreciação dos ativos existentes na data-base do estudo e novos investimentos, cujos valores são apresentados a seguir:

Capex - R\$ MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capex	150	134	130	125	119	126	132	139	146	154

### Depreciação e amortização

- Para o cálculo da despesa com depreciação foi considerada a depreciação dos ativos imobilizados existentes na data-base.
- Abaixo, apresentamos a tabela com a projeção das despesas com depreciação:

D&A - R\$ MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
D&A	94	101	107	113	119	126	132	139	146	154

# Conteúdo

- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a Companhia
- IV. Informações sobre o mercado
- V. Metodologia usada para fins de avaliação
- VI. Taxa de desconto
- VII. Premissas adotadas
- VIII. Avaliação econômico-financeira

## Anexos

- 1. Anexo I – Glossário
- 2. Anexo II – Notas relevantes

## VIII. Avaliação econômico-financeira (1/3)

### Fluxo de caixa descontado - Cetip

#### Demonstração de resultado

- A seguir, estão apresentadas as projeções do resultado da Cetip para o período de janeiro de 2016 a dezembro de 2025, com base nas premissas anteriormente descritas:

Demonstração do Resultado - R\$ MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Receita líquida</b>	1.266	1.436	1.585	1.748	2.295	2.512	2.748	3.006	3.291	3.604
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(368)</b>	<b>(399)</b>	<b>(430)</b>	<b>(462)</b>	<b>(595)</b>	<b>(636)</b>	<b>(678)</b>	<b>(724)</b>	<b>(773)</b>	<b>(825)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>898</b>	<b>1.037</b>	<b>1.155</b>	<b>1.286</b>	<b>1.700</b>	<b>1.877</b>	<b>2.069</b>	<b>2.283</b>	<b>2.518</b>	<b>2.780</b>
% Margem EBITDA	71,0%	72,2%	72,9%	73,6%	74,1%	74,7%	75,3%	75,9%	76,5%	77,1%
Depreciação e amortização	(94)	(101)	(107)	(113)	(119)	(126)	(132)	(139)	(146)	(154)
<b>EBIT</b>	<b>804</b>	<b>936</b>	<b>1.048</b>	<b>1.173</b>	<b>1.581</b>	<b>1.751</b>	<b>1.937</b>	<b>2.143</b>	<b>2.372</b>	<b>2.625</b>
% Margem EBIT	63,5%	65,2%	66,1%	67,1%	68,9%	69,7%	70,5%	71,3%	72,1%	72,8%
(-) IR / CSLL	(273)	(318)	(356)	(399)	(537)	(595)	(659)	(729)	(806)	(893)
<b>Resultado Líquido do Exercício</b>	<b>531</b>	<b>618</b>	<b>692</b>	<b>774</b>	<b>1.043</b>	<b>1.156</b>	<b>1.279</b>	<b>1.415</b>	<b>1.565</b>	<b>1.733</b>

## VIII. Avaliação econômico-financeira (2/3)

### Fluxo de caixa descontado - Cetip

#### Fluxo de caixa

- Com base nas premissas utilizadas, na taxa de desconto real de 14,7% (vide Anexo I – Análise da taxa de desconto) e nas informações fornecidas pela Administração, foram projetados os fluxos de caixa livres operacionais e descontados a valor presente, considerando a data-base 31 de dezembro de 2015.

Fluxo de caixa descontado - R\$ MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Perp.
<b>EBIT</b>	<b>804</b>	<b>936</b>	<b>1.048</b>	<b>1.173</b>	<b>1.581</b>	<b>1.751</b>	<b>1.937</b>	<b>2.143</b>	<b>2.372</b>	<b>2.625</b>	<b>2.813</b>
(-) IR / CSLL	(273)	(318)	(356)	(399)	(537)	(595)	(659)	(729)	(806)	(893)	(956)
(+) D&A	94	101	107	113	119	126	132	139	146	154	165
(+/-) Variação do Capital de Giro	0	(3)	(1)	(2)	3	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(5)
(-) Capex	(150)	(134)	(130)	(125)	(119)	(126)	(132)	(139)	(146)	(154)	(165)
(+) Impacto fiscal do pagamento de JCP (*)	25	25	25	25	24	24	24	23	23	23	25
<b>Fluxo de caixa livre</b>	<b>499</b>	<b>606</b>	<b>693</b>	<b>786</b>	<b>1.070</b>	<b>1.176</b>	<b>1.298</b>	<b>1.433</b>	<b>1.583</b>	<b>1.749</b>	<b>1.876</b>
Taxa de desconto	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
período de desconto	0,93	0,81	0,71	0,62	0,54	0,47	0,41	0,36	0,31	0,27	
<b>Fluxo de caixa descontado</b>	<b>466</b>	<b>493</b>	<b>492</b>	<b>487</b>	<b>578</b>	<b>554</b>	<b>533</b>	<b>513</b>	<b>494</b>	<b>476</b>	
<b>Soma dos fluxos de caixa descontado</b>	<b>5.087</b>										
Crescimento na perpetuidade ("g")	7,1%										
Valor presente da perpetuidade	6.778										
<b>Enterprise value</b>	<b>11.865</b>										
Ativos e passivos não operacionais (**)	(6)										
<b>Equity value</b>	<b>11.860</b>										

Sensibilidade	-4,75%	valor central	+4,75%
<b>Equity value</b>	<b>11.296</b>	<b>11.860</b>	<b>12.423</b>
<b>preço por ação</b>	<b>42,67</b>	<b>44,80</b>	<b>46,93</b>
Data-base: 31/12/2015			
nº de ações			264,7
Fonte: Demonstrações financeiras de dezembro de 2015			

(\*) Consideramos apenas o efeito líquido do benefício fiscal.

$$\text{Perpetuidade} = \sum [( \text{fluxo de caixa livre 2025} \times (1 + g)) / (\text{WACC} - g)]$$

"g" = 7,1%

## VIII. Avaliação econômico-financeira (3/3)

### Fluxo de caixa descontado - Cetip

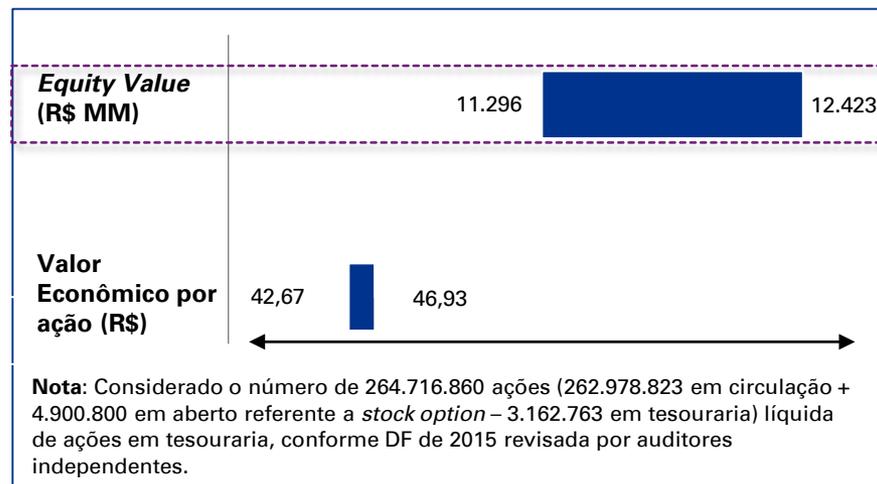
(\*\*) Ativos e passivos não operacionais ao *equity value*

Ativos [a]	1.531
Aplicações financeiras - livre	802
Aplicações financeiras - livres e vinculadas	249
Instrumentos financeiros derivativos	121
Depósitos judiciais	0
Despesas antecipadas	3
Exercício das stock options (*)	119
Edifícios	28
Investimentos	16
Imposto de renda e contribuição social diferidos	192
Outros créditos	2
Passivos [b]	(1.537)
Dividendos e juros sobre capital próprio a pagar	(110)
Dividendos e juros sobre capital próprio a pagar - anunciadas em 201€	(107)
Debêntures emitidas	(520)
Empréstimos e obrigações de arrendamentos financeiros	(782)
Instrumentos financeiros derivativos	(12)
Provisão para contingências e obrigações sociais	(6)
Total de ativos e passivos não operacionais [a] + [b]	(6)

(\*) Para o reconhecimento da conversão das opções de ações emitidas e não exercidas até 31 de dezembro de 2015, foi considerado o exercício das 4.900.800 ações outorgadas e válidas na data da avaliação com base no preço atualizado de exercício conforme informado pela administração da Cetip.

### Resumo da Avaliação

- Com base no escopo deste Laudo, e sujeito às premissas, restrições e limitações descritas aqui, nós estimamos o valor justo da Cetip, como presente abaixo:



Concluimos que a estimativa de valor econômico-financeiro da ação da Cetip está entre R\$ 42,67 e R\$ 46,93 estimado através da metodologia do fluxo de caixa descontado e que o *equity value* está entre R\$ 11.296 milhões e R\$ 12.423 milhões

# Conteúdo

- I. Sumário executivo
  - II. Informações sobre o avaliador
  - III. Informações sobre a Companhia
  - IV. Informações sobre o mercado
  - V. Metodologia usada para fins de avaliação
  - VI. Taxa de desconto
  - VII. Premissas adotadas
  - VIII. Avaliação econômico-financeira
- Anexos
1. Anexo I – Glossário
  2. Anexo II – Notas relevantes

# Anexo I - Glossário (1/2)

BACEN	Banco Central do Brasil
BP	Balanço Patrimonial
CAGR	Taxa de crescimento anual composta ( <i>Compounded Annual Growth Rate</i> )
CAPM	Modelo de precificação de ativos de capital ( <i>Capital Asset Pricing Model</i> )
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Companhia	Cetip S.A. – Mercados Organizados
Cliente	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DF	Demonstração Financeira
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
EBIT	Lucro Antes dos Juros e dos Impostos ( <i>Earnings Before Interest and Tax</i> )
EBITDA	Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização ( <i>Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization</i> )
<i>Free Float de ações</i>	Quantidade de ações livres à negociação no mercado.
GAAP	Princípios Contábeis Geralmente Aceitos ( <i>Generally Accepted Accounting Principles</i> )
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice de inflação medido pelo IBGE (Índice de Preços ao Consumidor Amplo)
ITR	Informações Trimestrais Financeiras
JCP	Juros sobre capital próprio

## Anexo I - Glossário (2/2)

<b>Laudo</b>	Este Laudo de Avaliação, datado em 11 de abril de 2016
<b>Lei 6.404/76</b>	Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre às Sociedades por Ações
<b>ON</b>	Ações ordinárias
<b><i>On stand alone basis</i></b>	Termo adotado para pressupor que a empresa opera de maneira independente
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIS</b>	Programa de Integração Social
<b>PN</b>	Ação preferencial
<b>SELIC</b>	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
<b><i>Stock option</i></b>	Opção de ações
<b><i>Ticker</i></b>	Código da ação negociada na BM&F Bovespa
<b>WACC</b>	Custo Médio Ponderado de Capital ( <i>Weighted Average Cost of Capital</i> )

## Anexo II – Notas relevantes (1/3)

- O Laudo foi elaborado pela KPMG Corporate Finance Ltda. (“KPMG”), mediante solicitação da BM&FBOVESPA, em consonância com os dispositivos aplicáveis da Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”), para emissão de Laudo de Avaliação Econômico-Financeiro da Cetip S.A. – Mercados Organizados, com base no método de fluxo de caixa descontado, na data-base de 31 de dezembro de 2015.
- Este Laudo não constitui julgamento, opinião, proposta, solicitação, sugestão ou recomendação à administração ou acionistas do Cliente, ou a qualquer terceiro, quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão de aprovar ou participar da Operação. Este Laudo, incluindo suas análises e conclusões (i) não constitui recomendação a qualquer membro do Conselho de Administração ou acionista da Cliente, ou de qualquer de suas controladas sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à Operação e (ii) não poderá ser utilizado para justificar o direito de voto de qualquer pessoa sobre este assunto, inclusive acionistas do Cliente.
- Os acionistas devem fazer suas próprias análises com relação à conveniência e à oportunidade de aceitar a Operação, devendo consultar seus próprios assessores financeiros, tributários e jurídicos, para definirem suas próprias opiniões sobre a Operação, de maneira independente. O Laudo deve ser lido e interpretado à luz das restrições e qualificações anteriormente mencionadas. O leitor leva em consideração em sua análise as restrições e características das fontes de informação utilizadas.
- Nem a KPMG, nem qualquer um de seus sócios, empregados ou colaboradores declaram ou garantem, de forma expressa ou tácita, a precisão ou completude do presente Laudo, outrossim, não incluem aconselhamento de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo do presente material não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para o preço da Operação.
- A KPMG destaca que a avaliação da Companhia foi realizada “*on a stand alone basis*”, desconsiderando eventuais sinergias ou elementos correlatos.
- Assumindo que o preço das Ações no âmbito da Operação observará o disposto na Lei das S.A., a KPMG não fez e não faz qualquer recomendação, explícita ou implícita, assim como não expressa qualquer opinião a respeito da definição de preço final das Ações no âmbito da Operação ou a respeito dos termos e condições de qualquer operação envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas controladas.
- Conforme estabelecido na Lei das S.A., as informações contidas nesse Laudo foram baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da Cetip e nas informações trimestrais financeiras, em informações gerenciais relacionadas à Cetip apresentadas pela Administração do Cliente e em informações disponíveis ao público em geral obtidas por meio de fontes públicas.
- As informações apresentadas à KPMG incluem fontes públicas que a KPMG considera confiáveis, contudo, a KPMG não procedeu a investigações independentes referentes a essas informações, tampouco assume responsabilidade pela precisão, exatidão e suficiência dessas informações. A data-base utilizada para este Laudo de Avaliação é de 31 de dezembro de 2015.
- O Cliente, por meio de profissionais designados, forneceram informações referentes a dados, projeções, premissas e estimativas relacionadas à Cetip e a seus mercados de operações, utilizados neste Laudo de Avaliação.
- No decorrer dos trabalhos, efetuamos procedimentos de análise os quais julgamos apropriados no contexto dos trabalhos. Todavia, a KPMG não avaliou a integridade, suficiência e exatidão das informações a ela fornecidas. Quaisquer erros, alterações ou modificações nessas informações poderiam afetar significativamente a avaliação da KPMG.

## Anexo II - Notas relevantes (2/3)

- Enfatizamos, ainda, que o trabalho não constituiu uma auditoria conforme as normas geralmente aceitas de auditoria, ou de qualquer outra forma, e, portanto, não deve ser interpretado como tal.
- O escopo do trabalho ora proposto não contempla qualquer obrigação da KPMG de detectar fraudes das operações, dos processos, dos registros e dos documentos da Cetip.
- A determinação do valor econômico das eventuais contingências da Cetip não faz parte do escopo desse Laudo. Dessa forma, com relação a tais itens, nos baseamos em informações e análises colocadas à disposição pelo Cliente e seus assessores legais, sendo portanto, a KPMG isenta de qualquer responsabilidade pelo resultado de tais serviços.
- Também não faz parte do escopo deste Laudo a avaliação dos ativos fixos não operacionais e dos ativos fixos de forma individualizada da Cetip.
- Para a elaboração do Laudo ora ofertado a KPMG teve como pressuposto a confiança, com expressa anuência do Cliente, na exatidão, conteúdo, veracidade, completude, suficiência e integralidade da totalidade dos dados que foram fornecidos ou discutidos, de modo que não assumimos nem procedemos à inspeção física de quaisquer ativos e propriedades, deixando, outrossim, de preparar ou obter avaliação independente de ativos e passivos da Cetip, ou de sua solvência, considerando como consistentes as informações utilizadas neste Laudo, responsabilizando-se o Cliente, inclusive por seus prepostos, sócios e colaboradores, por tudo quanto transmitido ou discutido com a KPMG.
- As informações referentes aos dados, às projeções, às premissas e às estimativas, relacionados à Cetip e aos seus mercados de operações, utilizadas e contidas neste Laudo, baseiam-se em certos grupos de relatórios e layout de apresentação que podem diferir consideravelmente em relação ao grupo de contas apresentado pelo Cliente na elaboração das demonstrações financeiras ou informações trimestrais financeiras, publicamente disponíveis. Esse procedimento foi adotado para permitir que as projeções apresentadas estivessem consistentes com o grupo de contas reportado nas informações financeiras gerenciais apresentadas. Diferenças ocasionais nos grupos de contas não têm impacto sobre os resultados.
- Exceto se expressamente apresentado de outra forma, indicado por escrito em notas ou referências específicas, todos os dados, informações anteriores, informações de mercado, estimativas, projeções e premissas, incluídos, considerados, utilizados ou apresentados neste Laudo são aqueles apresentados pelo Cliente à KPMG.
- Nem a KPMG nem os seus Representantes declaram, garantem ou manifestam sua opinião, de modo explícito ou implícito, quanto à precisão, integralidade ou viabilidade de qualquer projeção ou nas premissas em que estas se basearam.
- Este Laudo foi gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua elaboração, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores.
- A soma dos valores individuais apresentados neste Laudo pode diferir da soma apresentada, devido ao arredondamento de valores.
- A variação do valor da Companhia limita-se a um intervalo de 10%, para que fique em conformidade ao estipulado no Anexo III, item II da ICVM 361.

## Anexo II – Notas relevantes (3/3)

- É de conhecimento do mercado que toda avaliação efetuada pela metodologia do fluxo de caixa descontado apresenta um significativo grau de subjetividade, dado que se baseia em expectativas sobre o futuro, que podem se confirmar ou não. Ressalta-se ainda que é da natureza de modelos financeiros de avaliação por fluxo de caixa descontado que toda e qualquer premissa altera o valor obtido para a empresa, marca, ou ativo que está sendo avaliado. Tais possibilidades não constituem vício da avaliação e são reconhecidas pelo mercado como parte da natureza do processo de avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado.
- Não há garantias de que as premissas, estimativas, projeções, resultados parciais ou totais ou conclusões utilizados ou apresentados neste Laudo serão efetivamente alcançados ou verificados, no todo ou em parte. Os resultados futuros da Companhia existentes podem diferir daqueles nas projeções, e essas diferenças podem ser significativas, podendo resultar de vários fatores, incluindo, porém não se limitando a, mudanças nas condições de mercado. A KPMG não assume nenhuma responsabilidade relacionada a essas diferenças.
- Os serviços ora propostos poderão ser informados e subsidiados por normas legais e regulamentares, nesse sentido, asseveramos que a nossa legislação é complexa e muitas vezes o mesmo dispositivo comporta mais de uma interpretação. A KPMG busca manter-se atualizada em relação às diversas correntes interpretativas, de forma que possibilite a ampla avaliação das alternativas e dos riscos envolvidos. Assim, é certo que poderá haver interpretações da lei de modo diferente do nosso. Nessas condições, nem a KPMG, nem outra firma, pode dar à Administração do Cliente total segurança de que ela não será questionada por terceiros, inclusive entes fiscalizadores.
- Para a realização dos trabalhos, a KPMG teve como premissa que todas as aprovações de ordem governamental, regulatória ou de qualquer outra natureza, bem como dispensa, aditamento ou repactuação de contratos necessários para o negócio colimado foram ou serão obtidas, e que nenhuma eventual modificação necessária por conta destes atos causará efeitos patrimoniais adversos para o Cliente ou reduzirá para esta os benefícios objetivados com a Operação.
- As informações aqui contidas, relacionadas à posição contábil e financeira da Cetip, assim como do mercado, são aquelas disponíveis em 31 de dezembro de 2015 que foram auditadas e sujeitas a revisão limitada dos auditores independentes da Companhia, conforme o caso. Qualquer mudança nessas posições pode afetar os resultados deste Laudo. A KPMG não assume nenhuma obrigação para com a atualização, revisão ou emenda do Laudo, como resultado da divulgação de qualquer informação subsequente a 11 de abril de 2016, ou como resultado de qualquer evento subsequente.
- Este Laudo foi preparado exclusivamente em português e, caso venha a ser traduzido para outro idioma, a versão em português deverá prevalecer para todos os efeitos.
- Este Laudo deve ser lido e interpretado à luz das restrições e qualificações anteriormente mencionadas. O leitor deve levar em consideração em sua análise as restrições e características das fontes de informação utilizadas.
- Este Laudo não pode ser circulado, copiado, publicado ou de qualquer forma utilizado, nem poderá ser arquivado, incluído ou referido no todo ou em parte em qualquer documento sem prévio consentimento da KPMG, liberado seu uso por terceiros interessados na Operação, dentro das estritas condições da Lei das S.A..
- Até a emissão deste Laudo, não foi divulgado Fato Relevante acerca da Operação, conforme cronograma da Operação informado pela Administração do Cliente.
- A apresentação deste relatório conclui definitivamente os serviços que foram objeto de nossa proposta.



© 2016 KPMG Corporate Finance Ltda., uma sociedade simples brasileira, de responsabilidade limitada, e firma-membro da rede KPMG de firmas-membro independentes e afiliadas à KPMG International Cooperative ("KPMG International"), uma entidade suíça. Todos os direitos reservados. Impresso no Brasil.

O nome KPMG e o logotipo são marcas registradas ou comerciais da KPMG International.