



**LAUDO DE AVALIAÇÃO AP-00587/20-01**  
**MONTEIRO ARANHA S.A.**

LAUDO DE AVALIAÇÃO:	AP-00587/20-01	DATA-BASE:	31 de março de 2020
---------------------	----------------	------------	---------------------

**SOLICITANTE:** SOCIEDADE TÉCNICA MONTEIRO ARANHA S.A., doravante denominada SOCIEDADE TÉCNICA MONTEIRO ARANHA ou STMA.

Sociedade anônima fechada, com sede à Avenida Afrânio de Melo Franco, nº 290, Sala 101-A, Leblon, Cidade e Estado do Rio de Janeiro, inscrita no CNPJ sob o nº 33.053.976/0001-81.

**OBJETOS:** AÇÕES ORDINÁRIAS DE EMISSÃO, doravante denominadas AÇÕES ORDINÁRIAS ou AÇÕES, da MONTEIRO ARANHA S.A., doravante denominada MONTEIRO ARANHA ou COMPANHIA.

Sociedade anônima aberta, com sede à Avenida Afrânio de Melo Franco, nº 290, Sala 101 (Parte), Leblon, Cidade e Estado do Rio de Janeiro, inscrita no CNPJ sob o nº 33.102.476/0001-92.

**OBJETIVO:** Elaboração de Laudo de Avaliação, com data de avaliação em 31 de março de 2020 no contexto de oferta pública de aquisição de AÇÕES da MONTEIRO ARANHA por aumento de participação (“Oferta”) em cumprimento ao disposto na Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.), conforme alterada, e na Instrução CVM nº 361/02.

## ÍNDICE

1. SUMÁRIO EXECUTIVO .....	3
2. INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR .....	7
3. CARACTERIZAÇÃO DA MONTEIRO ARANHA .....	12
4. VALORES APURADOS PELOS DIFERENTES CRITÉRIOS .....	20
5. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO .....	21
6. AVALIAÇÃO PELO PREÇO MÉDIO PONDERADO DAS AÇÕES EM BOLSA .....	23
7. AVALIAÇÃO POR PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONTÁBIL POR AÇÃO .....	25
8. PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO POR AÇÃO .....	26
9. DESCONTO POR ILIQUIDEZ E <i>HOLDING</i> .....	43
10. CONCLUSÃO .....	56
11. RELAÇÃO DE ANEXOS .....	58

## 1. SUMÁRIO EXECUTIVO

### CONTEXTO

A MONTEIRO ARANHA iniciou suas atividades como firma de engenharia e construção e, paulatinamente, tornou-se uma sociedade de participações (*holding*) com sócios nacionais e estrangeiros. Em 1947, a COMPANHIA adquiriu sua configuração atual.

A MONTEIRO ARANHA obteve seu registro como emissora de valores mobiliários na CVM em 07 de maio de 1980. Anos depois, em 31 de maio de 1989 a COMPANHIA abriu capital. Em 27 de dezembro de 1991, passou por reestruturação societária, através de cisão parcial do patrimônio líquido, o que permitiu concentrar as participações acionárias mais atrativas para o público investidor e as de relevância em setores estratégicos da economia nacional. Atualmente, a MONTEIRO ARANHA possui as ações de sua emissão negociadas na B3 S.A. (Brasil, Bolsa, Balcão) sob o *ticker* “MOAR3”.

Em 02 de julho de 2020, a COMPANHIA divulgou Fato Relevante para, entre outras notícias, informar acerca da permuta realizada entre acionistas integrantes do grupo de controle da COMPANHIA e a acionista Bradesco Seguros S.A. A permuta consiste na troca de unidades imobiliárias, de propriedade dos acionistas integrantes do grupo de controle da COMPANHIA, pela totalidade das 1.562.722 (um milhão, quinhentas e sessenta e dois mil, setecentas e vinte e duas) AÇÕES ordinárias de emissão da COMPANHIA e de titularidade direta e indireta da Bradesco Seguros S.A., que representam aproximadamente 12,76% do capital social da companhia.

Como consequência da consumação da permuta e em cumprimento ao disposto no § 6º do art. 4º da Lei das S.A. e do art. 26 da ICVM 361/02, os integrantes do grupo de controle devem realizar a oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação “OPA por Aumento de Participação”.

### ESCOPO E OBJETIVO

A APSIS CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA., doravante denominada APSIS, foi contratada pela SOCIEDADE TÉCNICA MONTEIRO ARANHA para elaborar este Laudo no contexto de oferta pública de aquisição de AÇÕES da MONTEIRO ARANHA, por aumento de participação, em cumprimento ao disposto na Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/02, conforme alterações.

Segundo as disposições constantes no artigo 4º, § 4º, da Lei das S.A. e no Anexo III da Instrução nº 361/02, a APSIS conduziu a avaliação das AÇÕES em consonância com os seguintes critérios:

- Preço médio ponderado de cotação das ações.
- Valor do patrimônio líquido contábil.
- Valor do patrimônio líquido a mercado.

Destaca-se que a abordagem da renda não foi considerada, conforme explicitado no quadro a seguir.

METODOLOGIA	DESCRIÇÃO	PRINCIPAIS CONSIDERAÇÕES
<b>Patrimônio líquido a mercado</b>	A metodologia visa avaliar a empresa pelo ajuste do valor contábil dos seus ativos e passivos em 31 de março de 2020 (saldo líquido) aos seus respectivos valores de mercado.	Considerando as premissas demonstradas nas seções 4, 5 e 8 do Laudo, os avaliadores concluem que esta metodologia é a que melhor captura o valor justo das AÇÕES da MONTEIRO ARANHA, considerando um desconto por iliquidez e de <i>holding</i> sobre o valor encontrado.
<b>Preço médio ponderado das ações</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data-base do Laudo.</li> <li>▪ 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data de publicação do Fato Relevante.</li> <li>▪ Entre a data-base do Laudo e a publicação do Fato Relevante.</li> <li>▪ Entre a data de publicação do fato relevante e o último dia útil antes da emissão do Laudo.</li> </ul>	Os avaliadores consideram que essa metodologia não é recomendada para a MONTEIRO ARANHA, uma vez que as suas ações possuem pouca liquidez no mercado de capitais (vide quantidade de transações no Anexo 2).
<b>Patrimônio líquido contábil</b>	Consiste no valor do Patrimônio Líquido em 31 de março de 2020 dividido pelo número total de ações da MONTEIRO ARANHA.	Os avaliadores concluem que essa metodologia não é a mais adequada para definição do valor das ações da MONTEIRO ARANHA, visto que esse método estático não considera a existência de mais-valia em diversos ativos da COMPANHIA.



Metodologia adotada

METODOLOGIA	DESCRIÇÃO	PRINCIPAIS CONSIDERAÇÕES
<b>Abordagem da renda</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fluxo de caixa descontado: Consiste na soma do valor presente dos fluxos de caixa previstos, descontados a uma taxa que remunere adequadamente os investidores.</li> <li>▪ Múltiplos de mercado: Considera a média de um determinado múltiplo de companhias comparáveis (atuantes no mesmo setor) ou transações de operações similares (quando disponíveis).</li> </ul>	<p>Os avaliadores consideram que essa metodologia não deve ser aplicada à MONTEIRO ARANHA, uma vez que a COMPANHIA possui a natureza de investir em fundos de investimento, imóveis e em outras companhias, diretamente ou através de fundos exclusivos, dos quais, a grande maioria ela não possui controle. Assim sendo, não é possível obter todas as informações necessárias para aplicar a metodologia em questão.</p> <p>Além disso, não é possível encontrar empresas com características semelhantes listadas em bolsa para utilização da metodologia de múltiplos de mercado.</p>

## RESULTADOS ENCONTRADOS

METODOLOGIA	PERÍODO	R\$/AÇÃO
Valor do patrimônio líquido a mercado por ação após ajuste de liquidez e <i>holding</i>	-	R\$ 100,01
VWAP <sup>1</sup> nos 12 meses imediatamente anteriores à data-base do Relatório	01/04/2019 a 31/03/2020	R\$ 166,86
VWAP <sup>1</sup> nos 12 meses imediatamente anteriores à data de publicação do Fato Relevante	03/07/2019 a 02/07/2020	R\$ 149,38
VWAP <sup>1</sup> entre a data-base do Relatório e a data de publicação do Fato Relevante	31/03/2020 a 02/07/2020	R\$ 131,97
VWAP <sup>1</sup> entre a data de publicação do fato relevante e o último dia útil antes da emissão do Laudo	02/07/2020 a 31/07/2020	R\$ 181,74
Valor do patrimônio líquido contábil por ação	-	R\$ 75,34

<sup>1</sup> *Volume Weighted Average Price*. Em português, Preço Médio Ponderado por Volume

<sup>2</sup> Conforme demonstrado no Capítulo 9 deste Laudo

## VALOR FINAL ENCONTRADO

Com base nos estudos apresentados realizados pela APSIS, na data-base de 31 de março de 2020, a metodologia utilizada para mensurar o preço justo das ações de MONTEIRO ARANHA é o patrimônio líquido a mercado ajustado pelo desconto por iliquidez e *holding*<sup>2</sup>, conforme o quadro a seguir.

VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO POR AÇÃO	
PL APÓS AJUSTES A MERCADO	R\$ 1.985.561.107,67
DESCONTO POR ILIQUIDEZ E <i>HOLDING</i> - 38,30%	(R\$ 760.376.465,65)
PL A MERCADO	R\$ 1.225.184.642,02
QTDE. DE AÇÕES	12.251.221
<b>VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO POR AÇÃO</b>	<b>R\$ 100,01</b>

De acordo com os resultados apresentados na seção 9 do Laudo, os avaliadores entendem que o desconto por iliquidez e *holding* mais adequado para ser aplicado às ações da MONTEIRO ARANHA é o da metodologia desenvolvida por Damodaran<sup>3</sup>, no valor de 38,30%. Esse resultado é também o mais próximo dos descontos observáveis diretamente<sup>4</sup> destacados no presente estudo.

<sup>3</sup> DAMODARAN, Aswad. *Comatose Markets: What if liquidity is not the norm?* Nova Iorque, Stern School of Business, 2010, 52.

<sup>4</sup> Conforme demonstrado no Capítulo 9 deste Laudo

## 2. INFORMAÇÕES SOBRE O AVALIADOR

A APSIS, com sede à Rua do Passeio, nº 62, 6º Andar, Centro, Cidade e Estado do Rio de Janeiro, inscrita no CNPJ sob o nº 27.281.922/0001-70, CREA/RJ 19.8.220062-0 e CORECON/RJ RF.02052, empresa especializada em avaliação de bens, foi contratada pela SOCIEDADE TÉCNICA MONTEIRO ARANHA para elaborar este Laudo no contexto de oferta pública de aquisição de AÇÕES da MONTEIRO ARANHA, por aumento de participação, em cumprimento ao disposto na Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/02, conforme alterações.

Na elaboração deste Laudo, foram utilizados dados e informações fornecidos por terceiros, na forma de documentos e entrevistas verbais com representantes da STMA e da administração de MONTEIRO ARANHA, bem como informações disponíveis publicamente. As estimativas utilizadas nesse processo estão baseadas em:

- Demonstrações financeiras da MONTEIRO ARANHA, na data-base da avaliação.
- Balancete<sup>5</sup> da MONTEIRO ARANHA, bem como de suas companhias investidas, na data-base.
- Cotação histórica das ações da MONTEIRO ARANHA, bem como de suas companhias investidas listadas em bolsa, extraídas da plataforma Refinitiv Eikon.
- Informações dos imóveis, terrenos e propriedade para investimentos detidos pela MONTEIRO ARANHA e suas companhias investidas.

- Avaliação dos imóveis, terrenos e propriedades para investimentos detidos pela MONTEIRO ARANHA e suas companhias investidas, realizada pela própria APSIS.
- Informações públicas da MONTEIRO ARANHA, bem como de suas investidas.
- Documentação gerencial dos principais saldos contábeis da MONTEIRO ARANHA.
- Nota de corretagem das transações realizadas pela STMA em 2017 referentes às compras de ações de emissão da MONTEIRO ARANHA.

Os profissionais que participaram da realização deste trabalho estão listados a seguir:

- BRUNO GRAVINA BOTTINO  
Projetos
- LUIZ PAULO CESAR SILVEIRA  
Vice-Presidente  
Engenheiro Mecânico e Contador (CREA/RJ 1989100165 e CRC/RJ-118263/P-0)
- PAULO VITOR BLANCO DE OLIVEIRA  
Projetos  
Engenheiro Civil (CREA/RJ 2015128037)
- RODRIGO NIGRI ADELSON  
Projetos  
Economista (CORECON/RJ 26873)

<sup>5</sup> Foi utilizado como base de informação o Balanço Analítico fornecido pela administração da COMPANHIA. Nele, o Patrimônio Líquido Contábil é o mesmo que o divulgado no ITR. Entretanto, de acordo com a administração, existe uma diferença decorrente das reclassificações entre ativos e passivos do Bergen Fundo de Investimento em Ações - BDR Nível I - Investimento no Exterior. No Balancete, apenas o Patrimônio Líquido do fundo está presente. Mas, na consolidação no ITR há também os passivos do fundo Bergen, como as operações a termo e posições vendidas.



## EXPERIÊNCIA EM AVALIAÇÃO DE COMPANHIAS ABERTAS

- CIA de Ferro Ligas da Bahia - Ferbasa: Laudo de avaliação para atendimento ao CPC 01, emitido em junho de 2018.
- AES Tietê S.A.: Laudo de avaliação para determinação do valor das empresas do projeto Guaimbê, adquiridas pela AES Tietê, conforme disposto pelo artigo 256 da Lei das S.A., emitido em outubro de 2018.
- Klabin S.A.: Laudo de avaliação para atendimento aos artigos 226 e 227 da Lei das S.A., emitido em janeiro de 2019.
- Companhia de Locação das Américas: Laudo de avaliação para atendimento da Lei nº 12.973/14, emitido em fevereiro de 2019.
- Banco do Brasil S.A.: Laudo de avaliação para atendimento da Lei nº 12.973/14, emitido em outubro de 2019.
- Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A: Laudo de avaliação para atendimento aos artigos 226 e 227 da Lei das S.A., emitido em novembro de 2019.
- DASA S.A.: Laudo de avaliação para atendimento aos artigos 226 e 227 da Lei das S.A., emitido em junho de 2020.

Este Laudo foi submetido ao processo interno de aprovação da APSIS, que consiste em:

1. Recebimento e análise dos dados públicos e fornecidos sobre a MONTEIRO ARANHA e suas investidas.
2. Modelagem dos dados e verificação das inconsistências.
3. Diligência dos saldos patrimoniais mais relevantes.
4. Elaboração dos Relatórios de avaliação pela equipe técnica.
5. Aprovação dos Relatórios e cálculos correlatos pela diretoria.

A seguir, apresentamos a qualificação resumida da equipe técnica diretamente responsável pela elaboração deste Laudo.

#### **BRUNO GRAVINA BOTTINO**

Graduado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal Fluminense (UFF), possui curso de extensão em finanças pela FGV e MBA em gestão de negócios pelo IBMEC.

Possui experiência em coordenação de projetos de avaliação econômica/financeira de diversos setores e em projetos de eficiência organizacional, por meio de revisão e desenho de processos e estruturas organizacionais, criação e automatização de relatórios, dimensionamento de equipes, definição de metas e modelos de avaliação de desempenho, análises de orçamentos e estruturação de planos de negócio.

#### **LUIZ PAULO CÉSAR SILVEIRA**

Graduado em 1989 em Engenharia Mecânica pela UFF, cursou mestrado em Administração de Empresas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPPEAD-UFRJ), em 1991. Auditor-líder ambiental certificado pelo Inmetro (ISO14001). Cursou BV 201 e BV 202, do programa de *Business Valuation* da *American Society of Appraisers* (ASA), e BV 301 (Avaliação de Ativos Intangíveis) pelo IIBV, *joint venture* da ASA com o CICBV.

É vice-presidente técnico da APSIS, atuando há mais de 14 anos em avaliação de empresas (incluindo avaliação de ativos tangíveis e intangíveis), e professor do IBEF nos cursos de Avaliação de Empresas & Negócios e de Impacto Ambiental. Coordena os projetos de Avaliação de Empresas e Gestão

Ambiental. É responsável técnico, no Brasil, da *International Association of Consultants, Valuators and Analysts* (IACVA), por meio da qual é internacionalmente certificado como avaliador com credencial, *International Certified Valuation Analyst* (ICVS).

#### **PAULO VITOR BLANCO DE OLIVEIRA**

Graduado em Engenharia Civil pelo Centro Federal de Educação Tecnológica Celso Suckow da Fonseca (CEFET/RJ) e pós-graduado no curso de Avaliações e Perícias de Engenharia e Gestão de Contratos pelo Instituto Brasileiro de Engenharia de Custo (IBEC), além do curso de extensão em avaliações pelo Instituto Brasileiro de Perícias de Engenharia (IBAPE/SP). Possui experiência em avaliação de bens e gestão de ativo imobilizado, gestão de projetos e análises de viabilidade de empreendimentos imobiliários.

#### **RODRIGO NIGRI ADELSON**

Profissional com vasta experiência em processos de avaliação econômica/financeira de diversas entidades públicas e privadas. Assessorou executivos líderes nos mais variados ramos de indústria, inclusive em processos de recuperação judicial. Responsável pela gestão da equipe de *Business Valuation* no desenvolvimento de projetos com grande reconhecimento por parte dos clientes atendidos.

É graduado em Ciências Econômicas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-RJ) e possui certificado *International Certified Valuation Specialist* (ICVS) pelo IACVA e curso de extensão *Entrepreneurship and Innovation Development Program* (EID) pela Tel Aviv University.

## DECLARAÇÕES DO AVALIADOR

A APSIS, juntamente com seus controladores, declara, para fins de atendimento às Instruções CVM nº 361/02, nº 436/06 e nº 487/10, que:

- O controlador e os administradores das companhias envolvidas não direcionaram, limitaram, dificultaram ou praticaram quaisquer atos que tenham ou possam ter comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das conclusões contidas neste trabalho.
  - Não há quaisquer valores mobiliários de emissão da MONTEIRO ARANHA e derivativos neles referenciados de que a APSIS, seus controladores ou qualquer pessoa vinculada sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária.
  - Não existe qualquer conflito de interesse que diminua a independência da APSIS na elaboração deste Laudo.
  - Os honorários profissionais da APSIS não estão, de forma alguma, sujeitos às conclusões deste Relatório.
  - Os consultores não têm interesse, direto ou indireto, nas companhias envolvidas ou na operação, bem como não há qualquer outra circunstância relevante que possa caracterizar conflito de interesses.
  - Em contrapartida, pela preparação deste Laudo, os honorários da APSIS, suportados pela SOCIEDADE TÉCNICA MONTEIRO ARANHA, foram de R\$ 190.000,00 (cento e noventa mil reais), sem qualquer componente contingente ou variável de remuneração.
- Assumem-se como corretas as informações recebidas de terceiros, sendo que as fontes delas estão contidas e citadas no referido Relatório.
  - Para elaboração deste Relatório, a APSIS utilizou informações e dados históricos auditados por terceiros ou não auditados, fornecidos por escrito pela administração da empresa ou obtidos das fontes mencionadas. Sendo assim, a APSIS não foi responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas e as aceitou e as utilizou no âmbito de sua análise, salvo se quando entendeu que as mesmas não eram consistentes. Desta forma, a APSIS não tem qualquer responsabilidade com relação a sua veracidade.
  - O escopo deste trabalho não incluiu auditoria das demonstrações financeiras ou revisão dos trabalhos realizados pelos auditores da COMPANHIA. Sendo assim, a APSIS não está expressando opinião sobre as demonstrações financeiras da Solicitante.
  - Não nos responsabilizamos por perdas ocasionais à Solicitante e suas controladas, a seus sócios, diretores, credores ou a outras partes como consequência da utilização dos dados e informações fornecidos pela empresa e constantes neste Relatório.
  - A APSIS não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas nem por lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso indevido deste Laudo.
  - Destacamos que a compreensão da conclusão deste Relatório ocorrerá mediante a sua leitura integral e de seus anexos, não devendo, portanto, serem extraídas conclusões de sua leitura parcial, que podem ser incorretas ou equivocadas.

- Exceto pelo relacionamento referente à elaboração deste Laudo e à prestação de serviços de avaliação de imóveis de propriedade da COMPANHIA e de seus acionistas controladores, a APSIS não possui relações comerciais e creditícias com a COMPANHIA e/ou a STMA, tampouco possui outras informações comerciais e creditícias de qualquer natureza que possam impactar a avaliação.
- Além da remuneração do laudo, conforme indicada acima, nos últimos 12 (doze) meses, a APSIS recebeu da STMA e/ou da COMPANHIA, suas controladas e coligadas, R\$ 31.700 a título de remuneração por serviços de avaliação de imóveis.
- A STMA, os acionistas e a administração da COMPANHIA não determinaram as metodologias utilizadas pela APSIS para alcançar as conclusões apresentadas na avaliação.

### 3. CARACTERIZAÇÃO DA MONTEIRO ARANHA



#### MONTEIRO ARANHA

Fundada no início do século XX, a MONTEIRO ARANHA esteve presente nos mais variados setores da economia nacional (sobretudo o industrial), acumulando experiência na promoção e na gestão de empresas. Nos dias de hoje, é também referência em parcerias e *joint ventures* entre sócios nacionais e estrangeiros.

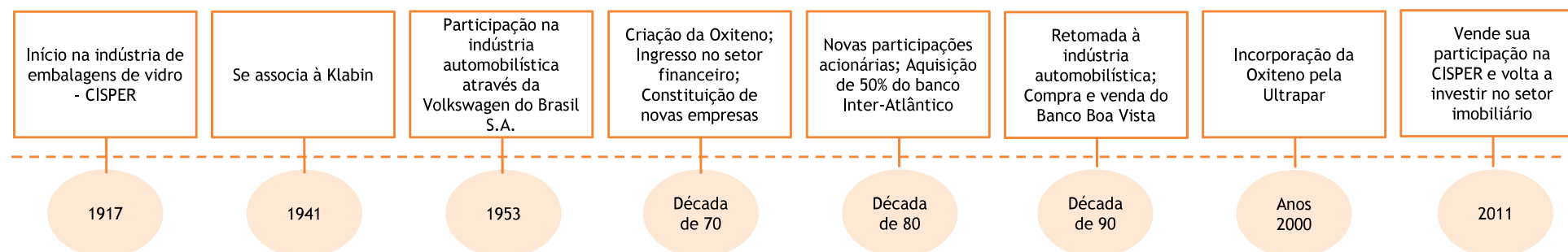
A MONTEIRO ARANHA trouxe a indústria automobilística para o Brasil, investiu em telecomunicações, no setor de papel e celulose, na petroquímica e continua ativa na identificação de novas oportunidades de investimento, contribuindo assim na promoção e desenvolvimento de novos negócios.

Seus investimentos contribuíram para a criação de novos produtos e serviços, para avanços tecnológicos e para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

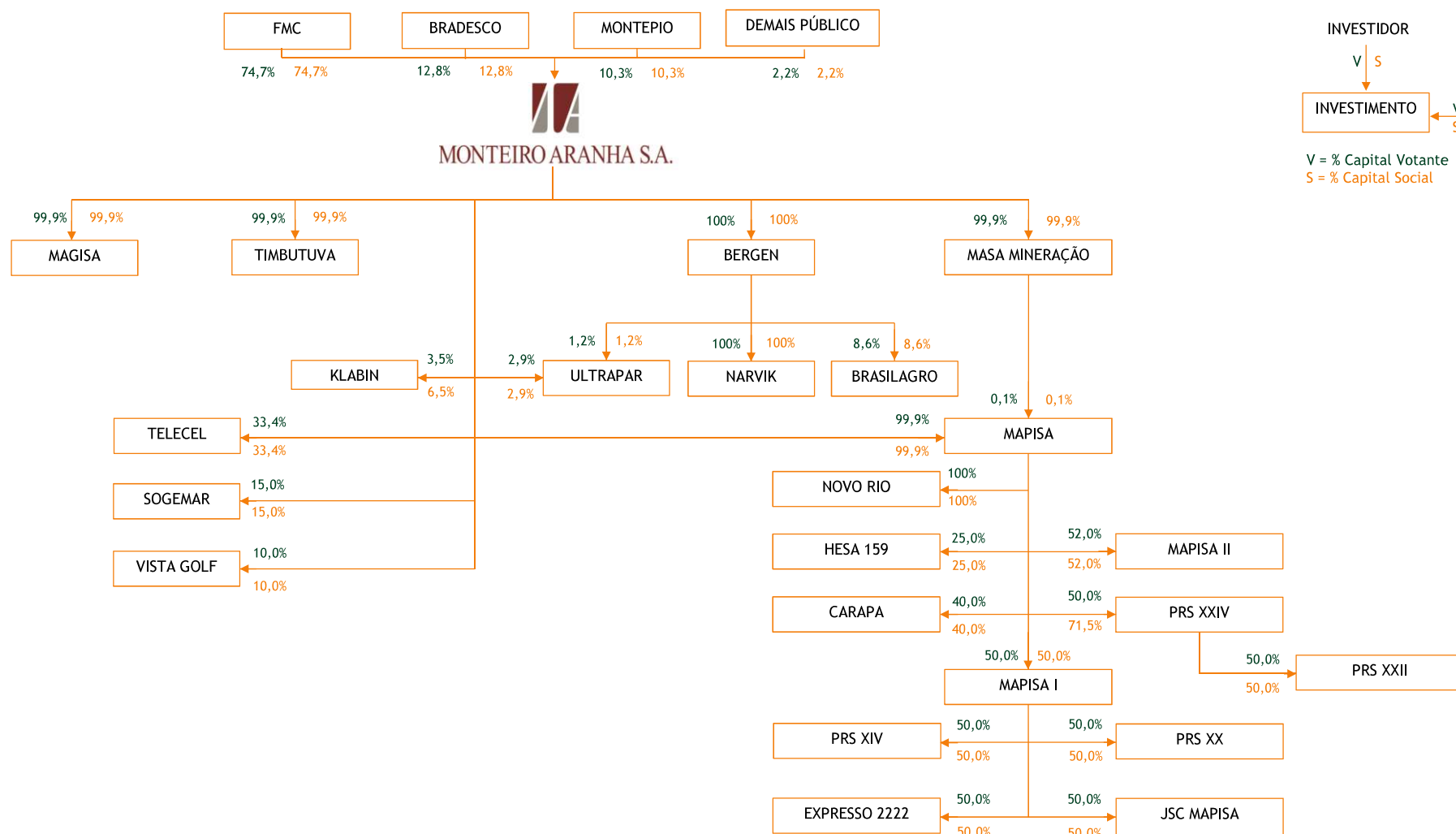
Desde a sua fundação até a atual posição, o grupo passou por diversos momentos notáveis, tais como seu investimento em Klabin S.A. e Ultrapar Participações S.A., entre outros investimentos nos setores industriais e de serviços, como pode ser observado na linha do tempo a seguir.

A Klabin atua em segmentos da indústria de papel e celulose para atendimento aos mercados interno e externo, com fornecimento de madeira, celulose, papéis para embalagem, sacos de papel e caixas de papelão ondulado.

A Ultrapar atua no segmento de distribuição de gás liquefeito de petróleo, o GLP (Ultragas); na distribuição de combustíveis e atividades relacionadas (Ipiranga); na produção e comercialização de produtos químicos (Oxiten); na prestação de serviços de armazenagem de grãos líquidos (Ultracargo); e no comércio de medicamentos, produtos de higiene, beleza e cosméticos (Extrafarma). Cabe destacar que a maior parte do resultado de Ultrapar advém da operação de distribuição de combustíveis.



### 3.1. ESTRUTURA SOCIETÁRIA DA COMPANHIA NA DATA-BASE<sup>6</sup>



INVESTIDOR  
V S  
INVESTIMENTO ← V S  
V = % Capital Votante  
S = % Capital Social

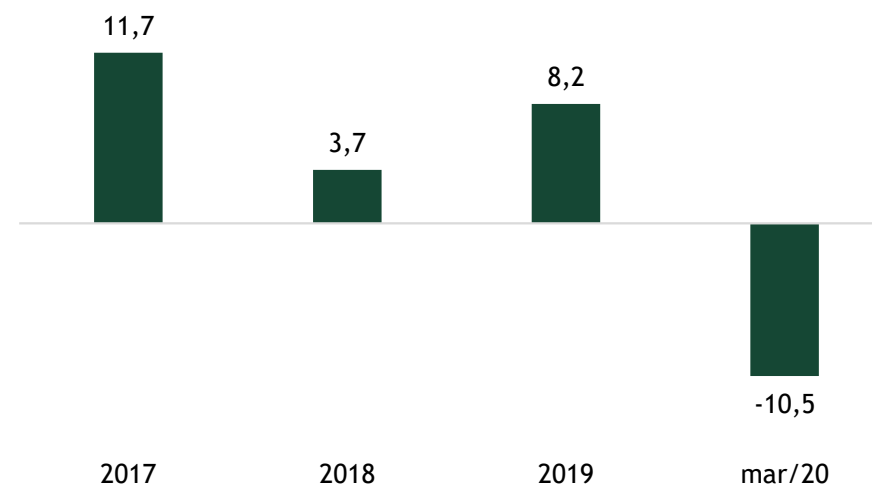
<sup>6</sup> O Anexo 1 contém quadro com as definições das sociedades constantes desse organograma

### 3.2. DESEMPENHO HISTÓRICO

BALANÇO PATRIMONIAL DA MONTEIRO ARANHA S.A. (R\$ milhões)	SALDOS EM 2018	SALDOS EM 2019	SALDOS EM MARÇO 2020
ATIVO CIRCULANTE	552,2	611,3	642,4
ATIVO NÃO CIRCULANTE	1.020,2	1.094,0	872,1
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	104,3	109,1	106,6
INVESTIMENTOS	914,6	973,4	754,3
IMOBILIZADO	1,2	11,5	11,3
INTANGÍVEL	0,1	0,1	0,0
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>1.572,4</b>	<b>1.705,3</b>	<b>1.514,5</b>
PASSIVO CIRCULANTE	153,0	215,3	217,7
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	281,7	422,1	373,8
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>1.137,7</b>	<b>1.067,9</b>	<b>923,0</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>1.572,4</b>	<b>1.705,3</b>	<b>1.514,5</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras Consolidadas divulgadas pela COMPANHIA

### LUCRO POR AÇÃO - MOAR3 (R\$/AÇÃO)



Fonte: Demonstrações Financeiras Consolidadas divulgadas pela COMPANHIA

### 3.3. ANÁLISE DOS SETORES DOS SEUS PRINCIPAIS INVESTIMENTOS

#### 3.3.1. PAPEL E CELULOSE

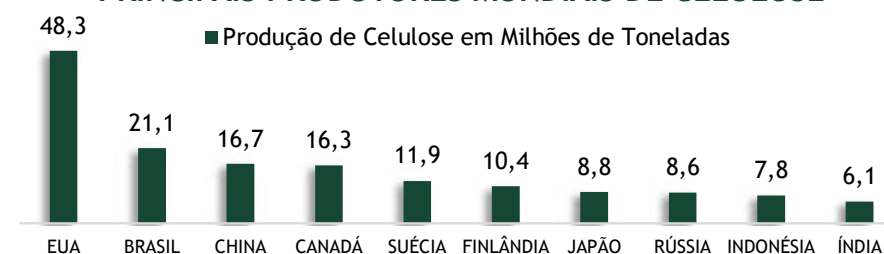
Segundo a Associação Brasileira Técnica de Celulose e Papel (ABTCP), o setor de celulose e papel no Brasil é composto por 220 empresas que possuem atividade em 540 municípios espalhados por 18 estados, gerando cerca de 128 mil empregos diretos e 640 mil empregos indiretos.

Ainda de acordo com a ABTCP, a área florestal preservada pelas empresas que atuam nesse segmento industrial é de 2,9 milhões de hectares. Para fins industriais, o setor de celulose e papel planta mais 2,2 milhões de hectares, sendo a maior parte de florestas certificadas. A associação destaca que essa atuação é sustentável, uma vez que preserva o meio ambiente e simultaneamente gera uma contrapartida social a partir de suas atividades. Além disso, essas atividades fazem com que a biodiversidade seja protegida, bem como os recursos hídricos. Dessa forma, as florestas plantadas por esse setor geram contribuição ambiental (pelo sequestro de CO<sup>2</sup>, a conservação do solo e a restauração de terras degradadas).

A Indústria Brasileira de Árvores (IBA), em seu Relatório 2019, afirma que, em 2018, o Brasil se consolidou como o segundo maior produtor mundial de celulose, atrás apenas dos Estados Unidos da América. Foram produzidas, considerando o processo químico - tanto fibra curta (eucalipto) como longa (pinus) - e a pasta de alto rendimento, 21,1 milhões de toneladas, um crescimento de 8,0% frente ao ano de 2017. O volume exportado atingiu 14,7 milhões de toneladas, representando um incremento de 11,5% em relação ao ano anterior. Já o volume consumido no mercado interno atingiu 6,5 milhões

de toneladas, com importação de 180 mil toneladas. No gráfico a seguir, é possível observar os principais produtores mundiais de celulose:

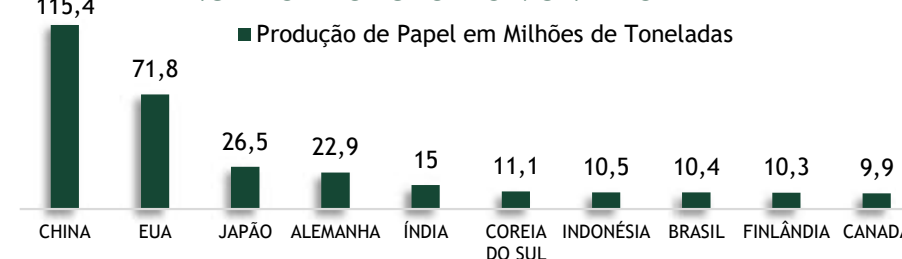
#### PRINCIPAIS PRODUTORES MUNDIAIS DE CELULOSE



Fonte: IBA - Relatório 2019

Ainda de acordo com estudos da IBA referentes ao ano de 2018, em termos de papel, o Brasil segue no oitavo lugar no *ranking* mundial, com 10,4 milhões de toneladas, uma retração de 0,4% em relação ao ano anterior. A principal razão desse desempenho foi a retração das exportações, que ficaram 4,6% abaixo do volume registrado em 2017. No gráfico a seguir, estão os principais produtores mundiais de papel:

#### PRINCIPAIS PRODUTORES MUNDIAIS DE PAPEL

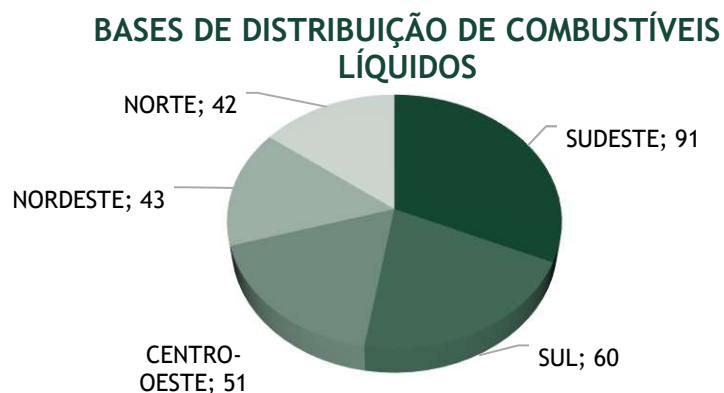


Fonte: IBA - Relatório 2019



### 3.3.2. DISTRIBUIÇÃO DE COMBUSTÍVEIS

Segundo informações do Anuário Estatístico Brasileiro do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis 2020, da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), ao fim de 2019, havia no Brasil 287 bases de distribuição de combustíveis líquidos autorizadas pela ANP, divididas da seguinte maneira entre as regiões: 91 no Sudeste; 60 no Sul; 51 no Centro-Oeste; 43 no Nordeste e 42 no Norte, conforme o gráfico a seguir.

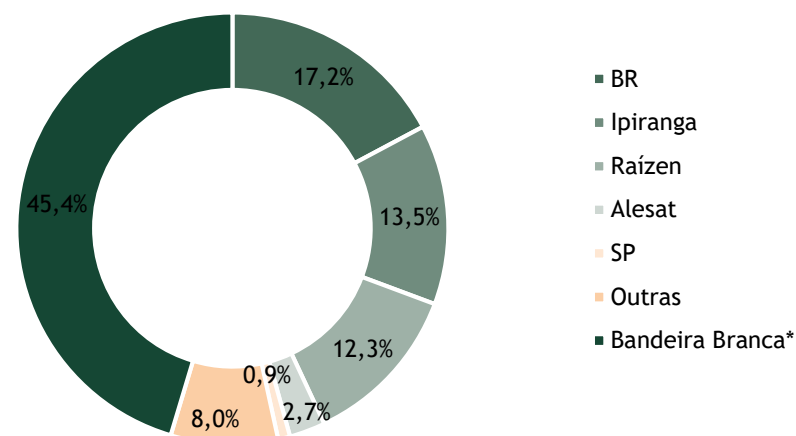


Fonte: ANP - Anuário Estatístico do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis 2020

O estudo acrescenta ainda que a capacidade nominal de armazenamento é de 3,7 milhões de m<sup>3</sup>. Deste total, 2,8 milhões de m<sup>3</sup> (74,3%) destinaram-se aos derivados de petróleo (exceto GLP) e dividiram-se pelas regiões nos seguintes percentuais: Norte (17,1%), Nordeste (20,7%), Sudeste (37,8%), Sul (17,2%) e Centro-Oeste (7,3%).

No que diz respeito aos postos revendedores, o mesmo estudo indica que, em 2019, três bandeiras somavam aproximadamente 43% do market share brasileiro. No gráfico a seguir, estão discriminadas as principais bandeiras de postos revendedores de combustíveis 2019.

### DISTRIBUIÇÃO PERCENTUAL DOS POSTOS REVENDEDORES DE COMBUSTÍVEIS AUTOMOTIVOS NO BRASIL EM 2019 (POR BANDEIRA)



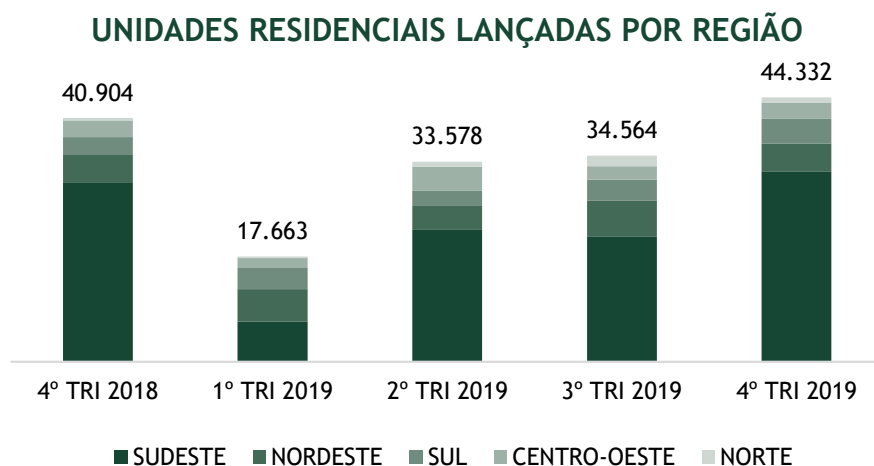
\* Posto que pode ser abastecido por qualquer distribuidora

Fonte: ANP - Anuário Estatístico do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis 2020

### 3.3.3. SETOR DE REAL ESTATE - DEMAIS INVESTIMENTOS

De acordo com o Sindicato da Habitação de São Paulo (SECOVI), o subsetor das Atividades Imobiliárias (que engloba aluguéis de imóveis comerciais, residenciais, além da comercialização e administração de imóveis) contabilizou dez trimestres consecutivos de crescimento, do segundo trimestre de 2017 até o terceiro trimestre de 2019.

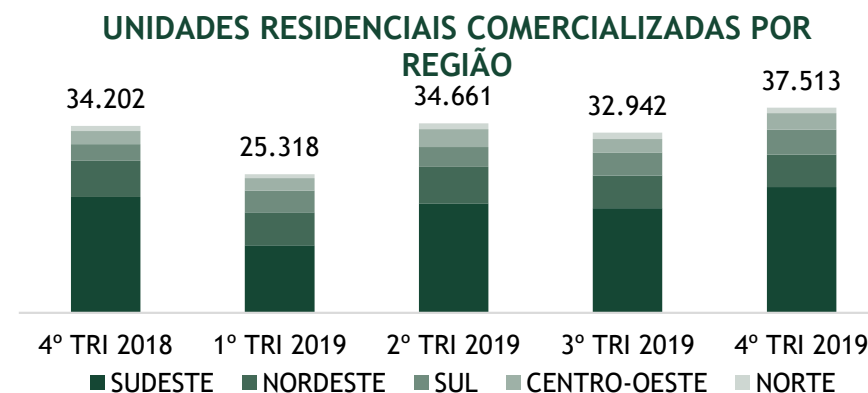
O Anuário da SECOVI também traz dados sobre os lançamentos, comercialização, vendas e oferta final de unidades residenciais por região do país. Quanto ao lançamento de unidades residenciais, o estudo aponta que 44,3 mil unidades foram lançadas no quarto trimestre de 2019, conforme pode ser observado no gráfico a seguir. Esse resultado é 28,3% superior ao último trimestre e 8,4% superior em relação ao mesmo período do ano passado.



Fonte: SECOVI-SP - Anuário do Mercado Imobiliário 2019

Quando comparado o quarto trimestre de 2019 com o mesmo período de 2018, todas as regiões do país apresentaram crescimento no volume de unidade lançadas, sendo a maior variação percentual percebida na região Norte (85,9%). A região Sudeste concentrou 72% das unidades lançadas no quarto trimestre de 2019 e apresentou crescimento de 6,2%.

No que se refere à comercialização de unidades residenciais, o Anuário da SECOVI apresenta os seguintes resultados por região:



Fonte: SECOVI-SP - Anuário do Mercado Imobiliário 2019

A comercialização de 37,5 mil unidades residenciais no quarto trimestre de 2019 é 13,9% superior do registrado no trimestre anterior e 9,7% acima do registrado no quarto trimestre de 2018, quando foram vendidas 34,2 mil unidades. Quando comparado o quarto trimestre de 2019 com igual período de 2018, somente na região Nordeste foram registradas redução nas vendas, com queda de 10,1%. O maior aumento percentual na comercialização foi registrado na região Sul (48,8%). Em número de unidades, o maior crescimento

ocorreu na região Sudeste, com acréscimo de 1.817 unidades frente ao resultado do quarto trimestre de 2018.

Por fim, fazendo um comparativo entre os números de lançamentos e vendas, o estudo conclui que em 2019, as regiões pesquisadas lançaram 130,1 mil unidades residenciais, que representaram um aumento de 15,4% em relação às 112,8 mil unidades lançadas em 2018. As vendas também cresceram em 2019: foram comercializadas 130,4 mil unidades residenciais, um aumento de 9,7% quando comparado às 118,9 mil unidades vendidas em 2018.

### **3.4. PREMISSAS MACROECONÔMICAS**

Para elaboração deste Laudo não foi necessária a utilização de premissas macroeconômicas, exceto nas avaliações de determinados empreendimentos imobiliários e na estimativa do Custo de Capital Próprio (Ke) da MONTEIRO ARANHA, conforme explicitado e detalhado, respectivamente, nos Anexos 8.1, 8.2 e 9 deste Laudo. Isso ocorre, pois, conforme explicitado anteriormente, a MONTEIRO ARANHA não foi avaliada pela metodologia da renda.

### **3.5. PROJETOS DE INVESTIMENTOS RELEVANTES**

Os projetos existentes na data-base consistem nos empreendimentos imobiliários de Timbutuva e de Carapa. Ademais, como não foi utilizada a abordagem da renda para demais ativos, não foram considerados outros projetos de investimentos.

#### 4. VALORES APURADOS PELOS DIFERENTES CRITÉRIOS

A avaliação das AÇÕES, no contexto de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação, foi realizada com base nos critérios estabelecidos na Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/02, em seu Anexo III. Os critérios mencionados na legislação e na regulamentação são os seguintes:

- A. Cotação média ponderada das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os doze meses imediatamente anteriores à publicação do Fato Relevante; doze meses imediatamente anteriores à data-base do Laudo; e entre a data de publicação do Fato Relevante e a data-base do Laudo.
- B. Valor do patrimônio líquido por ação apurado na última informação periódica (anual ou trimestral) enviada à CVM.
- C. Valor econômico por ação (fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado ou múltiplos de transação).
- D. Outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não abrangido nas alíneas anteriores.

Para fins de avaliação da MONTEIRO ARANHA, analisamos todos os critérios mencionados, que serão descritos nos capítulos subsequentes.

O critério “A”, de cotação média ponderada, possui apenas caráter informativo. Os avaliadores consideram que essa metodologia não é recomendada para a MONTEIRO ARANHA, uma vez que suas ações possuem baixa liquidez (vide quantidade de transações no Anexo 2).

O critério “B”, de valor do patrimônio líquido por ação, foi calculado embora não identificado como representativo do valor justo das AÇÕES objeto deste Laudo. Isso ocorre pois o patrimônio líquido da MONTEIRO ARANHA considera o valor de custo de alguns ativos e passivos detidos pela COMPANHIA, o que não necessariamente reflete seu valor justo. Como exemplo, podemos citar o valor das ações de Klabin S.A. e de Ultrapar Participações S.A., registradas por equivalência patrimonial, além dos empreendimentos imobiliários presentes nas investidas, como Timbutuva e Carapa.

O critério “C”, de valor econômico por ação por fluxo de caixa descontado ou múltiplos de operações comparáveis, não pode ser aplicado pois ela possui a natureza de investir em outras companhias das quais ela não possui controle, além de fundos de investimentos. Além disso, não é possível encontrar empresas com características semelhantes listadas em bolsa para utilização da metodologia de múltiplos de mercado. Dessa forma, não é possível obter toda a informação necessária para aplicar a metodologia em questão.

Por fim, os avaliadores optaram por utilizar outro método de avaliação, conforme descrito na alínea “D”. Foi utilizado o método de patrimônio líquido marcado a valor de mercado, considerando um desconto por iliquidez e *holding*, como sendo a metodologia que melhor captura o valor justo das AÇÕES.

## 5. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO

### ABORDAGEM DE MERCADO - COTAÇÃO EM BOLSA

Essa metodologia visa avaliar uma empresa pela soma de todas as suas ações a preços de mercado. Como o preço de uma ação é definido pelo valor presente do fluxo de dividendos futuros e de um preço de venda ao final do período, a uma taxa de retorno exigida em um mercado financeiro ideal, essa abordagem indicaria o valor correto da empresa para os investidores.

Os avaliadores consideraram que esta metodologia não é recomendada para a MONTEIRO ARANHA, uma vez que suas ações possuem baixa liquidez.

### ABORDAGEM CONTÁBIL - VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONTÁBIL

Essa metodologia visa avaliar a empresa pelo valor contábil de seus ativos e passivos. É aplicada por meio de um exame da documentação de suporte, cujo objetivo é a verificação de uma escrituração feita em boa forma, obedecendo-se às disposições legais regulamentares, normativas e estatutárias que regem a matéria, dentro de “Princípios e Convenções de Contabilidade Geralmente Aceitos”, aplicados de acordo com a legislação brasileira.

Os avaliadores consideraram que essa metodologia não é recomendada para a MONTEIRO ARANHA, visto que esse método estático não considera a existência de mais-valia em diversos ativos da COMPANHIA.

### ABORDAGEM DA RENDA - FLUXO DE CAIXA

Essa metodologia define a rentabilidade da unidade de negócio como sendo o valor da companhia em operação, equivalente ao valor descontado do fluxo de caixa líquido futuro. Esse fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescido dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduções de investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada etc.).

O período projetivo do fluxo de caixa líquido é determinado levando-se em consideração o tempo que será necessário para a unidade de negócio apresentar uma atividade operacional estável, ou seja, sem variações operacionais julgadas relevantes. O fluxo é, então, trazido a valor presente, utilizando-se uma taxa de desconto, que irá refletir o risco associado ao mercado, à empresa e à estrutura de capital. Posteriormente, a dívida líquida é subtraída do valor operacional calculado, visando atingir o valor econômico para o acionista.

Os avaliadores consideraram que essa metodologia não pode ser aplicada no caso da MONTEIRO ARANHA, uma vez que ela possui uma natureza de investir em outras companhias das quais não possui controle e em fundos de investimento. Assim sendo, não é possível obter todas as informações necessárias para aplicar a metodologia em questão.

### **ABORDAGEM DE MERCADO - MÚLTIPLOS DE MERCADO**

Essa metodologia define o valor da empresa extrapolando-o por meio de comparação com outras empresas que operam no mesmo setor de atividade e em mercados com as mesmas características. Os múltiplos mercadológicos são calculados dividindo-se variáveis, como valor de mercado da companhia, por uma série de indicadores presentes nos demonstrativos financeiros, como valor patrimonial contábil, lucro estimado e EBITDA.

Essa metodologia não se aplica nesta análise por não existirem dados públicos de empresas comparáveis, tanto na atividade fim como no porte da MONTEIRO ARANHA.

### **ABORDAGEM DE MERCADO - MÚLTIPLOS DE OPERAÇÃO COMPARÁVEIS**

Essa metodologia define o valor da empresa extrapolando-o por meio de comparação com vendas e aquisições de empresas que operam no mesmo setor de atividade e em mercados com as mesmas características. Os múltiplos de transações observadas são calculados dividindo-se o valor pago em transação comparável por uma série de indicadores presentes nos demonstrativos financeiros, como valor patrimonial contábil, lucro estimado e EBITDA.

Esse modelo não foi aplicado nesta análise, pois não há operação de venda e aquisição recente de empresas comparáveis à MONTEIRO ARANHA.

### **ABORDAGEM DE VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO**

Essa abordagem visa avaliar uma empresa pelo ajuste do valor contábil (saldo líquido) de seus ativos e passivos aos seus respectivos valores de mercado. Os ativos e passivos, passíveis de ajuste a mercado, são avaliados pelo valor de mercado, sendo realizada a comparação entre esse valor e seu valor contábil (saldo líquido).

Esses ajustes são somados ao valor do patrimônio líquido contábil, determinando, assim, o valor de mercado da empresa pela abordagem de valor do Patrimônio Líquido a Mercado. O valor justo de mercado da empresa será o valor do patrimônio líquido, considerados os ajustes encontrados para os ativos e passivos avaliados.

No caso aplicado à MONTEIRO ARANHA, foi aplicado um desconto por iliquidez e *holding* sobre o valor do patrimônio líquido a mercado conforme justificado na seção 9 deste Laudo.

## 6. AVALIAÇÃO PELO PREÇO MÉDIO PONDERADO DAS AÇÕES EM BOLSA

### 6.1. METODOLOGIA

Essa metodologia visa avaliar uma empresa pela soma de todas as suas ações a preços de mercado. Como o preço de uma ação é definido pelo valor presente do fluxo de dividendos futuros e de um preço de venda ao final do período, a uma taxa de retorno exigida, sob a Hipótese do Mercado Eficiente essa abordagem indicaria o valor correto da empresa para os investidores.

Os critérios escolhidos foram os seguintes:

- Cotação média ponderada das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data-base do Relatório.
- Cotação média ponderada das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os 12 (doze) meses imediatamente anteriores à data de publicação do Fato Relevante
- Cotação média ponderada das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, entre data-base do Laudo e a data de publicação do Fato Relevante.
- Cotação média ponderada das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, entre data de publicação do Fato Relevante e o último dia útil antes da data de emissão Laudo.

### 6.2. AVALIAÇÃO

Os avaliadores consideraram que esta metodologia não é recomendada no caso da MONTEIRO ARANHA, uma vez que suas ações possuem baixa liquidez. Para tanto, incluímos as cotações históricas das ações de MONTEIRO ARANHA entre 01/04/2019 a 31/07/2020 no Anexo 2.

Nos últimos 12 (doze) meses anteriores à data-base do Relatório, foram negociados apenas 169 lotes<sup>7</sup> de ações, e, nos últimos 12 (doze) meses anteriores à data do Fato Relevante, foram negociados apenas 319 lotes de ações. Dado que a COMPANHIA possui, na data-base, 12.251.221 ações, o baixo volume negociado indica que não existe mercado ativo capaz de converter rapidamente tais ações em dinheiro com o mínimo de transações.

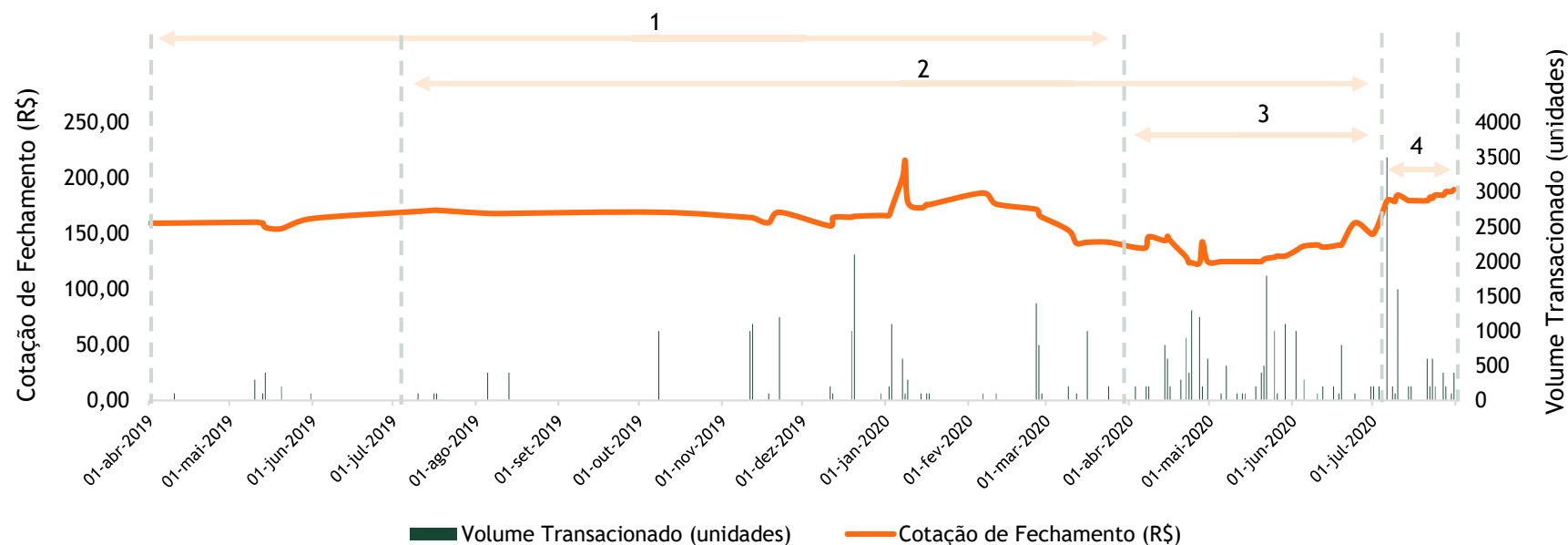
No gráfico a seguir, é possível observar a variação diária do preço de fechamento das ações da MONTEIRO ARANHA, bem como o volume transacionado na B3.

---

<sup>7</sup> Considerando que cada lote possui 100 (cem) ações.



## Cotação e volume transacionado em bolsa da Monteiro Aranha S.A.



### CONCLUSÃO

REFERÊNCIA	DESCRIÇÃO	PERÍODO	VWAP <sup>8</sup> (R\$)
1	12 meses imediatamente anteriores à data-base do Relatório	01/04/2019 a 31/03/2020	166,86
2	12 meses imediatamente anteriores à data de publicação do Fato Relevante	03/07/2019 a 02/07/2020	149,38
3	Entre a data-base do Relatório e a data de publicação do Fato Relevante	31/03/2020 a 02/07/2020	131,97
4	Entre a data de publicação do Fato Relevante e o último dia útil antes da emissão do Laudo	02/07/2020 a 31/07/2020	181,74

<sup>8</sup> Volume Weighted Average Price. Em português, Preço Médio Ponderado por Volume

## 7. AVALIAÇÃO POR PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONTÁBIL POR AÇÃO

### 7.1. METODOLOGIA

Exame da documentação de suporte já mencionada, cujo objetivo é a verificação de uma escrituração feita em boa forma, obedecendo-se às disposições legais regulamentares, normativas e estatutárias que regem a matéria, dentro de “Princípios e Convenções de Contabilidade Geralmente Aceitos”, aplicados de acordo com a legislação brasileira.

### 7.2. AVALIAÇÃO

Dada a informação exposta, na data do Laudo, o valor do patrimônio líquido contábil da MONTEIRO ARANHA é o que consta no quadro a seguir, com base nas informações financeiras intermediárias referentes ao período findo em 31 de março de 2020, revisadas por seus respectivos auditores independentes e enviadas à CVM, conforme disposto na Instrução CVM nº 361/02.

### 7.3. CONCLUSÃO

Com base nas demonstrações financeiras auditadas da MONTEIRO ARANHA, identificamos o valor do patrimônio líquido contábil por cada uma das AÇÕES de R\$ 75,34 (setenta e cinco reais e trinta e quatro centavos).

PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONTÁBIL POR AÇÃO (R\$)	
( A ) Patrimônio Líquido em 31.03.2020	R\$ 922.997.060,54
( B ) Quantidade de ações emitidas	12.251.221
<b>( C ) VALOR POR AÇÃO ( C = A/B )</b>	<b>R\$ 75,34</b>

MONTEIRO ARANHA S.A.	
BALANÇO PATRIMONIAL (R\$)	SALDOS EM 31/03/2020
ATIVO CIRCULANTE	759.860.496,98
ATIVO NÃO CIRCULANTE	624.409.733,35
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	2.420.176,17
INVESTIMENTOS	610.709.120,34
IMOBILIZADO	11.234.126,76
INTANGÍVEL	46.310,08
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>1.384.270.230,33</b>
PASSIVO CIRCULANTE	136.580.851,67
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	324.692.318,12
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	324.692.318,12
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>922.997.060,54</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>1.384.270.230,33</b>

## 8. PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO POR AÇÃO

### 8.1. METODOLOGIA

Essa metodologia é derivada dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (PCGA), em que as demonstrações financeiras são preparadas com base no princípio do custo histórico ou custo de aquisição. Devido a esse princípio e ao princípio fundamental da contabilidade, o valor contábil dos ativos de uma empresa menos o valor contábil de seus passivos é igual ao valor contábil do seu patrimônio líquido.

A aplicação dessa metodologia toma como ponto de partida os valores contábeis dos ativos e passivos e requer ajustes de alguns desses itens de modo a refletir seus prováveis valores de realização. O resultado da aplicação desse método pode fornecer uma base inicial à estimativa do valor da empresa, bem como uma base útil de comparação com o resultado de outras metodologias. Por outro lado, os princípios básicos de finanças corporativas nos permitem criar a seguinte técnica de avaliação: o valor definido para os ativos menos o valor definido para os passivos é igual ao valor definido para o patrimônio líquido de uma empresa. Dentro de uma perspectiva de avaliação, as definições relevantes de valor são aquelas apropriadas ao objetivo da avaliação.

A abordagem do Patrimônio Líquido a Mercado, portanto, visa avaliar uma empresa pelo ajuste do valor contábil (saldo líquido) aos seus respectivos valores de mercado. Os ativos e passivos julgados relevantes são avaliados pelo valor de mercado, sendo feita a comparação entre esse valor e seu valor contábil (saldo líquido).

Os critérios gerais de avaliação aplicados para o ajuste a preço de mercado encontram-se detalhados nas seções 8.4, 8.5 e 8.6 deste Laudo.

Esses ajustes, devidamente analisados, são somados ao valor do patrimônio líquido contábil, determinando, assim, o valor de mercado da empresa pela abordagem do patrimônio líquido a mercado. O valor justo de mercado da empresa será o valor do patrimônio líquido, considerados os ajustes encontrados para os ativos e passivos avaliados.

Cabe ressaltar que, ao trabalharmos com demonstrações financeiras auditadas, não foram objeto de nossos trabalhos a identificação e a quantificação de passivos não registrados ou não revelados pela administração da COMPANHIA.

### 8.2. PRINCIPAIS ETAPAS DA AVALIAÇÃO

- Leitura e análise dos balancetes das empresas.
- Análise das contas de ativo e passivo registradas no balanço patrimonial da empresa, visando identificar as contas suscetíveis a ajustes, bem como o cálculo e valores de mercado estimados.
- Avaliação dos principais investimentos detidos pela empresa.
- Cálculo do valor de mercado do patrimônio líquido da MONTEIRO ARANHA e suas investidas.

### 8.3. CONCLUSÃO

As tabelas a seguir apresentam o valor do Patrimônio Líquido a Mercado da MONTEIRO ARANHA, com os respectivos ajustes na data-base deste Laudo.

MONTEIRO ARANHA S.A.	DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PRÓ-FORMA		
BALANÇO PATRIMONIAL (R\$)	SALDOS EM 31/03/2020	AJUSTE A MERCADO	SALDOS A MERCADO EM 31/03/2020
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>759.860.496,98</b>	<b>129.967.058,15</b>	<b>889.827.555,13</b>
Caixa e equivalente de caixa	25.157,68	-	25.157,68
Títulos e valores mobiliários	715.194.986,08	129.967.058,15	845.162.044,23
- Bergen (FIA)	510.414.850,75	129.967.058,15	640.381.908,90
- CDB	107.245.451,57	-	107.245.451,57
- Fundo de Investimento em Renda Fixa	88.564.150,95	-	88.564.150,95
- Letras Financeiras	6.215.911,79	-	6.215.911,79
- Fundo Investimento Cotas FIM (FIC-FIM)	2.754.621,02	-	2.754.621,02
Aluguéis a receber	153.031,71	-	153.031,71
Dividendos a receber	3.509.971,76	-	3.509.971,76
Outras contas a receber	2.644,86	-	2.644,86
Créditos com operações financeiras	27.102.695,33	-	27.102.695,33
Adiantamentos	43.736,13	-	43.736,13
Impostos a recuperar	13.584.282,91	-	13.584.282,91
Impostos antecipados	243.990,52	-	243.990,52
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>624.409.733,35</b>	<b>1.402.653.797,62</b>	<b>2.027.063.530,97</b>
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>2.420.176,17</b>	<b>2.983.255,30</b>	<b>5.403.431,47</b>
Créditos com pessoas ligadas	1.258,95	-	1.258,95
Adiantamento para futuro aumento de capital	120.139,10	-	120.139,10
Títulos e valores mobiliários	854.059,85	-	854.059,85
Depósitos judiciais	763.324,29	3.646.375,43	4.409.699,72
Impostos a recuperar	663.120,13	(663.120,13)	-
Ouros créditos	18.273,85	-	18.273,85
<b>INVESTIMENTOS</b>	<b>610.709.120,34</b>	<b>1.399.670.542,32</b>	<b>2.010.379.662,66</b>
<b>Participação em controladas</b>	<b>99.837.537,50</b>	<b>10.100.986,90</b>	<b>109.938.524,40</b>
- Timbutuva Empreendimentos Ltda.	99,99%	10.851.771,80	566.072,45
- Telecel Participações Ltda.	33,33%	28.228,83	-
- Magisa Gestão Invest. Imob. Ltda.	99,99%	1,00	-
- Masa Mineração Ltda.	99,99%	3.976,22	-
- Monteiro Aranha Part. Imob. S.A.	100,00%	98.753.865,94	9.534.914,45
- Monteiro Aranha Part. Imob. S.A.		(9.800.306,29)	-
<b>Participação em coligadas</b>	<b>466.694.768,53</b>	<b>1.334.921.997,06</b>	<b>1.801.616.765,59</b>
- Klabin S.A.	6,65%	191.744.616,76	974.464.306,15
- Ultrapar Participações S.A.	2,94%	274.950.150,77	360.457.690,91
- Vista Golf Empreend. Imob.	10,00%	1,00	-
<b>Participações em empresas avaliadas pelo custo</b>	<b>21.642,00</b>	<b>54.647.558,36</b>	<b>54.669.200,36</b>
- Sogemar Sociedade Geral de Marcas Ltda.	15,00%	21.642,00	54.647.558,36
<b>Outros investimentos</b>	<b>183.172,31</b>	<b>-</b>	<b>183.172,31</b>
<b>Propriedade para Investimento</b>	<b>43.972.000,00</b>	<b>-</b>	<b>43.972.000,00</b>
- 16 Vagas de Garagem. Praia de Botafogo, 216		879.000,00	-
- Ed. MASA		20.493.000,00	-
- Ed. Argentina. Praia de Botafogo, 228		22.600.000,00	-
<b>IMOBILIZADO</b>	<b>11.234.126,76</b>	<b>-</b>	<b>11.234.126,76</b>
<b>INTANGÍVEL</b>	<b>46.310,08</b>	<b>-</b>	<b>46.310,08</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>1.384.270.230,33</b>	<b>1.532.620.855,77</b>	<b>2.916.891.086,10</b>

MONTEIRO ARANHA S.A.	DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS PRÓ-FORMA		
BALANÇO PATRIMONIAL (R\$)	SALDOS EM 31/03/2020	AJUSTE A MERCADO	SALDOS A MERCADO EM 31/03/2020
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>136.580.851,67</b>	<b>-</b>	<b>136.580.851,67</b>
Fornecedores	156.428,28	-	156.428,28
Tributos a recolher	212.623,68	-	212.623,68
Salários, benefícios e encargos sociais a pagar	985.254,92	-	985.254,92
Participações a pagar	119.515,04	-	119.515,04
Provisão para perda de Investimentos	4.080.831,10	-	4.080.831,10
Outras contas a pagar	1.631.461,92	-	1.631.461,92
Empréstimos e financiamentos	126.736.307,13	-	126.736.307,13
Debêntures	2.658.429,60	-	2.658.429,60
<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>324.692.318,12</b>	<b>470.056.808,64</b>	<b>794.749.126,76</b>
<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>324.692.318,12</b>	<b>470.056.808,64</b>	<b>794.749.126,76</b>
Obrigações com pessoas ligadas	30.583,82	-	30.583,82
Outras obrigações	10.044.027,35	2.771.661,92	12.815.689,27
Impostos diferidos	114.617.706,95	461.241.678,51	575.859.385,46
Tributos diferidos	-	6.043.468,20	6.043.468,20
Debêntures	200.000.000,00	-	200.000.000,00
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>922.997.060,54</b>	<b>1.062.564.047,13</b>	<b>1.985.561.107,67</b>
Capital social	716.837.898,76	-	716.837.898,76
Reservas	363.372.342,77	-	363.372.342,77
Ajuste de avaliação patrimonial	(28.475.127,89)	-	(28.475.127,89)
Lucros (Prejuízos) acumulados	2.848,68	-	2.848,68
Resultado do exercício	(128.740.901,78)	-	(128.740.901,78)
Ajustes a mercado	-	1.062.564.047,13	1.062.564.047,13
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>1.384.270.230,33</b>	<b>1.532.620.855,77</b>	<b>2.916.891.086,10</b>

#### 8.4. EVENTOS E AJUSTES CONSIDERADOS NA AVALIAÇÃO

As demonstrações contábeis tomadas como base para o presente Laudo foram preparadas pela COMPANHIA, já com o cumprimento integral da Lei nº 11.638/07. O quadro a seguir apresenta os critérios gerais definidos para avaliação de cada conta e/ou grupo de contas da MONTEIRO ARANHA:

GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
<b>Caixa e equivalente de caixa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Caixa de fundo fixo; e</li> <li>○ Contas em movimento.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
<b>Títulos e valores mobiliários de curto prazo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Certificado de Depósito Bancário;</li> <li>○ Bergen - Fundo de Investimento em Ações (FIA);</li> <li>○ Fundo de Investimento Renda Fixa;</li> <li>○ Letras Financeiras; e</li> <li>○ Fundo Investimento Cotas FIM (FIC-FIM).</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>Bergen:</b> Foi avaliado o valor de mercado das ações de Ultrapar (UGPA3) e BrasilAgro (AGRO3). Os demais ativos e passivos do fundo foram mantidos a valores contábeis, por não terem apresentado ajustes a mercado relevantes, conforme demonstrado na seção 8.5 do Laudo.</p> <p><b>Demais itens:</b> O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, portanto, não há ajuste a mercado relevante, uma vez que a contabilidade da COMPANHIA atualiza os saldos a valor justo.</p>
<b>Contas a receber</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representadas substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Aluguéis a receber;</li> <li>○ Dividendos de companhias controladas e coligadas;</li> <li>○ Créditos com operações financeiras de SWAP; e</li> <li>○ Adiantamentos diversos e outras contas.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
<b>Adiantamentos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Adiantamentos de salários;</li> <li>○ Adiantamentos de 13º salários;</li> <li>○ Adiantamento de férias; e</li> <li>○ Vale-transporte.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
<b>Impostos a recuperar de curto prazo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ IRRF a recuperar;</li> <li>○ PIS a recuperar;</li> <li>○ COFINS a recuperar; e</li> <li>○ Impostos indevidos a maior.</li> </ul> </li> </ul>	O saldo será integralmente utilizado conforme informado pela administração da COMPANHIA. Portanto, o valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
<b>Impostos antecipados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ IRRF sobre aplicações financeiras; e</li> <li>○ IRRF sobre operações com ações.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
<b>Créditos com pessoas ligadas</b>	Representado pelos créditos com sua controlada Telecel Participações Ltda.	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
<b>AFAC</b>	De acordo com administração da COMPANHIA, esse ativo é representado por adiantamentos para futuros aumentos de capital que têm a finalidade de suprir o caixa das empresas que ainda não geram resultados positivos, sendo Timbutuva a principal delas.	De acordo com a administração da COMPANHIA, a MONTEIRO ARANHA irá integralizar o AFAC. Portanto, o valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
Títulos e valores mobiliários de longo prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por Letras Financeiras.</li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Depósitos judiciais	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por depósitos judiciais do Banco Interatlântico.</li> </ul>	<p>De acordo com a administração da MONTEIRO ARANHA, os saldos contábeis não são atualizados monetariamente.</p> <p>Desta forma, o saldo desta conta, com data de 12 de setembro de 1996 foi atualizado pelo IGPM até a data-base do Laudo.</p>
Impostos a recuperar a longo prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representado substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ IRRF sobre dividendos;</li> <li>○ IRRF a recuperar; e</li> <li>○ COFINS a recuperar.</li> </ul> </li> </ul>	Foi dada baixa no valor contábil desse ativo devido a não comprovação de expectativa de recuperação dos impostos, uma vez que suas origens datam entre 1994 e 1996 e, até então, não houve aproveitamento dos saldos.
Outros créditos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representado substancialmente por Garantia Locatícia.</li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
Investimentos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Os investimentos são representados como:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Participação em controladas;</li> <li>○ Participação em coligadas;</li> <li>○ Outros investimentos; e</li> <li>○ Propriedade para Investimento.</li> </ul> </li> </ul>	Os avaliadores entendem que parte dos investimentos têm valor de mercado idêntico ao valor contábil por não apresentarem ajustes de mercado relevantes; outros, entretanto, foram ajustadas pelo seu valor justo ou valor provável de realização, conforme demonstrado no capítulo 8.6 deste Laudo.
Imobilizado e intangível	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ O imobilizado é representado substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Móveis e utensílios;</li> <li>○ Equipamento de processamento de dados;</li> <li>○ Equipamentos telefônicos;</li> <li>○ Veículos; e</li> <li>○ Direito de uso.</li> </ul> </li> <li>▪ O intangível é representado substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Projeto Sigma; e</li> <li>○ <i>Softwares</i>.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Fornecedores	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Fornecedores de serviços profissionais;</li> <li>○ Fornecedores de consumo; e</li> <li>○ Contas a pagar.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.



GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
Tributos a recolher	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ IRRF;</li> <li>○ ISS a recolher;</li> <li>○ COFINS a recolher;</li> <li>○ PIS a recolher;</li> <li>○ PIS, COFINS e CSLL retidos na fonte; e</li> <li>○ Outros tributos a recolher.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Salários, honorários e encargos sociais a recolher	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representados substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Salários e Rescisão de Contrato a pagar;</li> <li>○ Honorários a pagar;</li> <li>○ INSS;</li> <li>○ FGTS;</li> <li>○ Provisões de férias; e</li> <li>○ Provisões para 13°.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Participações a pagar	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representadas substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Dividendos a pagar; e</li> <li>○ Juros sobre capital próprio a pagar.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Provisões para perdas em investimentos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representadas substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Provisão para perdas em controladas (MAGISA); e</li> <li>○ Provisão para perdas em coligadas (VISTA GOLF).</li> </ul> </li> </ul>	Valor de mercado semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
Outras contas a pagar de curto prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representadas substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Diferencial a pagar (<i>swap</i>); e</li> <li>○ Imóveis arrendados.</li> </ul> </li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Empréstimos de curto prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Obrigações com instituição financeira.</li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Debêntures de curto e longo prazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Consistem nas debêntures de 1ª Emissão.</li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Obrigações com pessoas ligadas	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Consistem em obrigações com a controlada Telecel Telecomunicações Ltda.</li> </ul>	O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.
Outras obrigações	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Representadas substancialmente por:               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Arrendamentos a pagar; e</li> <li>○ Outras obrigações com terceiros.</li> </ul> </li> </ul>	<p>Arrendamentos a pagar: o valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.</p> <p>Outras obrigações com terceiros: De acordo com a administração da MONTEIRO ARANHA, essa conta se refere a Depósitos Judiciais que não são atualizados monetariamente. Dessa forma, no Laudo, o saldo de Depósitos Judiciais, com data de 12 de setembro de 1996, foi atualizado pelo IGPM até a data-base de 31 de março de 2020.</p>

GRUPO DE CONTAS	COMPOSIÇÃO	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
<b>Impostos diferidos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Referentes, substancialmente, ao IRPJ e CSLL sobre as mais-valias identificadas na atualização do saldo contábil pelo valor de mercado de cotas dos fundos de investimento, participações em demais empresas (Sogemar) e ações de Klabin S.A. e Ultrapar Participações S.A.</li> </ul>	Foi realizado um ajuste sobre as mais-valias apuradas na proporção de 34%, em função do IRPJ e CSLL. Esse ajuste foi então somado ao saldo contábil pré-existente.
<b>Tributos diferidos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Referentes ao PIS e COFINS sobre as mais-valias identificadas na atualização do saldo contábil pelo valor de mercado das cotas dos Fundos de Investimento.</li> </ul>	Foi realizado um ajuste sobre as mais-valias apuradas na proporção de 4,65%, em função do PIS e COFINS. Esse ajuste foi então somado ao saldo contábil pré-existente.
<b>Patrimônio líquido</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ajustes a mercado: resultado da avaliação dos bens, direitos e obrigações, avaliados a mercado, líquido dos efeitos tributários.</li> </ul>	Ajustado pelas mais ou menos-valias dos ativos e passivos avaliados.

## 8.5. AVALIAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÃO

### ▪ BERGEN FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - BDR NÍVEL I - INVESTIMENTO NO EXTERIOR

A MONTEIRO ARANHA possui participação em companhias de capital aberto através de duas verticais de investimento:

- (i) Participação direta em ações no mercado, compondo a linha de Participação em Coligadas de seu balanço, ou;
- (ii) Participação indireta, através de Fundos de Investimentos em Ações (FIA), contabilizado como Títulos e Valores Mobiliários.

Essa última vertical é composta por Bergen Fundo de Investimento em Ações - BDR Nível I - Investimento no Exterior, administrado pela Modal DTVM. Segundo a composição disponibilizada, na data-base do Laudo, na plataforma de consulta a Fundos de Investimento da Comissão de Valores Mobiliários<sup>9</sup> (CVM), o Fundo Bergen possui investimentos distribuídos entre cotas de outros Fundos de Investimento em Ações, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de investimento em Participação, ações de empresas de capital aberto, além de Títulos Públicos incluindo Letras Financeiras do Tesouro e Letras do Tesouro.

Visto que MONTEIRO ARANHA detém 100% das cotas do Fundo Bergen e que ações de companhias de capital aberto representam uma parcela relevante do patrimônio líquido do fundo, o mesmo racional de ajustes a mercado aplicados sobre o valor das ações detidas diretamente pela COMPANHIA foi aplicado para ajuste do patrimônio líquido do Fundo Bergen.

<sup>9</sup> CVM, **Central de Sistemas**, março de 2020. Disponível em: [https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg). 28 julho 2020

Segundo relatório de composição do fundo de março de 2020, o Fundo possuía 5.370.050 ações de Brasilagro Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas S.A. (AGRO3) e 12.858.000 ações de Ultrapar Participações S.A. (UGPA3), representando, respectivamente, 8,6% e 1,2% do capital social dessas empresas.

Da mesma forma que foram tratados os valores das ações detidas diretamente por MONTEIRO ARANHA, o patrimônio líquido do Fundo Bergen foi ajustado de forma a refletir a média das cotações de fechamento das ações<sup>10</sup> AGRO3 e UGPA3, ponderadas pelo volume de transações nos doze meses anteriores à data-base de 31 de março de 2020. Portanto, os preços das ações ajustados pela média de doze meses foram calculados conforme a tabela abaixo

COMPANHIA	TICKER	VWAP	QUANTIDADE DE AÇÕES
Brasilagro Cia Brasileira de Propriedades Agrícolas S.A.	AGRO3	R\$ 17,08	5.370.050
Ultrapar Participações S.A.	UGPA3	R\$ 19,36	12.858.000

Com isso, o valor do patrimônio líquido do Fundo Bergen foi ajustado de R\$ 510.414.850,75 para R\$ 640.381.908,90, na data-base.

<sup>10</sup> Os dados históricos de UGPA3 e AGRO3 podem ser observadas nos Anexos 5 e 6 deste Laudo, respectivamente.

## 8.6. AVALIAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO DO INVESTIMENTOS

A MONTEIRO ARANHA é uma *holding* de participações não financeiras, portanto, seus principais ativos estão concentrados na rubrica de investimentos. Dito isto, detalhamos as avaliações dos seus investimentos a seguir.

INVESTIMENTO	METODOLOGIA <sup>11</sup>
Timbutuva Empreendimentos Ltda.	Método involutivo/ Equivalência patrimonial
Telecel Participações Ltda.	Mantido o valor contábil
Magisa Gestão Invest. Imob. Ltda.	Mantido o valor contábil
Masa Mineração Ltda.	Mantido o valor contábil
Monteiro Aranha Part. Imob. S.A.	MCDDM/Equivalência patrimonial
Klabin S.A.	VWAP de 12 meses
Ultrapar Participações S.A.	VWAP de 12 meses
Vista Golf Empreend. Imob.	Mantido o valor contábil
Sogemar Sociedade Geral de Marcas Ltda.	Evidência de mercado conforme divulgado em fato relevante

<sup>11</sup> Detalhamento do Método Comparativo Direto ou Involutivo para avaliação de ativos fixos no Anexo 9 deste Laudo.

<sup>12</sup> Detalhamento do Método Comparativo Direto ou Involutivo para avaliação de ativos fixos no Anexo 9 deste Laudo.

Outros investimentos	Mantido o valor contábil
INVESTIMENTO	METODOLOGIA <sup>12</sup>
Vagas de Garagem. Praia de Botafogo, nº 216	MCDDM
Edifício Monteiro Aranha	MCDDM
Edifício Argentina. Praia de Botafogo, nº 228	MCDDM

### 8.6.1. PARTICIPAÇÃO EM CONTROLADAS

#### ▪ TIMBUTUVA EMPREENDIMENTOS LTDA.

Foi feito um ajuste a mercado no patrimônio de Timbutuva devido a uma avaliação a mercado de seu estoque de terrenos. Esse ativo consiste em 08 (oito) áreas rurais, localizadas na Região Metropolitana de Curitiba, Estado do Paraná, as quais foram avaliadas pelo método involutivo.

O patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para MONTEIRO ARANHA.

▪ **TELECEL PARTICIPAÇÕES LTDA.**

O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante. De acordo com a administração da companhia, a Telecel está inativa desde um ano após sua criação.

▪ **MAGISA - GESTÃO DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA.**

O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante, uma vez que é uma companhia que não possui relevância operacional e de resultados.

▪ **MASA MINEIRAÇÃO LTDA.**

O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante, uma vez que é uma companhia que não possui relevância operacional e de resultados.

▪ **MONTEIRO ARANHA PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS S.A. (“MAPISA”)**

Foi feito um ajuste no patrimônio da MAPISA devido aos ajustes a mercado realizados em suas investidas e em seu estoque de imóveis pela metodologia do método comparativo direto. O patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para MONTEIRO ARANHA.

Os ativos da Mapisa foram avaliados de acordo com as metodologias listadas a seguir.

ATIVO	METODOLOGIA <sup>13</sup>
Estoque de Imóveis - <i>Evidence Quality Life</i>	MCDDM
Novo Rio Empreendimento Imobiliário S.A.	Equivalência patrimonial
MAPISA II Empreendimento Imobiliário S.A.	Equivalência patrimonial/ MCDDM
PRS XXIV Incorporadora S.A.	Equivalência patrimonial/ MCDDM
Carapa Empreendimento Imobiliário S.A.	Equivalência patrimonial/ MCDDM/Involutivo
MAPISA I S.A.	Equivalência patrimonial/ MCDDM
Hesa 159 - Invest. Imob. Ltda.	Equivalência patrimonial/ Involutivo

○ **NOVO RIO EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.**

Na conta estoque de terreno e obras em andamento da Novo Rio, estão registrados 13 (treze) andares corporativos do Edifício Torre 1º de Março, situado na Rua Primeiro de Março, nº 45, Cidade e Estado do Rio de Janeiro. Esse ativo foi avaliado pelo Método Comparativo Direto, entretanto, o saldo

<sup>13</sup> Detalhamento do Método Comparativo Direto ou Involutivo para avaliação de ativos fixos nos Anexos 9 deste Laudo.

já se encontrava a valor de mercado. Portanto, não foi realizado ajuste no patrimônio líquido da Novo Rio.

Cabe ressaltar que:

- A MONTEIRO ARANHA realizou uma outra avaliação da Torre 1º de Março com a empresa CBRE. O relatório da CBRE (com data de 20 de março de 2020) apontou um valor de mercado de R\$ 104.200 mil. Entretanto, no presente Laudo, foram mantidos os valores de avaliação realizados pela APSIS e detalhados no Anexo 9 deste Laudo.
- Houve, após a data-base, a alienação desse ativo pelo montante de R\$ 110.000 mil, valor superior ao contabilizado. Cabe ressaltar, entretanto, que essa transação é reflexo de negociações entre partes relacionadas que não seguem, necessariamente, dinâmicas de interação entre agentes econômicos independentes. Portanto, não foi considerado no presente Laudo o valor da alienação realizada.

#### ○ **MAPISA II EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.**

Foi feito um ajuste no patrimônio de Mapisa II devido a uma avaliação a mercado de seu estoque de terreno e obras em andamento. Esse ativo consiste em um terreno, situado na Rua Teixeira de Melo, Cidade e Estado do Rio de Janeiro, o qual foi avaliado pelo Método Comparativo Direto de Dados de Mercado.

O patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para Mapisa e, subsequentemente, para a MONTEIRO ARANHA.

#### ○ **PRS XXIV INCORPORADORA S.A.**

Foi feito um ajuste no patrimônio na PRS XXII, coligada da PRS XXIV, devido a uma avaliação a mercado de seu estoque de imóveis em construção. Esse ativo consiste em 37 (trinta e sete) unidades residenciais, situadas no Condomínio Reserva do Conde Residencial Clube, localizado na Cidade e Estado do Rio de Janeiro, as quais foram avaliadas pelo Método Comparativo Direto de Dados de Mercado.

O patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para PRS XXIV e, subsequentemente, para a MAPISA e a MONTEIRO ARANHA.

Ainda, cabe destacar que há uma diferença temporal de 60 dias na informação trimestral da PRS XXIV para com a MONTEIRO ARANHA, conforme citado em nota explicativa número 2.1 do ITR de 31 de março de 2020.

#### ○ **CARAPA EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.**

Foi feito um ajuste a mercado no patrimônio da Carapa, devido a uma avaliação a mercado dos imóveis a comercializar. Esse ativo consiste em 48 (quarenta e oito) unidades residenciais, situadas no Condomínio Norte Nobre Clube Residencial, e um terreno, ambos localizados na Cidade e Estado do Rio de Janeiro. O estoque de apartamentos foi avaliado pelo Método Comparativo Direto de Dados de Mercado e o Estoque de Terrenos pelo Método Involutivo.

O patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para a MAPISA e, subsequentemente, para a MONTEIRO ARANHA.

○ **MAPISA I S.A.**

Foi feito um ajuste a mercado no patrimônio de Mapisa I, devido a uma avaliação a mercado de seu estoque de imóveis. Esse ativo consiste em 07 (sete) unidades residenciais, situadas no Condomínio *Evidence Quality Life*, localizado na Cidade e Estado do Rio de Janeiro, as quais foram avaliadas pelo Método Comparativo Direto de Dados de Mercado. Esse ajuste a valor de mercado foi refletido via equivalência patrimonial para a Mapisa e, subsequentemente, para a MONTEIRO ARANHA.

Além disso, JSC Mapisa é coligada da Mapisa I. O estoque de imóveis da JSC Mapisa corresponde a 07 (sete) apartamentos e outros ativos residenciais, conforme detalhados no Anexo 9, localizados na Cidade de Fortaleza, Estado do Ceará, os quais foram avaliados pelo Método Comparativo Direto. O patrimônio líquido de JSC Mapisa ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para a MAPISA I e, subsequentemente, para a Mapisa e a MONTEIRO ARANHA.

○ **HESA 159 INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.**

Foi feito um ajuste a mercado no patrimônio de HESA 159, devido a uma avaliação a mercado de seu estoque de terrenos. Esse ativo consiste em 01 (um) terreno situado na Avenida João Dias, localizado na Cidade e Estado De São Paulo, o qual foi avaliado pelo Método Involutivo.

O patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi então refletido via equivalência patrimonial para a Mapisa e, subsequentemente, para a MONTEIRO ARANHA.

**8.6.2. PARTICIPAÇÃO EM COLIGADAS**

▪ **KLABIN S.A E ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.**

A avaliação a mercado das ações Klabin S.A. e Ultrapar Participações S.A. detidas diretamente pela MONTEIRO ARANHA foi realizada de acordo com a metodologia do preço médio ponderado pelo volume durante 12 (doze) meses imediatamente anteriores a data-base do Relatório. As séries históricas dos preços de fechamento e volumes transacionados estão disponíveis nos Anexos 4 e 5, de acordo com a base de dados da plataforma Refinitiv Eikon<sup>14</sup>.

Em ambos os casos, o valor da participação da MONTEIRO ARANHA foi definido pela quantidade de ações de Klabin S.A. e Ultrapar Participações S.A. que a COMPANHIA detém, multiplicados pelo preço médio ponderado pelo volume, conforme tabela a seguir.

COMPANHIA	TICKER	VWAP	QUANTIDADE
Klabin S.A.	KLBN11	R\$ 16,63	70.128.489
Ultrapar Participações S.A.	UGPA3	R\$ 19,36	32.817.198

<sup>14</sup> <http://solutions.refinitiv.com/eikon-trading-software/>



Cabe salientar que esses valores se referem aos investimentos realizados diretamente pela MONTEIRO ARANHA, contabilizados como participação em coligadas. Logo, não refletem a posição acionária do Fundo Bergen.

Foi considerada, também, uma provisão de tributação referente ao ganho de capital. O ganho de capital é definido pela diferença entre o valor resultante do VWAP multiplicado pela quantidade de ações, subtraído pelo seu custo fiscal. Os valores de custo fiscal, por sua vez, refletem ajustes tributários que os diferem dos valores contábeis, os quais foram informados pela COMPANHIA. Assim, foi calculado 34% de imposto diferido.

- **VISTA GOLF EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.**

O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

### **8.6.3. PARTICIPAÇÕES EM DEMAIS EMPRESAS**

- **SOGEMAR - SOCIEDADE GERAL DAS MARCAS LTDA**

A Klabin possui um contrato de licenciamento de uso de marcas com a empresa Sogemar. Nesse contexto, a Sogemar possui a titularidade das marcas vinculadas a produtos de papel cartão e caixas de papelão ondulado, recebendo, dessa forma, *royalties* de 1,3657% sobre seu faturamento líquido.

Conforme noticiado em diversas mídias, como no jornal Valor Econômico<sup>15</sup> e em Fato Relevante divulgado pela Klabin em 22 de julho 2020, o conselho de administração da Klabin, aprovou, em 21 de julho 2020, pela maioria de seus membros independentes, os termos de negociação procedida entre a diretoria da Klabin e a Sogemar. A negociação prevê a incorporação da Sogemar por meio da emissão de 92.902.188 ações ordinárias (com *lock up* de 05 anos) da Klabin em favor dos acionistas da Sogemar, totalizando um valor de transação de R\$ 367 milhões. Atualmente, a Sogemar é controlada por membros da família Klabin.

O valor de R\$ 367 milhões foi negociado entre Klabin e Sogemar e aprovado em conselho de administração da Klabin. Portanto, o valor desta negociação é o melhor indicativo como valor de mercado da Sogemar.

A incorporação ainda dependerá da aprovação da maioria dos acionistas presentes em assembleia geral, a qual será convocada pela Klabin, onde serão convocados os titulares de ações ordinárias e preferenciais. Contudo, os titulares que também são sócios da Sogemar - direta ou indiretamente - não poderão votar. Dessa forma, entende-se que essa operação de aquisição não ocorrerá apenas se os acionistas da Klabin discordarem e entenderem que o valor do contrato com a Sogemar seja inferior aos R\$ 367 milhões que está em pauta.

---

<sup>15</sup> BRANDÃO, Raquel. Conselho da Klabin aprova incorporação da Sogemar. Valor Econômico. São Paulo, 20 de julho de 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/07/22/conselho-da-klabin-aprova-incorporacao-da-sogemar.ghtml>>. Acesso em: 28 de julho de 2020.

Corroborando o que foi exposto anteriormente, pode-se destacar ainda que:

- (i) Conforme comunicado<sup>16</sup> da Klabin ao mercado na data de 08 de abril de 2020, no item 5 da página 21, as partes nessa transação não são independentes (uma vez que os controladores da Sogemar são os mesmos da Klabin) e, portanto, descaracterizam o fluxo de contrato como padrão de mercado.
- (ii) O contrato pode sofrer uma tentativa de interrupção por parte dos acionistas da Klabin, ainda que em desacordo com a administração da companhia, bem como ocorreu em 2019 e divulgado em fato relevante da Klabin na data de 06 de março de 2019, trazendo riscos e incertezas ao fluxo de caixa esperado para o contrato.
- (iii) O montante de *royalties* recebido pela Sogemar pode ser reduzido caso a Klabin crie novas marcas e cesse a utilização das marcas envolvidas no contrato com a Sogemar.
- (iv) O fluxo de pagamento de *royalties* está sujeito a fatores externos como concorrência, situação econômica, dentre outros.

Isso posto, e tendo como base evidência de mercado do valor que a Sogemar estaria disposta a receber, perante todos os riscos de continuidade do contrato em um cenário de sua incorporação e conseqüentemente interrupção, conclui-se que a melhor estimativa de valor de mercado efetivo

do contrato da Sogemar, com base nos fatos relevantes divulgados é de R\$ 367 milhões.

A MONTEIRO ARANHA não possui direito a veto sobre a proposta de venda/incorporação, sendo assim, sob uma ótica de liquidação de Sogemar, a sua participação de 15% sobre Sogemar está atrelada ao valor proposto de R\$ 367 milhões.

Ademais, conforme divulgado em fato relevante mencionado acima, o saldo de R\$ 367 milhões é datado para o dia 25 de junho de 2020, com base em uma atualização realizada pelo CDI, desde 27 de junho de 2019. Como a data-base do Laudo é de 31 de março de 2020, foi feita uma atualização para a data-base, utilizando o valor do CDI do período entre 31 de março de 2020 a 25 de junho de 2020, no valor de 0,7%, conforme apurado pelo Ipeadata<sup>17</sup> e detalhado no Anexo 7 do Laudo.

Dessa forma, após considerar todas as ressalvas feitas, conclui-se que o valor de mercado de Sogemar é R\$ 364.461 mil, já refletindo a variação acumulada do CDI até 31 de março de 2020, por não haver indícios claros de mercado de que o valor será efetivamente negociado a um montante menor ou maior do que o divulgado em fato relevante.

<sup>16</sup> KLABIN S.A. Comunicado ao Mercado. São Paulo, 08 de abril de 2020. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/1c41fa99-efe7-4e72-81dd-5b571f5aa376/b51b322d-5b13-68dc-d7b1-c3dd7094195e?origin=1>> Acesso em: 28 jul. 2020.

<sup>17</sup> IPEADATA. Taxa de juros: CDI / Overnight, 28 de julho de 2020. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 28 de julho de 2020.

#### 8.6.4. OUTROS INVESTIMENTOS

##### ▪ OBRAS DE ARTE

Conforme informado pela administração da MONTEIRO ARANHA, o valor de mercado das obras de arte é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso por não há ajuste a mercado relevante.

##### ▪ FINOR - FUNDO DE INVESTIMENTOS DO NORDESTE

O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

##### ▪ EMBRAER S.A.

O valor de mercado é semelhante ou idêntico ao valor contábil, por isso não há ajuste a mercado relevante.

#### 8.6.5. PROPRIEDADE PARA INVESTIMENTO

##### ▪ 16 VAGAS DE GARAGEM - PRAIA DE BOTAFOGO, Nº 216

Consiste em 16 (dezesesseis) vagas de garagem no Edifício 9 de Julho, nºs 319 a 332, Salas 401 e 402, situadas na Praia de Botafogo, nº 216, Botafogo, Cidade e Estado do Rio de Janeiro. Esse ativo foi avaliado pelo Método Comparativo Direto. Entretanto, o saldo já se encontrava a valor de mercado. Portanto, não foi realizado ajuste no patrimônio líquido da MONTEIRO ARANHA.

##### ▪ EDIFÍCIO MONTEIRO ARANHA

Corresponde ao Edifício Monteiro Aranha S.A. (MASA) e à Casa Anexa, situados na Ladeira de Nossa Senhora, nºs 163 e 193, Glória, Cidade e Estado do Rio de

Janeiro. Esse ativo foi avaliado pelo Método Comparativo Direto. Entretanto, o saldo já se encontrava a valor de mercado. Portanto, não foi realizado ajuste no patrimônio líquido da MONTEIRO ARANHA.

Cabe ressaltar que:

- A MONTEIRO ARANHA realizou uma outra avaliação do Edifício Monteiro Aranha com a empresa CBRE. O relatório da CBRE, com data de 20 de março de 2020, apontou um valor de mercado de R\$ 16.900 mil. Entretanto, no presente Laudo, foram mantidos os valores de avaliação realizados pela APSIS e detalhados no Anexo 9.
- Houve, após a data-base, a alienação desse ativo pelo montante de R\$ 22.000 mil, superior ao valor contabilizado. Entretanto, essa transação é reflexo de negociações entre partes relacionadas que não seguem, necessariamente, dinâmicas de interação entre agentes econômicos independentes. Portanto, não foi considerado no presente Laudo o valor da alienação realizada.

##### ▪ EDIFÍCIO ARGENTINA, SALAS 801 E 802 - PRAIA DE BOTAFOGO, Nº 228

Consiste nos Salões 801 e 802 do Centro Empresarial Rio - Argentina, situado na Praia de Botafogo, nº 228, Botafogo, Cidade e Estado do Rio de Janeiro. Esse ativo foi avaliado pelo Método Comparativo Direto. Entretanto, o saldo já se encontrava a valor de mercado. Portanto, não foi realizado ajuste no patrimônio líquido da MONTEIRO ARANHA.

## 9. DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING

Entende-se por liquidez a habilidade de se converter bens (de qualquer nível) em dinheiro rapidamente, com o mínimo de transações e custos administrativos, e com alto nível de certeza de se realizar a quantia esperada.

Para Amihud e Mendelson (1986)<sup>18</sup>, o efeito liquidez pode ser comparado ao efeito risco sobre ativos de capital. De forma similar, investidores preferem investir em ativos líquidos, que possam ser transacionados rapidamente e com baixo custo. Assim, investimentos com liquidez menor devem oferecer retornos esperados mais altos para atrair investidores.

A MONTEIRO ARANHA é uma *holding* de capital aberto cujas ações negociadas em bolsa apresentam baixa liquidez. Tais características (ser uma *holding* e ter ações de baixa liquidez) levam a observações empíricas de deságios perante o valor de mercado das AÇÕES, conforme explicações mais detalhadas a seguir.

### 9.1. DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING OBSERVÁVEL DIRETAMENTE

Analizamos transações de aç-pescompras de grandes volumes de ações da MONTEIRO ARANHA realizadas pela SOCIEDADE TÉCNICA MONTEIRO ARANHA, conforme a tabela abaixo.

AQUISIÇÕES DE MOAR3		
DATA DE AQUISIÇÃO	QUANTIDADE	PREÇO PAGO POR AÇÃO
21/06/2017	338.000	R\$ 140,00
02/08/2017	318.900	R\$ 138,00
06/09/2017	240.000	R\$ 136,15
<b>TOTAL</b>	<b>896.900</b>	<b>R\$ 138,26</b>

Nesses eventos, esses lotes de ações foram transacionados em 2017, por agentes independentes com um desconto sobre o valor teórico ajustado a mercado. Portanto, o desconto praticado, o qual será detalhado mais adiante, é uma evidência observada diretamente no mercado.

A fim de mensurar o desconto, o valor por ação praticado em cada transação é comparado com o preço ajustado a mercado, resultante do valor patrimonial da MONTEIRO ARANHA ajustado pelo valor líquido a mercado dos investimentos em ações da Ultrapar Participações S.A. (UGPA3) e *units* de

<sup>18</sup> AMIHUUD, Yakov; MENDELSON, Haim. *Asset pricing and the bid-ask spread*. 2. Ed, Elsevier, 1986, v.17

Klabin S.A. (KLBN11) detidas pela COMPANHIA. Para tanto, o total de ações detidas pela MONTEIRO ARANHA é multiplicado pelo preço de fechamento do mesmo pregão. Como resultado, calcula-se um valor bruto de participação nas referidas coligadas, o qual posteriormente é descontado de IR e CSLL, sob alíquota de 34% sobre a diferença entre o valor de mercado e a base fiscal. Assim, obtém-se o valor líquido de ganho de capital.

Ademais, são acrescidos outros ativos e passivos pelos valores contábeis (considerado balanço de 1T2017 na operação de 21 de junho e 2017 e 2T2017 para os demais) para se chegar ao valor patrimonial ajustado a mercado da COMPANHIA. Por fim, o desconto observável é resultado de 01 (um) menos a fração do valor praticado em cada operação sobre o valor patrimonial ajustado a mercado de MOAR3 na data-base da operação, conforme a equação abaixo.

$$\text{Desconto observável: } 1 - \frac{\text{Valor praticado na transação}}{\text{Valor patrimonial ajustado a mercado}}$$

Os quadros a seguir apresentam o racional dos cálculos aplicados para estimativa dos descontos médios praticados.

OPERAÇÃO DE 21/06/2017	UGPA3	KLBN11
Preços de Fechamento	R\$ 76,05	R\$ 16,80
Quantidade (mil)	24.180	72.430
Valor de Mercado Ações (R\$ mil)	R\$ 1.838.889	R\$ 1.216.821
<b>VALOR TOTAL DAS AÇÕES (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 3.055.710</b>	
Impostos sobre a diferença entre o valor de mercado e a base fiscal (R\$ mil)	-R\$ 776.559	
<b>INVESTIMENTOS LÍQUIDOS (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.279.151</b>	
Outros Ativos e Passivos (R\$ mil)	R\$ 375.115	
<b>VALOR DE MERCADO AJUSTADO MONTEIRO ARANHA (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.654.266</b>	
Quantidade de Ações MOAR3	12.251.221	
PL a mercado/Ação	R\$ 216,65	
Valor Efetivamente Pago	R\$ 140,00	
<b>DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING OBSERVADO</b>	<b>-35,38%</b>	

OPERAÇÃO DE 02/08/2017	UGPA3	KLBN11
Preços de Fechamento	R\$ 71,15	R\$ 16,15
Quantidade (mil)	23.800	72.430
Valor de Mercado Ações (R\$ mil)	R\$ 1.693.354	R\$ 1.169.741
<b>VALOR TOTAL DAS AÇÕES (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.863.095</b>	
Impostos sobre a diferença entre o valor de mercado e a base fiscal (R\$ mil)	-R\$ 702.938	
<b>INVESTIMENTOS LÍQUIDOS (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.160.157</b>	
Outros Ativos e Passivos (R\$ mil)	R\$ 401.179	
<b>VALOR DE MERCADO AJUSTADO MONTEIRO ARANHA (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.561.336</b>	
Quantidade de Ações MOAR3	12.251.221	
PL a mercado/Ação	R\$ 209,07	
Valor Efetivamente Pago	R\$ 138,00	
<b>DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING OBSERVADO</b>	<b>-33,99%</b>	

OPERAÇÃO DE 06/09/2017	UGPA3	KLBN11
Preços de Fechamento	R\$ 73,74	R\$ 17,66
Quantidade (mil)	23.800	72.430
Valor de Mercado Ações (R\$ mil)	R\$ 1.754.995	R\$ 1.279.110
<b>VALOR TOTAL DAS AÇÕES (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 3.034.105</b>	
Impostos sobre a diferença entre o valor de mercado e a base fiscal (R\$ mil)	-R\$ 763.649	
<b>INVESTIMENTOS LÍQUIDOS (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.270.456</b>	
Outros Ativos e Passivos (R\$ mil)	R\$ 401.179	
Proventos distribuídos (R\$ mil)	-R\$ 24.992	
<b>VALOR DE MERCADO AJUSTADO MONTEIRO ARANHA (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.646.643</b>	
Quantidade de Ações MOAR3	12.251.221	
PL a mercado/Ação	R\$ 216,03	
Valor Efetivamente Pago	R\$ 136,15	
<b>DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING OBSERVADO</b>	<b>-36,98%</b>	

DATA DA OPERAÇÃO	DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING OBSERVADO
21/06/2017	-35,38%
02/08/2017	-33,99%
06/09/2017	-36,98%
<b>DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING MÉDIO OBSERVADO</b>	<b>-35,45%</b>

Os cálculos realizados apontam para um desconto médio de 35,45% dos preços praticados de MOAR3 sobre os valores teóricos do Patrimônio Líquido a mercado.

Ainda, vale ressaltar que a utilização dos dados contábeis como premissa de valor para os demais ativos e passivos da MONTEIRO ARANHA não considera seus eventuais ajustes a mercado. Sendo assim, o valor ajustado da MONTEIRO ARANHA (e conseqüentemente o desconto médio apontado) trata-se de aproximações que visam enriquecer os estudos realizados e corroborar outras metodologias apontadas no Laudo.

Conforme Fato Relevante e Comunicado ao Mercado divulgados pela COMPANHIA em 02 de julho de 2020, em 15 de maio de 2020 os controladores da MONTEIRO ARANHA apresentaram uma proposta à COMPANHIA para aquisição dos imóveis condicionada à operação de permuta em negociação com a Bradesco Seguros S.A.

Considerando os valores de VWAP de Ultrapar e Klabin nos 30 dias anteriores à apresentação desta proposta (de 16 de abril a 15 de maio de 2020), somados aos demais saldos contábeis da MONTEIRO ARANHA em 1T2020, estima-se um

desconto de 38,6% sobre o valor do patrimônio líquido a mercado estimado. Entretanto, a operação foi efetivada em 02 de julho de 2020 e, portanto, considerando a atualização do valor de mercado da KLABIN e ULTRAPAR (e mantendo os demais saldos contábeis da MONTEIRO ARANHA), o desconto implícito da operação está demonstrado na tabela seguinte.

PERMUTA DE AÇÕES EM 02/07/2020	UGPA3	KLBN11
Preços de Fechamento	R\$ 18,94	R\$ 20,72
Quantidade (mil)	32.817	70.128
Valor de Mercado Ações (R\$ mil)	R\$ 621.558	R\$ 1.453.062
<b>VALOR TOTAL DAS AÇÕES (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 2.074.620</b>	
Impostos sobre a diferença entre o valor de mercado e a base fiscal (R\$ mil)	-R\$ 491.294	
<b>INVESTIMENTOS LÍQUIDOS (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 1.583.326</b>	
Outros Ativos e Passivos (R\$ mil)	R\$ 348.579	
<b>VALOR DE MERCADO AJUSTADO MONTEIRO ARANHA (R\$ MIL)</b>	<b>R\$ 1.931.905</b>	
Quantidade de Ações MOAR3	12.251.221	
PL a mercado/Ação	R\$ 157,69	
Preço equivalente da ação	R\$ 88,63	
<b>DESCONTO POR ILIQUIDEZ E HOLDING OBSERVADO</b>	<b>-43,80%</b>	

## ANÁLISE DO IMPACTO EM AJUSTES NO PREÇO EQUIVALENTE DA AÇÃO

O valor do preço equivalente da ação, na data de 02 de julho de 2020, foi utilizado como base de cálculo para apurar o Desconto por Iliquidez e  *Holding* Observado. Desta forma, é importante destacar o racional do seu cálculo.

Conforme o comunicado a mercado sobre transações entre partes relacionadas divulgado pela MONTEIRO ARANHA em 02 de julho de 2020, os controladores da MONTEIRO ARANHA adquiriram da companhia os seguintes imóveis, ambos localizados na cidade e estado do Rio de Janeiro:

- (i) Edifício Monteiro Aranha, no montante de R\$ 22.000 mil; e
- (ii) 13 (treze) pavimentos do Edifício Torre 1º de Março, no montante de R\$ 110.000 mil.

Entretanto, cabe destacar que este valor total de R\$ 132.000 mil é reflexo de negociações entre partes relacionadas que não seguem, necessariamente, dinâmicas de interação entre agentes econômicos independentes. Portanto, este valor transacionado pode não representar o valor justo do ativo

Conforme divulgado em fato relevante em 02 de julho de 2020, nesta data ocorreu uma operação de permuta entre os controladores da MONTEIRO ARANHA e Bradesco Seguros S.A. A operação envolveu a permuta de 1.562.722 ações MOAR3 como contrapartida pela transferência dos seguintes ativos:

- (i) Edifício Monteiro Aranha;
- (ii) 13 (treze) pavimentos do Edifício Torre 1º de Março; e

- (iii) 04 (quatro) pavimentos (2º, 3º, 4º e 5º) do Edifício Alberto Monteiro, situado na Av. Rio Branco, nº 80, Cidade e Estado do Rio de Janeiro. Cabe ressaltar que estes pavimentos eram de propriedade dos controladores da MONTEIRO ARANHA e, por isso, não apareceram na lista de imóveis previamente adquiridos da companhia, pelos controladores.

Conforme informado pela administração STMA, o valor total dos ativos envolvidos na transação entre os controladores da MONTEIRO ARANHA e o Bradesco Seguros S.A., foi de aproximadamente R\$ 138.500 mil, resultado dos R\$ 132.000 mil dos ativos adquiridos da MONTEIRO ARANHA e de R\$ 6.500 mil dos pavimentos pertencentes aos controladores da companhia.

Ao dividir o valor de aproximadamente R\$ 138.500 mil pela quantidade de ações negociadas, chega-se ao preço equivalente da ação de R\$ 88,63 apresentado no quadro anterior, o qual reflete um desconto total de 43,80%.

Segundo as avaliações de ativos imobiliários avaliados pela APSIS presentes neste Laudo (vide Anexos 9.2 e 9.4), o valor justo do Edifício Monteiro Aranha e dos pavimentos no Edifício Torre 1º de Março é de R\$ 20.493 mil e R\$ 91.970 mil, respectivamente. Portanto, a soma desses ativos resulta em R\$ 112.463 mil, ou seja, R\$ 19.537 mil a menos que o valor considerado na transação de R\$ 132.000 mil.



Por fim, somando o valor dos demais imóveis não avaliados (os quais já pertenciam aos controladores da MONTEIRO ARANHA), de R\$ 6.500 mil, chega-se a um valor total ajustado dos ativos de R\$ 118.963 mil. Ao dividir esse valor pela quantidade de ações, calcula-se um novo preço equivalente da ação de R\$ 76,13, o que implicaria em um desconto por iliquidez e *holding* observado ainda maior, no valor de 51,7% considerando as cotações de fechamento do dia da transação, em 02 de julho de 2020.

## 9.2. MÉTODO DESCONTO DE HOLDING

Há diversas razões para a existência do desconto em *holdings*, especialmente nas não operacionais. Esse desconto consiste na diferença do valor de mercado da *holding* (cotação das ações x número total de ações) e o valor de mercado teórico, que se obtém através do valor de mercado da soma das partes (ex.: ações de suas investidas e imóveis) que a compõem.

No artigo *Why do Holding Companies Trade at a Discount? A Clinical Study*<sup>19</sup>, são discutidos os fatores que influenciam nesse desconto. Nele, os autores defendem que a *holding* pode incorrer em custos e obrigações próprias, atrelados à sua gestão. Entretanto, o custo de *holding* não é refletido na operação das suas companhias investidas, o que justifica parte do deságio em relação ao patrimônio líquido marcado a mercado.

A *holding* pode também incorrer em um desconto de liquidez, uma vez que o volume de negócios diário das *holdings* pode ser menor do que das suas investidas.

Cabe ainda destacar que o desconto (deságio) diretamente observado de uma *holding* é um resultado líquido de desconto da *holding* parcialmente compensado por um prêmio de controle, quando a companhia o possui. Isto é, o desconto calculado sobre uma *holding* pode ser ainda maior caso ela não possua o controle sobre suas subsidiárias, uma vez que não detém o controle das suas investidas.

Posto isso, analistas, acionistas e investidores do mercado de capitais utilizam um desconto aplicado no patrimônio líquido a mercado para o cálculo do valor justo das ações das *holdings* de capital aberto.

Os descontos praticados em mercado para *holdings* podem ser observados empiricamente nas tabelas a seguir para três exemplos relevantes no cenário brasileiro, abordando *holdings* como Itaúsa S.A., Metalúrgica Gerdau S.A., e Bradespar S.A. Essas empresas configuram uma amostra diversificada, tanto em segmento de atuação como em diversificação de investimentos, e não enviesada, uma vez que dispõem de liquidez relevante - ao contrário da MONTEIRO ARANHA - para mitigar eventuais distorções de negociação. Suas cotações oferecem uma amostra de mercado refletindo o que os agentes econômicos entendem como desconto adequado das ações de uma *holding* em relação aos ativos que ela carrega.

Os descontos de *holding* apresentados a seguir são interpretados como patamares mínimos de desconto para as ações MOAR3, o qual ainda pode ser mais expressivo devido à baixa liquidez de suas ações e nível de controle que exerce sobre os investimentos, conforme mencionado.

---

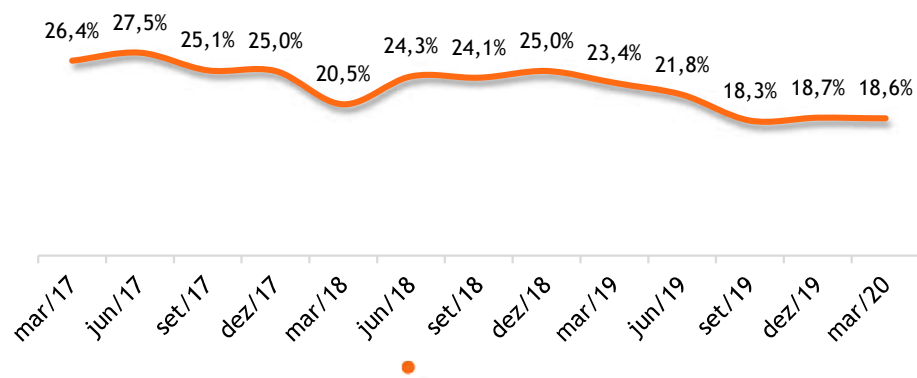
<sup>19</sup>Rommens, An & Deloof, Marc & Jegers, Marc. (2004). *Why do Holding Companies Trade at a Discount? A Clinical Study*. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/256065712\\_Why\\_do\\_Holding\\_Companies\\_Trade\\_at\\_a\\_Discount\\_A\\_Clinical\\_Study](https://www.researchgate.net/publication/256065712_Why_do_Holding_Companies_Trade_at_a_Discount_A_Clinical_Study)>. Acesso em: 30 de julho de 2020.

INVESTIMENTOS ITAÚSA	COTAÇÃO DA AÇÃO MAIS LÍQUIDA EM 31/03/2020 (R\$)	TOTAL DE AÇÕES (Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	PARTICIPAÇÃO DA ITAÚSA (%)	VALOR DE MERCADO DAS PARTICIPAÇÕES (R\$ Milhões)
Itaú	23,09	9.762	225.411	37,4%	84.279
Alpargatas	23,16	579	13.405	29,1%	3.904
Duratex S.A.	9,35	690	6.453	36,6%	2.364
NTS	N/A	N/A	N/A	7,7%	1.166
Demais Ativos e Passivos	N/A	N/A	N/A	N/A	-1.106
<b>VALOR DE MERCADO DA SOMA DAS PARTES (A)</b>					<b>90.607</b>

ITAÚSA	COTAÇÃO DA AÇÃO MAIS LÍQUIDA EM 31/03/2020 (R\$)	TOTAL DE AÇÕES (Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	PARTICIPAÇÃO DA ITAÚSA (%)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)
Itaúsa S.A.	8,77	8.411	73.763	100,0%	73.763
<b>VALOR DE MERCADO DA ITAÚSA (B)</b>					<b>73.763</b>
<b>DESCONTO DE HOLDING [1-(B/A)]</b>					<b>18,59%</b>

### Desconto de Holding - Itaúsa

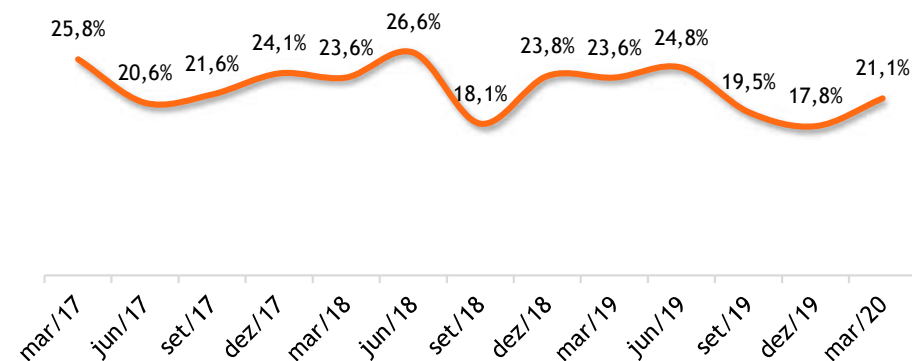


INVESTIMENTOS METALÚRGICA GERDAU	COTAÇÃO DA AÇÃO MAIS LÍQUIDA EM 31/03/2020 (R\$)	TOTAL DE AÇÕES (Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	PARTICIPAÇÃO DA METALÚRGICA GERDAU (%)	VALOR DE MERCADO DAS PARTICIPAÇÕES (R\$ Milhões)
Gerdau S.A.	10,05	1.720	17.283	37,0%	6.395
Demais Ativos e Passivos	N/A	N/A	N/A	N/A	14
<b>VALOR DE MERCADO DA SOMA DAS PARTES (A)</b>					<b>6.409</b>

METALÚRGICA GERDAU	COTAÇÃO DA AÇÃO MAIS LÍQUIDA EM 31/03/2020 (R\$)	TOTAL DE AÇÕES (Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	PARTICIPAÇÃO DA METALÚRGICA GERDAU (%)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)
Metalúrgica Gerdau S.A.	4,65	1.087	5.056	100,0%	5.056
<b>VALOR DE MERCADO DA METALÚRGICA GERDAU (B)</b>					<b>5.056</b>
<b>DESCONTO DE HOLDING [1-(B/A)]</b>					<b>21,11%</b>

### Desconto de Holding - Metalúrgica Gerdau

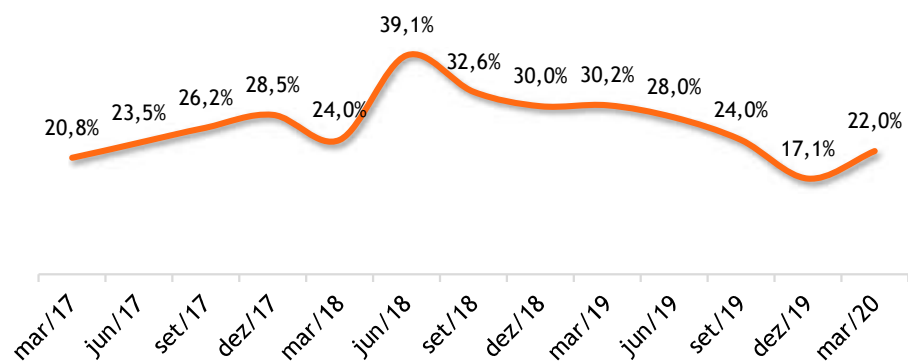


INVESTIMENTOS BRADESPAR	COTAÇÃO DA AÇÃO MAIS LÍQUIDA EM 31/03/2020 (R\$)	TOTAL DE AÇÕES (Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	PARTICIPAÇÃO DA METALÚRGICA GERDAU (%)	VALOR DE MERCADO DAS PARTICIPAÇÕES (R\$ Milhões)
Vale S.A.	43,22	5.130	221.751	5,7%	12.703
Demais Ativos e Passivos	N/A	N/A	N/A	N/A	-29
<b>VALOR DE MERCADO DA SOMA DAS PARTES (A)</b>					<b>12.674</b>

BRADESPAR	COTAÇÃO EM 31/03/2020 (R\$)	TOTAL DE AÇÕES (Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	PARTICIPAÇÃO DA METALÚRGICA GERDAU (%)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)
BRAP3	27,00	122	3.299	100,0%	3.299
BRAP4	29,16	226	6.586	100,0%	6.586
<b>VALOR DE MERCADO DA BRADESPAR (B)</b>					<b>9.885</b>
<b>DESCONTO DE HOLDING [1-(B/A)]</b>					<b>22,01 %</b>

### Desconto de *Holding* - Bradespar



Os resultados apresentados indicam que o desconto médio aplicado às *holdings* foi de 20,57% em março de 2020, conforme é possível observar na tabela abaixo.

<i>HOLDING</i>	VALOR DE MERCADO DAS PARTICIPAÇÕES <sup>20</sup> (R\$ Milhões)	VALOR DE MERCADO (R\$ Milhões)	DESÁGIO EM 31/03/2020 (%)
Itaúsa	90.607	73.763	18,59%
Metalúrgica Gerdau	6.409	5.056	21,11%
Bradespar	12.674	9.885	22,01%
<b>MÉDIA EM 31/03/2020</b>			<b>20,57%</b>

Ainda, para a mesma amostra foi calculado o desconto médio histórico de três anos. De acordo com as informações ilustradas nos gráficos anteriores, é possível calcular o desconto médio histórico de 23,99% no período de três anos, conforme a tabela a seguir.

<i>HOLDING</i>	MARÇO 2017	JUNHO 2017	SETEMBRO 2017	DEZEMBRO 2017	MARÇO 2018	JUNHO 2018	SETEMBRO 2018	DEZEMBRO 2018	MARÇO 2019	JUNHO 2019	SETEMBRO 2019	DEZEMBRO 2019	MARÇO 2020	DESCONTO MÉDIO HISTÓRICO
Itaúsa	26,4%	27,5%	25,1%	25,0%	20,5%	24,3%	24,1%	25,0%	23,4%	21,8%	18,3%	18,7%	18,6%	23,0%
Metalúrgica Gerdau	25,8%	20,6%	21,6%	24,1%	23,6%	26,6%	18,1%	23,8%	23,6%	24,8%	19,5%	17,8%	21,1%	22,4%
Bradespar	20,8%	23,5%	26,2%	28,5%	24,0%	39,1%	32,6%	30,0%	30,2%	28,0%	24,0%	17,1%	22,0%	26,6%
<b>DESCONTO MÉDIO HISTÓRICO</b>														<b>23,99%</b>

<sup>20</sup> Considera os investimentos que possuem ações cotadas em bolsa

### 9.3. MÉTODO DAMODARAN (2010)<sup>21</sup>

De acordo com Amihud e Mendelson (1986), o investidor tenta determinar quanto se deve pagar por um ativo, levando em consideração os fluxos de caixa que o ativo irá gerar e o quão arriscados são esses fluxos de caixa, de forma a estimar o valor intrínseco. Esse investidor também deve levar em consideração os custos de transação para vender esse ativo quando optar por fazê-lo no futuro. Sendo assim, o valor presente do ativo também deve refletir o valor esperado de todos os custos relacionados a movimentações futuras.

A magnitude do desconto por iliquidez será uma função do tempo em que investidores mantêm determinado ativo em suas carteiras e o volume de negócios daquele ativo. Seguindo essa linha de raciocínio, os períodos de detenção mais curtos e com pequenos volumes de negócios associam-se a descontos por iliquidez maiores. Essa metodologia inclui o *spread* (diferença entre o preço de compra BID e o preço de venda ASK) no cálculo do custo da transação de uma ação e, a partir dele, estima o preço justo da ação.

No mercado de ações, o *spread bid-ask* fornece uma medida direta da falta de liquidez e, em conjunto com o tempo de investimento dessas ações, pode ser empregado para estimar o desconto por iliquidez apropriado para o valor estimado. Segundo Damodaran (2010), todos os fatores que determinam o *spread*, indiretamente, determinam o desconto por iliquidez. Por exemplo, ações com baixo volume de negociações e/ou ações de baixos preços e/ou empresas com baixo *market cap*, em média, apresentam liquidez menor.

O desconto por iliquidez irá variar também de acordo com o perfil do investidor, dependendo de sua estratégia e preferência de investimento, o que é capturado no período de investimentos (PI), conforme descrito a seguir. Investidores com grandes quantidades de recursos e horizontes de tempo mais longos irão agregar um desconto por iliquidez menor do que os investidores que não possuem estas características.

Ainda, segundo Damodaran (2010), é provável que o desconto por iliquidez também varie ao longo do tempo, considerando que o desejo geral do mercado pela liquidez tenha altos e baixos e os *spreads bid-ask* alterem-se. Em outras palavras, o desconto por iliquidez atrelado ao mesmo negócio irá se modificar também ao longo do tempo para o mesmo investidor.

Em suma, Damodaran (2010) elaborou um modelo, baseado em Amihud-Mendelson (1986), chegando ao seguinte racional:

$$Desconto = \frac{\left(\frac{V-C}{V+C}\right) * \left(\frac{1}{PI}\right)}{K_e}$$

Onde:

- **V:** preço de venda (*Ask*).
- **C:** preço de compra (*Bid*).
- **PI:** período de investimento em anos.
- **Ke:** custo de capital próprio.

<sup>21</sup> DAMODARAN, Aswad. *Comatose Markets: What if liquidity is not the norm?* Nova Iorque, *Stern School of Business*, 2010, 52

## LIMITAÇÕES E APLICABILIDADE DO MODELO DE DAMODARAN NO CASO DA MONTEIRO ARANHA

O modelo de Damodaran pressupõe uma distribuição minimamente uniforme das ações em controle dos acionistas, o que implica em um nível de liquidez mínimo para o papel.

No caso específico da MONTEIRO ARANHA, observamos apenas 359 dias com negociação no período de 10 anos anteriores à data-base, conforme informações da plataforma Refinitiv Eikon. Portanto, a negociação dos papéis da MONTEIRO ARANHA representam um volume muito baixo quando comparado à média do mercado brasileiro. Vale ressaltar, também, que o modelo não contempla diretamente o volume de ações negociadas e sim apenas o *spread Bid-Ask* que está indiretamente correlacionado com volume.

### APLICAÇÃO DO MODELO

As variáveis preço de venda (*Ask*) e preço de compra (*Bid*) da ação MOAR3.SA foram extraídas da base de dados do Refinitiv Eikon, conforme é possível analisar no Anexo 2. Ainda, o Custo do Capital Próprio ( $K_e$ ) foi estimado de acordo com as premissas explicitadas no Anexo 7.

Ao aplicar a fórmula utilizando os dados da MONTEIRO ARANHA, foi gerada a seguinte tabela de descontos, testando a variável tempo de investimento:

CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO ( $K_e$ )	PERÍODO DE INVESTIMENTO	DESCONTO POR ILIQUIDEZ
14,01%	1	38,30%
	2	17,44%

Os avaliadores entendem que o prazo de 01 ano para a permanência do investidor em um papel de baixa liquidez é uma boa *proxy* para uma ação que atende aos pré-requisitos da modelagem do Damodaran (2010). Além disso, referente as ações MOAR3, esse resultado é também o mais próximo do desconto por iliquidez e *holding* praticado no mercado ao se analisar grandes volumes, conforme demonstrado na seção 9.1 - Desconto Por Iliquidez E  *Holding* Observável Diretamente. Sendo assim, os avaliadores concluem um valor de 38,30% de desconto sobre o valor das AÇÕES da MONTEIRO ARANHA calculados por meio da metodologia de Patrimônio Líquido a Mercado.

## CONCLUSÃO SOBRE OS DESCONTOS POR ILIQUIDEZ E DE *HOLDING*

Podemos concluir, pelas metodologias citadas anteriormente, que não existe um único desconto por iliquidez e *holding* observável no mercado, mas sim um intervalo que varia de 20,57% a 43,80%, como pode ser visto na tabela abaixo:

METODOLOGIA	DESCONTO POR ILIQUIDEZ E <i>HOLDING</i>
Desconto por Iliquidez e <i> Holding</i> Observável (2017)	35,45%
Desconto por Iliquidez e <i> Holding</i> Observável (2020) <sup>22</sup>	43,80%
Desconto <i> Holding</i> (em 31.03.2020)	20,57%
Desconto de <i> Holding</i> (média histórica)	23,99%
Damodaran <sup>23</sup>	38,30%

<sup>22</sup> Desconto de 51,7%, se considerar o valor do Laudo de avaliação na composição do preço equivalente da ação para apurar o desconto observável.

Apesar da MONTEIRO ARANHA ser uma *holding*, assim como a Itaúsa, a Metalúrgica Gerdau e a Bradespar aqui apresentadas, as ações de MONTEIRO ARANHA apresentam baixa liquidez. Conforme citado anteriormente e apresentado no Anexo 2, poucos são os dias em que as ações MOAR3 são negociadas em bolsa e, quando negociadas, normalmente são transacionadas em pequenos volumes. Além disso, a MONTEIRO ARANHA não possui o controle sobre suas principais investidas, ou seja, não detém prêmio de controle. Dada a subjetividade em mitigar ou separar o desconto por iliquidez do desconto de *holding* e o prêmio de controle, entende-se que o desconto total a ser aplicado na MONTEIRO ARANHA, deva ser pelo menos superior ao desconto de *holding* observado na seção 9.2 deste Laudo.

Sendo assim, os avaliadores concluíram que o desconto por iliquidez e *holding* mais adequado para ser aplicado às ações da MONTEIRO ARANHA é o da metodologia desenvolvida por Damodaran (2010), no valor de 38,30%, tendo em vista que esse resultado é também o mais próximo dos descontos observados no método observável direto destacado anteriormente na seção 9.1 deste Laudo.

<sup>23</sup> DAMODARAN, Aswad. *Comatose Markets: What if liquidity is not the norm?* Nova Iorque, Stern School of Business, 2010, 52



## 10. CONCLUSÃO

À luz dos exames realizados na documentação anteriormente mencionada e tomando por base estudos da APSIS, concluíram os avaliadores que o preço justo para a oferta pública de aquisição das **AÇÕES** é de **R\$ 100,01** (cem reais e um centavo) por ação, considerando-se a data-base de 31 de março de 2020, com desconto de 38,30%.

Os avaliadores acreditam que o valor do patrimônio líquido a mercado por ação, ajustado pelo desconto por iliquidez e de *holding* anteriormente mencionado, é o critério mais adequado para determinar o preço justo das ações da empresa, tendo em vista que a **MONTEIRO ARANHA** é uma *holding* listada em bolsa que também possui ações de baixa liquidez. No conhecimento dos avaliadores, todas as metodologias são baseadas em negociações entre partes independentes, conhecedoras do negócio, livres de pressões ou outros interesses que não a essência da transação e, por essas características, são consideradas como “*arm’s length*”.

Cabe ainda destacar que este Laudo reflete a opinião dos avaliadores quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o preço justo das **AÇÕES**, não devendo, contudo, ser entendida ou interpretada, de qualquer forma, como recomendação de aceitação do preço da Oferta a ser realizada pela **STMA**.

Tendo em vista a pandemia global causada pela COVID-19, amplamente divulgada pelos meios de comunicação nacionais e internacionais, e sem uma visão clara dos impactos que poderão ser causados, informamos que, na data-base, não foi possível quantificar implicações financeiras e qualitativas às quais a **MONTEIRO ARANHA** estará exposta. Assim, a APSIS reforça que a conclusão apresentada no presente Laudo não considera os eventuais efeitos advindos desse cenário, por serem muito recentes e ainda desconhecidos.

O Laudo de Avaliação AP-00587/20-01 foi elaborado sob a forma de Laudo Digital (documento eletrônico em *Portable Document Format* - PDF), com a certificação dos responsáveis técnicos, e impresso pela APSIS, sendo composto por 58 (cinquenta e oito) folhas digitadas de um lado e 10 (dez) anexos. A APSIS, CREA/RJ 198220062-0 e CORECON/RJ RF.02052, empresa especializada em avaliação de bens, abaixo representada legalmente pelos seus diretores, coloca-se à disposição para quaisquer esclarecimentos que, porventura, se façam necessários.

Rio de Janeiro, 03 de agosto de 2020.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Luiz Paulo Cesar Silveira".

**LUIZ PAULO CESAR SILVEIRA**  
Vice-Presidente  
(CREA/RJ 1989100165 e CRC/RJ-118263/P-0)

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Bruno Gravina Bottino".

**BRUNO GRAVINA BOTTINO**  
Projetos

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Paulo Vitor de Oliveira Blanco".

**PAULO VITOR DE OLIVEIRA BLANCO**  
Projetos (CREA/RJ 2015128037)

## 11. RELAÇÃO DE ANEXOS

1. DESCRIÇÃO DAS COMPANHIAS DA ESTRUTURA SOCIETÁRIA
2. COTAÇÃO, VOLUME, ASK E BID HISTÓRICOS DA MOAR3
3. BALANÇOS DA MONTEIRO ARANHA E SUAS INVESTIDAS
4. COTAÇÃO E VOLUMES HISTÓRICOS DAS KLBN11
5. COTAÇÃO E VOLUMES HISTÓRICOS DAS UGPA3
6. COTAÇÃO E VOLUMES HISTÓRICOS AGRO3
7. CÁLCULO DE AVALIAÇÃO DA SOGEMAR
8. CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO ( $K_e$ ) - DESCONTO POR ILIQUIDEZ
9. AVALIAÇÃO DOS EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS
10. GLOSSÁRIO

RIO DE JANEIRO - RJ  
Rua do Passeio, nº 62, 6º Andar  
Centro, CEP 20021-280  
Tel.: + 55 (21) 2212-6850 Fax: + 55 (21) 2212-6851

SÃO PAULO - SP  
Av. Angélica, nº 2.503, Conj. 101  
Consolação, CEP 01227-200  
Tel.: + 55 (11) 4550-2701