

**EXMO. SR. DR. JUIZ DE DIREITO DA 1ª VARA DE FALÊNCIAS
E RECUPERAÇÕES JUDICIAIS DE SÃO PAULO - CAPITAL****Processo nº 0121755-70.2009.8.26.0100*****Varig de México – Alienação de Ações***

ADJUD Administradores Judiciais Ltda., administradora judicial da **Massa Falida de VARIG LOGÍSTICA S.A.**, por seu representante e por seu advogado que esta subscrevem, vem, respeitosamente, à presença de V. Exa., sobre a alienação das ações da Varig de México S.A. de C. V. (VMEX), expor e ao final requerer:

Em petição de **fls. 22.095 (antes 20.676)** esta administração judicial deu ciência a V. Exa. do despacho do MM. Juiz da 1ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ, que autorizou a alienação das ações da VMEX, desde que não houvesse objeção por parte do administrador judicial da Massa Falida de S.A. Viação Aérea Rio Grandense e do Ministério Público.

Esta autorização se materializou com a decisão daquele Juízo, disponibilizada no DOE/RJ em 27/11/17, que aqui se transcreve:

Diário: D.O. Capital (RJ) UF: Rio de Janeiro	Edição: 55 Página: 217
Data de Circulação: 27/11/2017	Data de Publicação: 28/11/2017
Número CNJ: 0267447-38.2008.8.19.0001	Competência Originária: COMARCA DA CAPITAL

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO
Varas de Empresariais
1ª Vara Empresarial Procedimento Comum

Proc. 0267447-38.2008.8.19.0001 (2008.001.264608-2) - M.F. DE S/A VIAÇÃO AEREA RIO GRANDENSE E OUTRO X M.F. DE S/A VIAÇÃO AÉREA RIO-GRANDENSE E OUTROS Administrador Judicial: NOGUEIRA & BRAGANÇA ADVOGADOS ASSOCIADOS (Adv(s). Dr(a). WAGNER BRAGANCA (OAB/RJ-109734), Dr(a). FÁBIO NOGUEIRA FERNANDES (OAB/RJ-109339), Dr(a). BIANCA SOUZA SANT'ANNA (OAB/RJ-109581) VARIG LOGÍSTICA S A VARILOG E OUTROS VARIG LOGÍSTICA S/A ("VARIGLOG") E OUTRO, Dr(a). SANDRA REGINA SOLLA (OAB/SP-154631) X VOLO DO BRASIL S A E OUTROS (Adv(s). Dr(a). RODOLFO DEROSI CABREIRA (OAB/RJ-131023), Dr(a). LAURA MENDES BUMACHAR (OAB/RJ-102691), Dr(a). TATIANE ALBUQUERQUE PAULINO DO AMARAL (OAB/RJ-124428), Dr(a). RENATA SAUCEDO PONTES (OAB/SP-168312), Dr(a). PAULA CAVERSAN ANTUNES (OAB/PR-026041), Dr(a). PAULO DE TARSO DO NASCIMENTO MAGALHAES (OAB/SP-130676), Dr(a). RICARDO BOCCHINO FERRARI (OAB/SP-130678) **Despacho: Fls. 724/727: considerando o parecer favorável do MP às fls. 914vº, autorizo a alienação das ações representativas da totalidade do capital social da Varig de México S/A por pregão. Oficie-se como requerido. Considerando que a 1ª ré ofereceu recurso tempestivo de apelação (fls. 763/788) que foi contra-arrazoado pela autora (fls. 816/827), havendo, inclusive, manifestação recursal do MP (fls. 915/915vº), subam os autos à 4ª Câmara Cível do TJRJ, com as nossas homenagens.**

Ciente da autorização do MM. Juízo da 1ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ, esta administração judicial providenciou atualização da avaliação realizada em **26/01/17**, que resultou, de acordo com a correspondência da empresa mexicana GIDARI, S.C., datada de **31/01/18**, na seguinte conclusão, extraída do relatório de avaliação em anexo (**Doc. 01**), acompanhado da devida tradução (**Doc. 02**):

4. RESULTADOS

...

Considerando o cenário com aumento de capacidade estima-se o valor da empresa de \$ 188,6 milhões de pesos. (Anexo 3).

Estes valores representam, podendo sofrer variação para mais ou menos dependendo da variação cambial, o montante de **R\$ 32 milhões de reais**.

Outro aspecto relevante é o possível ingresso de dividendos no caixa da Massa no montante de \$ 92 milhões de pesos, equivalentes hoje a **R\$ 15 milhões de reais**, dependentes, contudo, de realização de Assembleia de Acionistas da VMEX, cujo evento deverá ocorrer em até 45 dias.

Ressalte-se que todo e qualquer valor arrecadado pela Massa deverá ficar bloqueado, conforme decidido por V. Exa. às **fls. 18.755 (antes 16.860)**, que também está de acordo com o entendimento do MM. Juízo da 1ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ:

“...deverá o administrador judicial providenciar a venda da Varig México, com depósito do resultado da alienação em conta judicial remunerada, ...”

Dessa forma e consoante art. 142, da Lei 11.101/2005, **REQUER-SE** a V. Exa. autorização para a alienação das ações representativas da totalidade do capital social da Varig de México S.A. de C.V. (**VMEX**) em uma das três modalidades estabelecidas pela lei, quais sejam, leilão, carta ou pregão, tendo como preço mínimo o valor de **R\$ 32.000.000,00** (trinta e dois milhões).

Caso a opção desse MM. Juízo seja pelo leilão, segue em anexo minuta de Edital (**Doc. 03**), para aprovação, onde consta a indicação do leiloeiro e das condições de realização do evento, seguindo procedimentos adotados em leilões do gênero por esta administração judicial, cujas principais informações são transcritas a seguir:

DO CONDUTOR DO LEILÃO – O leilão será conduzido pelo Leiloeiro Oficial Sr. Renato S. Moysés, matriculado na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP sob o nº 654.

DO LEILÃO – O leilão será realizado por **MEIO ELETRÔNICO**, através do Portal www.superbidjudicial.com.br. O 1º pregão terá início em **15/05/2018**, a partir das **14:30** horas, encerrando-se em 03 (três) dias úteis, em **17/05/2018**, às **14:30** horas.

Caso os lances ofertados não atinjam o valor da avaliação das ações no 1º pregão, o leilão seguir-se-á sem interrupção até às **14:30** horas do dia **05/06/2018** - 2º pregão.

No último dia do 2º pregão (05/06/2018), a partir das 10:00 horas, serão admitidos lances orais no auditório da Superbid, na Av. Engenheiro Luiz Carlos Berrini, nº. 105 – 4º. Andar – Ed. Berrini One – Vila Olímpia – São Paulo/SP, em igualdade de condições.

DO VALOR DE VENDA DAS AÇÕES – No primeiro pregão, o valor mínimo para a venda das ações apregoadas será o valor da avaliação, ou seja: R\$ 32.000.000,00 (Trinta e dois milhões de reais). No segundo pregão, não serão aceitos lances inferiores a 60% (sessenta por cento) do valor da avaliação judicial.

DO LANCE CONDICIONAL – Os lances que não atingirem o valor mínimo de venda serão recebidos condicionalmente e sujeitos a posterior aprovação do Juízo responsável, desde que prestada caução pelo ofertante de 20% (vinte por cento) do lance ofertado, por meio de depósito identificado na conta da Massa Falida do Banco Santos S/A, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas após o encerramento do pregão.

Aprovado o lance vencedor condicional, o arrematante deverá realizar os pagamentos correspondentes (preço do bem arrematado e comissão, no prazo de 72 (setenta e duas) horas a contar da data da comunicação da liberação da venda, deduzido o valor da caução.

No caso de não aprovação da venda pelo preço ofertado, o ofertante será comunicado e o lance será desconsiderado, com a devolução total da caução, por meio de transferência bancária na mesma conta por ele utilizada.

DA COMISSÃO – O arrematante deverá pagar, a título de comissão, o valor correspondente a 5% (cinco por cento) do preço de arrematação das ações.

Termos em que,
Pede Deferimento.
São Paulo, 23 de março de 2018

ADJUD Administradores Judiciais Ltda.
Vânio Cesar Pickler Aguiar
p/ Administradora Judicial

João Carlos Silveira
OAB/SP 52.052

DOC. 01

México, D.F., a 31 de enero de 2018.

Sr. Miguel Bellas
Varig de México, S.A. de C.V.
P R E S E N T E

Estimado Sr. Bellas:

Se nos solicitó actualizar nuestra opinión desde el punto de vista económico-financiero respecto al valor de negocio de la empresa Varig de México, S.A. de C.V. para 2018.

Nuestra opinión se basa exclusivamente en la información proporcionada por Varig de México, S.A. de C.V., la cual se enlista a continuación:

- Estado de resultados y balance general dictaminados para 2016 y no dictaminados 2017 (hasta noviembre), así como balanzas de comprobación mensuales (también hasta noviembre de 2017).
- Reportes mensuales de operaciones con principales clientes (agentes aduanales y de carga). Enero de 2006 – Diciembre de 2017.
- Información sobre negociaciones con clientes potenciales susceptibles de iniciar operaciones en 2018.
- Valuaciones financieras de Varig de México, S.A. de C.V. elaboradas previamente en 2008, 2013 y en particular de diciembre de 2016, la cual se actualiza con esta opinión.
- Información recabada de reunión con personal directivo de Varig de México, S.A. de C.V. en las cuales se trataron exclusivamente los temas sobre la situación actual y el potencial operativo de la empresa, proyectos de inversión, obligaciones extraordinarias futuras y su estructura de costos.

Con el objeto de realizar nuestra estimación, hemos tomado las fuentes de información arriba señaladas como confiables y correctas. No hemos intentado verificar de manera independiente dicha información, ni tampoco asumimos responsabilidad para hacerlo.

El análisis y estimación vertidos en esta carta y el documento anexo han sido realizados con base en toda la información disponible, así como en nuestro mejor criterio sobre las condiciones económicas, financieras y de mercado relacionadas con Varig de México, S.A. de C.V.

No asumimos ninguna responsabilidad respecto al análisis y estimación en el caso de que cambiaran significativamente las condiciones e información antes mencionadas como resultado de eventos o circunstancias futuras o bien, no presentadas por Varig de México, S.A. de C.V. Nos reservamos el derecho para revisar o modificar el análisis y estimación, en caso

de que así se nos solicite, con base en la entrega de información adicional y cuando se justifique un cambio significativo en los supuestos en los que se sustentaron.

Esta carta y los resultados del análisis expresados en la misma y en el documento de análisis anexo son para el uso exclusivo de Varig de México, S.A. de C.V.

Sujeto a lo señalado anteriormente, los resultados de nuestro análisis, con la estimación del valor del negocio de Varig de México, S.A. de C.V. se encuentran expresados en el documento anexo a esta carta.

Atentamente,



Lic. José Alfredo Chávez Carrera
Socio Consultor
Gidari, S.C.

México, D.F., a 31 de enero de 2018.

Sr. Miguel Bellas
Varig de México, S.A. de C.V.
P R E S E N T E

Estimado Sr. Bellas:

De manera complementaria a la actualización de nuestra opinión desde el punto de vista económico-financiero respecto al valor de negocio de la empresa Varig de México, S.A. de C.V. ("Varig") para 2018, se nos solicitó evaluar cuál sería el efecto en el valor del negocio en el caso de que se **pague un dividendo** a los accionistas de la empresa por un monto de \$65,000,000 pesos M.N.

El efecto del pago de dicho dividendo sería **reducir el valor de los activos líquidos en exceso de forma proporcional al monto del dividendo**; sin embargo, **no se afectaría el valor presente neto (VPN)** de los flujos descontados de efectivo de la operación de la empresa (\$188.6 millones de pesos en el escenario Base).

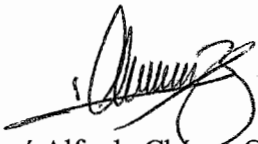
Esta opinión se basa exclusivamente en los siguientes supuestos:

- Que se trata de un dividendo en efectivo,
- que la fuente del dividendo serían los recursos líquidos en exceso que se tienen actualmente en bancos e inversiones (y que su distribución no pone en riesgo el capital contable de la empresa) y que,
- como se comentó en la reunión con la Dirección General de Varig, no existen proyectos de infraestructura u operativos adicionales con una rentabilidad mayor que pudieran financiarse con dichos recursos.

Se reitera que dichas consideraciones se basan exclusivamente en la hipótesis planteada por Varig, así como en los supuestos previamente señalados; las conclusiones podrían variar en caso de que aquella hipótesis o dichos supuestos fueran diferentes o se incluyeran otros adicionales.

Asimismo, esta opinión debe interpretarse exclusivamente como parte integrante de la actualización de la opinión sobre el valor del negocio solicitada por Varig.

Atentamente,



Lic. José Alfredo Chávez Carrera
Socio Consultor
Gidari, S.C.

ACTUALIZACIÓN DEL ANÁLISIS DE VALUACIÓN DE VARIG DE MEXICO, S.A. DE C.V.

(A diciembre de 2017)

---Documento confidencial y privado---

1. RESUMEN

A solicitud de Varig de México, S.A. de C.V., se realizó un análisis económico-financiero para actualizar la estimación del valor de la empresa. Para dicho análisis se utilizó el método de flujos descontados de efectivo (*Discounted cash flows, en lo sucesivo "FDE"*), ampliamente utilizado en los campos de la economía y las finanzas cuando se busca estimar el valor de una empresa o cualquier activo.

Al método utilizado, se le hicieron los ajustes necesarios considerando la naturaleza privada de la empresa, la dimensión y características de sus actividades operativas, así como la situación de reestructura y crecimiento en que se encuentra en la actualidad.

El método de FDE vincula el valor de un activo con el valor presente de los flujos de efectivo futuros libres esperados del mismo.

El método de flujos de efectivo descontados requiere utilizar el flujo de efectivo libre resultante de la operación el cual se puede obtener a partir de la información de los estados de resultados excluyendo las partidas no monetarias y sustrayendo los requerimientos de capital de trabajo e inversión.

La actualización de la valuación no incluye el valor de activos no operativos ni tangibles en los cuales ha invertido la empresa en el pasado y que se encuentran vigentes como es el caso del cumplimiento de las Normas Oficiales Mexicanas en materia de protección civil.

De manera complementaria, principalmente para contrastar los resultados de la actualización de la valuación mediante FDE, se realizó un análisis de múltiples comparables de empresas del mismo sector económico o de sectores relacionados, que pueden tener una estructura de costos y expectativas de flujos de efectivo similar al de Varig de México, S.A. de C.V.

2. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

Se tomaron los estados financieros anuales recientes (2016 y 2017¹), así como el historial de ventas mensuales para el periodo 2006–2017 como parámetro para modelar el crecimiento de la empresa para el periodo 2018–2022. Así mismo, se tomaron en cuenta los resultados del estudio de valuación realizado a esta misma empresa durante 2018, 2013 y particularmente, diciembre de 2016.

Para calibrar el modelo, se trabajó con directivos de Varig de México, S.A. de C.V. a fin de actualizar las conclusiones sobre factores y clientes clave que determinan los ingresos, costos directos y la capacidad máxima del almacén, así como planes de crecimiento y expectativas y tendencias de la industria. Asimismo, se determinó un

¹ Hasta el 30 de noviembre)

Periodo Base a partir de la información contable y operativa reciente como punto de partida para las proyecciones financieras y operativas.

En ese sentido, la actualización de los resultados proyectados se basan en la estrategia y acciones que ha implementado la empresa y que se ha materializado en un crecimiento notable de los ingresos, así como en una reducción y control de pasivos y obligaciones.

Cabe observar que se debieron hacer pocos ajustes a las proyecciones financieras contables, ya que por la estructura operativa de Varig de México, S.A. de C.V. los ingresos y gastos contables coinciden en un alto grado con las entradas y salidas de efectivo.

Respecto al escenario "optimista" se tomaron como válidos los supuestos utilizados en las valuaciones de 2013 y diciembre de 2016 (con excepción de un posible incremento significativo de la capacidad del almacén fiscal), respecto al proyecto para la expansión del almacén, nuevamente sin poder acreditar las posibilidades de autorización regulatoria, así como los tiempos y costos de hacerlo. Dado que se tomó como horizonte de análisis los próximos cinco años, ninguno de los tres escenarios considera en el modelo las implicaciones para el valor del negocio de la construcción del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México ("NAICM").

3. SUPUESTOS Y METODOLOGÍA DEL ANÁLISIS

A continuación se mencionan los principales supuestos considerados para actualizar los flujos de efectivo esperados y por lo tanto, el valor estimado de la empresa (véase también **Anexo 1**). Cabe señalar que dichos supuestos se sustentan en la información proporcionada por la dirección de Varig de México, S.A. de C.V. y en todo caso, su aplicación al modelo fue validada por aquella.

La metodología incluyó el análisis de los estados financieros más recientes disponibles de la empresa, en particular: estado de resultados, balance general, balanzas de comprobación y el estado de flujo de efectivo (**Anexo 9**).

Periodo Base. Parte del comportamiento observado en los años 2012-2017, considerando la restricción de crecimiento resultante del nivel de utilización de la capacidad disponible, próximo al máximo operativo. Para los costos, se tomaron en cuenta la estructura existente actual, así como los costos reportados en estados financieros para 2016 y 2017. Se tomó en cuenta también la diversificación de clientes (agentes aduanales y de carga), la diversificación de la mercancía operada por éstos, así como los prospectos de clientes nuevos. En consecuencia, la mayor parte del crecimiento proyectado es consecuencia de la recuperación del nivel de utilización a niveles previos a 2016, así como el incremento en el valor de las mercancías. (**Anexo 5**).

Periodo de Proyección de flujos de efectivo libres. Se determinó un periodo de crecimiento de cinco años, debido principalmente a una aproximación del nivel operativo máximo de utilización de la capacidad. En consecuencia, el modelo de FDE, considera cinco periodos anuales (de crecimiento) y posteriormente se aplica un valor terminal (una perpetuidad del flujo de efectivo libre obtenido) después de 2022. Como se indica, el periodo de crecimiento coincide con el probable inicio de operaciones del NAICM.

Valor terminal. Posteriormente se asume un valor terminal que aproxima el resto de la duración de la concesión,² en donde el crecimiento esperado es en términos nominales en proporción con los incrementos anuales de tarifas publicadas, equivalente al 4.0% en el **Escenario Base**³. Asimismo, se asume un crecimiento de largo plazo de 3.0% de la economía en general, el cual está en línea con el pronóstico oficial de crecimiento del PIB para los próximos años.

Escenarios. Como se señala previamente en esta actualización del Estudio, se consideraron tres escenarios distintos, dependientes de las decisiones de inversión, la capacidad para retener o atraer nuevos clientes y del entorno de la industria.

Expectativas de ingresos. Para ingresos en el Periodo Base, se tomó la evolución de los últimos cinco años, modelando una recuperación con respecto al último bienio.

² Si bien la duración de la concesión y una posible renovación de la misma, representan un tiempo finito, puede ser aproximado por un valor terminal (perpetuidad), dado que la ponderación de éste en la valuación es reducida debido a la tasa de descuento.

³ Aunque las tarifas pueden no incrementarse en la práctica de manera anual, se modela como si así fuera, sin que el supuesto implique que el modelo pierda aplicabilidad al caso real.

Asimismo, se tomó en cuenta la restricción al crecimiento de los ingresos que significa la capacidad máxima del almacén. Se asume, una recuperación a partir de 2018 en línea con la evolución de los últimos meses de 2017 y las expectativas para este año, al recuperarse la utilización de capacidad de clientes actuales y la probable adición de nuevos clientes. Para el periodo 2018-2022 se asume un crecimiento positivo pero a una tasa decreciente.

Las estimaciones anteriores se basan en los siguientes elementos.

- Nivel de operación con tendencia de crecimiento promedio 2012-2017.
- Capacidad máxima operativa estimada del almacén.
- Tendencias de la economía mexicana y de la industria de servicios a mercancías de comercio exterior.
- Estrategia de dirección de Varig de México, S.A. de C.V. para recuperación de niveles de utilización y desarrollo de nuevos clientes.
- Estrategia de racionalización y eficiencia de costos durante 2016-2017.
- Valor de activos líquidos en exceso y de obligación fiscal extraordinaria.

Crecimiento anual tarifas. Se considera un crecimiento anual promedio de tarifas (precios de lista y efectivas) de 4%. Este nivel, se obtiene a partir de política últimos años, tendencia esperada de largo plazo de la inflación en México, así como el nivel de competencia existente entre almacenes fiscales en la Aduana del AICM.

Requerimientos de capital de trabajo. Se asumió que los requerimientos netos de capital de trabajo son reducidos durante todo el periodo, esto debido al equilibrio en el flujo de caja que caracteriza al negocio. No se consideran requerimientos distintos para el Escenario sin Crecimiento y se consideran requerimientos moderadamente superiores para el Escenario con Expansión.

Requerimientos de inversión en capital. Con base en las reuniones sostenidas con el personal directivo de Varig de México, S.A. de C.V., en las cuales se analizaron la estrategia y las necesidades operativas futuras, así como del análisis de las balanzas de comprobación contables, se desprende que no existen requerimientos importantes de gasto de capital futuros. Los activos que requieren reposición son mínimos, debido al modelo de arrendamiento de estos.

Crecimiento de gastos generales y salarios y compensaciones al personal. Se consideró el crecimiento de gastos generales y salarios y compensaciones al personal de 4% y 5% respectivamente. Lo anterior está en línea con el crecimiento de los últimos años de la inflación (con excepción de 2017) y de los salarios mínimos, así como las proyecciones que hacen de éstos las autoridades y los analistas privados.

Tasa de impuestos. Se asigna la tasa de ISR vigente de 30% para los cinco años proyectados y el valor terminal. No se consideran posibilidades de compensaciones de distintos impuestos o de deducciones adicionales que, de existir, reducirían la carga tributaria e incrementarían los flujos libres de efectivo y por lo tanto, la valuación del negocio.

Costo de capital (tasa de descuento). De manera consistente con las técnicas comúnmente utilizadas para la valuación de empresas, se utilizó el costo de capital de la empresa como tasa de descuento de los flujos esperados. El costo de capital se define como:

"Las expectativas del accionista y del proveedor de financiamiento de ser compensados por el costo de oportunidad de invertir en los fondos de un solo negocio, en lugar de invertir en otros activos con equivalente riesgo."⁴

Para la determinación del costo de capital de Varig de México, S.A. de C.V., se siguió una variante del modelo de valuación de activos de capital o "CAPM" (Capital Asset Pricing Model), adecuado para empresas de economías emergentes, en el cual se asigna una prima de riesgo adicional acorde a las características específicas de la empresa. Se estimó un valor de 16.3% para dicha variable en el escenario base.

En su forma más elemental, este modelo se basa en la siguiente formula:

$$\text{Costo de capital} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Donde:

R_f = Tasa de rendimiento libre de riesgo.

β = Beta de la empresa (Correlación del rendimiento de la empresa con el del Mercado).

$R_m - R_f$ = Prima de riesgo sobre el rendimiento del mercado (de capitales).

Al no contar la empresa con un endeudamiento actual importante o expectativas de tenerlo en el futuro, la tasa requerida por el capital de la empresa equivale a la tasa con que se descuentan sus flujos futuros de efectivo.

Se utilizó como prima de riesgo para México un valor de 7.9%. Este valor se basa en la prima de riesgo del mercado de capital en EE.UU. más un diferencial con base en el riesgo país conforme a los cálculos del PhD en finanzas Aswath Damodaran⁵.

A dicho modelo, se le agregó una prima de riesgo adicional por la naturaleza privada (que no se cotiza públicamente) de la empresa; así como de una prima de riesgo por su escala (por lo general los rendimientos de una empresa de menor tamaño y no diversificada son más volátiles que los de una empresa grande).

En el **Anexo 7** se desagregan los componentes por los que se llegó a la estimación de 16.3% para la tasa de costo de capital de la empresa.

Comisiones y mercancía no recuperada Se estimaron valores de 1.1% y 1.0%, respectivamente, con respecto a los ingresos. Dichos valores se basan en los observados durante el Periodo Base. Si bien, se podría haber considerado que dichas variables redujeran su proporción con respecto a ingresos en el tiempo, su

⁴ Véase, por ejemplo: Reinoso, M. y M. Sanjurjo (2004); Guía de valoración de empresas; Pearson Educación; España; Página 290.

⁵ Sitio en línea: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

tamaño impide que tales ajustes impacten significativamente los flujos de efectivo disponibles en el futuro.

Costos variables. El principal costo variable es el costo de transferencia, resultante de precisamente transferir carga de otro recinto al almacén de Varig de México, S.A. de C.V., dicho costo se modeló como porcentaje de los ingresos, considerándose un valor de 46%, el cual corresponde a un promedio de dicho costo en años recientes. Adicionalmente, en las proyecciones de flujos se consideran las comisiones y la mercancía no recuperada como un costo proporcional a los ingresos. Igual trato se el pudo haber dado a impuestos y aprovechamientos ligados con la actividad del almacén (5% por uso, goce y explotación de la concesión y 5% por aprovechamiento).

Gastos generales. Tomando en cuenta, la información financiera de Varig de México, S.A. de C.V., se tomó como periodo base 2016-2017 y principalmente los últimos doce meses más recientes disponibles (a noviembre de 2017). **(Anexo 6)**.

- Con excepción de la estimación de la obligación extraordinaria resultante de la auditoría fiscal (valuada en \$10,000,000.00 M.N.) No se observan otros gastos no recurrentes significativos (multas o sanciones), los cuales, sin embargo, no se puede asegurar no ocurran en un futuro.
- Se identificaron aquellos conceptos de gastos que en realidad podrían ser variables o semivariables, es decir, que crecerían en proporción al crecimiento de los ingresos.
- Además de los impuestos y aprovechamientos ligados con la actividad del almacén (5% por uso, goce y explotación de la concesión y 5% por aprovechamiento) y el costo de transferencia, los principales concepto de costo variable son los costos de maniobras y las desconsolidaciones de clientes.

Análisis de escenarios. Como se indica previamente, el ejercicio de valuación se complementó con base en un análisis de tres escenarios distintos. Se tomó en cuenta, además del Escenario Base, un Escenario Optimista y un Escenario sin Crecimiento. Los tres escenarios se consideran factibles, dependiendo de las decisiones estratégicas de la empresa y de la evolución de la industria.

Escenario Base (Anexo 2)

- Crecimiento esperado de carga desplazada e ingresos.
- Se incrementa el volumen de carga operada y los ingresos con respecto al Periodo Base mediante una tasa de crecimiento logarítmica (positiva pero decreciente), debido a alcance de capacidad máxima operativa.
- Tasa de costo de capital de 16.3%
- Crecimiento del negocio en el periodo estable de 3.0%.

Escenario Optimista (Anexo 3)

- Tasa de costo de capital de 16.3%.

- Crecimiento del negocio en el periodo estable de 3.5%

Escenario sin Crecimiento (Anexo 4)

- Crecimiento únicamente en términos nominales, similar al del valor terminal en los otros dos escenarios.
- Incluye la capacidad de pérdida de clientes de algunos sectores por cambios en obligaciones aduanales por creación de corredores multimodales.
- Tasa de costo de capital de 16.3%.
- Crecimiento del negocio en el periodo estable de 2.5%.

Análisis de múltiplos comparables. De manera complementaria a la valuación con base en el método FDE se realizó un análisis de los múltiplos de empresas comparables.

El análisis de múltiplos permite valorar una empresa por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. Así mismo, permite comparar si dada alguna razón financiera (Precio/Utilidad, Precio/Ventas) una empresa se encuentra sobre o subvaluada respecto a otras empresas o el promedio del mercado. A diferencia del método FDE, este método presenta ciertas desventajas, sin embargo, puede servir como complemento de de aquél.

Para el presente Estudio se tomaron las razones financieras de empresas que realizaran actividades similares o relacionadas; que cotizaran en bolsa (a fin de obtener el valor de mercado); que presentaran una estructura financiera y posición competitiva lo más parecido posible a Varig de México, S.A. de C.V.

Se puso especial énfasis en múltiplos de Precio/Utilidad Net, al ser la razón financiera más difundida por empresas y analistas. Sin embargo, también se incluyen otras razones financieras como Precio/EBITDA y Precio/Ingresos.

Así mismo, de los múltiplos de distintas empresas nacionales e internacionales que pudieran ser comparables a Varig de México, S.A. de C.V. se obtiene un nivel inferior de 252.9 millones de pesos y un nivel superior de \$338.6 millones de pesos (**Anexo 8**).

Si bien, debe reconocerse que las empresas seleccionadas presentan algunas diferencias significativas, los múltiplos obtenidos sirven al menos como parámetros para contrastar las valuaciones obtenidas por el método FDE.

4. RESULTADOS.

De las estimaciones realizadas con base en el modelo de flujos de efectivo descontados, se encontró un valor para la empresa, bajo un escenario base, de

aproximadamente **\$274.7** millones de pesos, del cual **\$175.7** millones de pesos corresponde a FDE de la operación⁶ (**Anexo 2**).

En el caso del Escenario con Incremento de Capacidad se estima un valor de la empresa de **\$285.0** millones de pesos (**Anexo 3**), como resultado de la posibilidad de incrementar el volumen de carga manejado y almacenado (**\$188.6** millones de pesos de FDE de la operación).

Tomando los escenarios optimista y pesimista, se obtiene un valor de la empresa de **\$227.9** millones de pesos, del cual **\$131.5** millones de pesos corresponden a FDE de la operación (**Anexo 4**).

Como se señala anteriormente, el modelo de valuación es especialmente sensible al tiempo de recuperación del nivel de servicio del almacén fiscal a niveles de 2013-2015, el costo de transferencia y a la tasa de costo de capital. En el modelo base, se estima de manera conservadora que dicho nivel se alcanzará hasta 2019-2020.

Comentario: Los valores obtenidos en esta actualización son un **10%-15%** respecto a la valuación de diciembre de 2016 debido principalmente a la evolución negativa de clientes durante 2016 y principios de 2017, lo cual implica una recuperación más lenta en 2018-2019, así como la consideración de la obligación fiscal extraordinaria, estimada en \$10 millones de pesos. Además, en el caso del escenario optimista, en esta ocasión no se considera la posibilidad de un proyecto de inversión para expansión significativa de la capacidad del almacén durante el periodo modelado.

⁶ La diferencia corresponde al saldo neto del valor en bancos el cual correspondería a un activo no generado por la operación futura.



5. ANEXOS

Índice

Sobre la Valuación

Modelo de Valuación

Metodología

Supuestos

Ajustes a estados financieros

Costo de Capital

Escenarios

Escenario Base

Escenario optimista

Escenario sin crecimiento

Sobre la empresa

Ventas mensuales 2006-2017 y estim 2018-2

Gastos Dic 2016 - Nov 2017

Costo de Capital 2018

Análisis de Comparables

Estados de Resultados 2016-2017

Balance General 2016 - 2017

Resumen Edo Resultados 2011-2015

ANEXO 1

Modelo de Valuación

Metodología Para la actualización de la valuación para enero de 2018 se utilizó un método tradicional de descuento de flujos de efectivo ("DFE") para accionistas de la empresa.

El método de DFE vincula el valor de un activo con el valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados del mismo.

Asimismo, el análisis se complementa con un análisis de comparables aplicables al caso de Varig de México a partir de cotizaciones de múltiplos de utilidades y ventas de negocios comparables.

- Supuestos**
1. El almacén fiscal incrementa su nivel de operación desde aprox. Un nivel de 55%-60% (nivel máximo de capacidad 1.5 millones de km mensuales).
 - 1a. Rotación de algunos de los principales clientes, pero escenario base supone demanda suficiente.
 2. A diferencia de ejercicios anteriores de valuación no se considera un supuesto de incremento de capacidad significativo (sólo 5%).
 3. Crecimiento en tarifas anual promedio de 4% (si bien los incrementos en la práctica no suelen hacerse cada año).
 4. Crecimiento de gastos generales al 4%
 5. Crecimiento de salarios y compensaciones al 4.5% anual.
 6. Costos de transferencia proporcional a los ingresos totales.
 7. Comisiones a clientes y mercancía no recuperable % fijo con respecto a ingresos totales.
 8. Se reinvierten las utilidades de los cuatro primeros años para fortalecer y crecer el negocio.
 9. Horizonte de inversión 5 años crecimiento nivel de utilización, después se modela terminal estable.
 10. Para escenario optimista, se utilizan mismos supuestos de crecimiento de capacidad que en valuación de 2016 (salvo expansión capacidad).

Ajustes a

- estados financieros**
1. Para ingresos se tomó crecimiento de últimos cinco años y expectativas empresa sobre nuevos clientes, con restricción de capacidad almacén.
 2. Para actualizar la estructura de costos y gastos se tomó últimos 12 meses (diciembre 2016-noviembre 2017)
 3. A ingresos se les restan los distintos costos y gastos operativos que implican salidas de flujo de efectivo, se excluyen partidas no tangibles (depreciación, amortización).
 4. Análisis preliminar para identificar conceptos que en realidad podrían ser variables o semivariantes.
- * Crece plantilla de manera gradual con el negocio (tomando como base estructura actual).
 - * Se asume que no se requieren reinversiones significativas en siguientes cinco años.
 - * Se incluyen cambios en capital de trabajo mínimos, conforme a pláticas con directivos Varig.
 - * El arrendamiento de montacargas se incrementa de manera proporcional y discreta con los ingresos
 - * Se modeló el efecto estacional donde en los meses intermedios (4-10) crece la actividad.

Costo de capital Para el costo de capital del negocio se tomó preliminarmente la metodología comúnmente utilizada

para el cálculo de la tasa de retorno requerido en países emergentes.

El costo de capital considerando la prima de riesgo para México es de aproximadamente 7.8%

Añadiendo una prima de riesgo por las características específicas del negocio de Varig de México, S.A. de C.V. (transporte aéreo y comercio)

(Primas de riesgo de capital por país, fuente: Damodaran)

- Ventas anuales menores a \$50 millones de USD.

- Negocio no diversificado.

- Negocio privado.

Lo anterior lleva a un costo de capital estimado de largo plazo de 16.3%.

Escenarios 1. Se consideran tres escenarios: base, optimista y pesimista.

2. Escenario Base

* Crecimiento esperado de carga desplazada e ingresos, sin incrementar capacidad.

* Se mantiene estructura actual de costos.

* Se captan nuevos clientes y se incrementa volumen de clientes actuales.

3. Escenario con Expansión de Capacidad

* Crecimiento marginal de capacidad almacén, crecimiento acelerado en ventas a partir de 2018.

* Menor crecimiento de costos generales y salarios.

* Mejor desempeño de la economía y comercio internacional, respecto a escenario base

4. Escenario Sin Crecimiento

* Crecimiento más reducido a partir de 2018, incluyendo efecto de sustitución de carga autopartes debido a régimen de tránsito interno de mercancías.

* Menor contención de costos

* Menor desempeño de la economía que escenario base.

ANEXO 2

Escenario Base

VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.	
VALUACIÓN POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	
ESCENARIO BASE	
SUPUESTOS	
Crecimiento largo plazo	3.0%
Crecimiento anual tarifas	4%
Incremento sueldos y salarios	4%
Incremento gastos generales	4%
Tasa de impuestos	30%
Costo de capital Varig	16.3%
Costo de transferencia (% Ingresos)	46%
Comisiones sobre ventas (% Ingresos)	1.1%
Mercancía irrecuperable (% Ingresos)	1.0%
Capacidad máxima almacén (Tons/mes)	1,500

Escenario Base (Cont.)

(valores en MX pesos)	PERIODO					VT
	BASE 17*	2018	2019	2020	2021	
INGRESOS						
Toneladas desplazadas	8,686	11700	13500	14760	15840	16632
Utilización promedio	0.48	0.65	0.75	0.82	0.88	0.92
Total Ingresos	\$81,402,137	\$112,943,884	\$134,229,462	\$151,160,271	\$167,087,403	\$186,126,177
COSTOS VARIABLES						
Maniobras	\$37,444,983	\$51,954,187	\$61,745,553	\$69,533,725	\$76,860,205	\$83,124,312
Desconsolidación	\$2,547,595	\$3,534,739	\$4,200,902	\$4,730,775	\$5,229,237	\$5,655,420
Comisiones	\$895,424	\$1,242,383	\$1,476,524	\$1,662,763	\$1,837,961	\$1,987,755
Mercancía irrecuperable	\$814,021	\$1,129,439	\$1,342,295	\$1,511,603	\$1,670,874	\$1,861,262
5% x uso, goce y explotación	\$1,047,543	\$1,715,899	\$2,193,421	\$2,563,090	\$2,906,557	\$3,191,909
5% x aprovechamiento Art. 15	\$1,052,680	\$1,715,899	\$2,193,421	\$2,563,090	\$2,906,557	\$3,191,909
Seguros y fianzas	\$194,052	\$269,243	\$319,985	\$360,346	\$398,314	\$430,776
Total Costos variables	\$43,996,298	\$61,561,788	\$73,472,100	\$82,925,392	\$91,809,706	\$102,346,514
Total Utilidad Bruta	\$37,405,839	\$51,382,096	\$60,757,362	\$68,234,879	\$75,277,697	\$83,779,662
GASTOS GENERALES						
Total Gastos Generales	\$19,966,502	\$20,765,162	\$21,595,769	\$22,459,600	\$23,357,984	\$24,292,303
F Remuneraciones al personal	\$9,363,907	\$9,738,463	\$10,128,002	\$10,533,122	\$10,954,447	\$11,392,625
F Contribuciones por remuneraciones	\$2,129,236	\$2,214,406	\$2,302,982	\$2,395,101	\$2,490,905	\$2,590,541
F Honorarios	\$1,140,914	\$1,186,550	\$1,234,012	\$1,283,373	\$1,334,708	\$1,388,096
F Combustibles y lubricantes	\$333,786	\$347,138	\$361,023	\$375,464	\$390,483	\$406,102
F Otros gastos administrativos	\$6,941,845	\$7,219,518	\$7,508,299	\$7,808,631	\$8,120,976	\$8,445,815
F Derecho anual Art. 40 lcn.D	\$56,815	\$59,088	\$61,451	\$63,909	\$66,466	\$69,124
Utilidad antes de intereses e impuestos	\$17,439,337	\$30,616,934	\$39,161,593	\$45,775,280	\$51,919,713	\$57,023,590
Pago de Impuestos	\$6,777,336	\$11,898,461	\$15,219,116	\$17,789,351	\$20,177,222	\$22,160,709
ISR	\$5,083,002	\$8,923,846	\$11,414,337	\$13,342,013	\$15,132,916	\$16,620,532
PTU	\$1,694,334	\$2,974,615	\$3,804,779	\$4,447,338	\$5,044,305	\$5,540,177
Requerimientos de capital netos		\$612,339	\$783,232	\$915,506	\$1,038,394	\$1,140,472
Cambio en capital de trabajo		\$654,889	\$659,465	\$742,645	\$820,894	\$887,797
Flujo de efectivo		\$17,551,245	\$22,499,780	\$26,327,778	\$29,883,202	\$32,834,612
VP de flujo de efectivo libre		\$15,088,033	\$16,627,528	\$16,725,854	\$21,833,102	\$22,179,017
(aplicando costo de capital)						
VPN Año 2018-2022						
VPN Terminal						\$92,453,534
Total VPN						
						\$83,288,427
VPN Año 2018-2022						
VPN Terminal						\$175,741,961
VPN Año 2018-2022						
VPN Terminal						\$108,969,606
VPN Año 2018-2022						
VPN Terminal						\$10,000,000
Valor total incluyendo activos no operativos						
						\$274,711,567

ANEXO 3

Escenario Optimista

VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.	
VALUACIÓN POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	
ESCENARIO BASE	
SUPUESTOS	
Crecimiento largo plazo	3.5%
Crecimiento anual tarifas	5%
Incremento sueldos y salarios	4.0%
Incremento gastos generales	3.5%
Tasa de impuestos	30%
Costo de capital Varig	16.3%
Costo de transferencia (% Ingresos)	46%
Comisiones sobre ventas (% Ingresos)	1.1%
Mercancía irrecuperable (% Ingresos)	1.0%
Capacidad máxima almacén (Tons/mes)	1,575

Escenario Optimista (Cont.)

(valores en MX pesos)	PERIODO					VT
	BASE 17*	2018	2019	2020	2021	
INGRESOS						
Toneladas desplazadas	8,686	12240	14040	15120	16200	17280
Utilización promedio	0.48	0.68	0.78	0.84	0.90	0.96
Total Ingresos	\$81,402,137	\$118,730,255	\$140,957,257	\$157,113,127	\$174,227,235	\$192,346,868
						\$199,079,008
COSTOS VARIABLES						
Maniobras	\$37,444,983	\$54,615,917	\$64,840,338	\$72,272,038	\$80,144,528	\$88,479,559
Desconsolidación	\$2,929,735	\$4,273,207	\$5,073,176	\$5,654,640	\$6,270,592	\$6,922,733
Comisiones	\$895,424	\$1,306,033	\$1,550,530	\$1,728,244	\$1,916,500	\$2,115,816
Mercancía Irrecuperable	\$814,021	\$1,187,303	\$1,409,573	\$1,571,131	\$1,742,272	\$1,923,469
5% x uso, goce y explotación	\$1,047,543	\$1,830,922	\$2,328,108	\$2,677,154	\$3,047,764	\$3,441,018
5% x aprovechamiento Art. 15	\$1,052,680	\$1,830,922	\$2,328,108	\$2,677,154	\$3,047,764	\$3,441,018
Seguros y fianzas	\$194,052	\$283,037	\$336,023	\$374,537	\$415,334	\$458,529
Total Costos variables	\$44,378,437	\$65,327,340	\$77,865,856	\$86,954,899	\$96,584,754	\$106,782,141
						\$110,511,721
Total Utilida Bruta	\$37,023,700	\$53,402,914	\$63,091,400	\$70,158,228	\$77,642,482	\$85,564,727
						\$88,567,287
GASTOS GENERALES						
Total Gastos Generales	\$19,966,502	\$20,729,352	\$21,521,472	\$22,343,988	\$23,198,072	\$24,084,941
F Remuneraciones al personal	\$9,363,907	\$9,738,463	\$10,128,002	\$10,533,122	\$10,954,447	\$11,392,625
F Contribuciones por remuneraciones	\$2,129,236	\$2,214,406	\$2,302,982	\$2,395,171	\$2,490,905	\$2,590,541
F Honorarios	\$1,140,914	\$1,186,550	\$1,234,012	\$1,283,373	\$1,334,708	\$1,388,096
F Combustibles y lubricantes	\$333,786	\$345,469	\$357,560	\$370,075	\$383,027	\$396,433
F Otros gastos administrativos	\$6,941,845	\$7,184,809	\$7,436,277	\$7,696,547	\$7,965,926	\$8,244,734
F Derecho anual Art. 40 lcn.D	\$56,815	\$59,656	\$62,639	\$65,770	\$69,059	\$72,512
						\$76,138
						\$85,561,429
Utilidad antes de intereses e impuesto	\$17,057,197	\$32,673,562	\$41,569,929	\$47,814,240	\$54,444,410	\$61,479,786
						\$63,561,429
Pago de impuestos	\$6,624,481	\$12,689,387	\$16,144,457	\$18,569,552	\$21,144,502	\$23,876,822
ISR	\$4,968,361	\$9,517,040	\$12,108,343	\$13,927,164	\$15,858,377	\$17,907,616
PTU	\$1,656,120	\$3,172,347	\$4,036,114	\$4,642,388	\$5,286,126	\$5,969,205
						\$6,171,317
Requerimientos de capital netos	\$653,471		\$831,399	\$956,285	\$1,088,888	\$1,229,596
						\$1,271,229
Cambio en capital de trabajo	\$588,891		\$699,135	\$779,267	\$864,151	\$954,023
						\$987,414
Flujo de efectivo		\$18,741,812	\$23,894,938	\$27,509,136	\$31,346,868	\$35,419,346
						\$36,617,520
VP de flujo de efectivo libre		\$16,111,511	\$17,658,561	\$17,476,363	\$22,902,478	\$23,924,944
						\$24,949,888
(aplicando costo de capital)						\$26,973,856
						\$28,998,739
						\$30,524,883
						\$32,050,931
						\$33,577,079
						\$35,103,227
						\$36,629,375
						\$38,155,523
						\$39,681,671
						\$41,207,819
						\$42,733,967
						\$44,260,115
						\$45,786,263
						\$47,312,411
						\$48,838,559
						\$50,364,707
						\$51,890,855
						\$53,417,003
						\$54,943,151
						\$56,469,299
						\$57,995,447
						\$59,521,595
						\$61,047,743
						\$62,573,891
						\$64,100,039
						\$65,626,187
						\$67,152,335
						\$68,678,483
						\$70,204,631
						\$71,730,779
						\$73,256,927
						\$74,783,075
						\$76,309,223
						\$77,835,371
						\$79,361,519
						\$80,887,667
						\$82,413,815
						\$83,939,963
						\$85,466,111
						\$86,992,259
						\$88,518,407
						\$90,044,555
						\$91,570,703
						\$93,096,851
						\$94,622,999
						\$96,149,147
						\$97,675,295
						\$99,201,443
						\$100,727,591
						\$102,253,739
						\$103,779,887
						\$105,306,035
						\$106,832,183
						\$108,358,331
						\$109,884,479
						\$111,410,627
						\$112,936,775
						\$114,462,923
						\$115,989,071
						\$117,515,219
						\$119,041,367
						\$120,567,515
						\$122,093,663
						\$123,619,811
						\$125,145,959
						\$126,672,107
						\$128,198,255
						\$129,724,403
						\$131,250,551
						\$132,776,699
						\$134,302,847
						\$135,828,995
						\$137,355,143
						\$138,881,291
						\$140,407,439
						\$141,933,587
						\$143,459,735
						\$144,985,883
						\$146,512,031
						\$148,038,179
						\$149,564,327
						\$151,090,475
						\$152,616,623
						\$154,142,771
						\$155,668,919
						\$157,195,067
						\$158,721,215
						\$160,247,363
						\$161,773,511
						\$163,299,659
						\$164,825,807
						\$166,351,955
						\$167,878,103
						\$169,404,251
						\$170,930,399
						\$172,456,547
						\$173,982,695
						\$175,508,843
						\$177,034,991
						\$178,561,139
						\$180,087,287
						\$181,613,435
						\$183,139,583
						\$184,665,731
						\$186,191,879
						\$187,718,027
						\$189,244,175
						\$190,770,323
						\$192,296,471
						\$193,822,619
						\$195,348,767
						\$196,874,915
						\$198,401,063
						\$199,927,211
						\$201,453,359
						\$202,979,507
						\$204,505,655
						\$206,031,803
						\$207,557,951
						\$209,084,099
						\$210,610,247
						\$212,136,395
						\$213,662,543
						\$215,188,691
						\$216,714,839
						\$218,240,987
						\$219,767,135
						\$221,293,283
						\$222,819,431
						\$224,345,579
						\$225,871,727
						\$227,397,875
						\$228,924,023
						\$230,450,171
						\$231,976,319
						\$233,502,467
						\$235,028,615
						\$236,554,763
						\$238,080,911
						\$239,607,059
						\$241,133,207
						\$242,659,355
						\$244,185,503
						\$245,711,651
						\$247,237,799
						\$248,763,947
						\$250,290,095
						\$251,816,243
						\$253,342,391
						\$254,868,539
						\$256,394,687
						\$257,920,835
						\$259,446,983
						\$260,973,131
						\$262,499,279
						\$264,025,427
						\$265,551,575
						\$267,077,723
						\$268,603,871
						\$270,129,019
						\$271,655,167
						\$273,181,315
						\$274,707,463
						\$276,233,611

ANEXO 4

Escenario Pesimista

VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.	
VALUACIÓN POR FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS	
ESCENARIO BASE	
SUPUESTOS	
Crecimiento largo plazo	2.5%
Crecimiento anual tarifas	4%
Incremento sueldos y salarios	5%
Incremento gastos generales	5%
Tasa de impuestos	30%
Costo de capital Varig	16.3%
Costo de transferencia (% Ingresos)	46%
Comisiones sobre ventas (% Ingresos)	2.0%
Mercancía irrecuperable (% Ingresos)	1.0%
Capacidad máxima almacén (Tons/mes)	1,500

Escenario Pesimista (Cont.)

	PERIODO					VT
	BASE 17*	2018	2019	2020	2021	
INGRESOS						
Toneladas desplazadas	8,686	10800	12240	13320	14400	15840
Utilización promedio	0.48	0.60	0.68	0.74	0.80	0.88
Total Ingresos	\$81,402,137	\$103,749,796	\$120,522,680	\$134,435,960	\$148,969,577	\$172,162,278
COSTOS VARIABLES						
Maniobras	\$37,444,983	\$47,724,906	\$55,440,433	\$61,840,542	\$68,526,006	\$77,263,071
Desconsolidación	\$2,929,735	\$3,734,047	\$4,337,718	\$4,838,469	\$5,361,546	\$6,196,272
Comisiones	\$1,628,043	\$2,074,996	\$2,410,454	\$2,688,719	\$2,979,392	\$3,443,246
Merancia irreuperable	\$814,021	\$1,037,498	\$1,205,227	\$1,344,360	\$1,489,696	\$1,721,623
5% x uso, goce y explotación	\$1,047,543	\$2,458,917	\$3,037,226	\$3,387,847	\$3,754,101	\$4,338,568
5% x aprovechamiento Art. 15	\$1,052,680	\$2,458,917	\$3,037,226	\$3,387,847	\$3,754,101	\$4,338,568
Seguros y fianzas	\$194,052	\$247,326	\$287,310	\$320,477	\$355,123	\$410,412
Total Costos variables	\$45,111,057	\$59,736,607	\$69,755,594	\$77,808,261	\$86,219,965	\$99,643,336
Total Utilida Bruta	\$36,291,080	\$44,013,189	\$50,767,086	\$56,627,699	\$62,749,612	\$72,518,942
GASTOS GENERALES						
Total Gastos Generales	\$19,966,502	\$20,964,827	\$22,013,069	\$23,113,722	\$24,269,408	\$25,482,879
F Remuneraciones al personal	\$9,363,907	\$9,832,102	\$10,323,707	\$10,839,893	\$11,381,887	\$11,950,982
F Contribuciones por remuneraciones	\$2,129,236	\$2,235,698	\$2,347,483	\$2,464,857	\$2,588,100	\$2,717,505
F Honorarios	\$1,140,914	\$1,197,959	\$1,257,857	\$1,320,750	\$1,386,788	\$1,456,127
F Combustibles y lubricantes	\$333,786	\$350,475	\$367,999	\$386,399	\$405,719	\$426,005
F Otros gastos administrativos	\$6,941,845	\$7,288,937	\$7,653,384	\$8,036,053	\$8,437,855	\$8,859,748
F Derecho anual Art. 40 lcn.D	\$56,815	\$59,656	\$62,639	\$65,770	\$69,059	\$72,512
Utilidad antes de intereses e impuestos	\$16,324,578	\$23,048,361	\$28,754,018	\$33,513,976	\$38,480,204	\$45,267,309
Pago de impuestos	\$6,331,433	\$8,939,230	\$11,152,150	\$12,998,284	\$14,924,418	\$17,748,608
ISR	\$1,748,575	\$6,704,422	\$8,364,112	\$9,748,713	\$11,193,314	\$13,311,456
PTU	\$1,582,858	\$2,234,807	\$2,788,037	\$3,249,571	\$3,731,105	\$4,437,152
Requerimientos de capital netos		\$460,967	\$2,875,402	\$1,675,699	\$1,154,406	\$915,238
Cambio en capital de trabajo		\$514,590	\$597,782	\$666,790	\$738,876	\$853,909
Flujo de efectivo		\$13,133,575	\$14,128,685	\$18,173,204	\$21,662,503	\$26,244,164
VP de flujo de efectivo libre		\$11,290,356	\$10,441,217	\$11,545,310	\$15,826,940	\$17,543,553
(aplicando costo de capital)						
VPN Año 2018-2022						
VPN Terminal						
Total VPN						
						\$66,647,377
						\$64,880,141
						\$131,527,518
(*) Activos líquidos en exceso						
(-) Obligaciones extraordinarias						
						\$106,449,252
						\$10,000,000
Valor total incluyendo activos no operativos						
						\$227,976,770

ANEXO 5

Ventas Históricas y Proyección

COMPORTAMIENTO DE CUENTAS ESPECIALES: KILOS

MES/AÑO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ENERO	-	13,182.90	139,821.00	209,055.00	329,176.00	403,242.00	880,006.00	856,775.00	837,464.00	1,292,745.00	1,055,840.00	397,300.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
FEBRERO	-	71,816.00	173,899.00	216,720.00	429,204.00	400,343.00	1,034,982.00	982,225.00	1,164,778.00	1,546,862.00	1,569,062.00	863,480.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
MARZO	-	134,984.00	229,612.00	215,091.00	560,788.00	498,133.00	1,370,555.00	1,147,869.00	1,126,641.00	1,810,324.00	1,545,301.00	669,532.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
ABRIL	-	190,993.00	344,676.00	196,416.00	436,376.00	420,339.00	952,244.00	1,346,864.00	1,109,800.00	1,575,692.00	1,318,507.00	533,577.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
MAYO	-	157,241.00	340,584.00	329,910.00	571,843.00	406,359.00	994,208.00	1,116,947.00	996,556.00	1,636,331.00	1,409,615.00	715,665.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
JUNIO	-	126,926.00	237,764.00	314,460.00	640,551.00	426,257.00	878,934.00	1,132,532.00	995,391.00	1,569,236.00	942,207.00	798,708.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
JULIO	-	120,842.00	258,191.00	298,529.00	566,844.00	522,166.00	1,032,334.00	1,147,161.00	1,024,307.00	1,545,945.00	750,643.00	785,681.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
AGOSTO	-	-	298,194.00	417,494.00	585,255.00	676,030.00	1,121,082.00	1,194,797.00	1,054,964.00	1,654,090.00	676,317.00	745,460.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
SEPTIEMBRE	-	103,858.00	414,132.00	494,665.00	447,937.00	698,844.00	1,035,598.00	1,144,162.00	1,091,767.00	1,574,040.00	894,324.00	623,586.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
OCTUBRE	-	139,195.00	685,322.00	492,433.00	707,442.00	694,159.00	1,100,038.00	1,346,373.00	1,383,795.00	1,692,235.00	855,768.00	778,594.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
NOVIEMBRE	-	119,227.00	404,776.00	558,219.00	670,496.00	857,846.00	1,151,602.00	1,336,992.00	1,226,241.00	1,669,091.00	545,741.00	972,002.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
DICIEMBRE	10,463.00	142,690.00	205,216.00	473,926.00	335,313.00	1,019,001.00	1,162,703.00	1,154,690.00	1,230,488.00	1,343,293.00	464,031.00	801,941.00	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
TOT. ANUAL	10,463.00	1,320,954.90	3,732,187.00	4,216,918.00	6,281,225.00	7,022,719.00	12,714,246.00	13,907,387.00	13,241,592.00	18,909,884.00	12,027,356.00	8,685,527.00	11,400,000.00	14,400,000.00	18,000,000.00	18,000,000.00
PROMEDIO	871.92	120,086.81	311,015.58	351,409.83	523,435.42	585,226.58	1,059,520.50	1,158,948.92	1,103,466.00	1,575,823.67	1,002,279.67	723,793.92	950,000.00	1,200,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00

COMPORTAMIENTO DE CUENTAS ESPECIALES: GUÍAS (TRANSFERENCIAS)

MES/AÑO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ENERO	-	61	328	855	1,363	1,250	1,887	2,310	2,426	2,603	2,740	1,115	2,100	2,250	2,400	2,600
FEBRERO	-	390	611	963	1,709	1,382	2,145	2,619	2,813	3,044	3,384	1,310	2,100	2,250	2,400	2,600
MARZO	-	604	772	1,081	2,004	1,526	2,645	2,719	3,312	3,606	3,776	1,613	2,100	2,250	2,400	2,600
ABRIL	-	596	969	1,085	1,669	1,339	2,557	2,909	3,057	3,220	3,074	1,516	2,100	2,250	2,400	2,600
MAYO	-	556	936	1,032	1,935	1,373	2,483	2,820	3,015	3,303	3,209	1,680	2,100	2,250	2,400	2,600
JUNIO	-	512	1,077	1,169	1,909	1,335	2,686	2,836	2,922	3,647	2,536	1,670	2,100	2,250	2,400	2,600
JULIO	-	498	1,021	1,257	1,885	1,614	2,671	3,002	3,053	3,446	2,159	1,770	2,100	2,250	2,400	2,600
AGOSTO	-	-	950	1,445	1,830	1,834	2,603	2,888	3,027	3,408	1,736	1,636	2,100	2,250	2,400	2,600
SEPTIEMBRE	-	372	1,139	1,450	1,545	1,755	2,653	3,005	3,156	3,292	1,849	1,588	2,100	2,250	2,400	2,600
OCTUBRE	-	453	1,344	1,580	1,724	1,583	2,855	3,159	3,291	3,708	1,770	1,827	2,100	2,250	2,400	2,600
NOVIEMBRE	-	416	1,122	1,702	1,685	1,957	2,837	3,283	3,095	3,713	1,274	1,943	2,100	2,250	2,400	2,600
DICIEMBRE	46	334	943	1,567	1,323	1,995	2,555	3,000	2,934	3,110	1,214	1,958	2,100	2,250	2,400	2,600
TOT. ANUAL	46.00	4,797.00	13,220.00	17,195.00	20,601.00	18,943.00	30,577.00	34,550.00	36,101.00	40,100.00	28,121.00	19,626.00	25,200.00	27,000.00	28,800.00	31,200.00
PROMEDIO	46.00	436.09	934.33	1,265.50	1,716.75	1,578.58	2,548.08	2,879.17	3,008.42	3,341.67	2,343.42	1,635.50	2,100.00	2,250.00	2,400.00	2,600.00

ANEXO 6

Ajuste de Gastos Generales Base

CUENTA	FV	NOMBRE	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	TOTAL ANUAL
4100		INGRESOS TOTALES	4,818,780	4,409,620	5,588,214	6,401,111	6,135,387	7,053,988	6,760,963	6,857,457	7,234,978	5,988,028	7,169,333	8,173,748	76,591,607
4100-0001		INGRESOS RECINTO FISCALIZADO	4,818,780	4,409,620	5,588,214	6,401,111	6,135,387	7,053,988	6,760,963	6,857,457	7,234,978	5,988,028	7,169,333	8,173,748	76,591,607
4201		PRODUCTOS FINANCIEROS	369,569	709,839	453,406	458,143	453,593	378,243	513,099	339,767	698,748	353,185	387,694	784,782	5,899,065
4201-0001		INTERESES BANCARIOS	369,569	706,862	453,406	458,143	453,593	378,243	513,099	339,767	698,748	353,185	387,694	784,782	5,896,089
4201-0002		UTILIDAD CAMBIARIA		2,977											2,977
4202		OTROS PRODUCTOS	2,375	1	0	90	71	152	1,977	7,333	209	474	3,213	4,583	20,477
4202-0001		RECUPERACION DE GASTOS							320						320
4202-0002		DEPURACION DE CUENTAS	2,375	1	0	90	71	152	1,657	7,333	209	474	3,213	4,583	20,157
4300		OTROS INGRESOS										129,310			129,310
4300-0002		VENTA DE ACTIVO FIJO										129,310			129,310
5100		GASTOS GENERALES	5,225,945	3,454,957	4,163,711	5,595,659	5,049,737	5,472,575	5,711,138	5,589,349	5,224,724	4,554,322	5,354,197	6,072,949	62,469,264
5100-0001	F	REMUNERACIONES AL PERSONAL	945,051	624,388	628,308	1,718,438	641,918	630,243	715,877	659,564	797,802	657,714	668,206	676,398	9,363,907
5100-0001-0001	F	SUELDOS Y SALARIOS	491,068	480,929	482,454	482,188	488,546	484,911	488,218	504,416	640,474	642,511	652,164	657,098	6,494,977
5100-0001-0002	V	HORAS EXTRAS								100	270		98		468
5100-0001-0003	V	PRIMA DOMINICAL	3,351	2,971	3,078	4,181	3,323	3,621	4,033	3,537	4,465	3,860	3,341	4,216	43,977
5100-0001-0004	F	VACACIONES		637	237	40,251	3,255		3,437	2,807			858		51,482
5100-0001-0005	F	PRIMA VACACIONAL	5,882	3,606	3,881	10,294	4,506	3,473	4,986	3,022	3,602	2,373	8,885	3,319	57,829
5100-0001-0006	F	AGUINALDO	310,122		334	39,963	1,495		1,372	3,985	386	2,158	2,860		362,675
5100-0001-0007	F	INDEMNIZACIONES				502,625									502,625
5100-0001-0008	F	GRATIFICACIONES				482,992				1,177	2,956	565		3,318	491,008
5100-0001-0009	F	FONDO DE AHORRO					1,664								1,664
5100-0001-0013	F	PRIMA DE ANTIGÜEDAD		1,037	484	17,289	7,684			9,605					42,648
5100-0001-0014	F	DIA FESTIVO	3,713	4,293	6,925	7,741	530	7,323				6,247		8,447	45,219
5100-0001-0016	F	SUELDO ASIMILADOS A SALARIOS	130,915	130,915	130,915	130,915	130,915	130,915	207,282	130,915	130,915				1,254,602
5100-0001-0019	V	BONO									14,734				14,734
5100-0002		CONTRIBUCIONES x REMUNERACION	244,167	81,118	186,032	107,284	191,114	75,054	254,795	380,404	222,987	83,099	223,788	79,394	2,129,236
5100-0002-0001	F	IM.S.S. CUOTAS	62,333	61,970		55,104	53,809	55,726	215,240	360,170	59,960	62,783	60,942	209,027	1,257,065
5100-0002-0002	F	S.A.R. CUOTAS	65,165				66,074				77,631		78,385		150,515
5100-0002-0003	F	INFONAVIT CUOTAS			51,079		51,605		50,929		60,958		63,832		278,402
5100-0002-0004	F	3 % SOBRE NOMINAS	63,476	19,148	19,264	52,180	19,627	19,328	21,910	20,234	24,439	20,316	20,629	20,882	321,433
5100-0003		HONORARIOS	57,548	35,262	5,245	19,690	160,617	105,507	95,007	87,690	96,419	51,491	50,857	375,580	1,140,914
5100-0003-0001	F	HON. PERSONAS FISICAS	47,048	35,262		19,690	160,617	105,507	95,007	87,690	86,933	51,491	50,857	75,580	820,927
5100-0003-0002	F	HON. PERSONAS MORALES									9,486			300,000	309,486
5100-0004		ARRENDAMIENTOS	13,266	13,266	13,266	9,780	9,780	9,780	60,300	47,466	37,980	31,352	34,767	6,000	287,004
5100-0004-0001	F	ARREND. PERSONAS FISICAS							34,200	34,200	34,200	14,820			117,420
5100-0004-0002	F	ARREND. PERSONAS MORALES	13,266	13,266	13,266	9,780	9,780	9,780	26,100	13,266	3,780	16,532	34,767	6,000	169,584

Ajuste de Gastos Generales Base (Cont.)

5100-0005	DEPRECIACIONES-AMORTIZACIONES	42,356	39,344	39,344	39,966	39,966	39,787	39,766	39,711	39,711	39,698	48,173	48,173	495,995
5100-0005-0001	F DEP.A. EQPO.TRANSPORTE.TERREST	5,153	5,153	5,153	5,153	5,153	5,153	5,153	5,153	5,153	5,153	13,628	13,628	78,783
5100-0005-0002	F DEP.A. MOBILIARIO Y EQPO OFCS.	3,592	3,592	3,592	3,592	3,592	3,577	3,556	3,501	3,501	3,488	3,488	3,488	42,559
5100-0005-0003	F DEP.A. EQPO DE COMPUTO Y PERIF	22,458	19,446	19,446	20,068	20,068	19,904	19,904	19,904	19,904	19,904	19,904	19,904	240,810
5100-0005-0005	F DEP. ACUM. EQUIPO DE ALMACEN	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614	79,364
5100-0005-0007	F AMORT MEJORAS LOC CONCESIONADO	4,539	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	4,540	54,479
5100-0006	SF MANTENIMIENTO EQPO TRANSPORTE	-	2,724	-	-	-	3,921	2,802	-	-	-	-	-	9,904
5100-0007	SF COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES	21,995	23,257	19,464	33,637	25,046	25,212	24,989	29,709	24,641	24,459	39,678	39,678	333,786
5100-0008	F ESTACIONAMIENTOS	8,535	8,535	8,535	9,476	9,388	9,543	9,034	9,034	9,034	9,034	10,206	10,206	109,389
5100-0009	F PEAJES "CASSETAS"	-	-	-	390	-	-	-	-	-	-	-	-	390
5100-0011	F TELEFONOS	25,817	25,817	26,137	26,316	5,692	5,114	4,960	4,960	4,960	4,960	43,295	43,295	221,323
5100-0012	F NEXTEL - RADIO.COMUNICACION	3,213	3,219	5,613	3,141	3,141	3,141	3,141	3,168	3,168	3,157	6,923	6,923	44,160
5100-0013	F RENTA. DE COPIADORAS - MULTIFUNC	22,400	-	8,040	8,040	8,040	8,662	8,040	8,040	8,040	8,040	8,040	8,040	104,014
5100-0014	F PAPELERIA Y ARTS DE OFICINA	6,763	31,522	13,669	12,574	11,872	12,654	13,692	10,683	6,418	9,209	8,232	14,791	152,079
5100-0015	F ASEO Y LIMPIEZA DE OFICINAS	12,000	12,396	12,500	12,500	12,500	12,500	12,200	12,300	12,500	12,340	12,500	12,395	148,631
5100-0016	F AGUA	-	5,854	-	3,957	-	317	-	-	650	2,259	-	175	13,212
5100-0017	F ELECTRICIDAD	10,499	11,557	11,162	13,482	12,754	13,119	17,139	15,253	17,947	15,322	16,287	15,335	169,856
5100-0018	F PREVISION SOCIAL	23,227	23,076	23,235	30,215	23,321	23,395	24,088	37,725	45,880	48,447	49,216	49,171	400,996
5100-0018-0001	F VALES DE DESPENSA	9,120	9,185	9,419	9,325	9,325	9,360	9,632	22,810	29,055	28,958	29,499	29,499	205,277
5100-0018-0002	F FONDO DE AHORRO	14,107	13,891	13,816	20,890	13,996	14,035	14,456	14,915	16,825	19,489	19,627	19,672	195,719
5100-0019	F CUOTAS Y SUSCRIPCIONES	1,500	1,500	79,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	54,650	3,500	1,500	2,500	152,150
5100-0020	SV SEGUROS Y FIANZAS	12,181	163,922	7,166	-	-	-	-	-	-	-	10,782	-	194,052
5100-0021	OTROS IMPTOS Y CONTRIBUCIONES	266,345	144,256	237,097	90,828	281,299	101,781	279,194	97,664	249,917	78,964	256,409	102,301	2,186,055
5100-0021-0001	F DERECHO ANUAL Art.40 kn.D	-	56,815	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,815
5100-0021-0002	V 5% USO GOCE O EXPLOTACIÓN	180,822	-	154,379	-	185,047	-	190,439	-	171,666	-	165,190	-	1,047,543
5100-0021-0003	V 5% x APROVECHAMIENTOS Art.15	83,693	71,684	82,695	90,784	94,263	101,722	88,717	93,449	78,217	74,026	91,164	102,266	1,052,680
5100-0021-0004	F TENENCIAS/LICENCIAS	-	13,486	-	-	-	-	-	-	-	329	-	-	13,815
5100-0021-0005	F DERECHOS	396	-	-	-	-	-	-	3,539	-	793	-	-	4,728
5100-0021-0006	F OTROS IMPUESTOS	1,434	2,271	23	44	1,989	59	38	676	34	3,816	55	35	10,475
5100-0023	V FLETES Y ACARREOS	2,800	9,150	10,200	38,700	3,200	21,600	12,800	14,400	12,800	12,800	8,000	9,600	156,050
5100-0025	F NO DEDUCIBLES	37,715	30,915	37,999	35,076	65,929	47,597	252,482	398,698	1,243	264,406	4,900	54,117	1,231,077
5100-0026	V COMISIONES A CLIENTES	116,970	62,058	60,486	47,540	57,491	36,043	50,041	84,076	102,940	73,740	89,745	40,638	821,768
5100-0027	V MANIOBRAS	2,788,323	1,541,570	2,326,288	2,833,106	2,908,860	3,404,125	3,328,435	3,121,466	3,859,939	2,688,616	3,327,095	4,004,827	36,212,651
	% INGRESOS	0.57	35%	42%	46%	47%	48%	49%	46%	53%	45%	46%	49%	47.3%
5100-0028	F SINDICATO	7,182	7,010	7,164	7,167	7,236	7,044	7,113	7,076	7,302	7,455	7,148	7,148	86,354
5100-0029	F RENTA MONTACARGAS	88,350	88,350	88,350	78,850	88,350	88,350	50,352	50,350	50,350	69,348	78,850	78,850	898,700
5100-0030	F ESTUDIO DE AVALUOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,769
5100-0031	F GASTOS FIN DE AÑO	40,346	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105,492
5100-0032	F MANTENIMIENTO ALMACEN	6,644	8,908	18,808	24,536	10,984	1,965	6,788	8,807	3,805	4,443	24,063	3,870	123,621
5100-0033	F BOLETOS DE AVION	-	41,114	-	30,550	-	-	-	43,768	-	25,942	-	-	141,374
5100-0034	F DESPENSA Y ARTICULOS DE ASEO	3,491	2,747	2,278	3,742	3,130	3,307	2,088	4,099	3,916	5,600	4,806	21,912	61,117

Ajuste de Gastos Generales Base (Cont.)

5100-0035	V	DESCONSOLIDACIONES CLIENTES	273,882	190,587	209,709	242,802	223,243	224,975	226,755	169,026	218,578	180,724	180,844	206,470	2,547,595
		% INGRESOS	5.7%	4.3%	3.8%	3.8%	3.6%	3.2%	3.4%	2.5%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	3.3%
5100-0035-0001	V	DESCONSOLIDACIONES UTI					575								575
5100-0035-0002	V	DESCONSOLIDACIONES CASCEX	534												534
5100-0035-0003	V	DESCONSOLIDACIONES CH ROBINSON	27,311	17,095	17,971	28,343	30,385	36,830	43,279	21,195	34,908	21,014	22,229	25,630	326,190
5100-0035-0004	V	DESCONSOLIDACIONES HARTRODT	45,237	27,845	31,853	32,227	42,112	35,423	36,806	27,176	38,953	31,338	30,602	34,229	413,800
5100-0035-0005	V	DESCONSOLIDACIONES SCHRUYER	44,496	41,026	51,030	56,214	51,250	54,982	57,273	41,607	62,841	40,057	57,597	54,999	613,372
5100-0035-0006	V	DESCONSOLIDACIONES MAC	42,422	22,288	21,365	26,011	4,539								116,625
5100-0035-0007	V	DESCONSOLIDACIONES TSA	48,880	27,355	45,754	67,701	53,120	54,388	54,086	46,907	38,889	39,212	33,506	46,780	556,578
5100-0035-0011	V	DESCONSOLIDACIONES RACING CARG	5,041	3,540	5,313	4,839	7,749	9,660	8,046	5,587	6,934	5,742	3,590	4,257	70,300
5100-0035-0012	V	DESCONSOLIDACIONES NAD										8,481	17,067		143,366
5100-0035-0014	V	DESCONSOLIDACIONES NISTRANS	14,302	8,052	11,428	15,673	12,209	11,933	12,348	11,229	11,516	12,906	9,765	12,006	650
5100-0035-0017	V	DESCONSOLIDACIONES CERMESONI	650												233,584
5100-0035-0019	V	DESCONSOLIDACIONES DIETRICH	41,377	37,591	21,422	9,192	17,221	20,518	13,555	12,973	14,996	11,528	19,553	13,660	33,008
5100-0035-0020	V	DESCONSOLIDACIONES AIT WORLDWI	4,166	5,262	3,574	1,413	4,083	1,241	1,363	2,352	3,648	1,919	840	3,147	7,934
5100-0035-0021	V	DESCONSOLIDACIONES TRUST				1,191					650	5,879		865	2,081
5100-0035-0022	V	DELEITE TRADING											603	827	11,933
5100-0035-0023	V	DESCONSOLIDACIONES STANDAR										2,649	2,559	6,725	
5100-0036	F	GASTOS DE REPRESENTACION									825				825
5100-0037	F	SERVICIOS ESPECIALES									17,558				17,558
5100-0038	F	GAFETES	1,112	3,539	2,239	5,455	1,041			1,960	1,971	4,907		2,101	24,325
5100-0039	F	DOMINIO INTERNET									209,432	38,336		4,233	252,001
5100-0040	F	RENTA SISTEMA	31,200	31,200	31,200		62,400	31,200	31,200	31,200	31,200	31,200	31,200	31,200	374,400
5100-0041	F	ASESORIA		115,257	7,000				10,000						132,257
5100-0042	F	UNIFORMES													96,699
5100-0043	F	PASAJES Y TRANSPORTES LOCALES													15,745
5100-0044	F	ADQUISICION DE SOFTWARE	2,386	3,904	2,514	941	891	1,307	1,246	1,455	280	385	436		4,480
5100-0045	F	ART. PARA USO EN ALMACEN													98,834
5100-0046	F	MENSAJERIA Y PAQUETERIA	10,482	2,383	1,013	7,907		8,565	25,125	14,246	12,643	6,358	9,049	1,065	5,002
5100-0047	F	MANTENIMIENTO EQPO. COMPUTO			85	52				858	150	1,886	930	1,041	26,300
5100-0048	F	MANTENIMIENTO OFINAS	10,000		10,000					27,459	5,025	361	4,914	5,224	88,936
5100-0049	F	GTOS. ADMITVOS. DE CONTRATACION	5,030	8,202	8,202		10,000	13,013	9,708			299		2,700	39,671
5100-0049-0001	F	EXAMENES TOXICOLOGICOS	25,230	2,200	2,200	17	30	9,180			15				11,880
5100-0049-0002	F	EXAMENES PSICOMETRICOS			700										700
5100-0049-0003	F	ESTUDIO SOCIOECONOMICO	24,750	1,500	1,500							299			26,250
5100-0049-0004	F	TARJETAS VALES DE DESPENSA	480			17	30								841
5100-0050	F	CURSOS Y BECAS	1,724	19,580	6,167	6,443	47,500	1,800	10,298	2,000	22,750	29,071	11,500		158,833
5100-0051	F	ACTUALIZACIONES													
5100-0052	F	RECARGOS													
5100-0053	F	MULTAS	62,244								364	96			163,607
5100-0054	F	MANTENIMIENTO EQPO. OFNA.	1,700												123,913
5100-0055	F	MANTENIMIENTO EQPO. ALMACEN	6,150								400	2,845		1,180	13,671
5100-0061	F	SOPORTE TECNICO	12,480			12,242	9,250	466,123	3,697	9,267	8,831	9,750		15,596	540,907
5100-0065	F	AGUA ELECTROPURA	1,428	702	1,456	7,000	20,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	110,980
5100-0066	F	DESECHOS	5,581			1,508	988	4,377	1,356	676	966	962	1,534	1,114	17,067
5100-0067	F	VERIFICACION				800	800	10,000		517	1,600	800	19,970	4,756	45,623
5100-0068	F	PROTECCION CIVIL						1,560			857	948	428		4,629
5100-0069	F	GASTOS POR SEGUROS Y FIANZAS	920	1,525	460		47,500								47,500
5100-0072	F	GASTOS X EXTRAVIO DE MERCANCIAS	404					428					480		3,813
5100-0073	F	GASTOS DE EJECUCION	3,364												404
5100-0073-0001	F	NOTARIALES													4,051
5100-0074	F	CONSUMO	58	48	33	60			12					254	465
5400	F	GASTOS FINANCIEROS	2,060	1,279	1,819	1,880	1,816	1,212	14,658	2,538	1,671	2,135	1,237	1,654	33,959
5400-0001	F	COMISIONES BANCARIAS	2,060	1,279	1,819	1,880	1,599	1,212	14,658	2,529	1,671	2,135	1,237	1,654	33,734
5400-0003	F	PERDIDA CAMBIARIA					217			9					226
6000		ISR ANUAL	8,161,147												
6200		PTU ANUAL	3,113,813												

ANEXO 7

Estimación del costo de capital

fls. 22400

Tasa libre de riesgo	2.7%	Fuente: Promedio rendimiento bono de 20 años (Fed Reserve EEUU)
Prima de riesgo mercado capitales MX	7.8%	Fuente: Damodaran, incluye riesgo país y mayor volatilidad mercado capital país (ene 18).
Beta no apalancada	0.59	Fuente: Sector transporte aéreo Ene, 2018 (Damodaran)
Tasa rendimiento capitales MX	7.3%	
Prima Riesgo por empresa privada y escala media	9.0%	Fuente: Estimación propia con base en comparables
Costo de capital accionario	16.3%	

ANEXO 8

DOC. 02

México, D.F., 31 de janeiro de 2018.

Sr. Miguel Bellas
Varig de México, S.A. de C.V.

Prezado Sr. Bellas,

Foi solicitada a nós a atualização da nossa opinião do ponto de vista econômico-financeiro a respeito do valor de negócio da empresa Varig de México, S.A. de C.V. para 2018.

Nossa opinião baseia-se exclusivamente na informação prestada pela Varig de México, S.A. de C.V., a qual é listada a seguir:

- Demonstração de resultados e balanço geral formulados para 2016 e não formulados 2017 (até novembro), bem como balanços de comprovação mensais (também até novembro de 2017).
- Relatórios finais de operações com principais clientes (agentes alfandegários e de carga). Janeiro de 2006 – Dezembro de 2017.
- Informação sobre negociações com clientes potenciais suscetíveis de iniciar operações em 2018.
- Avaliações financeiras da Varig de México, S.A. de C.V. elaboradas previamente em 2008, 2013 e, em particular, de dezembro de 2016, a qual é atualizada com esta opinião.
- Informação requerida de reunião com pessoal diretivo da Varig de México, S.A. de C.V. na qual foram tratados exclusivamente os temas sobre a situação atual e o potencial operacional da empresa, projetos de investimento, obrigações extraordinárias futuras e sua estrutura de custos.

Com o objetivo de realizar a nossa estimativa, consideramos confiáveis e corretas as fontes de informação acima indicadas. Não tentamos verificar de forma independente essa informação, nem tampouco assumimos responsabilidade para fazê-lo.

A análise e estimativa apresentadas nesta carta e no documento anexado foram realizadas com base em toda a informação disponível, bem como em nosso melhor critério sobre as condições econômicas, financeiras e de mercado relacionadas à Varig de México, S.A. de C.V.

Não assumimos nenhuma responsabilidade a respeito da análise e estimativa para o caso de terem sido mudadas significativamente as condições e informação antes mencionadas como resultado de eventos ou circunstâncias futuras ou, ainda, não apresentadas pela Varig de México, S.A. de C.V. Reservamo-nos o direito de revisar ou alterar a análise e estimativa se assim nos for solicitado, com base na entrega de informação adicional e quando for comprovada uma alteração significativa nos casos nos quais foram sustentadas.

Gidari, S.C.

Esta carta e os resultados da análise mencionados nela e no documento de análise anexado são para o uso exclusivo da Varig de México, S.A. de C.V.

Sujeito ao indicado anteriormente, os resultados da nossa análise, com a estimativa do valor do negócio da Varig de México, S.A. de C.V., encontram-se expressos no documento anexado a esta carta.

Atenciosamente,

[Assinatura]

Bel. José Alfredo Chavez Carrera

Sócio Consultor

Gidari, S.C.

México, D.F., 31 de janeiro de 2018.

Sr. Miguel Bellas
Varig de México, S.A. de C.V.
PRESENTE

Estimado Sr. Bellas:

A fim de complementar a atualização de nosso parecer do ponto de vista econômico-financeiro relacionado ao valor de negócios da empresa Varig de México, S.A. de C.V. (“Varig”) para 2018, nos foi solicitada a avaliação de qual seria o efeito no valor do negócio no caso de **pagamento de um dividendo** aos acionistas da empresa pelo valor de \$ 65.000.000 de pesos, em moeda nacional.

O pagamento desse dividendo teria como efeito **reduzir o valor dos ativos líquidos em excesso de forma proporcional ao valor do dividendo**; no entanto, **o valor líquido presente (VLP) não sofreria alteração** dos fluxos descontados do valor do caixa da empresa (\$ 188,6 milhões de pesos no cenário de base).

Este parecer tem exclusivamente como base os seguintes casos:

- Que se trata de um dividendo em espécie,
- que a fonte do dividendo seria os recursos líquidos em excesso que são mantidos atualmente em bancos e investimentos (e que sua distribuição não coloca o capital contábil da empresa em risco), e que
- conforme comentado na reunião com a Diretoria Geral da Varig, não existem projetos de infraestrutura ou operacionais adicionais com uma rentabilidade superior que poderiam ser financiados com tais recursos.

Reitera-se que tais considerações têm como base exclusiva a hipótese planejada pela Varig, bem como nos casos previamente destacados; as conclusões poderiam variar caso tal hipótese ou tais suposições sejam diferentes ou em caso de inclusão de outros adicionais.

Ademais, este parecer deve ser interpretado exclusivamente como parte integrante da atualização do parecer sobre o valor do negócio solicitado pela Varig.

Atenciosamente,

[Assinatura]

Bel. José Alfredo Chávez Carrera
Sócio Consultor
Gidari, S.C.

ATUALIZAÇÃO DA ANÁLISE DE AVALIAÇÃO DA VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.

(Em dezembro de 2017)

--- Documento confidencial e particular ---

1. RESUMO

A pedido da Varig de México, S.A. de C.V., foi efetuada uma análise econômico-financeira para atualizar a estimativa do valor da empresa. Para essa análise foi empregado o método de fluxos descontados de caixa (*Discounted cash flows*, doravante “FDE”), amplamente utilizado nos campos da economia e das finanças quando se busca estimar o valor de uma empresa ou qualquer ativo.

Ao método empregado foram feitos ajustes necessários considerando a natureza particular da empresa, a dimensão e as características de suas atividades operacionais, bem como a situação de reestrutura e crescimento no qual se encontra atualmente.

O método de FDE vincula o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros livres esperados dele.

O método de fluxos de caixa descontados requer utilizar o fluxo de caixa livre resultante da operação, o que se pode obter a partir da informação das demonstrações de resultados, excluindo os itens não monetários e subtraindo os requerimentos de capital de trabalho e investimento.

A atualização da avaliação não inclui o valor de ativos não operacionais nem tangíveis nos quais a empresa investiu no passado e que se encontram vigentes como é o caso do cumprimento das Normas Oficiais Mexicanas em matéria de proteção civil.

De forma complementar, principalmente para contrastar os resultados da atualização da avaliação mediante FDE, foi feita uma análise de múltiplos comparáveis de empresas do mesmo setor econômico ou de setores relacionados, que podem ter uma estrutura de custos e expectativas de fluxos de caixa similares ao da Varig de México, S.A. de C.V.

2. HISTÓRICO DO ESTUDO

Foram consideradas as demonstrações financeiras anuais recentes (2016 e 2017¹), bem como o histórico de vendas mensais para o período 2006-2017 como parâmetro para modelar o crescimento da empresa para o período 2018-2022. Igualmente, foram formulados os resultados do estudo de avaliação realizado a esta mesma empresa durante 2018, 2013 e particularmente dezembro de 2016.

Para ajustar o modelo, trabalhou-se com dirigentes da Varig de México, S.A. de C.V. a fim de atualizar as conclusões sobre fatores e clientes-chave que determinam as receitas, os custos diretos e a capacidade máxima do depósito, bem como planos de crescimento e expectativas e tendências da indústria. Além disso, determinou-se um

¹ Até 30 de novembro

Período Base a partir da informação contábil e operacional recente como ponto de partida para as projeções financeiras e operacionais.

Nesse sentido, a atualização dos resultados projetados baseia-se na estratégia e nas ações que a empresa implementou e que se materializou em um crescimento notável das receitas, bem como em uma redução e controle de passivos e obrigações.

Vale observar que tiveram que ser feitos poucos ajustes às projeções financeiras contábeis, uma vez que pela estrutura operacional da Varig de México, S.A. de C.V. as receitas e despesas contábeis coincidem em um alto grau com as entradas e saídas de caixa.

A respeito do cenário “otimista”, foram considerados válidos os casos utilizados nas avaliações de 2013 e dezembro de 2016 (com exceção de um possível aumento significativo da capacidade do depósito fiscal), a respeito do projeto para a expansão do depósito, novamente sem poder comprovar as possibilidades de autorização reguladora, bem como os tempos e custos de fazê-lo. Dado que se consideraram como horizonte de análise os próximos cinco anos, nenhum dos três cenários considera no modelo as implicações para o valor do negócio da construção do Novo Aeroporto Internacional da Cidade do México (“NAICM”).

3. CASOS E METODOLOGIA DE ANÁLISE

A seguir são mencionados os principais casos considerados para atualizar os fluxos de caixa esperados e, portanto, o valor estimado da empresa (vide também **Anexo 1**). Vale destacar que esses casos se apoiam na informação prestada pela direção da Varig de México, S.A. de C.V. e, em todo caso, sua aplicação ao modelo foi validada por aquela.

A metodologia incluiu a análise das demonstrações financeiras mais recentes disponíveis da empresa, em particular: demonstração de resultados, balanço geral, balanços de comprovação e a demonstração de fluxo de caixa (**Anexo 9**).

Período Base. Parte do comportamento observado nos anos 2012-2017, considerando a restrição de crescimento resultante do nível de utilização da capacidade disponível, próximo ao máximo operacional. Para os custos, foram levados em conta a estrutura existente atual, bem como os custos relatados em demonstrações financeiras para 2016 e 2017. Foi levada em conta também a diversificação de clientes (agentes alfandegários e de carga), a diversificação da mercadoria operada por estes, bem como os prospectos de clientes novos. Consequentemente, a maior parte do crescimento projetado é consequência da recuperação do nível de utilização a níveis prévios a 2016, bem como o aumento no valor das mercadorias. (**Anexo 5**)

Período de Projeção de fluxos de caixa livres. Fixou-se um período de crescimento de cinco anos, devido principalmente a uma aproximação do nível operacional máximo de utilização da capacidade. Consequentemente, o modelo de FDE considera cinco períodos anuais (de crescimento) e, posteriormente, aplica-se um valor terminal (uma perpetuidade do fluxo de caixa livre obtido) depois de 2022. Conforme indicado, o período de crescimento coincide com o provável início de operações do NAICM.

Valor terminal. Posteriormente, assume-se um valor terminal que aproxima o restante da duração da concessão,² em que o crescimento esperado é em termos nominais em proporção com os aumentos anuais de tarifas publicadas, equivalentes a 4,0% no **Cenário Base**³. Além disso, assume-se um crescimento de longo prazo de 3,0% da economia em geral, o qual está alinhado ao prognóstico oficial de crescimento do PIB para os próximos anos.

Cenários. Conforme indicado anteriormente nesta atualização do Estudo, foram considerados três cenários distintos, dependentes das decisões de investimento, da capacidade para manter ou atrair novos clientes e do ambiente da indústria.

Expectativas de receitas. Para receitas no Período Base, considerou-se a evolução dos últimos cinco anos, modelando uma recuperação com relação ao último biênio.

² Apesar da duração da concessão e uma possível renovação desta, representam um tempo finito, pode ser aproximado por um valor terminal (perpetuidade), visto que a ponderação deste na avaliação é reduzida devido à taxa de desconto.

³ Ainda que as tarifas possam não ser aumentadas na prática de modo anual, modela-se como se assim fosse, sem que o caso implique que o modelo perca aplicabilidade ao caso real.

Outrossim, levou-se em conta a restrição ao crescimento das receitas que significa a capacidade máxima do depósito. Assume-se uma recuperação a partir de 2018 alinhada à evolução dos últimos meses de 2017 e às expectativas este ano, ao recuperar-se a utilização de capacidade de clientes atuais e a provável adição de novos clientes. Para o período 2018-2022, assume-se um crescimento positivo, porém, a uma taxa decrescente.

As estimativas anteriores baseiam-se nos seguintes elementos:

- Nível de operação com tendência de crescimento médio 2012-2017.
- Capacidade máxima operacional estimada do depósito.
- Tendências da economia mexicana e da indústria de serviços a mercadorias de comércio exterior.
- Estratégia de direção da Varig de México, S.A. de C.V. para recuperação de níveis de utilização e desenvolvimento de novos clientes.
- Estratégia de racionalização e eficiência de custos durante 2016-2017.
- Valor de ativos líquidos em excesso e de obrigação fiscal extraordinária.

Crescimento anual tarifas. Considera-se um crescimento anual médio de tarifas (preços de lista e efetivas) de 4%. Este nível é obtido a partir da política dos últimos anos, tendência esperada de longo prazo da inflação no México, bem como o nível de concorrência existente entre depósitos fiscais na Alfândega do AICM.

Requerimentos de capital de trabalho. Assumiu-se que os requerimentos líquidos de capital de trabalho são reduzidos durante todo o período devido ao equilíbrio no fluxo de caixa que caracteriza o negócio. Não são considerados requerimentos diferentes para o Cenário sem Crescimento e são considerados requerimentos moderadamente superiores para o Cenário com Expansão.

Requerimentos de investimento em capital. Com base nas reuniões mantidas com o pessoal dirigente da Varig de México, S.A. de C.V., nas quais foram analisadas a estratégia e as necessidades operacionais futuras, bem como da análise das balanças de comprovação contábeis, constata-se que não existem requerimentos importantes de despesa de capital futuros. Os ativos que requerem reposição são mínimos, em virtude do modelo de arrendamento destes.

Crescimento de despesas gerais e salários e compensações ao pessoal. Considerou-se o crescimento de despesas gerais e salários e compensações ao pessoal de 4% e 5%, respectivamente. O anterior está alinhado ao crescimento dos últimos anos da inflação (com exceção de 2017) e dos salários mínimos, bem como as projeções que fazem destes as autoridades e os analistas particulares.

Taxa de impostos. Atribui-se a taxa de ISR vigente de 30% para os cinco anos projetados e o valor terminal. Não se consideram possibilidades de compensações de diferentes impostos ou de deduções adicionais que, se houvessem, reduziriam a carga tributária e aumentariam os fluxos livres de caixa e, portanto, a avaliação do negócio.

Custo de capital (taxa de desconto). De forma consistente com as técnicas normalmente utilizadas para a avaliação de empresas, utilizou-se o custo de capital da empresa como taxa de desconto dos fluxos esperados. O custo de capital define-se como:

“As expectativas do acionista e do fornecedor de financiamento de serem compensados pelo custo de oportunidade de investir neles fundos de um só negócio, em vez de investir em outros ativos com equivalente risco.”⁴

Para a determinação do custo de capital da Varig de México, S.A. de C.V., seguiu-se uma variante do modelo de avaliação de ativos de capital ou “CAPM” (*Capital Asset Pricing Model*), adequado para empresas de economias emergentes, no qual se atribui um prêmio de risco adicional conforme as características específicas da empresa. Estimou-se um valor de 16,3% para essa variável no cenário base.

Em sua forma mais elementar, este modelo baseia-se na seguinte fórmula:

$$\text{Custo de capital} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Onde:

R_f = Taxa de rendimento livre de risco.

β = Beta da empresa (Correlação do rendimento da empresa com o do Mercado).

$R_m - R_f$ = Prêmio de risco sobre o rendimento do mercado (de capitais).

Uma vez que a empresa não contava com um endividamento atual importante ou expectativas de tê-lo no futuro, a taxa exigida pelo capital da empresa equivale à taxa com a qual se descontam seus fluxos futuros de caixa.

Foi usado como prêmio de risco para o México um valor de 7,9%. Este valor baseia-se no prêmio de risco do mercado de capital nos EUA mais um diferencial com base no risco-país, conforme os cálculos do PhD em finanças Aswath Damodaran⁵.

A esse modelo foi adicionado um prêmio de risco adicional pela natureza particular (que não se cota publicamente) da empresa; bem como de um prêmio de risco por sua escala (no geral, os rendimentos de uma empresa de menor porte e não diversificada são mais voláteis que os de uma empresa grande).

No **Anexo 6** são separados os componentes pelos quais se chegou à estimativa de 16,3% para a taxa de custo de capital da empresa.

Comissões e mercadoria não recuperada. Foram estimados valores de 1,1% e 1,0%, respectivamente, com relação às receitas. Esses valores baseiam-se nos observados durante o Período Base. Apesar de que poderia ter sido considerado que essas variáveis reduzissem sua proporção com relação a receitas no tempo, seu tamanho impede que esses ajustes atinjam significativamente os fluxos de caixa, disponíveis no futuro.

⁴Vide, por exemplo: Reinoso, M. y M; Sanjurjo (2004); Guía de valoración de empresas; Pearson Educación; España; Página 290.

⁵ Site on-line: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Custos variáveis. O principal custo variável é o custo de transferência, resultante de, precisamente, transferir uma carga de outro recinto ao depósito da Varig de México, S.A. de C.V.; esse custo foi modelado como porcentagem das receitas, considerando-se um valor de 46%, o qual corresponde a uma média desse custo em anos recentes. Adicionalmente, nas projeções de fluxos são consideradas as comissões e a mercadoria não recuperada como um custo proporcional às receitas. Igual tratamento pôde ser dado a impostos e aproveitamentos ligados à atividade do depósito (5% por uso, usufruto e exploração da concessão e 5% por aproveitamento).

Despesas gerais. Levando em conta a informação financeira da Varig de México, S.A. de C.V., considerou-se como período base 2016-2017 e principalmente os últimos doze meses mais recentes disponíveis (a novembro de 2017). **(Anexo 6).**

- Com exceção da estimativa da obrigação extraordinária resultante da auditoria fiscal (avaliada em \$ 10.000.000,00 M.N.). Não são observadas outras despesas não recorrentes significativas (multas ou sanções), as quais, contudo, não se pode garantir que não ocorrerão no futuro.
- Foram identificados os conceitos de despesas que na realidade poderiam ser variáveis ou semivariáveis, ou seja, que cresceriam em proporção ao crescimento das receitas.
- Além dos impostos e aproveitamentos ligados à atividade do depósito (5% por uso, usufruto e exploração da concessão e 5% por aproveitamento) e o custo de transferência, os principais conceitos de custo variável são os custos de operações e as desconsolidações de clientes.

Análise de cenários. Conforme indicado previamente, o exercício de avaliação complementou-se com base em uma análise de três cenários distintos. Considerou-se, além do Cenário Base, um Cenário Otimista e um Cenário sem Crescimento. Os três cenários são considerados viáveis, dependendo das decisões estratégicas da empresa e da evolução da indústria.

Cenário Base (Anexo 2)

- Crescimento esperado de carga deslocada e receitas.
- Aumenta-se o volume de carga operada e as receitas com relação ao Período Base mediante uma taxa de crescimento logarítmica (positiva, porém, decrescente), devido à abrangência de capacidade máxima operacional.
- Taxa de custo de capital de 16,3%
- Crescimento do negócio no período estável de 3,0%.

Cenário Otimista (Anexo 3)

- Taxa de custo de capital de 16,3%.
- Crescimento do negócio no período estável de 3,5%.

Cenário sem Crescimento (Anexo 4)

- Crescimento somente em termos nominais, similar ao do valor terminal nos outros dois cenários.
- Inclui a capacidade de perda de clientes de alguns setores por mudanças em obrigações alfandegárias por criação de corretores multimodais.
- Taxa de custo de capital de 16,3%.
- Crescimento do negócio no período estável de 2,5%

Análise de múltiplos comparáveis. De forma complementar à avaliação com base no método FDE, foi efetuada uma análise dos múltiplos de empresas comparáveis.

A análise de múltiplos permite avaliar uma empresa por analogia com o valor de mercado de outras companhias comparáveis. Além disso, permite comparar se, dada alguma razão financeira (Preço/Rendimento, Preço/Vendas), uma empresa se encontra super ou subavaliada a respeito de outras empresas ou da média do mercado. Diferentemente do método FDE, este método apresenta certas desvantagens, contudo, pode servir como complemento daquele.

Para o presente Estudo foram consideradas as razões financeiras de empresas que realizassem atividades similares ou relacionadas; que fossem cotadas na bolsa (a fim de obter o valor de mercado); que apresentassem uma estrutura financeira e uma posição competitiva o mais parecido possível à Varig de México, S.A. de C.V.

Foram enfatizados especialmente os múltiplos de Preço/Rendimento Líquido, ao ser a razão financeira mais difundida por empresas e analistas. Contudo, também são incluídas outras razões financeiras como Preço/EBITDA e Preço/Receitas.

Além disso, dos múltiplos de diferentes empresas nacionais e internacionais que pudessem ser comparáveis à Varig de México, S.A. de C.V., obtém-se um nível inferior de 252,9 milhões de pesos e um nível superior de \$ 338,6 milhões de pesos (**Anexo 8**).

Apesar de que se deve reconhecer que as empresas selecionadas apresentam algumas diferenças significativas, os múltiplos obtidos servem pelo menos como parâmetros para contrastar as avaliações obtidas pelo método FDE.

4. RESULTADOS

Das estimativas realizadas com base no modelo de fluxos de caixa descontados, encontrou-se um valor para a empresa, sob um cenário base, de

aproximadamente **\$ 274,7** milhões de pesos, do qual **\$ 175,7** milhões de pesos corresponde ao FDE da operação⁶ (**Anexo 2**).

No caso do Cenário com Aumento de Capacidade, estima-se um valor da empresa de **\$ 285,0** milhões de pesos (**Anexo 3**), como resultado da possibilidade de aumentar o volume de carga operado e armazenado (**\$ 188,6** milhões de pesos do FDE da operação).

Considerando os cenários otimista e pessimista, obtém-se um valor da empresa de **\$ 227,9** milhões de pesos, do qual **\$ 131,5** milhões de pesos correspondem ao FDE da operação (**Anexo 4**).

Conforme indicado anteriormente, o modelo de avaliação é especialmente sensível ao tempo de recuperação do nível de serviço do depósito fiscal em níveis de 2013-2015, ao custo de transferência e à taxa de custo de capital. No modelo base, estima-se de forma conservadora que esse nível será alcançado até 2019-2020.

Comentário: Os valores obtidos nesta atualização são **10%-15%** com relação à avaliação de dezembro de 2016 devido principalmente à evolução negativa de clientes durante 2016 e no início de 2017, o que implica uma recuperação mais lenta em 2018-2019, bem como a consideração da obrigação fiscal extraordinária, estimada em \$ 10 milhões de pesos. Além disso, no caso do cenário otimista, nesta ocasião não se considera a possibilidade de um projeto de investimento para expansão significativa da capacidade do depósito durante o período modelado.

⁶ A diferença corresponde ao saldo líquido do valor em bancos, o que corresponderia a um ativo não gerado pela operação futura.

5. ANEXOS

Índice

Sobre a Avaliação

Modelo de Avaliação

Metodologia

Casos

Ajustes a demonstrações financeiras

Custo de Capital

Cenários

Cenário Base

Cenário Otimista

Cenário sem crescimento

Sobre a empresa

Vendas mensais 2006-2017 e estim. 2018-2

Despesas Dez. 2016 – Nov. 2017

Custo de Capital 2018

Análise de Comparáveis

Demonstração de Resultados 2016-2017

Balanço Geral 2016-2017

Resumo da Dem. de Resultados 2011-2015

Modelo de Avaliação

Metodologia Para a atualização da avaliação para janeiro de 2018, foi empregado um método tradicional de desconto de fluxos de caixa ("DFE") para acionistas da empresa. O método de DFE vincula o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados deste.

Outrossim, a análise é complementada com uma análise de comparáveis aplicáveis ao caso da Varig de México a partir de cotações de múltiplos de rendimentos e vendas de negócios comparáveis.

- Casos**
1. O depósito fiscal aumenta o seu nível de operação desde aproximadamente um nível de 55%-60% (nível máximo de capacidade 1.500.000 de km mensais).
 - 1a. Rotação de alguns dos principais clientes, porém, o cenário base pressupõe uma demanda suficiente.
 2. A diferença de exercícios anteriores de avaliação não é considerada um caso de aumento de capacidade significativo (somente 5%).
 3. Crescimento em tarifas anual médio de 4% (apesar de que os aumentos na prática não costumarem ocorrer anualmente).
 4. Crescimento de despesas gerais em 4%.
 5. Crescimento de salários e compensações em 4,5% anual.
 6. Custos de transferência proporcional às receitas totais.
 7. Comissões a clientes e mercadoria não recuperável, % fixa com relação a receitas totais.
 8. São reinvestidos os rendimentos dos quatro primeiros anos para fortalecer e aumentar o negócio.
 9. Horizonte de investimento de 5 anos de crescimento do nível de utilização, depois é modelado o terminal estável.
 10. Para um cenário otimista, são aplicados os mesmos casos de crescimento de capacidade que na avaliação de 2016 (salvo a expansão de capacidade).

Ajustes a

- demonstrações financeiras**
1. Para receitas foi considerado o crescimento dos últimos cinco anos e as expectativas da empresa sobre novos clientes, com restrição de capacidade do depósito.
 2. Para atualizar a estrutura de custos e despesas, foram considerados os 12 últimos meses (dezembro 2016-novembro 2017).
 3. Às despesas restam os diferentes custos e despesas operacionais que implicam saídas de fluxo de caixa, salvo os itens não tangíveis (depreciação, amortização).
 4. Análise preliminar para identificar conceitos que na realidade poderiam ser variáveis ou semivariáveis.

* Cresce a planilha gradativamente com o negócio (tomando como base a estrutura atual).

* Assume-se que não são necessários reinvestimentos significativos nos próximos cinco anos.

* São incluídas mudanças no capital de trabalho mínimos, conforme conversas com os dirigentes da Varig.

* O aluguel de monta-cargas aumenta de forma proporcional e discreta com as receitas.

* Modelou-se o efeito estacional onde nos meses intermediários (4-10) cresce a atividade.

Custo de capital Para o custo de capital do negócio, considerou-se preliminarmente a metodologia comumente utilizada para o cálculo da taxa de retorno exigido em países emergentes.

O custo de capital considerando o prêmio de risco para o México é de aproximadamente 7,8%.

Acrescentando um prêmio de risco pelas características específicas do negócio da Varig do México, S.A. de C.V. (transporte aéreo e comércio)

(Prêmios de risco de capital por país, fonte: Damodaran)

- Vendas anuais menores que \$ 50 milhões de US\$.

- Negócio não diversificado.

- Negócio particular.

Tudo isso incide em um custo de capital estimado de longo prazo de 16,3%.

Cenários 1. São considerados três cenários: base, otimista e pessimista.

2. Cenário Base

* Crescimento esperado de carga deslocada e receitas, sem aumentar a capacidade.

* Mantém-se a estrutura atual de custos.

* Captam-se novos clientes e aumenta-se o volume de clientes atuais.

3. Cenário com Expansão de Capacidade.

* Crescimento marginal de capacidade de depósito, crescimento acelerado em vendas a partir de 2018.

* Menor crescimento de custos gerais e salários.

* Melhor desempenho da economia e comércio internacional, a respeito do cenário base.

4. Cenário Sem Crescimento.

* Crescimento mais reduzido a partir de 2018, incluindo efeito de substituição de carga de autopeças devido ao regime de trânsito interno de mercadorias.

* Menor contenção de custos.

* Menor desempenho da economia que o cenário base.

Cenário Base

VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.
AValiação por Fluxos de Caixa Descontados
CENÁRIO BASE

CASOS	
Crescimento de longo prazo	3,0%
Crescimento anual de tarifas	4%
Aumento de salários e remunerações	4%
Aumento de despesas gerais	4%
Taxa de impostos	30%
Custo de capital Varig	16,3%
Custo de transferência (% Receitas)	46%
Comissões sobre vendas (% Receitas)	1,1%
Mercadoria irrecuperável (% Receitas)	1,0%
Capacidade máxima depósito (T/mês)	1.500

Cenário Base (Cont.)

	PERÍODO						
(valores em MX pesos)	BASE 17*	2018	2019	2020	2021	2022	VT
RECEITAS							
Toneladas deslocadas	8.686	11.700	13.500	14.760	15.840	16.632	16.632
Utilização média	0,48	0,65	0,75	0,82	0,88	0,92	0,92
Total de receitas	\$ 81.402.137	\$ 112.943.884	\$ 134.229.462	\$ 151.160.271	\$ 167.087.403	\$ 180.705.026	\$ 186.124.177
CUSTOS VARIÁVEIS							
Operações	\$ 37.444.983	\$ 51.954.187	\$ 61.745.553	\$ 69.533.725	\$ 76.860.205	\$ 83.124.312	\$ 85.618.041
Desconsolidação	\$ 2.547.595	\$ 3.534.739	\$ 4.200.902	\$ 4.730.775	\$ 5.229.237	\$ 5.655.420	\$ 5.825.083
Comissões	\$ 895.424	\$ 1.242.383	\$ 1.476.524	\$ 1.662.763	\$ 1.837.961	\$ 1.987.755	\$ 2.047.388
Mercadoria irrecuperável	\$ 814.021	\$ 1.129.439	\$ 1.342.295	\$ 1.511.603	\$ 1.670.874	\$ 1.807.050	\$ 1.861.262
5% x uso. usufruto e exploração	\$ 1.047.543	\$ 1.715.899	\$ 2.193.421	\$ 2.563.090	\$ 2.906.557	\$ 3.191.909	\$ 3.275.520
5% x aproveitamento Art. 15	\$ 1.052.680	\$ 1.715.899	\$ 2.193.421	\$ 2.563.090	\$ 2.906.557	\$ 3.191.909	\$ 3.275.520
Seguros e fianças	\$ 194.052	\$ 269.243	\$ 319.985	\$ 360.346	\$ 398.314	\$ 430.776	\$ 443.700
Total custos variáveis	\$ 43.996.298	\$ 61.561.788	\$ 73.472.100	\$ 82.925.392	\$ 91.809.706	\$ 99.389.133	\$ 102.346.614
Total Rendimento Bruto	\$ 37.405.839	\$ 51.382.096	\$ 60.757.362	\$ 68.234.879	\$ 75.277.697	\$ 81.315.893	\$ 83.779.662
DESPESAS GERAIS							
Total Despesas Gerais	\$ 19.966.502	\$ 20.765.162	\$ 21.595.769	\$ 22.459.600	\$ 23.357.984	\$ 24.292.303	\$ 25.263.995
F Remunerações ao pessoal	\$ 9.363.907	\$ 9.738.463	\$ 10.128.002	\$ 10.533.122	\$ 10.954.447	\$ 11.392.625	\$ 11.848.330
F Contribuições por remunerações	\$ 2.129.236	\$ 2.214.406	\$ 2.302.982	\$ 2.395.101	\$ 2.490.905	\$ 2.590.541	\$ 2.694.163
F Honorários	\$ 1.140.914	\$ 1.186.550	\$ 1.234.012	\$ 1.283.373	\$ 1.334.708	\$ 1.388.096	\$ 1.443.620
F Combustíveis e lubrificantes	\$ 333.786	\$ 347.138	\$ 361.023	\$ 375.464	\$ 390.483	\$ 406.102	\$ 422.346
F Outras despesas administrativas	\$ 6.941.845	\$ 7.219.518	\$ 7.508.299	\$ 7.808.631	\$ 8.120.976	\$ 8.445.815	\$ 8.783.648
F Direito anual Art. 40 lcn. D	\$ 56.815	\$ 59.088	\$ 61.451	\$ 63.909	\$ 66.466	\$ 69.124	\$ 71.889
Rendimento antes de juros e impostos	\$ 17.439.337	\$ 30.616.934	\$ 39.161.593	\$ 45.775.280	\$ 51.919.713	\$ 57.023.590	\$ 58.515.667
Pagamento de impostos	\$ 6.777.336	\$ 11.898.461	\$ 15.219.116	\$ 17.789.351	\$ 20.177.222	\$ 22.160.709	\$ 22.740.565
ISR	\$ 5.083.002	\$ 8.923.846	\$ 11.414.337	\$ 13.342.013	\$ 15.132.916	\$ 16.620.532	\$ 17.055.424
PTU	\$ 1.694.334	\$ 2.974.615	\$ 3.804.79	\$ 4.447.338	\$ 5.044.305	\$ 5.540.177	\$ 5.685.141
Requerimentos de capital líquidos		\$ 612.339	\$ 783.232	\$ 915.506	\$ 1.038.394	\$ 1.140.472	\$ 1.170.313
Alteração no capital de trabalho		\$ 554.889	\$ 659.465	\$ 742.645	\$ 820.894	\$ 887.797	\$ 914.431
Fluxo de caixa		\$ 17.551.245	\$ 22.499.780	\$ 26.327.778	\$ 29.883.202	\$ 32.834.612	\$ 33.690.358
VP de fluxo de caixa livre		\$ 15.088.033	\$ 16.627.528	\$ 16.725.854	\$ 21.833.102	\$ 22.179.017	
(aplicando custo de capital)						VPN Ano 2018-2022	\$ 92.453.534
						VPN Terminal	\$ 83.288.427
						Total VPN	\$ 175.741.961
						(+) Ativos líquidos em excesso	\$ 108.969.606*
						(-) Obrigações extraordinárias	\$ 10.000.000
Valor total incluindo ativos não operacionais							\$ 274.711.567

Cenário Base

VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.
AVALIAÇÃO POR FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS
CENÁRIO BASE

CASOS	
Crescimento de longo prazo	3,5%
Crescimento anual de tarifas	5%
Aumento de salários e remunerações	4,0%
Aumento de despesas gerais	3,5%
Taxa de impostos	30%
Custo de capital Varig	16,3%
Custo de transferência (% Receitas)	46%
Comissões sobre vendas (% Receitas)	1,1%
Mercadoria irrecuperável (% Receitas)	1,0%
Capacidade máxima depósito (T/mês)	1.575

Cenário Otimista (Cont.)

(Valores em MX pesos)	PERÍODO						
	BASE 17*	2018	2019	2020	2021	2022	VT
RECEITAS							
Toneladas deslocadas	8.686	12.240	14.040	15.120	16.200	17.280	17.280
Utilização média	0,48	0,68	0,78	0,84	0,90	0,96	0,96
Total de receitas	\$ 81.402.137	\$ 118.730.255	\$ 140.957.257	\$ 157.113.127	\$ 174.227.235	\$ 192.346.868	\$ 199.079.008
CUSTOS VARIÁVEIS							
Operações	\$ 37.444.983	\$ 54.615.917	\$ 64.840.338	\$ 72.272.038	\$ 80.144.528	\$ 88.479.559	\$ 91.576.344
Desconsolidação	\$ 2.929.735	\$ 4.273.207	\$ 5.073.176	\$ 5.654.640	\$ 6.270.592	\$ 6.922.733	\$ 7.165.029
Comissões	\$ 895.424	\$ 1.306.033	\$ 1.550.530	\$ 1.728.244	\$ 1.916.500	\$ 2.115.816	\$ 2.189.869
Mercadoria irrecuperável	\$ 814.021	\$ 1.187.303	\$ 1.409.573	\$ 1.571.131	\$ 1.742.272	\$ 1.923.469	\$ 1.990.790
5% x uso. usufruto e exploração	\$ 1.047.543	\$ 1.830.922	\$ 2.328.108	\$ 2.677.154	\$ 3.047.764	\$ 3.441.018	\$ 3.557.556
5% x aproveitamento Art. 15	\$ 1.052.680	\$ 1.830.922	\$ 2.328.108	\$ 2.677.154	\$ 3.047.764	\$ 3.441.018	\$ 3.557.556
Seguros e fianças	\$ 194.052	\$ 283.037	\$ 336.023	\$ 374.537	\$ 415.334	\$ 458.529	\$ 474.578
Total custos variáveis	\$ 44.378.437	\$ 65.327.340	\$ 77.865.856	\$ 86.954.899	\$ 96.584.754	\$ 106.782.141	\$ 110.511.721
Total Rendimento Bruto	\$ 37.023.700	\$ 53.402.914	\$ 63.091.400	\$ 70.158.228	\$ 77.642.482	\$ 85.564.727	\$ 88.567.287
DESPESAS GERAIS							
Total Despesas Gerais	\$ 19.966.502	\$ 20.729.352	\$ 21.521.472	\$ 22.343.988	\$ 23.198.072	\$ 24.084.941	\$ 25.005.858
F Remunerações ao pessoal	\$ 9.363.907	\$ 9.738.463	\$ 10.128.002	\$ 10.533.122	\$ 10.954.447	\$ 11.392.625	\$ 11.848.330
F Contribuições por remunerações	\$ 2.129.236	\$ 2.214.406	\$ 2.302.982	\$ 2.395.101	\$ 2.490.905	\$ 2.590.541	\$ 2.694.163
F Honorários	\$ 1.140.914	\$ 1.186.550	\$ 1.234.012	\$ 1.283.373	\$ 1.334.708	\$ 1.388.096	\$ 1.443.620
F Combustíveis e lubrificantes	\$ 333.786	\$ 345.469	\$ 357.560	\$ 370.075	\$ 383.027	\$ 396.433	\$ 410.308
F Outras despesas administrativas	\$ 6.941.845	\$ 7.184.809	\$ 7.436.277	\$ 7.696.547	\$ 7.965.926	\$ 8.244.734	\$ 8.533.299
F Direito anual Art. 40 lcn. D	\$ 56.815	\$ 59.656	\$ 62.639	\$ 65.770	\$ 69.059	\$ 72.512	\$ 76.138
Rendimento antes de juros e impostos	\$ 17.057.197	\$ 32.673.562	\$ 41.569.929	\$ 47.814.240	\$ 54.444.410	\$ 61.479.786	\$ 63.561.429
Pagamento de impostos	\$ 6.624.481	\$ 12.689.387	\$ 16.144.457	\$ 18.569.552	\$ 21.144.502	\$ 23.876.822	\$ 24.685.267
ISR	\$ 4.968.361	\$ 9.517.040	\$ 12.108.343	\$ 13.927.164	\$ 15.858.377	\$ 17.907.616	\$ 18.513.950
PTU	\$ 1.656.120	\$ 3.172.347	\$ 4.036.114	\$ 4.642.388	\$ 5.286.126	\$ 5.969.205	\$ 6.171.317
Requerimentos de capital líquidos		\$ 653.471	\$ 831.399	\$ 956.285	\$ 1.088.888	\$ 1.229.596	\$ 1.271.229
Alteração no capital de trabalho		\$ 588.891	\$ 699.135	\$ 779.267	\$ 864.151	\$ 954.023	\$ 987.414
Fluxo de caixa		\$ 18.741.812	\$ 23.894.938	\$ 27.509.136	\$ 31.346.868	\$ 35.419.346	\$ 36.617.520
VP de fluxo de caixa livre		\$ 16.111.511	\$ 17.658.561	\$ 17.476.363	\$ 22.902.478	\$ 23.924.944	
(aplicando custo de capital)							
						VPN Ano 2018-2022	\$ 98.073.856
						VPN Terminal	\$ 90.524.883
						Total VPN	\$ 188.598.739
						(+) Ativos líquidos em excesso	\$ 106.449.252
						(-) Obrigações extraordinárias	\$ 10.000.000
Valor total incluindo ativos não operacionais							\$ 285.047.991

Cenário Base	
VARIG DE MÉXICO, S.A. DE C.V.	
AVALIAÇÃO POR FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS	
CENÁRIO BASE	
CASOS	
Crescimento de longo prazo	2,5%
Crescimento anual de tarifas	4%
Aumento de salários e remunerações	5%
Aumento de despesas gerais	5%
Taxa de impostos	30%
Custo de capital Varig	16,3%
Custo de transferência (% Receitas)	46%
Comissões sobre vendas (% Receitas)	2,0%
Mercadoria irrecuperável (% Receitas)	1,0%
Capacidade máxima depósito (T/mês)	1.500

Cenário Pessimista (Cont.)

		PERÍODO						
(Valores em MX pesos)		BASE 17*	2018	2019	2020	2021	2022	VT
RECEITAS								
Toneladas deslocadas		8.686	10.800	12.240	13.320	14.400	15.840	15.840
Utilização média		0,48	0,60	0,68	0,74	0,80	0,88	0,88
Total de receitas		\$ 81.402.137	\$ 103.749.796	\$ 120.522.680	\$ 134.435.960	\$ 148.969.577	\$ 167.963.198	\$ 172.162.278
CUSTOS VARIÁVEIS								
Operações		\$ 37.444.983	\$ 47.724.906	\$ 55.440.433	\$ 61.840.542	\$ 68.526.006	\$ 77.263.071	\$ 79.194.648
Desconsolidação		\$ 2.929.735	\$ 3.734.047	\$ 4.337.718	\$ 4.838.469	\$ 5.361.546	\$ 6.045.144	\$ 6.196.272
Comissões		\$ 1.628.043	\$ 2.074.996	\$ 2.410.454	\$ 2.688.719	\$ 2.979.392	\$ 3.359.264	\$ 3.443.246
Mercadoria irrecuperável		\$ 814.021	\$ 1.037.498	\$ 1.205.227	\$ 1.344.360	\$ 1.489.696	\$ 1.679.632	\$ 1.721.623
5% x uso, usufruto e exploração		\$ 1.047.543	\$ 2.458.917	\$ 3.037.226	\$ 3.387.847	\$ 3.754.101	\$ 4.232.749	\$ 4.338.568
5% x aproveitamento Art. 15		\$ 1.052.680	\$ 2.458.917	\$ 3.037.226	\$ 3.387.847	\$ 3.754.101	\$ 4.232.749	\$ 4.338.568
Seguros e fianças		\$ 194.052	\$ 247.326	\$ 287.310	\$ 320.477	\$ 355.123	\$ 400.402	\$ 410.412
Total custos variáveis		\$ 45.111.057	\$ 59.736.607	\$ 69.755.594	\$ 77.808.261	\$ 86.219.965	\$ 97.213.011	\$ 99.643.336
Total Rendimento Bruto		\$ 36.291.080	\$ 44.013.189	\$ 50.767.086	\$ 56.627.699	\$ 62.749.612	\$ 70.750.187	\$ 72.518.942
DESPESAS GERAIS								
Total Despesas Gerais		\$ 19.966.502	\$ 20.964.827	\$ 22.013.069	\$ 23.113.722	\$ 24.269.408	\$ 25.482.879	\$ 26.757.023
F	Remunerações ao pessoal	\$ 9.363.907	\$ 9.832.102	\$ 10.323.707	\$ 10.839.893	\$ 11.381.887	\$ 11.950.982	\$ 12.548.531
F	Contribuições por remunerações	\$ 2.129.236	\$ 2.235.698	\$ 2.347.483	\$ 2.464.857	\$ 2.588.100	\$ 2.717.505	\$ 2.853.380
F	Honorários	\$ 1.140.914	\$ 1.197.959	\$ 1.257.857	\$ 1.320.750	\$ 1.386.788	\$ 1.456.127	\$ 1.528.933
F	Combustíveis e lubrificantes	\$ 333.786	\$ 350.475	\$ 367.999	\$ 386.399	\$ 405.719	\$ 426.005	\$ 447.305
F	Outras despesas administrativas	\$ 6.941.845	\$ 7.288.937	\$ 7.653.384	\$ 8.036.053	\$ 8.437.855	\$ 8.859.748	\$ 9.302.736
F	Direito anual Art. 40 lcn. D	\$ 56.815	\$ 59.656	\$ 62.639	\$ 65.770	\$ 69.059	\$ 72.512	\$ 76.138
Rendimento antes de juros e impostos		\$ 16.324.578	\$ 23.048.361	\$ 28.754.018	\$ 33.513.976	\$ 38.480.204	\$ 45.267.309	\$ 46.761.919
Pagamento de impostos		\$ 6.331.433	\$ 8.939.230	\$ 11.152.150	\$ 12.998.284	\$ 14.924.418	\$ 17.556.774	\$ 17.748.608
ISR		\$ 4.478.575	\$ 6.704.422	\$ 8.364.112	\$ 9.748.713	\$ 11.193.314	\$ 13.167.581	\$ 13.311.456
PTU		\$ 1.582.858	\$ 2.234.807	\$ 2.788.037	\$ 3.249.571	\$ 3.731.105	\$ 4.389.194	\$ 4.437.152
Requerimentos de capital líquidos			\$ 460.967	\$ 2.875.402	\$ 1.675.699	\$ 1.154.406	\$ 905.346	\$ 915.238
Alteração no capital de trabalho			\$ 514.590	\$ 597.782	\$ 666.790	\$ 738.876	\$ 833.082	\$ 853.909
Fluxo de caixa			\$ 13.133.575	\$ 14.128.685	\$ 18.173.204	\$ 21.662.503	\$ 25.972.106	\$ 26.244.164
VP de fluxo de caixa livre			\$ 11.290.356	\$ 10.441.217	\$ 11.545.310	\$ 15.826.940	\$ 17.543.553	
(aplicando custo de capital)								
							VPN Ano 2018-2022	\$ 66.647.377
							VPN Terminal	\$ 64.880.141
							Total VPN	\$ 131.527.518
							(+) Ativos líquidos em excesso	\$ 106.449.252
							(-) Obrigações extraordinárias	\$ 10.000.000
Valor total incluindo ativos não operacionais								\$ 227.976.770

Vendas Históricas e Projeção

COMPORTAMENTO DE CONTAS ESPECIAIS: QUILOS

MES/ANO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
JANEIRO	-	13.182,90	139.821,00	209.055,00	329.176,00	403.242,00	880.006,00	856.775,00	837.464,00	1.292.745,00	1.055.840,00	397.300,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
FEVEREIRO	-	71.816,00	173.899,00	216.720,00	429.204,00	400.343,00	1.034.962,00	982.225,00	1.164.178,00	1.546.862,00	1.569.062,00	863.480,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
MARÇO	-	134.984,00	229.612,00	215.091,00	560.788,00	498.133,00	1.370.555,00	1.147.869,00	1.126.641,00	1.810.324,00	1.545.301,00	669.532,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
ABRIL	-	190.993,00	344.676,00	196.416,00	436.376,00	420.339,00	952.244,00	1.346.864,00	1.109.800,00	1.575.692,00	1.318.507,00	533.577,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
MAIO	-	157.241,00	340.584,00	329.910,00	571.843,00	406.359,00	994.208,00	1.116.947,00	996.556,00	1.636.331,00	1.409.615,00	715.666,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
JUNHO	-	126.926,00	237.764,00	314.460,00	640.551,00	426.257,00	878.934,00	1.132.532,00	995.391,00	1.569.236,00	942.207,00	798.708,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
JULHO	-	120.842,00	258.191,00	298.529,00	566.844,00	522.166,00	1.032.334,00	1.147.161,00	1.024.307,00	1.545.945,00	750.643,00	785.681,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
AGOSTO	-		298.194,00	417.494,00	585.255,00	676.030,00	1.121.062,00	1.194.797,00	1.054.964,00	1.654.090,00	676.317,00	745.460,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
SETEMBRO	-	103.858,00	414.132,00	494.665,00	447.937,00	698.844,00	1.035.598,00	1.144.162,00	1.091.767,00	1.574.040,00	894.324,00	623.586,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
OUTUBRO	-	139.195,00	685.322,00	492.433,00	707.442,00	694.159,00	1.100.038,00	1.346.373,00	1.383.795,00	1.692.235,00	855.768,00	778.594,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
NOVEMBRO	-	119.227,00	404.776,00	558.219,00	670.496,00	857.846,00	1.151.602,00	1.336.992,00	1.226.241,00	1.669.091,00	545.741,00	972.002,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
DEZEMBRO	10.463,00	142.690,00	205.216,00	473.926,00	335.313,00	1.019.001,00	1.162.703,00	1.154.690,00	1.230.488,00	1.343.293,00	464.031,00	801.941,00	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
TOT. ANUAL	10.463,00	1.320.954,90	3.732.187,00	4.216.918,00	6.281.225,00	7.022.719,00	12.714.246,00	13.907.387,00	13.241.592,00	18.908.884,00	12.027.356,00	8.685.527,00	11.400.000,00	14.400.000,00	18.000.000,00	18.000.000,00
MEDIA	871,92	120.086,81	311.015,58	351.409,83	523.435,42	585.226,58	1.059.520,50	1.158.948,92	1.103.566,00	1.575.823,67	1.002.279,67	723.793,92	950.000,00	1.200.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00

COMPORTAMENTO DE CONTAS ESPECIAIS: GUIAS (TRANSFERÊNCIAS)

MES/ANO	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
JANEIRO		61	328	855	1.363	1.250	1.887	2.310	2.426	2.603	2.740	1.115	2.100	2.250	2.400	2.600
FEVEREIRO		390	611	963	1.709	1.382	2.145	2.619	2.813	3.044	3.384	1.310	2.100	2.250	2.400	2.600
MARÇO		604	772	1.081	2.004	1.526	2.645	2.719	3.312	3.606	3.176	1.613	2.100	2.250	2.400	2.600
ABRIL		596	969	1.085	1.689	1.339	2.557	2.909	3.057	3.220	3.074	1.516	2.100	2.250	2.400	2.600
MAIO		556	936	1.032	1.935	1.373	2.483	2.820	3.015	3.303	3.209	1.680	2.100	2.250	2.400	2.600
JUNHO		512	1.077	1.169	1.909	1.335	2.686	2.836	2.922	3.647	2.536	1.670	2.100	2.250	2.400	2.600
JULHO		498	1.021	1.257	1.885	1.614	2.671	3.002	3.053	3.446	2.159	1.770	2.100	2.250	2.400	2.600
AGOSTO			950	1.445	1.830	1.834	2.603	2.888	3.027	3.408	1.736	1.636	2.100	2.250	2.400	2.600
SETEMBRO		372	1.139	1.450	1.545	1.755	2.653	3.005	3.156	3.292	1.849	1.588	2.100	2.250	2.400	2.600
OUTUBRO		458	1.344	1.580	1.724	1.583	2.855	3.159	3.291	3.708	1.770	1.827	2.100	2.250	2.400	2.600
NOVEMBRO		416	1.122	1.702	1.685	1.957	2.837	3.283	3.095	3.713	1.274	1.943	2.100	2.250	2.400	2.600
DEZEMBRO	46	334	943	1.567	1.323	1.995	2.555	3.000	2.934	3.110	1.214	1.958	2.100	2.250	2.400	2.600
TOT. ANUAL	46,00	4.797,00	13.220,00	17.195,00	20.601,00	18.943,00	30.577,00	34.550,00	36.101,00	40.100,00	28.121,00	19.626,00	25.200,00	27.000,00	28.800,00	31.200,00
Média	46,00	436,09	934,00	1.265,50	1.716,75	1.578,58	2.548,08	2.879,17	3.008,42	3.341,67	2.343,42	1.635,50	2.100,00	2.250,00	2.400,00	2.600,00

Ajuste de Despesas Gerais Base

CONTAS	F/V	NOME	DEZEMBRO	JANEIRO	FEVEREIRO	MARÇO	ABRIL	MAIO	JUNHO	JULHO	AGOSTO	SETEMBRO	OUTUBRO	NOVEMBRO	TOTAL ANUAL
4100		RECEITAS TOTAIS	4.818.780	4.409.620	5.588.214	6.401.111	6.135.387	7.053.988	6.760.963	6.857.457	7.234.978	5.988.028	7.169.333	8.173.748	76.591.607
4100-0001		RECEITAS RECINTO FISCALIZADO	4.818.780	4.409.620	5.588.214	6.401.111	6.135.387	7.053.988	6.760.963	6.857.457	7.234.978	5.988.028	7.169.333	8.173.748	76.591.607
4201		PRODUTOS FINANCEIROS	369.569	709.839	453.406	458.143	453.593	378.243	513.099	338.767	698.748	353.185	387.694	784.782	5.899.065
4201-0001		JUROS BANCÁRIOS	369.569	706.862	453.406	458.143	453.593	378.243	513.099	338.767	698.748	353.185	387.694	784.782	5.896.089
4201-0002		RENDIMENTO CAMBIAL		2.977	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.977
4202		OUTROS PRODUTOS	2.375	1	0	90	71	152	1.977	7.333	209	474	3.213	4.583	20.477
4202-0001		RECUPERAÇÃO DE DESPESAS							320	-	-	-	-	-	320
4202-0002		DEPURAÇÃO DE CONTAS	2.375	1	0	90	71	152	1.657	7.333	209	474	3.213	4.583	20.157
4300		OUTRAS RECEITAS										129.310	-	-	129.310
4300-0002		VENDA DE ATIVO FIXO										129.310	-	-	129.310
5100		DESPESAS GERAIS	5.225.945	3.454.957	4.163.711	5.595.659	5.049.737	5.72.575	5.711.138	5.589.349	6.224.724	4.554.322	5.354.197	6.072.949	62.469.264
5100-0001	F	REMUNERAÇÕES AO PESSOAL	945.051	624.388	628.308	1.718.438	641.918	630.243	715.877	659.564	797.802	657.714	668.206	676.398	9.363.907
5100-0001-0001	F	SALÁRIOS E REMUNERAÇÕES	491.068	480.929	482.454	482.188	488.546	484.911	488.218	504.416	640.474	642.511	652.164	657.098	6.494.977
5100-0001-0002	V	HORAS-EXTRAS								100	270	-	98	-	468
5100-0001-0003	V	PRÊMIO DOMINICAL	3.351	2.971	3.078	4.181	3.323	3.621	4.033	3.537	4.465	3.860	3.341	4.216	43.977
5100-0001-0004	F	FÉRIAS	-	637	237	40.251	3.255	-	3.437	2.807	-	-	858	-	51.482
5100-0001-0005	F	PRÊMIO DE FÉRIAS	5.882	3.606	3.881	10.294	4.506	3.473	4.986	3.022	3.602	2.373	8.885	3.319	57.829
5100-0001-0006	F	DÉCIMO TERCEIRO	310.122		334	39.963	1.495	-	1.372	3.985	386	2.158	2.860	-	362.675
5100-0001-0007	F	INDENIZAÇÕES				502.625	-	-	-	-	-	-	-	-	502.625
5100-0001-0008		GRATIFICAÇÕES				482.992	-	-	-	1.177	2.956	565	-	3.318	491.008
5100-0001-0009	F	FUNDO DE POUPANÇA					1.664	-	-	-	-	-	-	-	1.664
5100-0001-00013	F	PRÊMIO POR TEMPO DE SERVIÇO		1.037	484	17.289	7.684	-	6.549	9.605	-	-	-	-	42.648
5100-0001-00014	F	FERIADO	3.713	4.293	6.925	7.741	530	7.323	-	-	-	6.247	-	8.447	45.219
5100-0001-00016	F	SALÁRIO SIMILAR A REMUNERAÇÕES	130.915	130.915	130.915	130.915	130.915	130.915	207.282	130.915	130.915	-	-	-	1.254.602
5100-0001-00019	V	BÔNUS								14.734	-	-	-	-	14.734
5100-00002		CONTRIBUIÇÕES X REMUNERAÇÕES	244.167	81.118	186.032	107.284	191.114	75.054	254.795	380.404	222.987	83.099	223.788	79.394	2.129.236
5100-0002-0001	F	I.M.S.S. Cotas	62.333	61.970		55.104	53.809	55.726	215.240	360.170	59.960	62.783	60.942	209.027	1.257.065
5100-0002-0002	F	S.A.R. Cotas	65.166			-	66.074	-	33.285	-	77.631	-	78.385	150.515	103.455
5100-0002-0003	F	INFONAVIT COTAS			51.079	-	51.605	-	50.929	-	60.958	-	63.832	-	278.402
5100-0002-0004	F	3 % SOBRE FOLHAS DE PAGAMENTO	63.476	19.148	19.264	52.180	19.627	19.328	21.910	20.234	24.439	20.316	20.629	20.882	321.433
5100-0003		HONORÁRIOS	57.548	35.262	5.245	19.690	160.617	105.507	95.007	87.690	96.419	51.491	50.857	375.580	1.140.914
5100-0003-0001	F	HON. PESSOAS FÍSICAS	47.048	35.262	5.245	19.690	160.617	105.507	95.007	87.690	86.933	51.491	50.857	75.580	820.927
5100-0003-0002	F	HON. PESSOAS JURÍDICAS									9.486	-	-	300.000	309.486
5100-0004		ARRENDAMENTOS	13.266	13.266	13.266	9.780	9.780	9.780	60.300	47.466	37.980	31.352	34.767	6.000	287.004
5100-0004-0001	F	ARREND. PESSOAS FÍSICAS							34.200	34.200	34.200	14.820	-	-	117.420
5100-0004-0002	F	ARREND. PESSOAS JURÍDICAS	13.266	13.266	13.266	9.780	9.780	9.780	26.100	13.266	3.780	16.532	34.767	6.000	169.584

Ajuste de Despesas Gerais Base (Cont.)

5100-0005		DEPRECIACÕES-AMORTIZAÇÕES	42.356	39.344	39.344	39.966	39.966	39.787	39.766	39.711	39.711	39.698	48.173	48.173	495.995
5100-0005-0001	F	DEP. A EQTO. TRANSPORTE TERRESTRE	5.153	5.153	5.153	5.153	5.153	5.153	5.153	5.153	5.153	5.153	13.628	13.628	78.783
5100-0005-0002	F	DEP. A MOBILIÁRIO E EQUIP. OFCS.	3.592	3.592	3.592	3.592	3.577	3.556	3.501	3.501	3.501	3.488	3.488	3.488	42.559
5100-0005-0003	F	DEP. A EQTO. DE CÁLCULO E PERIF.	22.458	19.446	19.446	20.068	20.068	19.904	19.904	19.904	19.904	19.904	19.904	19.904	240.810
5100-0005-0005	F	DEP. ACUM. EQUIPAMENTO DE DEPÓSITO	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	6.614	79.364
5100-0005-0007	F	AMORT. MELHORAS LOC. CONCESSIONADO	4.539	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	4.540	54.479
5100-0006	SF	MANUTENÇÃO EQTO. TRANSPORTE	-	2.724	-	-	457	3.921	2.802	-	-	-	-	-	9.904
5100-0007	SF	COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES	21.995	23.257	19.464	33.637	25.046	25.212	24.989	29.709	24.641	24.459	41.699	39.678	333.786
5100-0008	F	ESTACIONAMENTOS	8.535	8.535	8.535	9.476	9.388	9.543	9.034	9.034	9.034	9.034	9.034	10.206	109.389
5100-0009	F	PEDÁGIOS "GUICHÊS"				390	-	-	-	-	-	-	-	-	390
5100-0011	F	TELEFONES	25.817	25.817	26.137	26.316	5.692	5.114	4.960	4.960	4.960	4.960	43.295	43.295	221.323
5100-0012	F	NEXTEL – RÁDIO COMUNICAÇÃO	3.213	3.219	5.613	3.141	3.143	3.141	3.141	3.168	3.141	3.157	3.163	6.923	44.160
5100-0013	F	RENTA. DE COPIADORAS – MULTIFUNC.	22.400		8.040	8.040	8.040	8.662	8.040	8.624	8.048	8.040	8.040	8.040	104.014
5100-0014	F	PAPELARIA E ARTS DE ESCRITÓRIO	6.763	31.522	13.669	12.574	11.872	12.654	13.692	10.683	6.418	9.209	8.232	14.791	152.079
5100-0015	F	ASSEIO E LIMPEZA DE ESCRITÓRIOS	12.000	12.396	12.500	12.500	12.500	12.500	12.200	12.300	12.500	12.340	12.500	12.395	148.631
5100-0016	F	ÁGUA	-	5.854	-	3.957	-	317	-	-	650	2.259	-	175	13.212
5100-0017	F	ELETRICIDADE	10.499	11.557	11.162	13.482	12.754	13.119	17.139	15.253	17.947	15.322	16.287	15.335	169.856
5100-0018	F	PREVIDÊNCIA SOCIAL	23.227	23.076	23.235	30.215	23.321	23.395	24.088	37.725	45.880	48.447	49.216	49.171	400.996
5100-0018-0001	F	VALES DE DESPENSE	9.120	9.185	9.419	9.325	9.325	9.360	9.632	22.810	29.055	28.958	29.589	29.499	205.277
5100-0018-0002	F	FUNDO DE POUPANÇA	14.107	13.891	13.816	20.890	13.996	14.035	14.456	14.915	16.825	19.489	19.627	19.672	195.719
5100-0019	F	COTAS E SUBSCRIÇÕES	1.500	1.500	79.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	54.650	3.500	1.500	2.500	152.150
5100-0020	SV	SEGUROS Y FIANZASSEGUROS E FIANÇAS	12.181	163.922	7.166	-	-	-	-	-	-	-	10.782	-	194.052
5100-0021		OUTROS IMPTOS E CONTRIBUIÇÕES	266.345	144.256	237.097	90.828	281.299	101.781	279.194	97.664	249.917	78.964	256.409	102.301	2.186.055
5100-0021-0001	F	DIREITO ANUAL Art. 40 lcn. D		56.815	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56.815
5100-0021-0002	V	5% USO. USUFRUTO OU EXPLORAÇÃO	180.822		154.379	-	185.047	-	190.439	-	171.666	-	165.190	-	1.047.543
5100-0021-0003	V	5% x APROVEITAMENTO Art. 15	83.693	71.684	82.695	90.784	94.263	101.722	88.717	93.449	78.217	74.026	91.164	102.266	1.052.680
5100-0021-0004	F	POSSESSÕES/LICENÇAS		13.486	-	-	-	-	-	-	-	329	-	-	13.815
5100-0021-0005	F	DIREITOS	396							3.539	-	793	-	-	4.728
5100-0021-0006	F	OUTROS IMPOSTOS	1.434	2.271	23	44	1.989	59	38	676	34	3.816	55	35	10.475
5100-0023	V	FRETES E CARRETOS	2.800	9.150	10.200	38.700	3.200	21.600	12.800	14.400	12.800	12.800	8.000	9.600	156.050
5100-0025	F	NÃO DEDUTÍVEIS	37.715	30.915	37.999	35.076	65.929	47.597	252.482	398.698	1.243	264.406	4.900	54.117	1.231.077
5100-0026	V	COMISSÕES A CLIENTES	116.970	62.058	60.486	47.540	57.491	36.043	50.041	84.076	102.940	73.740	89.745	10.638	821.768
5100-0027	V	MANOBRAS	2.768.323	1.541.570	2.326.288	2.933.106	2.908.860	3.404.125	3.328.435	3.121.466	3.859.939	2.688.616	3.327.095	4.004.827	36.212.651
		% RECEITAS	0.57	35%	42%	46%	47%	48%	49%	46%	53%	45%	46%	49%	47.3%
5100-0028	F	SINDICATO	7.182	7.010	7.164	7.167	7.236	7.044	7.113	7.076	7.302	7.455	7.458	7.148	86.354
5100-0029	F	ALUGUEL MONTA-CARGAS	88.350	88.350	88.350	78.850	88.350	88.350	50.352	50.350	50.350	69.348	78.850	78.850	898.700
5100-0030	F	ESTUDO DE AVALIAÇÕES												1.769	1.769
5100-0031	F	DESPESAS DE FIM DE ANO	40.346										15.480	49.666	105.492
5100-0032	F	MANUTENÇÃO DO DEPÓSITO	6.644	8.908	18.808	24.536	10.984	1.965	6.788	8.807	3.805	4.443	24.063	3.870	123.621
5100-0033	F	BILHETES DE AVIÃO	-	41.114	-	-	30.550	-	-	43.768	-	25.942	-	-	141.374
5100-0034	F	DESPENSE E ARTIGOS DE ASSEIO	3.491	2.747	2.278	3.742	3.130	3.307	2.088	4.099	3.916	5.600	4.806	21.912	61.117

Ajuste de Despesas Gerais Base (Cont.)

5100-0035-0001	V	DESCONSOLIDAÇÕES CLIENTES % RECEITAS	273.882 5.7%	190.587 4.3%	209.709 3.8%	242.802 3.8%	223.243 3.6%	224.975 3.2%	226.755 3.4%	169.026 2.5%	218.678 3.0%	180.724 3.0%	180.844 2.5%	206.470 2.5%	2.547.695 3.3%
5100-0035-0001	V	DESCONSOLIDAÇÕES UTI					575	-	-	-	-	-	-	-	575
5100-0035-0002	V	DESCONSOLIDAÇÕES CASCEX		534	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	534
5100-0035-0003	V	DESCONSOLIDAÇÕES CH ROBINSON	27.311	17.095	17.971	28.343	30.385	36.830	43.279	21.195	34.908	21.014	22.229	25.630	326.190
5100-0035-0004	V	DESCONSOLIDAÇÕES HARTRODT	45.237	27.845	31.853	32.227	42.112	35.423	36.806	27.176	38.953	31.338	30.602	34.229	413.800
5100-0035-0005	V	DESCONSOLIDAÇÕES SCHRYVER	44.496	41.026	51.030	56.214	51.250	54.982	57.273	41.607	62.841	40.057	57.597	54.999	613.372
5100-0035-0006	V	DESCONSOLIDAÇÕES MAC	42.422	22.288	21.365	26.011	4.539	-	-	-	-	-	-	-	116.625
5100-0035-0007	V	DESCONSOLIDAÇÕES TISA	48.880	27.355	45.754	67.701	53.120	54.388	54.086	46.907	38.889	39.212	33.506	46.780	556.578
5100-0035-0011	V	DESCONSOLIDAÇÕES RACING CARG	5.041	3.540	5.313	4.839	7.749	9.660	8.046	5.587	6.934	5.742	3.590	4.257	70.300
5100-0035-0012	V	DESCONSOLIDAÇÕES NAD									5.242	8.481	-	3.344	17.067
5100-0035-0014	V	DESCONSOLIDAÇÕES NISTRANS	14.302	8.052	11.428	15.673	12.209	11.933	12.348	11.229	11.516	12.906	9.765	12.006	143.366
5100-0035-0017	V	DESCONSOLIDAÇÕES CERMESONI	650												650
5100-0035-0019	V	DESCONSOLIDAÇÕES DIETRICH	41.377	37.591	21.422	9.192	17.221	20.518	13.555	12.973	14.996	11.528	19.553	13.660	233.584
5100-0035-0020	V	DESCONSOLIDAÇÕES AIT WORLDWDWI	4.166	5.262	3.574	1.413	4.083	1.241	1.363	2.352	3.648	1.919	840	3.147	33.008
5100-0035-0021	V	DESCONSOLIDAÇÕES TRUST				1.191	-	-	-	-	-	5.879	-	865	7.934
5100-0035-0022	V	DELEITE TRADING									650	-	603	827	2.081
5100-0035-0023	V	DESCONSOLIDAÇÕES PADRÕES										2.649	2.559	6.725	11.933
5100-0036	F	DESPESAS DE REPRESENTAÇÃO									825	-	-	-	825
5100-0037	F	SERVIÇOS ESPECIAIS									17.558	-	-	-	17.558
5100-0038	F	CRACHÁS	1.112	3.539	2.239	5.455	1.041	-	-	1.960	1.971	4.907	-	2.101	24.325
5100-0039	F	DOMÍNIO INTERNET									209.432	38.336	-	4.233	252.001
5100-0040	F	ALUGUEL SISTEMA	31.200	31.200	31.200	-	62.400	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	374.400
5100-0041	F	ASSESSORIA	-	115.257	7.000	-	-	-	10.000	-	-	-	-	-	132.257
5100-0042	F	UNIFORMES			1.500	500	7.483	558	2.775	24.057	-	-	36.564	23.263	96.699
5100-0043	F	PASSAGENS E TRANSPORTES LOCAIS	2.386	3.904	2.514	941	891	1.307	1.246	1.455	280	385	436	-	15.745
5100-0044	F	AQUISIÇÃO DE SOFTWARE			3.361	-	-	-	1.119	-	-	-	-	-	4.480
5100-0045	F	ART. PARA USO NO DEPÓSITO	10.482	2.383	1.013	7.907	-	8.565	25.125	14.246	12.643	6.358	9.049	1.065	98.834
5100-0046	F	SERVIÇO DE MENSAGENS E ENVIO DE PACOTES			85	52	-	-	-	858	150	1.886	930	1.041	5.002
5100-0047	F	MANUTENÇÃO EQPO. CÁLCULO	10.000		10.000	-	-	-	-	-	6.300	-	-	-	26.300
5100-0048	F	MANUTENÇÃO ESCRITÓRIOS		5.030	8.202	-	10.000	13.013	9.708	27.459	5.025	361	4.914	5.224	88.936
5100-0049	F	DESP. ADMINISTRATIVAS DE CONTRATAÇÃO		25.230	2.200	17	30	9.180	-	-	15	299	-	2.700	39.671
5100-0049-0001	F	EXAMES TOXICOLÓGICOS						9.180	-	-	-	-	-	2.700	11.880
5100-0049-0002	F	EXAMES PSICOMÉTRICOS			700	-	-	-	-	-	-	-	-	-	700
5100-0049-0003	F	ESTUDO SOCIOECONÔMICO		24.750	1.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.250
5100-0049-0004	F	CARTÕES VALES DE DESPENSE		480	-	17	30	-	-	-	15	299	-	-	841
5100-0050	F	CURSOS E BOLSAS	1.724	19.580	6.167	6.443	47.500	1.800	10.298	2.000	22.750	29.071	11.500	-	158.833
5100-0051	F	ATUALIZAÇÕES							-	-	-	-	-	-	-
5100-0052	F	AUMENTOS							97.566	65.582	364	96	-	-	163.607
5100-0053	F	MULTAS	62.244				755	7.290	772	52.852	-	-	-	-	123.913
5100-0054	F	MANUTENÇÃO EQUIPO. ESCRITÓRIO	1.700				3.720	939	2.888	-	400	2.845	-	1.180	13.671
5100-0055	F	MANUTENÇÃO EQUIPO. DEPÓSITO	6.150			12.242	9.250	466.123	3.697	9.267	8.831	9.750	-	15.596	540.907
5100-0061	F	SUPORTE TÉCNICO	12.480	11.500		7.000	20.000	-	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	110.980
5100-0065	F	ÁGUA ELETROPURA	1.428	702	1.456	1.508	988	4.377	1.356	676	966	962	1.534	1.114	17.067
5100-0066	F	DEJETOS	5.581	800		800	800	10.000	-	517	1.600	800	19.970	4.756	45.623
5100-0067	F	VERIFICAÇÃO		835		-	-	1.560	-	-	857	948	428	-	4.629
5100-0068	F	PROTEÇÃO CIVIL					47.500	-	-	-	-	-	-	-	47.500
5100-0069	F	DESPESAS POR SEGUROS E FIANÇAS	920	1.525	460	-	-	428	-	-	-	-	480	-	3.813
5100-0072	F	DESPESAS E EXTRAVIO DE MERCADORIAS	404			-	-	-	-	-	-	-	-	-	404
5100-0073	F	DESPESAS DE EXECUÇÃO	3.364		687	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.051
5100-0073-0001	F	NOTARIAIS	3.364		687	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.051
5100-0074	F	CONSUMO	58	48	33	60	-	-	12	-	-	-	-	254	465
5400	F	DESPESAS FINANCEIRAS	2.060	1.279	1.819	1.880	1.816	1.212	14.658	2.538	1.671	2.135	1.237	1.654	33.959
5400-0001	F	COMISSÕES BANCÁRIAS	2.060	1.279	1.819	1.880	1.599	1.212	14.658	2.529	1.671	2.135	1.237	1.654	33.734
5400-0003	F	PERDA CAMBIAL					217	-	-	9	-	-	-	-	226
6000		ISR ANUAL	8.161.147												
6200		PTU ANUAL	3.113.813												

Estimativa do custo de capital

Taxa livre de risco	2,7%	Fonte: Promedio rendimiento bono de 20 años (Fed Reserve EEUU)
Prêmio de risco mercado capitais MX	7,8%	Fonte: Damodaran, incluye riesgo país y mayor volatilidad mercado capital país (ene 18)
Beta não alavancada	0,59	Fonte: Sector transporte aéreo Ene, 2018 (Damodaran)
Taxa rendimento capitais MX	7,3%	
Prêmio Risco por empresa particular e escala média	9,0%	Fonte: Estimación propia con base en comparables
Custo de capital acionário	16,3%	

Análise de comparáveis

	2017	2016
Receitas	\$ 81.402.137	\$ 113.041.579
EBITDA	\$ 15.154.814	\$ 27.794.025
Rendimento Líquido	\$ 13.704.033	\$ 19.227.258

Fonte: Demonstrações Financeiras Varig de México, S.A. de C.V.

	Market Cap/ Net Income	Trailing PE	Forward PE	Market Cap Equiv.	Market Cap.Tr. Equiv.
Transporte de mercadorias	26,1	18,4	22,4	\$ 358.086.393	\$ 251.880.134
Auto & Truck	16,9	16,3	31,1	\$ 231.872.246	\$ 222.690.543
Air Transport	29,9	22,0	21,0	\$ 409.613.559	\$ 302.036.897
Packaging and Container	28,8	20,0	17,7	\$ 395.087.284	\$ 273.669.548

Fonte: Damodaran Online

P/ sales ratio	Market Cap Tr. Equiv.
1,51	\$ 122.917.227
0,83	\$ 67.563.774
1,20	\$ 97.682.564
1,37	\$ 111.520.928

	Current PE ratio	Avaliação Equivalente
Aeroportos do Sudeste	24,4	\$ 333.967.295
OMA	18,7	\$ 256.128.385
Grupo Aeroportuário do Pacific	23,0	\$ 314.918.688
Transport Log	25,0	\$ 342.463.795

Fonte: Google Finance (24 de janeiro/2018)

	Avaliação equivalente
Outras Proporções	\$ 162.804.274
2X Receitas	\$ 98.506.289

6.5x EBITDA

Fonte: Estimativas próprias

Demonstrações Financeiras

[Logotipo]

VARIG DE MEXICO. S.A. DE C.V.

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS COMPREENDIDOS DE 1º DE JANEIRO A 30 DE NOVEMBRO DE 2017

RECEITAS

RECEITAS TOTAIS	71.772.827	
OUTRAS RECEITAS	<u>129.310</u>	
RECEITAS POR VENDAS E SERVIÇOS	71.902.137	
RENDIMENTO BRUTO	71.902.137	81.402.137
		113.21%

DESPESAS DE OPERAÇÃO

DESPESAS GERAIS	57.243.319
RENDIMENTO DE OPERAÇÃO	14.658.818

CUSTO INTEGRAL DE FINANCIAMENTO

DESPESAS FINANCEIRAS	<u>31.899</u>	
OUTROS PRODUTOS		
Outros produtos	18.101	
REND. ANTES OUTRAS DESPESAS E PRODUTOS	14.645.021	
PRODUTOS FINANCEIROS		
Produtos financeiros	5.529.497	
RENDIMENTO ANTES DE IMPOSTOS	<u>20.174.517</u>	22.840.056
		6.395.216

[Logotipo]

VARIG DE MEXICO. S.A. DE C.V.

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS COMPREENDIDOS DE 1º DE JANEIRO A 31 DE DEZEMBRO DE 2016

RECEITAS

RECEITAS TOTAIS	113.041.579
OUTRAS RECEITAS	<u>37.069</u>
RECEITAS POR VENDAS E SERVIÇOS	113.078.648
RENDIMENTO BRUTO	113.078.648

DESPESAS DE OPERAÇÃO

DESPESAS GERAIS	85.784.624
RENDIMENTO DE OPERAÇÃO	27.294.025

CUSTO INTEGRAL DE FINANCIAMENTO

DESPESAS FINANCEIRAS		
Despesas financeiras	<u>18.612</u>	
OUTROS PRODUTOS		
Outros produtos	390.976	
OUTRAS DESPESAS		
Outras despesas	13.708	
REND. ANTES OUTRAS DESPESAS E PRODUTOS	27.642.680	
PRODUTOS FINANCEIROS		
Produtos financeiros	<u>2.859.537</u>	
RENDIMENTO ANTES DE IMPOSTOS	30.502.217	
ISR	8.161.147	0.26755914
PTU	3.113.813	0.1020848
RENDIMENTO LÍQUIDO	<u>19.227.258</u>	

Demonstrações Financeiras

[Logotipo]

VARIG DE MEXICO. S.A. DE C.V.

DEMONSTRAÇÃO DE POSIÇÃO FINANCEIRA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2016

ATIVO CIRCULANTE		PASSIVO A CURTO PRAZO	
FUNDO FIXO DE CAIXA	35.000	FORNECEDORES	516.170
BANCOS	4.528.523	CREDORES DIVERSOS	27.497
INVESTIMENTOS	92.675.324	SALÁRIOS E COMISSÕES A PAGAR	-604.210
CLIENTES	1.395.527	P.T.U. A PAGAR	3.152.412
DEVEDORES DIVERSOS	442.787	IMPOSTOS-CONTRIBUIÇÕES X PAGAR	1.552.108
FUNCIONÁRIOS E EMPREGADOS	22.400		
IVA COMPROVÁVEL	163.045		
IMPOSTOS A RECUPERAR	1.240.462		
TOTAL DE ATIVO CIRCULANTE	100.53.068	TOTAL DE PASSIVO A CURTO PRAZO	4.643.977
ATIVO FIXO		CAPITAL CONTÁBIL	
EQUIPAMENTO DE TRANSPORTE	543.707		
DEPREC. ACÚM. EQPO. TRANSPORTE	-407.078		
MELHORAS EM LOCAIS	1.089.584	CAPITAL SOCIAL	33.000.000
CONCESSIONADOS			
AMORTIZAÇÃO DE REFORMAS A LOCAIS	-291.775		
CONCESSIONADOS			
MOBILIÁRIO E EQUIPAMENTO	1.496.541		
DEPREC. ACÚM. E EQUIPAMENTO DE	-356.495	RESERVA LEGAL	523.547
DEPÓSITO			
DEPREC. ACÚM. DE MOBILIÁRIO E	-458.553		
EQUIP.			
EQUIPAMENTO DE CÁLCULO	1.124.021		
DEPREC. ACÚM. EQUIP. DE CÁLCULO	-725.781	RESULT. EXERCÍCIOS ANTERIORES	45.354.085
TOTAL DE ATIVO FIXO	2.014.170		
OUTROS ATIVOS		RESULTADO DO EXERCÍCIO	
DEPÓSITOS EM GARANTIA	231.628		19.227.258
TOTAL DE OUTROS ATIVOS	231.628	TOTAL CAPITAL CONTÁBIL	98.104.889
TOTAL ATIVO	102.748.866	TOTAL PASSIVO E CAPITAL	102.748.866

[Logotipo]

VARIG DE MEXICO. S.A. DE C.V.

DEMONSTRAÇÃO DE POSIÇÃO FINANCEIRA EM 30 DE DEZEMBRO DE 2017

ATIVO CIRCULANTE		PASSIVO A CURTO PRAZO	
FUNDO FIXO DE CAIXA	25.000	FORNECEDORES	0
BANCOS	5.295.677	CREDORES DIVERSOS	423.535
INVESTIMENTOS	103.673.929	SALÁRIOS E COMISSÕES A PAGAR	21.352
CLIENTES	2.775.323	P.T.U. A PAGAR	40.58
DEVEDORES DIVERSOS	673.415	IMPOSTOS-CONTRIBUIÇÕES x PAGAR	1.515.732
FUNCIONÁRIOS E EMPREGADOS	29.171		
IVA COMPROVÁVEL	96.718		
IMPOSTOS A RECUPERAR	5.460.006		
ADIANTAMENTO A FORNECEDORES	10.440		
TOTAL DE ATIVO CIRCULANTE	118.039.680	TOTAL DE PASSIVO A CURTO PRAZO	2.001.079
ATIVO FIXO		CAPITAL CONTÁBIL	
EQUIPAMENTO DE TRANSPORTE	654.138		
DEPREC. ACÚM. EQPO. TRANSPORTE	-184.329		
MELHORAS EM LOCAIS	1.089.584	CAPITAL SOCIAL	33.000.000
CONCESSIONADOS			
AMORTIZAÇÃO DE REFORMAS A LOCAIS	-341.715		
CONCESSIONADOS			
MOBILIÁRIO E EQUIPAMENTO	1.496.541		
DEPREC. ACÚM. E EQUIPAMENTO DE	-429.245	RESERVA LEGAL	523.547
DEPÓSITO			
DEPREC. ACÚM. DE MOBILIÁRIO E	-497.521		
EQUIP.			
EQUIPAMENTO DE CÁLCULO	1.148.910		
DEPREC. ACÚM. EQUIP. DE CÁLCULO	-944.133	RESULT. EXERCÍCIOS ANTERIORES	64.581.342
TOTAL DE ATIVO FIXO	1.992.230		
OUTROS ATIVOS		RESULTADO DO EXERCÍCIO	
DEPÓSITOS EM GARANTIA	245.432		20.174.517
DEPÓSITOS PAGOS X ANTECIPADO	3.143		
TOTAL OUTROS ATIVOS	248.575	TOTAL CAPITAL CONTÁBIL	118.279.406
TOTAL ATIVO	120.280.485	TOTAL PASSIVO E CAPITAL	120.280.485

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

VARIG DE MÉXICO. S.A. DE C.V.	2011	2012	2013	2014	2015
	DEZEMBRO	DEZEMBRO	DEZEMBRO	DEZEMBRO	DEZEMBRO
RECEITAS					
RECEITAS TOTAIS	57.557.702.00	89.355.856.00	111.227.311.00	121.799.781.00	150.960.848.00
Receitas por vendas e serviços	57.557.702.00	89.355.856.00	111.227.311.00	121.799.781.00	150.960.848.00
RENDIMENTO BRUTO	57.557.702.00	89.355.856.00	111.227.311.00	121.799.781.00	150.960.848.00
DESPESAS DE OPERAÇÃO					
DESPESAS GERAIS	42.292.404.00	72.408.993.00	89.331.542.00	93.917.826.00	112.515.209.00
Despesas gerais	42.292.404.00	72.408.993.00	89.331.542.00	93.917.826.00	112.515.209.00
RENDIMENTO DE OPERAÇÃO	15.265.298.00	16.946.863.00	21.895.769.00	27.881.955.00	38.445.639.00
CUSTO INTEGRAL DE FINANCIAMENTO					
DESPESAS FINANCEIRAS	-107.898.00	8.959.00	15.876.00		
Despesas financeiras	-107.898.00	8.959.00	15.876.00		
OUTROS PRODUTOS	11.908.000	-11.883.00	132.733.00	1.448.088.00	187.808.00
Outros produtos	11.908.00	-11.883.00	132.733.00		
RENDIMENTO ANTES DE OUTRAS DESPESAS E PRODUTOS	15.385.104.00	16.926.021.00	22.012.626.00	29.330.043.00	38.633.447.00
OUTRAS RECEITAS					
PRODUTOS FINANCEIROS			426.195.00	894.981.00	1.613.494.00
Produtos financeiros					
RENDIMENTO CONTÁBIL ANTES DE ISR E PTU	15.385.104.00	16.926.021.00	22.438.821.00	30.225.024.00	40.246.941.00
ISR + PTU			8.784.866.00	12.149.283.00	9.125.256.00
RENDIMENTO LÍQUIDO			13.653.955.00	18.075.741.00	31.121.685.00

DOC. 03

1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais
do Foro Central da Comarca da Capital/SP

EDITAL DE LEILÃO

O MM. Juiz de Direito, Dr. Daniel Carnio Costa, da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central da Comarca da Capital - SP, na forma da lei, **FAZ SABER**, aos que o presente Edital virem ou dele conhecimento tiverem e interessar possa, que por este Juízo processam-se os autos da Falência da empresa **Varig Logística S/A**, sob nº. **0121755-70.2009.8.26.0100**, e que foi designada a venda de ações de sua propriedade, de acordo com as regras expostas a seguir:

DO BEM – Serão ofertados por meio de leilão eletrônico, em bloco único e indivisível, 33.000 (Trinta e três mil) ações, sendo **2.000 (Duas mil) ações Série "A"** e **31.000 (Trinta e uma mil) ações Série "B"**, representativas de 100% do capital social de Varig de México, S.A. de C.V., de propriedade da Alienante. O Laudo de avaliação econômico-financeiro elaborado pela empresa mexicana Gidari, S.C. está disponível no Portal www.superbidjudicial.com.br.

DOS DÉBITOS – O bem será apregoado sem quaisquer ônus, exceto se o arrematante for: (i) sócio da sociedade falida, ou sociedade controlada pelo falido; (ii) parente, em linha reta ou colateral, até o 4º (quarto) grau, consanguíneo ou afim, do falido ou de sócio da sociedade falida, ou; (iii) identificado como agente do falido com o objetivo de fraudar a sucessão (artigo 141, da Lei nº 11.101/2.005)

DA HABILITAÇÃO PARA PARTICIPAR DO LEILÃO - Poderão participar do Leilão Judicial pessoas físicas ou jurídicas sediadas no Brasil ou no Exterior desde que tenha representação no Brasil. Os interessados em participar do Leilão Judicial deverão entregar ao leiloeiro em até 24 horas antes da data prevista para o encerramento do 1º e/ou 2º pregão a seguinte documentação: (i) se pessoa física: cédula de identidade, prova de inscrição no Cadastro de Pessoa Física (CPF) do Ministério da Fazenda e comprovante de endereço e prova de que possui recursos ou meios suficientes para fazer frente ao pagamento de quantia igual ou superior ao Valor Mínimo; (ii) se pessoa jurídica: contrato social ou estatuto social, conforme o caso, acompanhados de sua última alteração, documentos comprobatórios dos poderes de representação da pessoa física encarregada de representar a pessoa jurídica no Leilão Judicial; documentos de identidade do representante legal; e prova de inscrição no Cadastro – Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) do Ministério da Fazenda e prova de que possui recursos ou meios suficientes para fazer frente ao pagamento de quantia igual ou superior ao Valor Mínimo. No caso de empresas estrangeiras, os documentos apresentados deverão ser os equivalentes no país de origem e traduzidos para o português (Tradução Juramentada). Os documentos deverão ser enviados por e-mail para: cac@superbidjudicial.com.br ou por correio para o endereço Av. Eng. Luís Carlos Berrini, 105 - 4º Andar - Ed. Berrini One - Vila Olímpia - CEP: 04571-010 - São Paulo/SP. Os interessados que não apresentarem a referida documentação no prazo estipulado neste edital não estarão habilitados e, portanto, não poderão participar do Leilão Judicial.

DO CONDUTOR DO LEILÃO – O leilão será conduzido pelo Leiloeiro Oficial Sr. Renato S. Moysés, matriculado na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP sob o nº 654.

DO LEILÃO – O pregão será realizado por **MEIO ELETRÔNICO**, através do Portal www.superbidjudicial.com.br. O 1º pregão terá início em **15/05/2018**, a partir das **14:30** horas, encerrando-se em 03 (três) dias úteis, em **17/05/2018**, às **14:30** horas.

Caso os lances ofertados não atinjam o valor da avaliação das ações no 1º pregão, o leilão seguir-se-á sem interrupção até às **14:30** horas do dia **05/06/2018** - 2º pregão.

No último dia do 2º pregão (05/06/2018), a partir das 10:00 horas, serão admitidos lances orais no auditório da Superbid, na Av. Engenheiro Luiz Carlos Berrini, nº. 105 – 4º. Andar – Ed. Berrini One – Vila Olímpia – São Paulo/SP, em igualdade de condições com os participantes online.

DO VALOR DE VENDA DAS AÇÕES – No primeiro pregão, o valor mínimo para a venda das ações apregoadas será o valor da avaliação, ou seja: R\$ 32.000.000,00 (Trinta e dois milhões de reais). No segundo pregão, não serão aceitos lances inferiores a 60% (sessenta por cento) do valor da avaliação judicial.

DO PAGAMENTO – O arrematante deverá efetuar o pagamento do preço das ações arrematadas, no prazo de até 72 (setenta e duas) horas a contar do encerramento do leilão, através de depósito identificado na conta da Massa Falida da Varig Logística S/A., sob pena de se desfazer a arrematação.

Não sendo efetuados os pagamentos devidos pelo arrematante no prazo estipulado, o Juiz poderá aprovar a venda das ações para o segundo colocado, pelo último lance por ele ofertado.

Desfeita a arrematação pelo Juiz, por motivos alheios à vontade do arrematante, serão restituídos ao mesmo os valores pagos e relativos ao preço do bem arrematado e à comissão, deduzidas as despesas incorridas.

DO LANCE CONDICIONAL – Os lances que não atingirem o valor mínimo de venda serão recebidos condicionalmente e sujeitos a posterior aprovação do Juízo responsável, desde que prestada caução pelo ofertante de 20% (vinte por cento) do lance ofertado, por meio de depósito identificado na conta da Massa Falida da Varig Logística S/A, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas após o encerramento do pregão.

Aprovado o lance vencedor condicional, o arrematante deverá efetuar os pagamentos correspondentes (preço do bem arrematado e comissão, no prazo de 72 (setenta e duas) horas a contar da data da comunicação da liberação da venda, deduzido o valor da caução.

No caso de não aprovação da venda pelo preço ofertado, o ofertante será comunicado e o lance será desconsiderado, com a devolução total da caução, por meio de transferência bancária na mesma conta por ele utilizada.

DA COMISSÃO – O arrematante deverá pagar, a título de comissão, o valor correspondente a 5% (cinco por cento) do preço de arrematação das ações. A comissão devida não está inclusa no valor do lance e não será devolvida ao arrematante em nenhuma hipótese, salvo se a arrematação for desfeita por determinação judicial, por razões alheias à vontade do arrematante, deduzidas as despesas incorridas.

DO PAGAMENTO DA COMISSÃO - O pagamento da comissão deverá ser realizado em até 72 (setenta e duas) horas a contar do encerramento do leilão, através de boleto bancário ou TEF - Transferência Eletrônica de Fundos (TEF somente para correntistas do Banco Itaú), conforme indicado na seção 'Minha Conta', do Portal Superbid Judicial.

DA TRANSFERÊNCIA DAS AÇÕES – Correrão por conta do arrematante eventuais despesas ou custos relativos à transferência de titularidade das ações arrematadas para o seu nome.

Para transferência das ações arrematadas, o arrematante deverá primeiramente retirar junto ao cartório responsável a respectiva "ordem de entrega", devendo, para tanto, providenciar as peças necessárias para a formação da ordem, recolher a taxa judiciária incidente sobre sua expedição, em guia própria do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo e demais custas extrajudiciais eventualmente existentes.

A aquisição do controle acionário da Varig de México S.A. de C.V. e o seu exercício ficarão sujeitos à legislação aplicável e a sujeição às normas dos órgãos governamentais competentes, inclusive do México.

As demais condições obedecerão ao que dispõe a Lei nº 11.101/2.005 e, no que couber, o CPC, o Decreto nº 21.981/32, com as alterações introduzidas pelo Decreto nº 22.427/33, que regulamenta a profissão de Leiloeiro Oficial, o Provimento CSM nº 1.625/09, do TJSP e o *caput* do artigo 335, do CP.

Todas as regras e condições do Leilão estão disponíveis no Portal www.superbidjudicial.com.br.

A publicação deste edital supre eventual insucesso das notificações pessoais e dos respectivos patronos e será realizada através da rede mundial de computadores, conforme determina o §2º, do artigo 887, do novo Código de Processo Civil.

RELAÇÃO DAS AÇÕES

- **2.000 (duas mil)** ações **Série "A"**, representativas do capital social de **VARIG DE MÉXICO S.A. DE C.V.**, de titularidade da Massa Falida de Varig Logística S/A.
- **31.000** (trinta e uma mil) ações **Série "B"**, representativas do capital social de **VARIG DE MÉXICO S.A. DE C.V.**, de titularidade da Massa Falida de Varig Logística S/A.

CAPITAL SOCIAL DE VARIG DE MÉXICO S.A. DE C.V.

ACIONISTA	AÇÕES SÉRIE A	AÇÕES SÉRIE B	TOTAL DE AÇÕES
MF da Varig Logística S/A	2.000	31.000	33.000

AS BASES DA AVALIAÇÃO

Foi realizada uma análise econômico-financeira pela empresa mexicana Gidari, S.C para estimar o valor da empresa para o ano de 2018, mediante utilização do método de fluxo de caixa descontado (Discounted cash flows - FED).

Foram realizados os ajustes tendo em conta a natureza privada da empresa, sua dimensão e características da atividade operacional, bem como a sua condição atual de reestruturação e crescimento.

O FDE vincula o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixas futuros livres esperados dele.

Também foi realizada análise comparativa com empresas do mesmo setor econômico ou de setores relacionados, com estrutura de custos e expectativas de fluxos financeiros similares ao da Varig de México, S.A. de C.V.

Tendo os demonstrativos financeiros de 2016 e 2017, e o histórico de vendas mensais de 2006 a 2017, como parâmetro, projetou-se o crescimento da empresa para o período de 2018 a 2022 e, ao mesmo tempo, foram considerados os resultados do estudo de avaliação realizado anteriormente em 2013 e dezembro de 2016.

Particularmente quanto ao cenário "otimista", foram aceitas como válidas as premissas utilizadas nas avaliações de 2013 e dezembro de 2016 em relação ao projeto de expansão do armazém, sem considerar as possibilidades de autorização, tempo e custo.

Nenhum dos três cenários considerou a construção do novo Aeroporto Internacional da Cidade do México (NAICM).

RESULTADOS

Das estimativas realizadas com base no modelo de fluxos de caixa descontados, encontrou-se um valor para a empresa, sob um cenário base de aproximadamente \$ 274,7 milhões de pesos, do qual \$ 175,7 milhões de pesos corresponde ao FED da operação (A diferença correspondente ao saldo líquido do valor em bancos, o que corresponderia a um ativo não gerado pela operação futura).

No caso do cenário com aumento de capacidade, estima-se um a valor da empresa de \$ 285,0 milhões de pesos, como resultado da possibilidade de aumentar o volume de carga operando e armazenado (**\$ 188,6 milhões de pesos do FED da operação**).

Considerando os cenários otimista e pessimista, obtém-se um valor da empresa de \$ 227,9 milhões de pesos, do qual \$131,5 milhões de pesos correspondem ao FED da operação.

OBSERVAÇÕES DA AVALIADORA: Os valores obtidos nesta atualização são de 10% -15% com relação à de dezembro de 2016 devido principalmente à evolução negativa de clientes durante 2016 e no início de 2017, o que implica uma recuperação mais lenta em 2018-2019, bem como a consideração da obrigação fiscal extraordinária, estimada em \$ 10 milhões de pesos. Além disso, no caso do cenário otimista, nesta ocasião não se considera a possibilidade de um projeto de investimento para expansão significativa da capacidade do depósito durante o período modelado.

Portanto, considerando o cenário com aumento de capacidade, estima-se o valor da empresa em \$ 188,6 milhões de pesos mexicanos (FED da operação), o que corresponde em cerca de R\$ 32,0 milhões de reais, podendo sofrer variação para mais ou para menos dependendo da variação cambial.

Valor de Avaliação: R\$ 32.000.000,00 (Trinta e dois milhões de reais).

São Paulo, ____ de _____ de 2018

Eu, _____ conferi e subscrevi.

Daniel Carnio Costa
Juiz de Direito