

Springer S.A.

10 de dezembro de 2018

Analistas Responsáveis: Sandra Peres – CNPI nº 26921 / Felipe Martins Silveira – CNPI nº 1233/
Sabrina Cassiano – CNPI nº 3112



Índice

Sumário Executivo

- Página 3

Informações do Avaliador

- Página 7

Informações sobre a Companhia Avaliada

- Página 10

Avaliação pelo Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

- Página 17

Avaliação pelo Valor Patrimonial das Ações

- Página 20

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

- Página 21

Glossário

- Página 25

Notas Importantes

- Página 26

Anexo

- Página 27

Sumário Executivo

Resumo:

-O presente laudo de avaliação foi elaborado pela Coinvalores Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários LTDA, mediante solicitação da AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais LTDA, para fins de avaliação da Springer S.A. com o objetivo e no âmbito exclusivo para a realização da oferta pública de aquisição de ações da companhia para cancelamento de registro, nos termos do parágrafo 4º da Lei nº 6.404/76, conforme alterada (Lei das S.A.) e da Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002, conforme alterada pelas Instruções da CVM nº 436, de 5 de julho de 2006, nº 480, de 7 de dezembro de 2009, nº 487, de 25 de julho novembro 2010 e nº 492, de 23 de fevereiro de 2011.

- A OPA será realizada pela ofertante, de acordo com o disposto na Lei nº 6.385/76, conforme alterada, na Lei das S.A., no Estatuto Social da Sociedade, e observadas a legislação aplicável e as demais regras estabelecidas pela CVM, em especial a Instrução CVM 361, e em conformidade com o fato relevante publicado pela companhia em 27 de novembro de 2018. A OPA será destinada à aquisição de até a totalidade das 317.644 (trezentos e dezessete mil seiscentas e quarenta e quatro) ações de emissão da Springer S.A em circulação no mercado, representativas de 12,56% (doze inteiros e cinquenta e seis centésimos por cento) do seu capital social, sendo 118.279 (cento e dezoito mil duzentas e setenta e nove) ações ordinárias que representam 6,26% (seis inteiros e vinte e seis centésimos por cento) das ações ordinárias emitidas pela companhia, 165.472 (cento e sessenta e cinco mil quatrocentas e setenta e duas) ações preferenciais A, que representam 32,30% (trinta e dois inteiros e trinta centésimos por cento) das ações preferenciais A emitidas pela companhia, e 33.893 (trinta e três mil oitocentas e noventa e três) ações preferenciais B, que representam 26,46% (vinte e seis inteiros e quarenta e seis centésimos por cento) das ações preferenciais B emitidas pela companhia.

-O presente laudo apurou o valor das ações da companhia de acordo com os seguintes critérios:

I) Preço médio ponderado pelo volume de negociação das ações da Springer S.A.(VWAP):

-Nos 12 (doze) meses anteriores à data da publicação do Fato Relevante (27 de novembro de 2018), e

-Entre a data do Fato Relevante de 27 de novembro de 2018 e 06 de dezembro de 2018.

II) Valor do patrimônio líquido por ação com base nas Demonstrações Financeiras reportadas mais recentes (30 de setembro de 2018).

III) Valor econômico calculado pela metodologia de avaliação por fluxo de caixa descontado (DCF).

Sumário Executivo

Metodologias de avaliação:

Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

Preço médio ponderado pelo volume de negociação da cotação das ações da companhia objeto na B3.

Períodos: 12 meses anteriores ao fato relevante de interesse em realizar o cancelamento de registro da companhia , de 27 de novembro de 2018 (27/11/2017 a 27/11/2018);

Entre a publicação do fato relevante e a data desse laudo (28/11/2018 a 06/12/2018).

Considerações: Captura o valor de mercado da Companhia conforme atribuído por investidores de mercado.

Patrimônio Líquido por Ação

Valor contábil do Patrimônio Líquido apurado nos demonstrativos financeiros auditados da companhia relativos ao terceiro trimestre de 2018, encerrado em 30 de setembro de 2018, enviado à CVM pela Springer S.A. em 09 de novembro de 2018, dividido pelo número total de ações da companhia.

Considerações: Método baseado no valor contábil das ações da Companhia.

Valor Econômico - Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

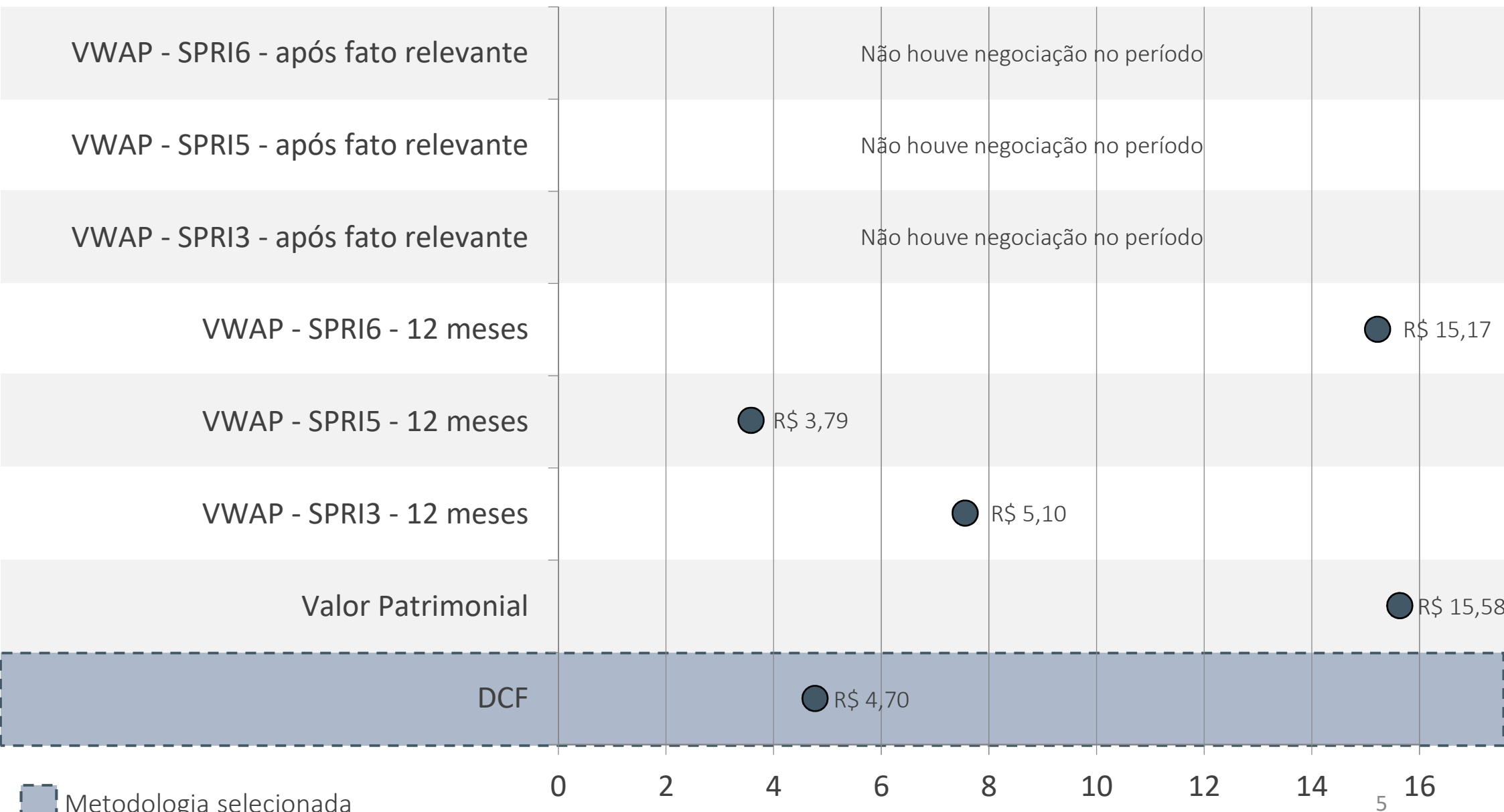
O valor é baseado nos fluxos de caixa livres para o acionista descontados a valor presente. Baseado em informações disponíveis ao público em geral, nas demonstrações financeiras auditadas, informações gerenciais e discussões com a administração da companhia.

Considerações: Único método que captura os custos recorrentes com a manutenção da companhia listada na B3.

A metodologia de avaliação escolhida foi o fluxo de caixa descontado pois acreditamos ser razoável que a avaliação considere os custos da manutenção da listagem da companhia na B3, fator que não é capturado pela metodologia do patrimônio líquido por ação.

Sumário Executivo

Valores Encontrados:



Metodologia selecionada

Fluxo de Caixa Descontado (DCF) – Critérios e Premissas

- Valor presente dos fluxos em 30 de setembro de 2018 – data da publicação do último balanço
- Fluxo de caixa trazido a valor presente em reais base nominal com uma taxa de desconto (K_e) de 12,03% calculada a partir do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM): $K_e = R_f + \beta * R_m + \text{Risco Brasil}$, sendo K_e = custo do capital próprio, R_f = taxa livre de risco, β = risco não diversificável de uma determinada companhia e que é medido pela correlação entre seu retorno no mercado e o retorno do mercado como um todo, R_m = prêmio pelo risco de mercado, Risco Brasil = prêmio pelo risco-país.
- Para cálculo do custo de capital próprio em R\$, é realizado o ajuste de diferencial de taxas de inflação entre o Brasil e os EUA: $K_e \text{ R\$} = (1 + K_e \text{ US\$}) / (1 + \text{Inflação US\$}) * (1 + \text{Inflação R\$}) - 1$.
- Premissas macroeconômicas obtidas a partir do relatório Focus, compilado pelo Banco Central, na data de 30 de novembro de 2018.
- Em se tratando de uma companhia não operacional, com parte considerável de seus ativos sendo o fluxo de recebimento das vendas de participações e sem qualquer endividamento financeiro, o fluxo estimado decorre do montante a receber nos próximos anos relativo à venda da Metro Eastwest, LLC e do montante a receber ainda nesse ano relativo às vendas das empresas Springer Plásticos da Amazônia S.A. e Nova Nordeplast Indústria e Comércio de Plásticos Ltda, além dos custos com as obrigações para a manutenção de uma companhia de capital aberto.
- No caso dos recebimentos, utilizamos os valores efetivos reajustados pelo respectivo índice de correção.
- Para os custos, utilizamos o modelo de Gordon, a partir dos custos médios dos últimos períodos, excluindo aqueles extraordinários, referentes às vendas de participação, por exemplo. No modelo de Gordon para estimação dos custos, utilizamos o custo de capital calculado através do CAPM com uma taxa de crescimento constante de 2%. Fórmula: $VP = V^1 / (K_e - G)$, sendo VP = valor presente do fluxo, V^1 = valor do fluxo no ano 1, K_e = custo do capital próprio, G = crescimento constante do fluxo.
- Diante das dificuldades de se estimar um fluxo de caixa para uma empresa de capital fechado, com um nível de disclosure naturalmente aquém daquelas listadas em Bolsa e ainda mais em um segmento que tem se mostrado extremamente instável nos últimos anos, consideramos razoável somar o valor patrimonial da participação da companhia na Liess ao valor presente do fluxo de caixa da Springer.
- Também somamos os valores das contas com menor representatividade do ativo e do passivo e sem um prazo definido de pagamento ou recebimento, a saber: Impostos a recuperar, despesas antecipadas, provisões trabalhistas, imobilizado líquido, obrigações sociais e previdenciárias, dividendos a pagar, obrigações fiscais e tributárias, e outras obrigações.

Informações do Avaliador

- A Coinvalores Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários LTDA, foi responsável pela elaboração deste trabalho, tendo experiência em avaliação econômico-financeira de companhias abertas, conforme apresentado a seguir;
- A área de análise de empresa, responsável pela elaboração deste laudo, contempla a execução de projetos de valuation, estudos de viabilidade econômica e demais trabalhos de análise de ativos em diversos setores;
- Nossos analistas são todos devidamente qualificados e certificados, possuindo experiência na análise em diversos setores da indústria e em empresas de portes variados.

Profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação:

Sandra Peres (CNPI)

- Analista credenciada, com número de certificado (CNPI nº 26921) pela Apimec Nacional, atuando no mercado financeiro há mais de 13 anos. Iniciando sua carreira como Analista de Investimentos Sell Side na Coinvalores. A partir de 2014, se tornou head do departamento de análise. Formada em Economia, pela universidade nove de julho e pós-graduada em Mercado de Capitais pela FIECAFI. Também é diretora de Relações com Empresas da Apimec SP desde 2005, desenvolvendo trabalhos com empresas e associações para levar um melhor entendimento de cada setor para todo o mercado, elaborando seminários e reuniões. Além disso, é membro desde 2012 do Comitê Consultivo do Analista de Valores Mobiliários – CCA. Desenvolvendo discussões quanto ao melhor andamento do mercado de capitais, principalmente das melhores praticas a serem adotadas.

Felipe Martins Silveira (CNPI)

• Analista certificado (CNPI nº 1233) pela Apimec Nacional, formado em Administração de Empresas pelo Mackenzie e com MBA em Mercado de Capitais pela FIECAFI. Quase nove anos de experiência em análise de investimentos, com foco em equity e, mais recentemente, em fundos imobiliários. Em 2015 e 2018, recebeu o Thomson Reuters Analyst Awards - Latin America, que premia, anualmente, os três melhores analistas de cada setor na região.

Sabrina Cassiano (CNPI)

• Analista de investimento certificada pela Apimec Nacional (CNPI nº 3112), formada em Ciências Econômicas pela Universidade Mackenzie. Atua no mercado financeiro há quatro anos, com foco em equity, pela Coinvalores Corretora.

Informações do Avaliador

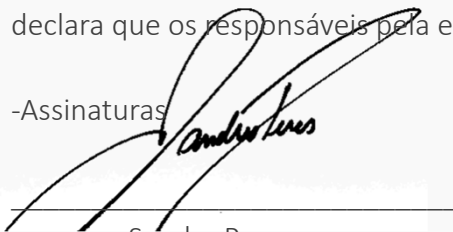
 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Autopeças</p> <p>2015</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Construção Civil</p> <p>2015</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Petróleo</p> <p>2015</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Serviços Financeiros</p> <p>2015</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Papel e Celulose</p> <p>2015</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Telecomunicações</p> <p>2015</p>
 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Bens de Capital</p> <p>2016</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Bens de Capital</p> <p>2016</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Infraestrutura</p> <p>2016</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Energia</p> <p>2016</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Alimentos</p> <p>2016</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Energia</p> <p>2016</p>
 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Tecnologia</p> <p>2016</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Saneamento</p> <p>2017</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Healthcare</p> <p>2017</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Healthcare</p> <p>2017</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Tecnologia</p> <p>2017</p>	 <p>Avaliação Econômico-Financeira</p> <p>Saneamento</p> <p>2017</p>

Informações do Avaliador

Declarações do Avaliador:

- Conforme disposto na Instrução CVM nº 361/2002, a Coinvalores declara que:
- Na data deste laudo, a Coinvalores, seus controladores e pessoas a eles vinculadas não são, direta ou indiretamente, quanto à quantidade de valores mobiliários de emissão da Springer S.A, e derivativos neles referenciados, de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que esteja sob sua administração discricionária.
- Não possui informações comerciais ou creditícias de qualquer natureza que possam impactar o laudo de avaliação.
- Não há nenhum conflito de interesses que possa de alguma forma restringir sua capacidade de alcançar, com independência, as conclusões apresentadas neste laudo.
- Pelos serviços de instituição intermediária no âmbito da oferta pública de aquisição de ações por alienação e pelo laudo de avaliação, a Coinvalores receberá da AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais LTDA a remuneração fixa líquida de R\$ 170.000 (cento e setenta mil reais), sendo R\$ 100.000 (cem mil reais) referentes à preparação deste laudo e R\$ 70.000 (setenta mil reais) referentes ao serviço de intermediação da oferta, e não receberá remuneração variável.
- Nos 12 meses anteriores ao laudo de avaliação, a Coinvalores recebeu a quantia de R\$ 58.000 (cinquenta e oito mil reais) da AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais LTDA como remuneração por atuar como instituição intermediária no âmbito da oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle.
- O processo para o desenvolvimento e aprovação interna do laudo de avaliação envolve as seguintes etapas:
- Debate sobre as possíveis metodologias e premissas que serão utilizadas na(s) avaliação(ões). Participa dessa etapa, a equipe da área de análise responsável pelo desenvolvimento do laudo de avaliação;
- Reuniões com a companhia para compreensão dos componentes de seu balanço;
- Desenvolvimento e revisão do laudo de avaliação pela equipe responsável, utilizando as informações e documentos fornecidos pela companhia
- Para fins de atendimento ao disposto no artigo 8º, § 3º da Instrução CVM 361, mais especificamente no item “V” de seu Anexo III a Coinvalores declara que os responsáveis pela elaboração deste laudo de avaliação são:

-Assinaturas



Sandra Peres



Felipe Silveira Martins



Sabrina Cassiano

Informações sobre a Companhia Avaliada

Histórico da companhia:

Fundada em 1934, a Springer começou suas operações na área de representação e assistência técnica de refrigeradores comerciais, mas logo expandiu seus negócios e passou a produzir os próprios produtos, no Rio Grande do Sul. Quase vinte anos depois, a Springer foi atrás de novas tecnologias e trouxe o ar condicionado de janela para o país, por meio da parceria com uma empresa norte-americana, a Admiral Corporation. Produtos como o purificador de ar de cozinha “Nautilus”, aquecedor de água a gás “Aquatherm”, e condicionador de ar para veículos também começaram a ser oferecidos pela companhia, sob a marca Springer Admiral.

Com o fim desse acordo, a companhia se associou, em 1983, à Carrier International Corporation, líder mundial em tecnologia de ar condicionado e aquecimento, integrante do grupo UTC - United Technologies Corporation, um dos maiores conglomerados norte-americanos em volume de vendas.

Após a associação, a Carrier desativou sua planta de condicionadores de ar para janela nos Estados Unidos e começou a importar o produto diretamente da Springer Carrier, do Brasil. Além disso, a parceria também resultou numa mudança na razão social da Springer Refrigeração, que em 1985 deixou de ter atividade produtiva se transformando em uma holding, a Springer S.A. Sua participação da Springer Carrier veio a ser vendida em 2011, para o grupo chinês Midea.

Já constituída como holding, a Springer começou a diversificar seus investimentos. Em 1986, comprou 49,76% do capital social da Goyana S.A. Indústrias Brasileiras de Matérias Plásticas, responsável pela fabricação de produtos e substâncias plásticas para diversos setores (como bebidas, tintas, automotivo, eletroeletrônico, construção civil e varejo). Houve a dissolução dessa sociedade em 1993, onde a companhia adquiriu 99,9% do capital social da Goyana da Amazônia S.A, renomeada como Springer Plásticos da Amazônia S.A. A companhia foi vendida em 2016.

A indústria e comércio de equipamentos para a indústria de bebida e afins, foi outro setor que a Springer começou a investir, por meio de uma participação na Holstein-Kappert S.A, atualmente KHS S.A.

Já em 1999, ocorreu a permuta de ações da KHS com ações da Ziemann Liess S.A. Máquinas e Equipamentos, dessa forma, a Springer passou a deter 50,094% das ações da Ziemann Liess, que também atua no segmento de máquinas e equipamentos para o setor de bebidas. Em 2007, por força do contrato de permuta de 1999, a Springer vende 20% do capital da Ziemann Liess. Em 2012, a Ziemann Liess se tornou apenas Liess. Hoje ela é a única companhia operacional na qual a Springer mantém participação societária, com 32,5823% do capital da Liess.

Vislumbrando uma retomada econômica em 2004, no ano anterior a Springer comprou uma participação na Plastwal Indústria de Plásticos S.A., indústria responsável pela fabricação de plásticos, laminados rígidos, semi-rígidos, flexíveis e resinas sintéticas. Em 2006, uma cisão resultou na Plastwal Latino Americana Ind. Com. Ltda., na qual a Springer ficou com 61,54% de participação acionária. Em 2015, houve o desinvestimento.

Em 2008, a companhia adquiriu uma participação do capital da Nordeplast Ind. Com. de Plásticos Ltda, empresa constituída no polo petroquímico de Alagoas, onde contava com certos benefícios fiscais, vendida em duas partes, após cindida, em 2016 e 2018.

Em 2013, foi constituída a Metro Eastwest LLC, em Orlando, na Flórida, que no ano seguinte iniciou suas operações no ramo imobiliário e foi vendida em 2016.

Não há projetos de investimentos relevantes que tenham sido considerados na avaliação.

Informações sobre a Companhia Avaliada

Histórico do Balanço Patrimonial da Springer:

ATIVOS – em R\$ milhares

	2015	2016	2017	9M18
Caixa e Equivalência	16.628	6.757	9.222	5.429
Duplicatas a receber	3.159	3.386		
Impostos a recuperar	4.758	4.184	1.539	338
Outros créditos	174	24.373	7.612	9.065
Partes Relacionadas – AFAM			7.152	7.152
Estoques	4.202	45		
Despesas antecipadas pagas	16	13	7	3
Total do circulante	28.937	38.758	25.532	21.987
Créditos controladas/coligadas	698			
Impostos diferidos	456	456		
Depósito Judiciais			780	
Outros valores	9	15.002	8.711	9.833
Investimentos	39.780	13.771	9.574	9.693
Imobilizado líquido	14.311	4.708	4.332	94
Intangível líquido	10			
Total do não circulante	55.264	33.937	23.397	19.620
Total do Ativo	84.201	72.695	48.929	41.607

PASSIVOS E PL – em R\$ milhares

	2015	2016	2017	9M18
Fornecedores	3.494	3.670		
Obrigações sociais e Previdenciárias	405	171	208	
Provisão p/ obrigações trab. e outras				769
Obrigações fiscais e Tributárias	1.182	1.245	1.360	30
Outras exigibilidades	315	188	212	20
Total do circulante	5.396	5.274	1.780	819
Impostos parcelados	3.304	2.824	2.261	
Provisão p/ obrigações trab. e outras			540	1.368
Outras obrigações	5	4	815	4
Total do não circulante	3.309	2.828	3.616	1.372
Capital social	78.246	78.246	78.246	78.246
Reserva de capital	132	132	132	36
Reserva de lucro	-10.693	-14.191	-34.978	-38.866
Ajuste de avaliação patrimonial	1.930			
Participação dos não controladores	5.881	406	133	
Total do patrimônio líquido	75.496	64.593	43.533	39.416
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	84.201	72.695	48.929	41.607

Fonte: DFP e ITR da Springer dos anos de 2015, 2016, 2017 e 3º trimestre de 2018.

Informações sobre a Companhia Avaliada

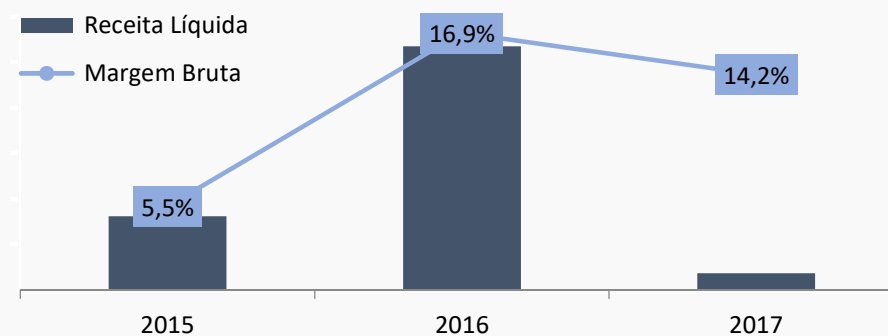
Histórico do DRE da Springer:

DRE – em R\$ milhares

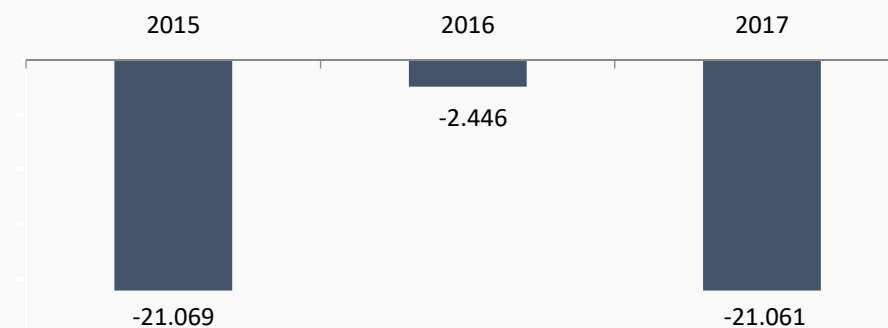
	2015	2016	2017	9M18
Receita Operacional Líquida	16.227	53.489	3.708	
(-) CPV	-15.332	-44.435	-3.182	
Lucro Bruto	895	9.054	526	
Despesas Comerciais	-1.076	-1.509		
Despesas Administrativas	-9.173	-12.690	-11.323	-4.504
Outras Receitas e Despesas Líquidas	-7.847	2.490	-6.970	-996
Resultado de Equivalência Patrimonial	-7.537	-1.595	-4.197	-29
Receita Financeiras	3.669	4.379	2.784	3.269
Despesas Financeiras		-1.682	-1.881	-1.724
Resultado Antes de Impostos	-21.069	-1.553	-21.061	-3.984
(+) Imposto de renda e contr. Social		-893		
(-) Participação dos administradores				
Resultado Líquido do Exercício	-21.069	-2.446	-21.061	-3.984

Fonte: DFP E ITR da Springer dos anos de 2015, 2016, 2017 e 3º trimestre de 2018.

Receita e Margem Bruta



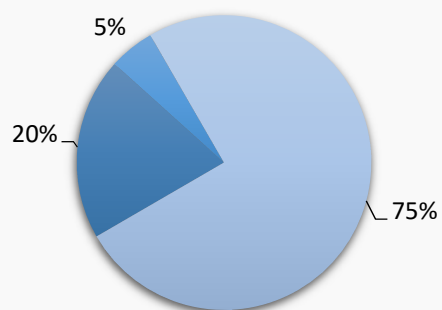
Resultado Líquido



Informações sobre a Companhia Avaliada

Outros dados da Springer:

Classe de ações



■ Preferenciais classe A ■ Preferenciais classe B ■ Ordinárias

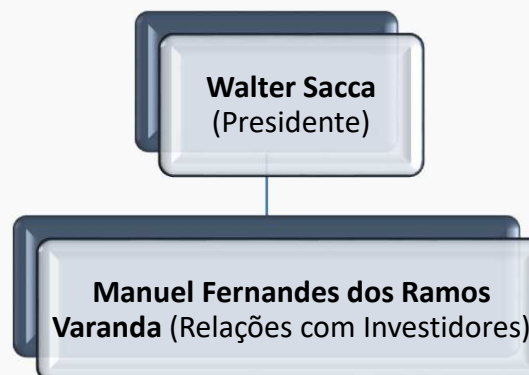
Fonte: Economatica

Composição do Conselho

Conselho de Administração	
Walter Sacca	Presidente
Milzen Tamar Gaeta Sacca	Conselheira
Lazaro de Campos Junior	Conselheiro

Fonte: Companhia

Composição da diretoria



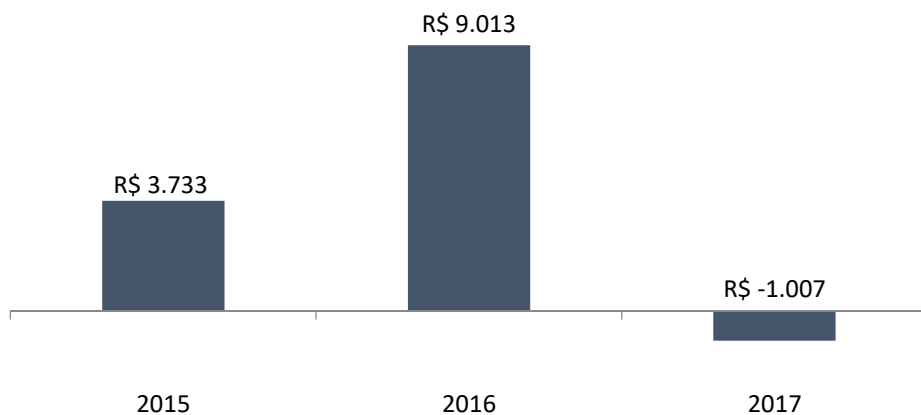
Fonte: Companhia

Informações sobre a Companhia Avaliada

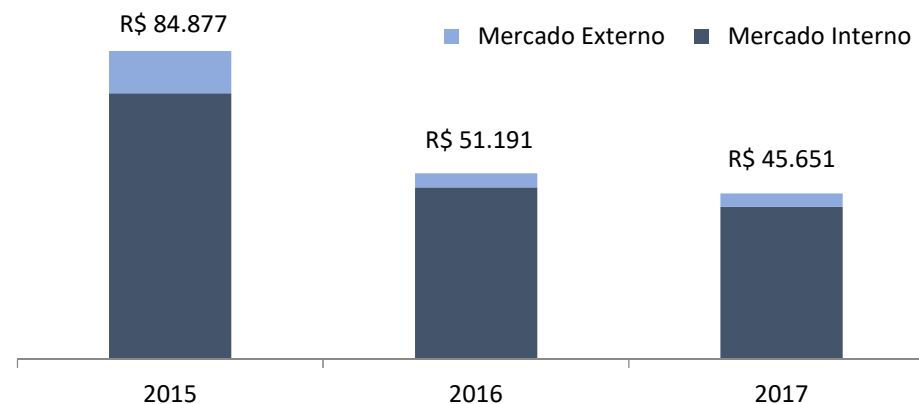
Sobre a Liess:

Fundada em 1946, a Liess trabalha com uma linha de produtos e soluções para a cadeia produtiva do setor de bebidas, principalmente para cervejarias de grande porte. Tanques de fermentação, maturação, pressão para cerveja e adegas estão entre os bens fabricados, todos dentro de normas internacionais e a partir de uma estrutura própria de engenharia. A oferta de soluções individuais, com foco na particularidade de cada cliente é um dos diferenciais da companhia, que também atua no processo de fabricação de refrigerantes, engarrafamento, limpeza e implementos rodoviários.

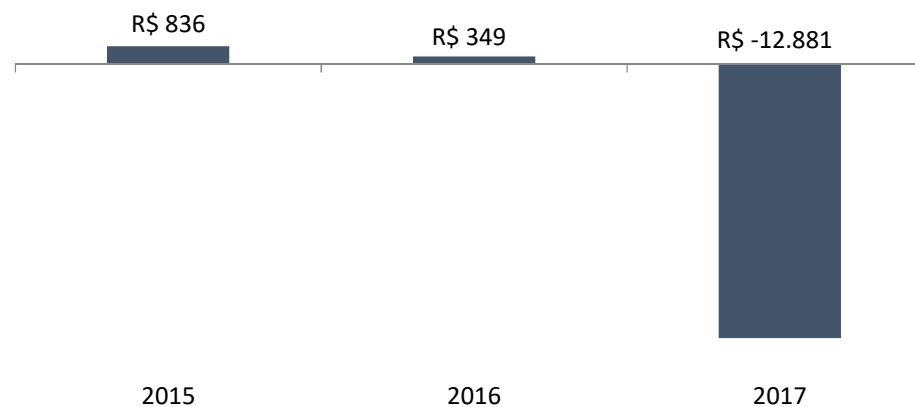
Lucro Bruto – Em R\$ mil



Receita Líquida – Em R\$ mil



Resultado Líquido – Em R\$ mil



Informações sobre a Companhia Avaliada – Análise Setorial

Tendo em vista que a Springer atualmente possui 32,6% de participação acionária na Liess, e que não possui outras participações, nem operação própria, todo estudo setorial foi elaborado em cima da respectiva coligada.

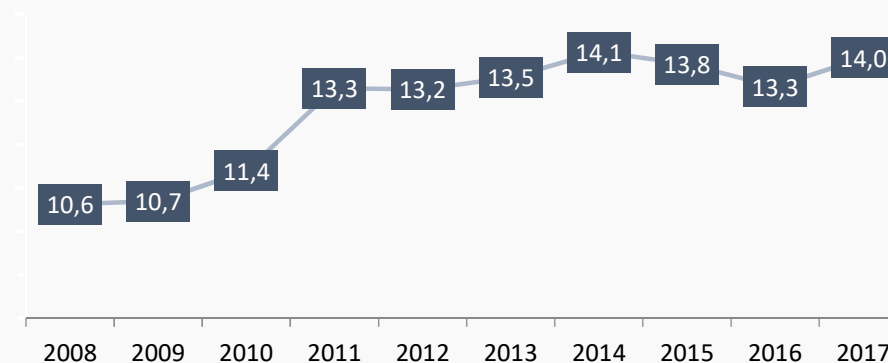
O setor cervejeiro, foco de atuação da Liess, obteve um faturamento líquido de cerca de R\$ 77 bilhões no último ano (2017) no Brasil, o equivalente a cerca de 2% do PIB nacional e 14% da indústria de transformação do país, além de contribuir com R\$ 25 bilhões de impostos, segundo dados do Sindicato Nacional da Indústria da Cerveja – SINDICERV.

Ao longo dos últimos dez anos, a produção nacional cresceu mais de 25%, chegando a cerca de 14,0 bilhões de litros. Com isso, o Brasil já figura entre os maiores fabricantes de cerveja do mundo, ficando atrás apenas dos Estados Unidos e da China, conforme números da consultoria alemã Barth-Haas Group.

O consumo per capita também avançou no período, atingindo aproximadamente 65 litros por pessoa em 2017, frente a um consumo médio de 55 litros há dez anos.

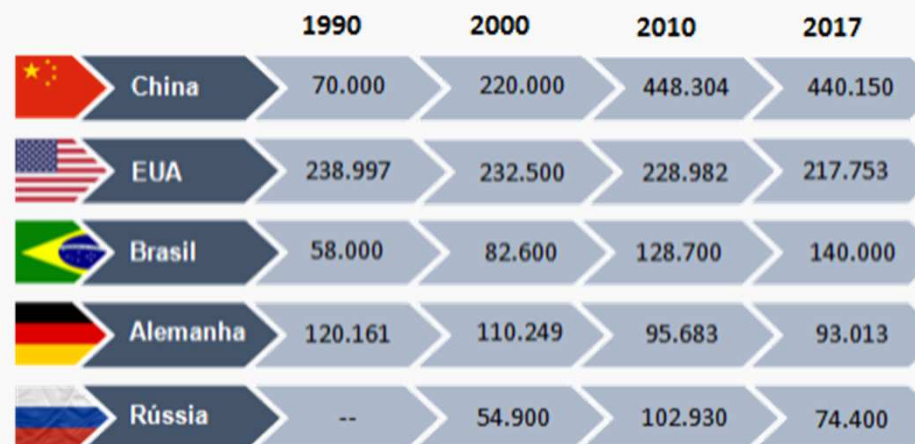
Todavia, nos últimos anos o setor sofreu com a crise econômica que abalou o país. Diante da retração na massa de renda da população e inflação elevada, a operação da indústria ficou aquém do potencial. A produção e o consumo unitário em 2017 foram, respectivamente, 5,7% e 8,0% menores do que no período pré-recessão, em 2014.

Produção de cerveja no Brasil – Em bilhões de litros



Fonte: Barth-Haas Group

Produção Mundial de Cerveja – Em milhões de hectolitros



Fonte: Barth-Haas Group

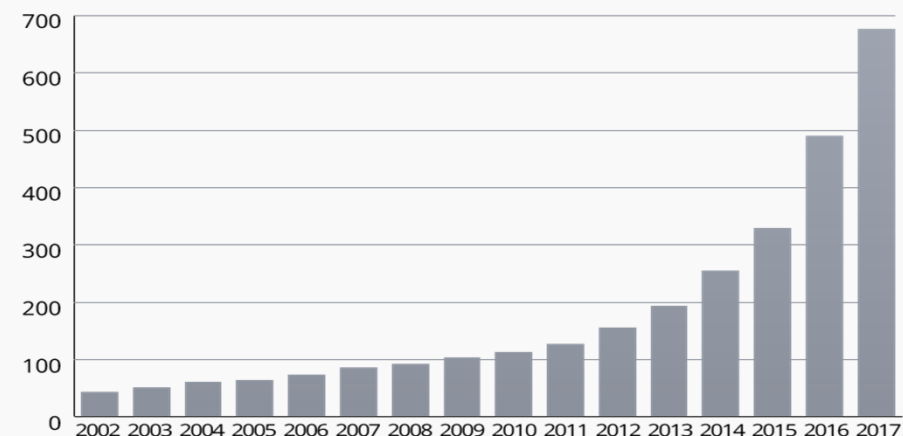
Informações sobre a Companhia Avaliada – Análise Setorial

Na contramão desse cenário, as cervejarias artesanais mantêm ritmo de crescimento acelerado desde 2010, como mostram os dados do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – MAPA. O número de estabelecimentos legalizados saltou de menos de 500 em 2016 para quase 680 em 2017. Já em 2018, no acumulado até setembro, o órgão já registra mais de 835 unidades. Ainda assim a representatividade das microcervejarias ainda é pequena. De acordo com a Associação Brasileira da Cerveja Artesanal – ABRACERVA, a venda de cervejas artesanais representou apenas 0,7% do total em 2017 e deverá chegar a aproximadamente 9% do total até 2022.

Ao redor do mundo não é diferente, as grandes cervejarias dominam, ao atuar com diferentes marcas e atender as mais diversas demandas. Um estudo da Barth-Haas Group aponta que a AB Inbev, dona de marcas como a Corona, Budweiser, Stella Artois e Skol, foi responsável por 31,4% da produção global no ano passado. A Heineken, que recentemente adquiriu a Brasil Kirin, vem em segundo lugar com 11,2%. Essa concentração, muitas vezes acaba trazendo um efeito nocivo aos fornecedores, que operam com margens mais comprimidas.

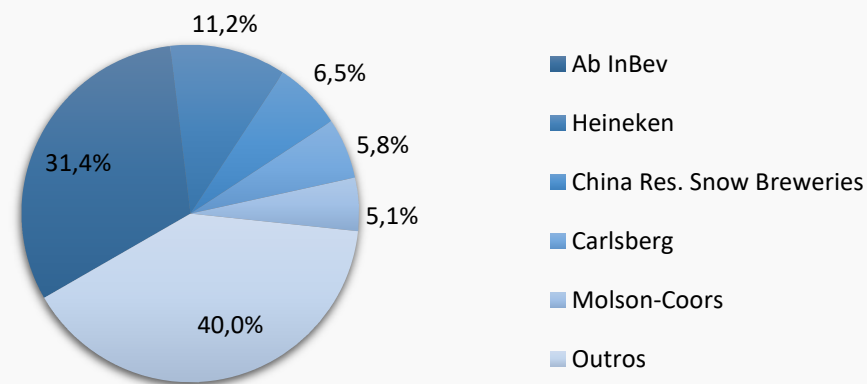
Em 2019 tanto as grandes quanto as pequenas cervejarias devem apresentar melhor desempenho comparado aos anos anteriores, já que a base de comparação é fraca. A demanda deve ganhar fôlego diante da recuperação da atividade doméstica. A inflação mais controlada e a melhora, ainda que gradual, no mercado de trabalho também são aspectos importantes e darão suporte a tal recuperação. O volume de investimentos já tem reagido a tal percepção, chegando a cerca de R\$ 4 bilhões esse ano e a outros R\$ 4,2 bilhões em 2019, segundo estimativas da SINDICERV.

Número de cervejarias registradas – Em unidades



Fonte: MAPA

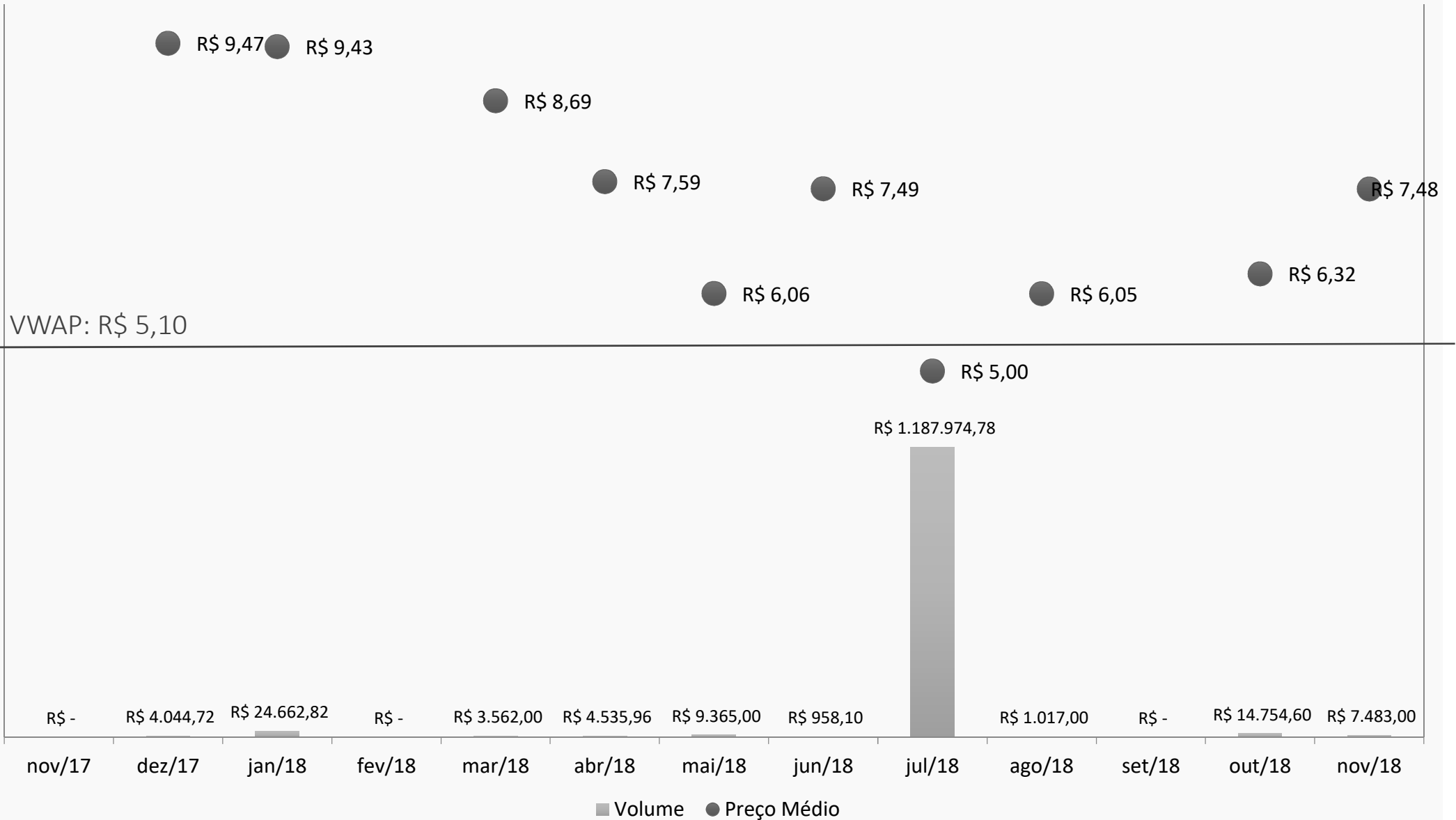
Participação na produção mundial – Em 2017



Fonte: Barth-Haas Group

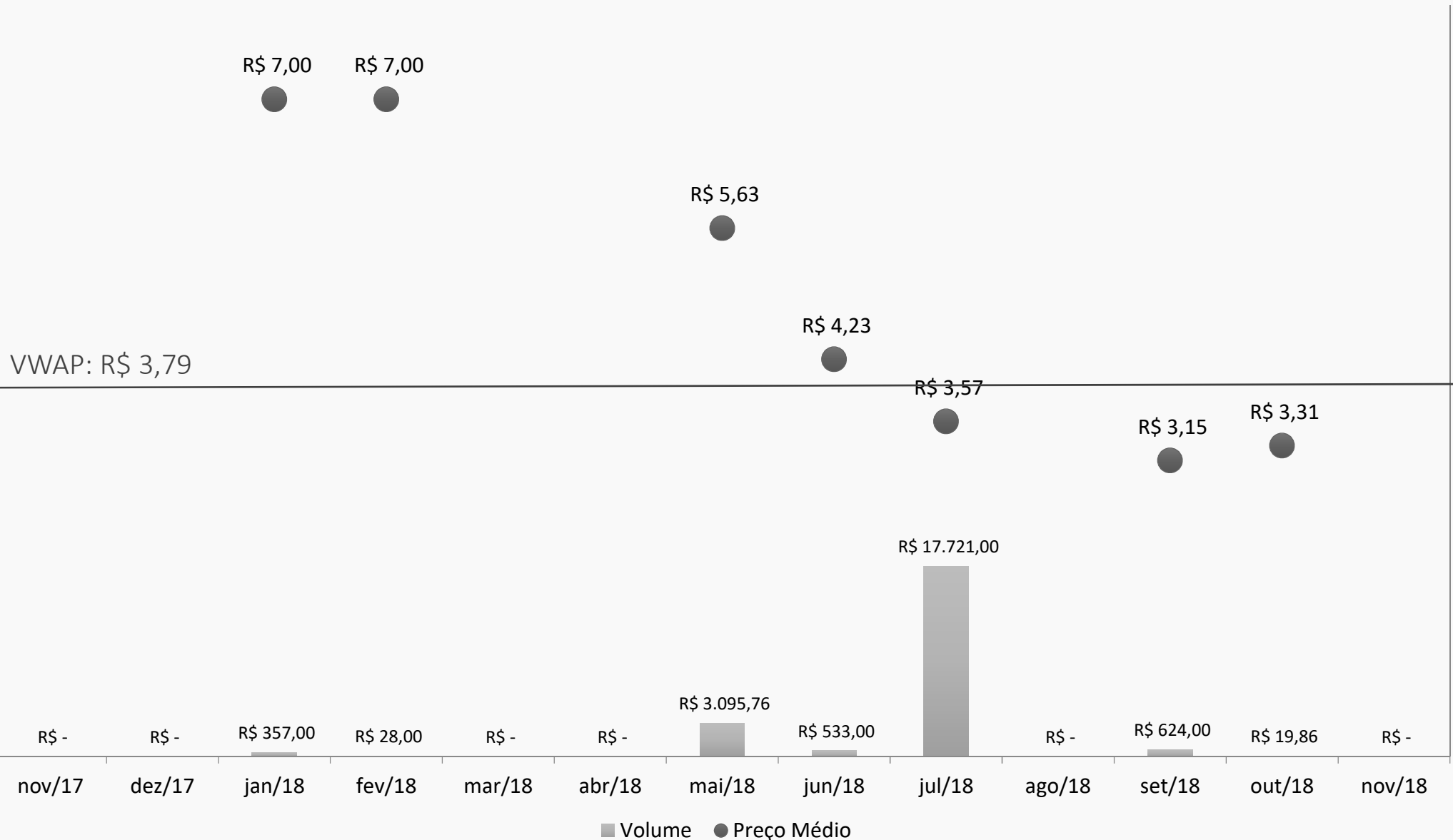
Avaliação pelo Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

Preço Médio Mensal – SPRI3



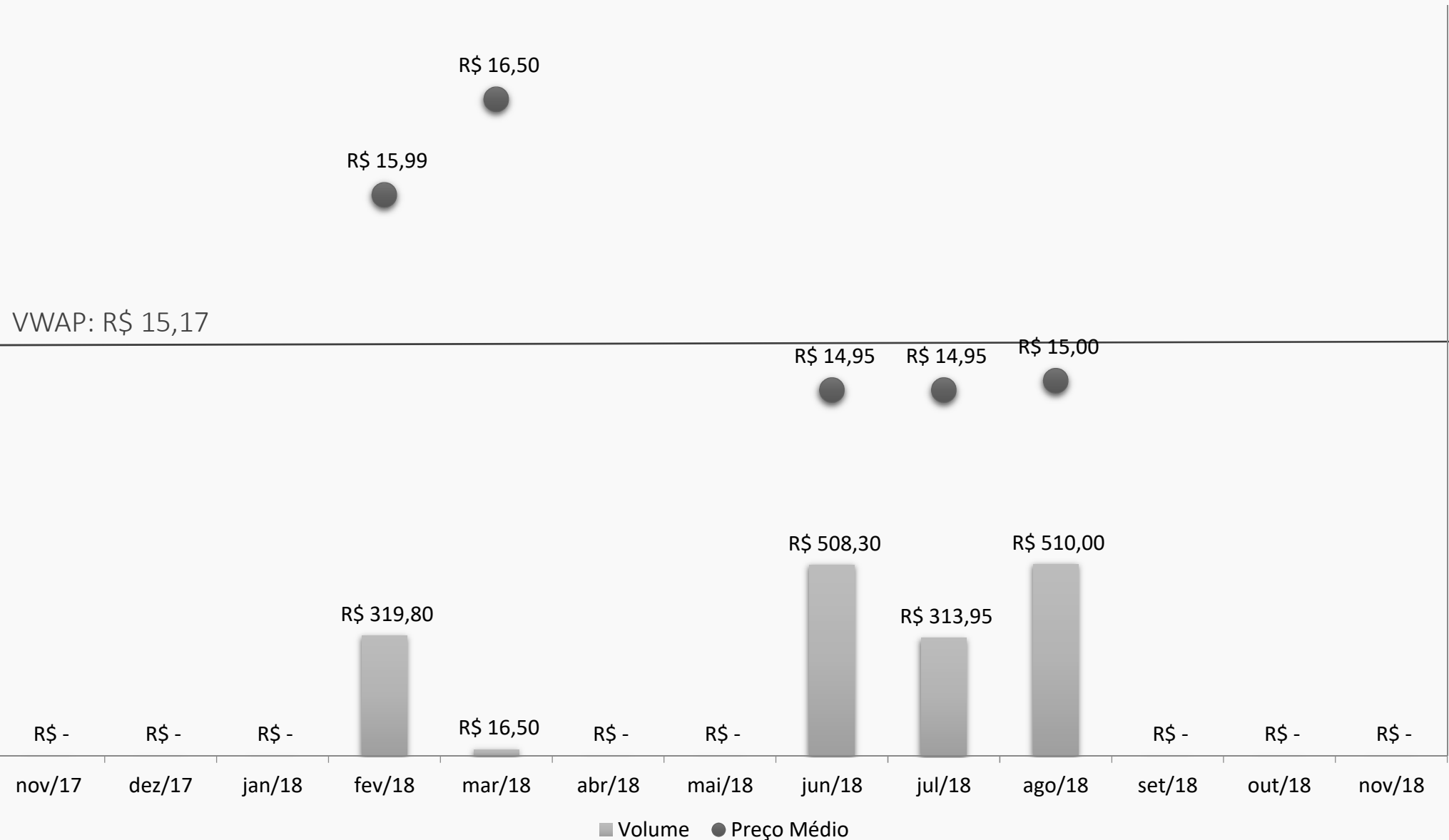
Avaliação pelo Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

Preço Médio Mensal – SPRI5



Avaliação pelo Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações

Preço Médio Mensal – SPRI6



Avaliação pelo Valor Patrimonial das Ações

	unidade	
Patrimônio Líquido Springer – base 3T18	R\$ mil	39.416
Número de ações Springer	mil	2.529
Valor Patrimonial por ação	R\$	15,58

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Em milhares de R\$	Base 3T18	4T18	2019	2020	2021
Conta correspondente:					
Caixa	5.429				
Despesas Springer ¹		-787	-31.371		
Partes relacionadas ²	7.152				
Mariana Reis Barrella ³		1.000			
Phoenix ⁴		3.068	3.337	3.337	3.389
ACG Pharmapack ⁵		2.160			
Liess ⁶	11.746	2.670			
Outros ajustes ⁷	-924				
Soma	23.403	8.112	-28.034	3.337	3.389
VPL dos fluxos – Base 3T18	23.403	7.885	-24.323	2.584	2.343
Soma dos VPLs	11.892				
Número de ações	2.529				
Preço justo por ação	R\$ 4,70				
Ajuste câmbio - Focus	R\$ 4,003	R\$ 3,75	R\$ 3,80	R\$ 3,80	R\$ 3,86
Ajuste Selic - Focus		6,50%	7,75%	8,00%	8,00%

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de Caixa Descontado (DCF) – Explicação das Contas

¹ Despesas Springer: Com base no histórico dos últimos anos e em conversas com a direção da Springer, estimamos o gasto mensal em R\$ 262,2 mil

² Partes relacionadas: Por decisão da administração da Springer S.A. e em conformidade com memorando de entendimentos, firmado em 17 de dezembro de 2017 entre a Springer S/A e a AFAM Consultoria Empresarial Ltda, restou configurada a restituição, à Springer pela AFAM, tida por “parte relacionada”, de todos os valores pagos a título de honorários de consultoria e de serviços de prospecção de interessados na aquisição de participações societárias detidas pela Springer, e que foram realizados entre os exercícios de 2014 a 2017. Valor de R\$ 7,152 milhões. Conforme detalhado no anexo.

³ Mariana Reis Barrella: Valor de R\$ 1,0 milhão referente à venda da Springer Plásticos da Amazônia S.A. – Valor sem correção até o pagamento – Fato Relevante 22/mar/16

⁴ Phoenix: Valores referentes às parcelas anuais da venda da Metro Eastwest, LLC – Índice de correção: dólar americano – Fato Relevante 19/set/16. Valor de R\$ 3,275 milhões no ativo circulante e R\$ 10,545 milhões no ativo não circulante em três parcelas anuais.

⁵ACG Pharmapack: Valor de R\$ 2,306 milhões referente à última parcela, a ser recebida em dez/18, da venda da Nova Nordeplast Indústria e Comércio de Plásticos Ltda, resultado da cisão parcial da Nordeplast Indústria e Comércio de Plásticos Ltda – Índice de correção: dólar americano – Fato Relevante 28/dez/16

⁶Liess: R\$ 11,746 milhões referente ao valor patrimonial da participação da Springer na companhia e valor de R\$ 2,670 milhões referente a um mútuo de R\$ 2,5 milhões que deverá ser pago pela Liess até 26 de dezembro de 2018 corrigido pelo CDI + 0,1% ao mês

⁷ Outros ajustes: impostos a recuperar (R\$ 338 mil), despesas antecipadas (R\$ 3 mil), imobilizado líquido (R\$ 94 mil), provisões previdenciárias e trabalhistas (R\$ 1.350 mil), dividendos a pagar (R\$ 20 mil), obrigações fiscais e tributárias (R\$ 30 mil), outras obrigações (R\$ 4 mil).

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de Caixa Descontado (DCF) – Considerações

Estimamos o fluxo de caixa da Springer por três anos, pois é o período em que há pagamentos pelas vendas das participações da companhia na Springer Plásticos da Amazônia S.A., Metro Eastwest, LLC e Nova Nordeplast Indústria e Comércio de Plásticos Ltda. Não há mais entrada de caixa a ser projetada após o 3º ano, considerando que optamos por utilizar o valor patrimonial da Liess, tendo em vista a dificuldade de se apurar o valor justo da empresa de capital fechado através do método de fluxo de caixa descontado. Após o 3º ano, o fluxo de caixa é igual ao custo relativo a manutenção da Springer S.A. como uma empresa de capital aberta e listada na B3 e isso foi considerado no modelo. Como comentamos anteriormente, para os custos, utilizamos o modelo de Gordon, a partir dos custos médios dos últimos períodos, excluindo aqueles extraordinários, referentes às vendas de participação, por exemplo.

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

Cálculo da taxa de desconto:

Rf	2,88%
β Desalavancado	1,0
β Alavancado	1,0
Rm - SP500	4,25%
Risco Brasil	2,77%
Inflação Americana - PCE Core	1,71%
Inflação Brasil - IPCA	6,47%
Ke	12,03%

Risk Free - T-Bond 10 Anos - Fonte Económica

Beta Desalavancado - Damodaran Machinery - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Rm - Média anual do retorno do S&P 500 nos últimos 20 anos - Fonte Economatica

Inflação Americana - Deflator do PCE - Núcleo - Média anual dos últimos 20 anos até último dado - out/18 - Fonte U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) - LCA Consultores

Inflação Brasil - IPCA - Média anual dos últimos 20 anos até último dado - nov/18 - Fonte IBGE - LCA Consultores

Risco Brasil - EMBI+ - fechamento 06/12/17 - Fonte: JP Morgan - LCA Consultores

Beta: é uma medida de risco de mercado, sistêmico e não diversificável. O coeficiente Beta indica a sensibilidade do preço da ação à variação no preço da carteira de mercado.

Beta Alavancado: considera a estrutura de capital existente de um determinado setor e ou empresa.

Beta desalavancado: mede o risco associado ao negócio, sem levar em consideração a estrutura de capital existente.

Capital Asset Pricing Model – CAPM: é o modelo utilizado para calcular o Custo de Capital Próprio. Segue a premissa financeira de risco e retorno, dessa forma quanto maior o risco, maior o retorno requerido pelo acionista. Para o cálculo, considera-se o beta, a taxa livre de risco e o prêmio de mercado.

CDI: Sigla para Certificados de Depósitos Interbancários.

Custo de Capital Próprio (Ke): o custo de capital próprio é o retorno requerido pelo acionista sobre o capital investido. O cálculo considera que um determinado ativo deve pagar ao investidor, o custo de oportunidade acrescido de um prêmio de risco.

Disclosure: Pronunciamento de informações relevantes com o objetivo de dar transparência a esses dados.

Dólar: Dólar dos Estados Unidos da América.

EMBI+Brasil: índice que mede a diferença entre a taxa de retorno dos títulos emitidos no país e os emitidos nos Estados Unidos. Usualmente utilizado como parâmetro de risco país.

Enterprise Value: valor da empresa calculado através do valor de mercado (valor para o acionista) acrescido da dívida líquida.

Fluxo de Caixa Operacional: O fluxo de caixa operacional leva em consideração somente as receitas e despesas efetivamente recebidas e desembolsadas, provenientes das operações da companhia.

FOCUS: também conhecido como Relatório do Mercado Focus, é um documento divulgado pelo BACEN que reúne as mais importantes informações referentes a expectativas em relação à economia.

Freefloat: percentual de ações em circulação sobre o capital total da empresa.

Hectolitros: É uma unidade de medida de volume ou capacidade que obedece ao sistema métrico decimal e é aceita pelo Sistema Internacional de Unidades, embora

não seja uma de suas unidades oficiais. O metro cúbico é a unidade oficial do SI para medidas de volume/capacidade.

Holding: empresa que detém a posse de ações de outras empresas, geralmente denominadas subsidiárias.

IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo): Índice de preços ao consumidor, assumido usualmente como proxy para inflação brasileira.

Modelo de Gordon: Baseia-se na estimativa de dividendos futuros que crescem a taxas constantes.

Oferta Pública de Aquisição (OPA): é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a preço e prazo determinados, respeitando determinadas condições.

Produto Interno Bruto (PIB): Representa a soma (em valores monetários) de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região (quer sejam países, estados ou cidades), durante um período determinado .

Risco país: É o prêmio exigido por investidores pelo risco adicional ao investidor em um determinado país em relação a investimentos livre de risco.

S&P500: índice de preços das 500 maiores empresas que têm ações ordinárias negociadas na NASDAQ e na NYSE.

Selic: Taxa de juros de curto prazo, em reais, equivalente à taxa de referência do Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

Taxa de desconto: são usadas para determinar o valor hoje do dinheiro pago ou recebido em algum momento futuro.

Taxa Livre de Risco (Risk Free): Taxa de retorno obtida por investimento em um ativo sem risco. O parâmetro tipicamente utilizado e a taxa de juros dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos.

VWAP: do inglês, Volume Weighted Average Price, significa preço médio ponderado pelo volume de negociação.

WACC: Custo Médio Ponderado de Capital ou “Weighted Average Cost of Capital” é uma medida do custo de capital de uma companhia. É determinado pela média ponderada dos custos da dívida e de capital próprio.

3T18: terceiro trimestre de 2018 (período entre 1 de julho de 2018 a 30 de setembro de 2018).

Notas Importantes

-Na preparação deste laudo, consideramos, dentre outros aspectos (I) informações públicas, tais como estudos financeiros, análises, pesquisas, e critérios financeiros, econômicos e de mercado que consideramos relevantes e (II) os documentos disponibilizados pela companhia por escrito ou abordados em discussões com seus administradores. Na preparação deste laudo, realizamos reuniões com os membros da administração da companhia para discutir determinadas informações referentes à Springer. Consideramos que as informações constantes do laudo de avaliação são completas, precisas, atuais, claras e objetivas e que utilizamos informações que entendemos serem consistentes e baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Não assumimos qualquer responsabilidade por verificar ou investigar de forma independente qualquer informação contida neste Laudo de Avaliação e consideramos que todas as informações utilizadas são verdadeiras e precisas em todos os aspectos relevantes e refletem a condição financeira e perspectivas da companhia durante o período.

-Além disso, não fomos solicitados a realizar, e não realizamos, (I) a verificação independente de quaisquer informações ou de qualquer documentação comprobatória; (II) uma auditoria das operações da companhia ou qualquer outra entidade, (III) verificação independente ou avaliação de quaisquer ativos ou passivos (incluindo, sem limitação, a qualquer propriedade, ativo, ou contingência, obrigação ou financiamento não contabilizados) da Springer ou qualquer outra entidade; (IV) uma avaliação da solvência, do valor justo sob a falência, a insolvência ou procedimentos similares da companhia ou qualquer outra entidade; ou (V) qualquer inspeção física das propriedades, instalações ou ativos da companhia ou qualquer outra entidade. Assumimos que não há obrigações não divulgadas da, ou relacionadas à, Springer, ou qualquer outra entidade relevante. Nossas análises não consideram qualquer litígio potencial, reclamação, auditoria ou investigação que possa envolver ou afetar a Springer ou da qual a Springer possa ser parte ou estar relacionada. Não somos uma firma de contabilidade e não prestamos serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este laudo, à transação ou a quaisquer outros aspectos. Não somos uma sociedade de advogados e não prestamos serviços legais, regulatórios, tributários ou fiscais em relação a este laudo, à transação ou a quaisquer outros aspectos.

-Esse laudo não é, e não deve ser usado ou considerado como, (I) uma opinião ou perspectiva a respeito da equidade (financeira ou sobre sob qualquer outro aspecto) da transação ou qualquer outra operação; (II) uma recomendação referente a qualquer aspecto da transação ou qualquer outro assunto relacionado; (III) um laudo de avaliação emitido para qualquer outro fim que não o previsto na Instrução CVM 361; ou (IV) uma determinação do preço justo da transação ou qualquer outra operação. Este laudo não foi elaborado ou preparado para cumprir qualquer disposição legal ou regulamentar do Brasil ou outros países, exceto àquelas aplicáveis à transação.

-Assumimos que, desde a data da entrega das informações recebidas ou fornecidas até a data deste laudo, a companhia, sua administração ou outro representante não têm ciência de qualquer informação que impacte materialmente o negócio, a situação financeira, os ativos, passivos, as perspectivas de negócio ou transações comerciais ou do número de ações emitidas pela companhia, assim como não têm ciência de qualquer outro fato significativo que pudesse alterar o seu desempenho futuro, as informações relevantes para este laudo, ou torná-las incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materiais ou que poderia causar um efeito material neste laudo.

-Este laudo não expressa qualquer opinião ou provisão da Coinvalores relacionado aos méritos da transação se comparada a outras estratégias comerciais que podem estar disponíveis para a companhia, seus respectivos acionistas, ou qualquer outra pessoa, nem trata da eventual decisão comercial para prosseguir, alterar ou aceitar a transação. Este laudo não foi elaborado para ser a única base de avaliação da Springer, de qualquer participação societária ou qualquer outra operação, não inclui todas as informações que possam ser consideradas necessárias para este propósito, e não é substituto da auditoria legal em relação a qualquer operação. Os acionistas deverão buscar aconselhamento de suas respectivas assessorias financeiras e outros assessores para determinar sobre a negociação de suas ações na transação. O valor econômico aproximado por ação da Springer contido neste laudo serve exclusivamente para a análise associada à transação e não se aplica a qualquer outra questão ou operação, presente ou futura, relativa à companhia, sua indústria ou ao setor em que atua.

Resumo do processo PAS CVM nº 19957.010686/2017-22: Os Srs. Walter Sacca, Manuel Varanda e Rodrigo Coelho, diretores da Companhia, são parte de processo administrativo sancionador instaurado pela CVM, o qual teve origem em duas reclamações feitas por um acionista através do portal de denúncias da CVM. A primeira reclamação foi feita em 26/04/2017 e descreve um suposto aumento desproporcional da remuneração dos membros do conselho de administração da Companhia para o ano de 2017. O reclamante alega que o referido aumento da remuneração teria o intuito de disfarçar uma distribuição de lucros, já que os diretores eram também acionistas, e que isso teria causado prejuízos à Companhia e aos demais acionistas. A segunda reclamação, por sua vez, feita em 05/06/2017, trata de aumento de despesas não recorrentes da Companhia, especificamente para o ano de 2017, quando as despesas teriam chegado a R\$ 5.196.000,00 (cinco milhões, cento e noventa e seis mil reais), contra R\$ 1.096.000,00 (um milhão e noventa e seis mil reais) no ano anterior.

Segundo o acionista, não existiria qualquer nota explicativa quanto ao mencionado aumento nos balanços contábeis da Companhia. Em virtude dessas denúncias, a CVM solicitou aos diretores da Companhia o fornecimento de documentos e informações para apurar o caso. Os diretores prestaram as informações e apresentaram a documentação solicitada, explicando que não houve aumento da remuneração do conselho de administração, uma vez que o suposto valor a maior contestado pelo acionista dizia respeito à previsão de despesa da Companhia com o conselho de administração para o ano de 2017, e não representava a quantia efetivamente paga aos membros do conselho de administração. Inclusive, segundo os diretores, o valor da rubrica para 2017 era o mesmo valor previsto para o exercício de 2016. Ainda, os diretores justificaram que o aumento nas despesas não recorrentes se deu em razão da contratação de empresas de consultoria para prestação de assessoria nas operações de alienação de participações que a Companhia detinha em outras empresas. A partir dos contratos e demais documentos fornecidos pela Companhia, a CVM apurou que, entre os maiores beneficiários de pagamentos feitos pela Companhia no ano de 2017, estava a AFAM Consultoria, a cuja contratação a CVM dispensou particular atenção, em razão do fato de o diretor vice-presidente desta empresa ser o Sr. Walter Sacca, o qual também ocupava o cargo de diretor presidente da Companhia. A CVM, então, solicitou o histórico de contratos celebrados entre a Companhia e a referida empresa, além de apresentar questionamentos quanto aos motivos das contratações, a ocorrência de alguma espécie de competição anteriormente às contratações e os benefícios gerados à Companhia por essas prestações de serviço. Após o atendimento, pelos diretores, dos requerimentos feitos pela CVM, a autarquia, considerando (i) a inexistência de registro nas atas do conselho de administração a respeito das contratações da AFAM Consultoria; (ii) a não comprovação de que a Companhia tenha realizado procedimento de concorrência previamente à contratação das empresas de consultoria; (iii) a inexistência de notas explicativas, nos registros contábeis da Companhia, acerca do aumento nas despesas no ano de 2017; e (iv) a inexistência de provas da efetiva prestação de serviços por parte da AFAM Consultoria, decidiu por instaurar o PAS em face dos diretores da Companhia, em razão da celebração de contratos que não atendiam aos fins sociais da Companhia, bem como por omissão nos registros contábeis. Os diretores apresentaram suas respectivas defesas, alegando, em síntese, que (i) possuem reputação confiável no mercado; (ii) a contratação da AFAM Consultoria se deu de forma legítima, pois os diretores não detêm a expertise necessária para os serviços que foram prestados pela referida empresa; (iii) não existe qualquer vedação a que a Companhia contrate com partes relacionadas; (iv) todas as contratações foram autorizadas por mais de 80% (oitenta por cento) do capital social votante da Companhia; (v) não houve dolo na omissão das informações contábeis; e (vi) a perda de objeto do processo, haja vista a informação de que a Companhia e a AFAM Consultoria celebraram, em 17/12/2017, um memorando de entendimentos pelo qual a AFAM Consultoria se comprometeu a devolver à Companhia todos os valores referentes aos contratos de consultoria firmados entre as partes, cujo montante atualizado perfaz um total de R\$ 7.152.000,00 (sete milhões, cento e cinquenta e dois mil reais), em 4 (quatro) parcelas anuais, sendo a primeira devida em 03/06/2019. Nesse sentido, foi protocolada, em 24/04/2018, pelos diretores da Companhia, uma proposta de termo de compromisso, pelo qual assumiriam a obrigação de pagarem uma multa à CVM no valor de R\$ 30.000,00 (trinta mil reais), adicionalmente à restituição, pela AFAM Consultoria, de todos os prejuízos sofridos pela Companhia, nos termos do memorando de entendimentos celebrado.

Houve contraproposta, pela CVM, sugerindo o aprimoramento da proposta feita com (i) a apresentação de maneira hábil de comprovar a restituição do montante pela AFAM Consultoria em parcela única, ao invés do parcelamento descrito no memorando de entendimentos, e (ii) a assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, nos termos definidos pelo Comitê de Termo de Compromisso da CVM.

Diante da contraproposta, os diretores da Companhia apresentaram nova contraproposta, reiterando os termos da proposta inicialmente apresentada e requerendo a designação de uma reunião entre os requerentes e o Comitê de Termo de Compromisso da CVM. O PAS encontra-se concluso para despacho do relator desde novembro de 2018. O PAS impactará positivamente o patrimônio líquido da Companhia, haja vista a assunção da obrigação, pela AFAM Consultoria, de restituir o montante de R\$ 7.152.000,00 (sete milhões, cento e cinquenta e dois mil reais), fluxo de caixa futuro este já considerado no Laudo de Avaliação.



COINVALORES

Av. Brig. Faria Lima, 1461 – 10º andar – CEP 01452-921 – São Paulo – SP

Tel.: (11) 3035 4141 | Fax: (11) 3814 0140

www.coinvalores.com.br