

---

**ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA A REALIZAR-SE, EM SEGUNDA  
CONVOCAÇÃO, NO DIA 20 DE MAIO DE 2024**

**ANEXO IV DA PROPOSTA DA ADMINISTRAÇÃO DA AGE DE 20.05.2024**  
**LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA**

**O LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONÔMICA-FINANCEIRA, ANEXO AO PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DAS ORGANIZAÇÕES INEPAR, FOI ELABORADO PELA BRASIL PLURAL, NA QUALIDADE DE SEU ASSESSOR FINANCEIRO, E TEM POR OBJETIVO CUMPRIR O QUANTO DETERMINA PELO ARTIGO 53, III, ATESTANDO A VIABILIDADE DO PLANO, TENDO EM VISTA AS PREMISSAS NELE ADOTADAS E AS RESSALVAS CONTIDAS NO DOCUMENTO.**

**IMPORTANTE DESCATAR QUE O PREÇO DE LANÇAMENTO DAS AÇÕES CONSTANTE NO LAUDO FOI AJUSTADO CONFORME A SEGUIR:**

- (I) PELO GRUPAMENTO APROVADO EM ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DE 29 DE ABRIL DE 2016, NA PROPORÇÃO DE 20 (VINTE) AÇÕES PARA 1 (UMA) AÇÃO DA MESMA ESPÉCIE E CLASSE, DE CERTA FORMA, QUE O VALOR EQUIVALENTE DE EMISSÃO TAMBÉM FOI AJUSTADO DE R\$ 3,538573786465 PARA R\$ 70,7714757293.**
- (II) PELO DEDOBRO APROVADO EM ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DE 21 DE JULHO DE 2021, NA PROPORÇÃO DE 1 (UMA) AÇÕES PARA 20 (VINTE) AÇÕES DA MESMA ESPÉCIE E CLASSE, DE CERTA FORMA, QUE O VALOR EQUIVALENTE DE EMISSÃO TAMBÉM FOI AJUSTADO DE R\$ 70,7714757293 PARA R\$ 3,538573786465.**
- (III) PELO GRUPAMENTO APROVADO EM ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DE 15 DE MAIO DE 2023, NA PROPORÇÃO DE 5 (CINCO) AÇÕES PARA 1 (UMA) AÇÕES DA MESMA ESPÉCIE E CLASSE, DE CERTA FORMA, QUE O VALOR EQUIVALENTE DE EMISSÃO TAMBÉM FOI AJUSTADO DE R\$ 3,538573786465 PARA R\$ 17,69286893**

**PARA TANTO, O LAUDO FOI DISPONIBILIZADO NO SISTEMA EMPRESAS.NET DA CVM/B3, NA CATEGORIA DADOS ECONÔMICOS-FINANCEIRO, TIPO LAUDO DE AVALIAÇÃO.**



BRASIL  
PLURAL



## LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO GRUPO INEPAR

Inepar S.A. Indústria e Construções, Inepar Equipamentos e Montagens S.A., Inepar Administração e Participações S.A., IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A., IESA Óleo & Gás S.A., Inepar Telecomunicações S.A., IESA Transportes S.A., Sadefem Equipamentos e Montagens S.A. e TT Brasil Estruturas Metálicas S.A..

Todas em processo de Recuperação Judicial - Processo 1010111-27.2014.8.26.0037, em curso perante o Meritíssimo Juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais - Foro Central Cível, São Paulo/SP, Dr. Daniel Carnio Costa.

## INTRODUÇÃO

Esse anexo da Proposta de Administração e do Plano de Recuperação Judicial do Grupo Inepar foi elaborado pelo Brasil Plural como um laudo econômico financeiro, na qualidade de seu assessor financeiro, e tem por objetivo cumprir os critérios previstos no art. 170, §1º, da LSA e art. 53, III, atestando a viabilidade do Plano e servindo como base para o Aumento de Capital e emissões das Debentures 6º e 7º série indicados na Proposta de Administração, tendo em vista as premissas aqui adotadas e as ressalvas contidas neste documento.

## DISCLAIMER

O Laudo Econômico Financeiro contido (“Laudo de Avaliação”) foi elaborado pelo Brasil Plural S.A. Banco Múltiplo (“Brasil Plural”) com o objetivo de emissão de um laudo técnico sobre a capacidade financeira e o plano de recuperação judicial (“Plano de Recuperação”) do Grupo Inepar.

Respeitado o disposto neste Material e verificadas as premissas consideradas no Laudo de Avaliação e nos demais capítulos do presente Material, é possível afirmar que o Plano de Recuperação analisado pelo Brasil Plural apresenta premissas econômicas, financeiras e comerciais que, se cumpridas e/ou verificadas, têm condições de viabilizar a desejada reestruturação do Grupo Inepar. O Laudo de Avaliação contém informações, estimativas e projeções elaboradas, coletadas ou revisadas por terceiros ou obtidas de fontes públicas, as quais, todavia, não foram verificadas de forma independente pelo Brasil Plural. Tais informações estão sujeitas a erros. Além disso, o conteúdo da apresentação não foi analisado e/ou verificado sob o ponto de vista legal, contábil, tributário, fiscal ou de qualquer outro ponto de vista que não o econômico-financeiro. As análises e avaliações contidas no Laudo de Avaliação se baseiam em previsões de resultados financeiros futuros. O Laudo de Avaliação não é necessariamente indicativo de resultados futuros reais, que poderão ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os sugeridos nestas projeções, tendo em vista, ainda, que estas análises são intrinsecamente sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão fora do controle do Brasil Plural.

As premissas utilizadas na elaboração do Laudo de Avaliação foram, em grande parte, fornecidas pelo Grupo Inepar e refletem sua expectativa em relação ao futuro, tendo impacto nos negócios atuais e futuros do Grupo Inepar e, portanto, em suas projeções financeiras. Com relação à preparação do Laudo de Avaliação, o Brasil Plural analisou, entre outras informações: (i) análises e projeções financeiras do Grupo Inepar, elaboradas pelas respectivas administrações; (ii) demonstrações financeiras consolidadas auditadas nos últimos dois anos, e no balanço patrimonial de 30 de junho de 2014; (iii) certas outras informações financeiras gerenciais relativas ao Grupo Inepar; (iv) saldos de caixa e bancos, empréstimos e outras obrigações de dívida e provisões; e (v) certas informações disponíveis ao público em geral. Ademais, o Brasil Plural realizou reuniões com membros integrantes da administração das empresas do Grupo Inepar e seus consultores com relação às suas avaliações sobre os negócios e operações, condições financeiras, informações contábeis históricas, e perspectivas futuras. O escopo do Laudo de Avaliação não incluiu a auditoria ou revisão das demonstrações financeiras das empresas do Grupo Inepar ou a verificação da veracidade de todas as informações transmitidas pela companhia, seus funcionários e prepostos. Confiamos, portanto, na qualidade, suficiência, exatidão e completeza de tais informações. Além disso, não acreditamos que os administradores e

executivos da Companhia estavam cientes de qualquer fato ou circunstância que fizesse com que tais informações se tornassem inexatas ou transmitissem um entendimento equivocado. Entretanto, não assumimos qualquer responsabilidade ou obrigação relacionada à exatidão, veracidade, integridade ou suficiência de tais informações, as quais são de única e exclusiva responsabilidade do Grupo Inepar. Adicionalmente, nós não assumimos qualquer obrigação de conduzir, como de fato não conduzimos, qualquer inspeção física das propriedades e instalações do Grupo Inepar ou qualquer forma de investigação independente sobre as informações fornecidas pela Companhia.

O Brasil Plural, seus administradores, acionistas, sociedades controladas, controladoras ou sob controle comum, seus empregados e representantes não expressam nenhuma opinião, não garantem e nem assumem qualquer responsabilidade pela correção, suficiência, consistência ou completude de qualquer das informações apresentadas no Laudo de Avaliação, por qualquer omissão ou por quaisquer perdas ou danos, de qualquer natureza, que decorram do uso das informações contidas no Laudo de Avaliação, ou que sejam obtidas por qualquer outro meio. O Brasil Plural não é responsável pela conclusão das operações descritas neste Material e seu conteúdo não deve ser interpretado como aconselhamento financeiro, tributário, fiscal, jurídico ou de qualquer outra natureza. O Brasil Plural não assume qualquer responsabilidade caso os resultados futuros difiram substancialmente das projeções apresentadas no Laudo de Avaliação e não presta qualquer representação ou garantia em relação a tais estimativas. O Laudo de Avaliação é necessariamente baseado em condições econômicas, monetárias, de mercado e outras em vigor, bem como em informações disponibilizadas pelo Grupo Inepar, e o Brasil Plural não assume qualquer responsabilidade de atualizar, revisar ou reafirmar o Laudo de Avaliação com base em circunstâncias, desenvolvimentos ou eventos que ocorram após esta data. As premissas e projeções consideradas no Laudo de Avaliação podem ser alteradas por diversos fatores, entre os quais (i) mudanças no setor de atuação das empresas do Grupo Inepar; (ii) mudanças de tarifas, impostos, tributos ou outras alterações governamentais; (iii) alterações nas condições macroeconômicas, como a taxa básica de juros, taxa de câmbio, risco país, etc.; (iv) impedimento, atraso ou dificuldade do Grupo Inepar na implementação do Plano de Recuperação; (v) mudanças em relação à expectativa atual do Grupo Inepar em fatores operacionais; (vi) dificuldade do Grupo Inepar em realizar seus investimentos previstos em função de alterações de preço ou atrasos operacionais. Além disso, em função dos julgamentos subjetivos e das incertezas inerentes às projeções, e considerando que as projeções se baseiam em determinadas suposições sujeitas a incertezas e contingências relevantes externas ao controle do Brasil Plural não há garantia de que as projeções ou conclusões extraídas das mesmas serão concretizadas. O Brasil Plural não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do Laudo de Avaliação.

O Laudo de Avaliação contido neste Material foi elaborado a pedido do Grupo Inepar e não deve ser interpretado por qualquer credor como recomendação de investimento ou opinião em relação à recuperação judicial, nem deve ser utilizado por qualquer credor como instrumento para tomada de decisão de voto ou para exercer quaisquer outros direitos no contexto da recuperação judicial. Adicionalmente, o Laudo de Avaliação deverá ser considerado somente em sua totalidade para fins de avaliação independente e, portanto, qualquer análise ou conclusão baseada em partes isoladas ou segmentos tomados fora do contexto geral será considerada incompleta e, possivelmente, incorreta. Por fim, o Laudo de Avaliação contido neste Material não deve ser utilizado para nenhuma outra finalidade além do encaminhamento ao Juízo da Recuperação Judicial, como parte integrante do Plano de Recuperação, conforme estabelecido na Lei Nº 11.101/05, art. 53.

## GLOSSÁRIO

<b>ABEEÓLICA</b>	Associação Brasileira de Energia Eólica
<b>AHI</b>	Andritz Hydro Inepar do Brasil - Joint Venture entre Inepar Indústria e Construções e Andritz Hydro Brasil Ltda
<b>ANEEL</b>	Agência Nacional de Energia Elétrica
<b>ANP</b>	Agência Nacional do Petróleo
<b>Ativos não Operacionais</b>	Todo e qualquer ativo imobilizado do Grupo Inepar que não possua finalidade produtiva
<b>BACEN</b>	Banco Central do Brasil
<b>Backlog</b>	Carteira de projetos contratados
<b>Banco Brasil Plural</b>	Banco múltiplo com foco em operações estruturadas de financiamento, assessoria financeira, asset management, private banking e wealth management. Possui equipe dedicada exclusivamente em reestruturação empresarial. Foi contratado pelo Grupo Inepar para o fim específico de assessorá-los no processo de Recuperação Judicial e negociação com credores
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BNDESPAR</b>	BNDES Participações S.A. - Sociedade gestora de participações sociais do BNDES
<b>Brasil Plural Research</b>	Área da Brasil Plural DTVM S.A, responsável pela análise independente de empresas
<b>Capex</b>	Capital Expenditure - Investimento em Ativos Fixos
<b>CBD</b>	Companhia Brasileira de Diques
<b>CDI</b>	Taxa de juros associada a transações de Certificado de Depósito Interbancário
<b>CEBC</b>	Conselho Empresarial Brasil-China
<b>Energisa MT</b>	Energisa Mato Grosso S.A.
<b>CEO</b>	Chief Executive Officer – Diretor Executivo
<b>CFO</b>	Chief Financial Officer – Diretor Financeiro

<b>Claims</b>	Pleitos
<b>CND</b>	Certidão Negativa de Débito - documento emitido pela Secretaria da Receita Federal dando prova da inexistência de pendências e débitos tributários do contribuinte
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Conjunto de Credores</b>	Credores Aderentes, Credores com Garantia Real e Financiadores, que poderão usufruir do Pacote de Garantias
<b>CPTM</b>	Companhia Paulista de Trens Metropolitanos
<b>CRI</b>	Certificado de Recebível Imobiliário
<b>CSLL</b>	Contribuição Social Sobre Lucro Líquido
<b>CSN</b>	Companhia Siderúrgica Nacional
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flows – Método de valoração de investimentos através do desconto a valor presente de fluxos financeiros projetados
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – Conta contábil relativa aos lucros da companhia excluídos os efeitos da contabilização de juros, taxas, depreciações e amortizações
<b>EPC</b>	<i>Engineering, Procurement and Construction</i> - Engenharia, Suprimentos e Construção
<b>EPE</b>	Empresa de Pesquisa Energética
<b>Financiamento DIP</b>	O financiamento DIP ou "Debtor In Possession" é um empréstimo atribuído a uma empresa, durante o seu plano de reestruturação
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>FPSO</b>	<i>Floating Production Storage and Offloading</i> - Unidade Flutuante de Produção, Armazenamento e Transferência
<b>Grupo Inepar</b>	Empresas integrantes da Inepar S.A. Indústria e Construções.
<b>IAP</b>	Inepar Administração e Participações S.A.
<b>IBRAM</b>	Instituto Brasileiro de Mineração

<b>IBRE/FGV</b>	Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas
<b>IC</b>	Inepar Capacitores S.A.
<b>IEM</b>	Inepar Equipamentos e Montagens S.A.
<b>IIC</b>	Inepar S.A. Indústria e Construções
<b>IN</b>	Inepar Innovida Sistema de Construção S.A.
<b>Inepar</b>	Inepar S.A. Indústria e Construções
<b>Inepar Telecom</b>	Inepar Telecomunicações S.A.
<b>IOG</b>	IESA Óleo & Gás S.A.
<b>IPA/OG – FGV</b>	Índice de Preços por Atacado, segundo setores de origem, desenvolvido pela Fundação Getúlio Vargas
<b>IPEA</b>	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
<b>IPHAN</b>	Instituto do Patrimônio Histórico e Artístico Nacional
<b>IPI</b>	Imposto Sobre Produtos Industrializados
<b>IPM</b>	IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A.
<b>IT</b>	IESA Transportes S.A.
<b>LFRE</b>	Lei de Falências e Recuperação de Empresas ou Lei nº 11.101 de 09/02/2005
<b>Lista de Credores</b>	Lista de credores apresentada no anexo III
<b>Market Share</b>	Participação de mercado de uma determinada empresa
<b>MSCI</b>	Morgan Stanley Capital International – Fornecedor global de ferramentas de análise de investimentos
<b>Novo Mercado – Bovespa</b>	Segmento da BM&FBOVESPA que tem como objetivo fomentar a condução das empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa
<b>Novos Credores</b>	Credores que concederem empréstimos adicionais
<b>ONIP</b>	Organização Nacional da Indústria do Petróleo
<b>NOS</b>	Operador Nacional do Sistema Elétrico

<b>OPEP</b>	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
<b>PAC</b>	Programa de Aceleração do Crescimento
<b>PCH</b>	Pequena Central Hidrelétrica
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>Plano de Recuperação Judicial – Plano</b>	O presente documento
<b>Pleitos</b>	Pedidos de equilíbrio econômico-financeiro em contratos de prestação de serviços e fornecimento de materiais
<b>PMO</b>	Project Management Office - Escritório de Gerenciamento de Projetos
<b>PPP</b>	Parceria Público Privada
<b>REFIS</b>	Programa de Recuperação Fiscal
<b>ROE</b>	<i>Return On Equity</i> – Retorno financeiro sobre recursos investidos pelos acionistas
<b>Sadefem</b>	Sadefem Equipamentos e Montagens S.A.
<b>Stakeholders</b>	Em português: Partes interessadas. Uma organização que pretende ter uma existência estável e duradoura deve atender simultaneamente as necessidades de todas as suas partes interessadas, que compreendem Acionistas, Investidores, Empregados, Fornecedores/subministradores da empresa, Sindicatos, Associações empresariais, revolucionais ou profissionais, Comunidades onde a empresa tem operações; Governos; ONGs; Concorrentes; Imprensa; e Consumidores
<b>SPE</b>	Sociedade de Propósito Específico
<b>TIISA</b>	TIISA Infraestrutura e Investimentos S.A.
<b>TT</b>	TT Brasil Estruturas Metálicas S.A.
<b>UHC</b>	Usina Hidrelétrica de Cubatão
<b>Valuation</b>	Valor Intrínseco do valor de mercado de uma empresa obtido a partir da aplicação de um conjunto de Métodos de Valoração de Empresas

## ÍNDICE DO LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO GRUPO INEPAR

1.	Considerações e Objetivos do Trabalho .....	11
2.	Situação Jurídica Atualizada .....	14
3.	Descrição do Grupo Inepar .....	15
3.1.	Histórico.....	15
3.2.	Organograma Societário .....	19
3.3.	Segmentos de Atuação .....	22
3.3.1	Segmento de Geração & Equipamentos.....	22
3.3.2	Segmento de Construção & Montagem .....	22
3.3.3	Segmento de Óleo & Gás.....	23
3.3.4	Segmento da Área Portuária.....	23
3.4.	Visão Geral dos Ativos .....	24
3.4.1	IESA Projetos, Equipamentos e Montagens (IPM).....	24
3.4.2	IESA Óleo & Gás (IOG).....	27
3.4.3	IESA Transportes (IT).....	28
3.4.4	Inepar Capacitores (IC).....	29
3.4.5	TIISA Infraestrutura e Investimentos (TIISA).....	30
3.4.6	Companhia Brasileira de Diques (CBD) .....	31
3.4.7	Innovida (IN) .....	32
3.4.8	Companhia Energética do Mato Grosso (ENERGISA MT) .....	33
3.4.9	Principais Ativos Imobiliários do Grupo Inepar .....	34
4.	Situação atual: Origem da Crise, Complexidades e Consequências .....	36
4.1.	Origem e Complexidades da Crise .....	36
4.1.1	Complexidades Externas.....	37
4.1.2	Complexidades Internas .....	55
4.2.	Consequências da Crise: Situação de Caixa, Estrutura de Capital e Avaliação Econômica ...	63
5.	Retomada do Grupo Inepar .....	67
5.1.	Foco no <i>Core Business</i> .....	68
5.1.1	Vantagens Competitivas do Grupo Inepar nos Setores Foco .....	71
5.2.	Redução Contínua de Custos e Despesas e Plano de Melhoria Operacional e Comercial ....	79

5.2.1	Projetos de Gestão, Redução de Custos/Despesas em Implementação .....	79
5.2.2	Ações comerciais .....	84
5.3.	Monetização de Ativos <i>Non-Core</i> para Geração de Liquidez e Garantia de Entrega de Projetos.....	86
5.3.1	Ativos Alienados para Satisfação de Necessidade de Capital de Giro de Curto Prazo	86
5.3.2	Ativos que Poderão ser Alienados para Satisfação dos Termos do Plano de Recuperação Judicial.....	87
5.3.3	Ativos a serem Alienados para Suprir a Necessidade de Caixa do Grupo para Capex e Retomada do Crescimento.....	87
5.4.	Melhora na Governança Corporativa .....	89
5.5.	Solução do Legado de Passivos Tributários .....	92
5.6.	Melhor Gestão e Controle de Pleitos e Processos Judiciais .....	95
6.	Projeções e Premissas: Estabilização e Crescimento.....	97
6.1.	Projeções de Mercados .....	97
6.1.1	Mercado de Energia Hidrelétrica.....	97
6.1.2	Mercado de Óleo & Gás.....	103
6.1.3	Mercado de Mineração.....	115
6.1.4	Mercado de Capacitores.....	117
6.2.	Premissas Utilizadas para Projeções do Grupo Inepar .....	120
6.3.	Demonstrativo de Resultados Projetado do Grupo Inepar .....	123
6.3.1	Demonstrativo de Resultados IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. (IPM)	123
6.3.2	Demonstrativo de Resultados do Segmento de Equipamentos de Processo.....	123
6.3.3	Demonstrativo de Resultados do Segmento de Equipamentos Hidromecânicos	124
6.3.4	Demonstrativo de Resultados do Segmento de Movimentação de Material .....	125
6.3.5	Demonstrativo de Resultados do M.S.A. ....	126
6.3.6	Demonstrativo de Resultados da IESA Óleo & Gás (IOG) .....	127
6.3.7	Demonstrativo de Resultado das outras receitas do Grupo Inepar .....	128
6.3.8	Demonstrativo de Resultados do segmento de Capacitores (IC) .....	128
6.3.9	Demonstrativo de Resultados por Segmento de Negócios do Grupo .....	130
6.4.	Fluxo de Caixa: Necessidades de Capital de Giro, Investimentos e Legado Fiscal .....	131
7.	Avaliação Econômico-Financeira .....	133

7.1.	Avaliação IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. (IPM) e IESA Óleo & Gás (IOG)	135
7.2.	Avaliação Inepar Capacitores S.A. (IC)	138
7.3.	Avaliação Companhia Brasileira de Diques (CBD)	138
7.4.	Avaliação Innovida Participações S.A. (IN)	139
7.5.	Avaliação Energisa Mato Grosso (ENERGISA MT)	140
7.6.	Resumo da Avaliação dos Ativos Imobiliários/fixos do Grupo Inepar	142
7.7.	Resumo da Avaliação dos Pleitos do Grupo Inepar	142
7.8.	Exercício de Viabilidade Pré-Reestruturação Ampla dos Passivos Sujeitos ao Plano de Recuperação Judicial e Após Adesão ao REFIS IV e V	143
7.9.	Resumo da Proposta de Repagamento aos Credores Concurais	144
7.10.	Viabilidade do Grupo Inepar	145
7.11.	Demonstrações base para emissões de títulos mobiliários e seus efeitos conforme plano de recuperação judicial aprovado	147
7.11.1	Preço da ação INEP3 e Quantidade máxima de ações INEP3 a serem emitidas	148
7.11.2	Memória de cálculo derivada da Opção A e da Opção B	149
7.11.3	Memória de cálculo derivada da Opção C	150
7.11.4	Memória de cálculo derivada da Opção D	151
7.11.5	Análise de diluição potencial	152

## 1. Considerações e Objetivos do Trabalho

O Laudo de Avaliação do Grupo Inepar tem por objetivo primordial demonstrar, nos termos da Lei de Falências e Recuperação de Empresas (“LFRE”), as bases financeiras, operacionais e estratégicas em direção a superação da sua crise estrutural e econômica, de forma a preservar e maximizar sua função social como entidade geradora de bens, recursos, empregos e tributos.

O entendimento do potencial de geração de valor do Grupo Inepar e de sua capacidade de honrar compromissos estabelecidos será devidamente apresentado neste diagnóstico, que embasa a estratégia empresarial de sua retomada, atendendo aos amplos interesses dos *Stakeholders* da empresa, em especial de seus credores, contemplando em detalhe:

- O entendimento da origem, causas e consequências da crise, no que tange aspectos externos e internos ao Grupo Inepar;
- A identificação de vantagens competitivas (valor, diferenciação e organização) e das forças competitivas perante clientes, fornecedores, novos entrantes, produtos substitutos e concorrência, que embasam o entendimento de negócios *core* a serem perseguidos pelo grupo;
- As ações de melhorias operacionais e comerciais, incluindo alternativas de reestruturações societárias, de governança e administrativas, planos de reduções de despesas, análise de planos de potencialização de receita e otimização industrial;
- Apontamento de necessidades de financiamento (operação, capex, capital de giro, crescimento, venda de ativos);
- Apresentação de projeções econômico-financeiras de cada empresa do Grupo embasadas por análise completa mercadológica; e
- Situação econômica-financeira do Grupo Inepar e seus Stakeholders resultante dos efeitos da aprovação do Plano de Recuperação Judicial.

Criar os mecanismos necessários para esta ampla reestruturação é, na essência, suportar e preservar um conglomerado nacional que participou dos mais relevantes projetos de infraestrutura do país, destacadamente nos setores de energia, óleo & gás, equipamentos de processo, compensação reativa, telecomunicações, transporte de massa e de materiais. Inúmeros marcos alcançados devem ser notadamente elencados:

- A Inepar, com suas turbinas e geradores, é responsável por aproximadamente 25% da energia gerada em todo o país, com mais de 13 mil megawatts instalados;
- A empresa esteve ativamente presente na construção das usinas Três Gargantas e Ertan na China, Tucuruí, Itaipú, Foz da Areia, Porto Primavera, Paulo Afonso dentre outras no Brasil. Atualmente participa da construção das UHE’s de Santo Antonio e Jirau no complexo do rio Madeira, em Rondônia, e na UHE Belo Monte, no Pará, sendo estes, os maiores empreendimentos hidrelétricos em construção no país;
- Ainda em energia, a Inepar participou da construção e montagem das Usinas Atômicas ANGRA I e II, além das Termoelétricas Jorge Lacerda/Eletrosul e da Central termoelétrica da CSN, sendo, portanto, a primeira empresa de capital nacional a investir e pregar junto ao Governo Federal a necessidade de térmicas para o Brasil;

- Cada vez que 1/3 dos brasileiros pagam suas contas de energia, eles estão utilizando a medição executada por um medidor de energia fabricado pela Inepar;
- Quando se abre uma torneira nas principais cidades brasileiras, o acionamento elétrico que faz funcionar os motores dos conjuntos moto-bombas, em sua grande maioria, são contadores a vácuo fabricados e montados na Inepar;
- Desenvolveu boa parte da transmissão energética de alta e extra alta tensão no Brasil;
- A empresa tem atuação na cadeia de Óleo & Gás, tanto On-shore quanto Off-shore por meio de serviços de EPC e manutenção com uma experiência de destaque, participando de 100% das 15 refinarias existentes da Petrobras e com presença na construção de 7 plataformas de exploração de petróleo já entregues no Brasil;
- Também em Óleo & Gás é importante citar que a Inepar foi a primeira empresa nacional a fornecer a Petrobras equipamentos para as plataformas marítimas de exploração de petróleo off-shore (Cherne I, Cherne II e Namorado II). Também foi a empresa escolhida pela Petrobras para nacionalizar todo o sistema elétrico de CC e CA (SCR) de comando, controle, proteção e seus periféricos de plataformas de exploração terrestre e marítima, de petróleo, para até 6.000 metros de profundidade;
- Forneceu mais de 3 mil pontes rolantes para uma ampla variedade de indústrias no país e no exterior e produziu as maiores máquinas de movimentação em atividade no Brasil. Seu *know how* nesse ofício é exemplificado na construção de sua própria fábrica de Araraquara-SP, com tecnologia própria, por meio de uma das maiores Retomadoras de Minério tipo Portal do mundo, com capacidade movimentar 9.494 ton/hora e 52 metros de comprimento;
- Produziu mais de 30% de compensação reativa em grandes transferências de geração de energia para linhas de transmissão no Brasil e fabricou o maior banco de compensação reativa em todo o mundo instalado na subestação de Furnas em Itaberá-SP (Transmissão de Energia de Itaipú para região Sudeste);
- Desde 1976, efetuou reparo, manutenção, *supply* e manufatura em mais de 200 locomotivas, para clientes como RFFSA, Ferrominera Orinoco - Venezuela, Caramuru, Brasil Ferrovias, e CPTM;
- A Inepar também foi a pioneira em tecnologia para transporte eletrificado, participando na construção do Metrô de São Paulo e de Brasília ao fornecer o sistema de alimentação e retificação de energia e operando a primeira subconcessão de transformação de energia na América do sul ao abastecer o Metrô de São Paulo, por meio da subestação instalada na Barra Funda;
- A Inepar foi a pioneira na solução de projetos integrados para a implantação de plataformas de telecomunicações no país e pioneira na tecnologia CDMA, WLL e televisão a cabo.

Apesar do posicionamento estratégico diferenciado da Inepar no setor de infraestrutura, que combina um sólido *track record* de realizações a uma relevante e inalterada capacidade técnica e uma presença fabril diferenciada, a empresa esteve exposta a um cenário macroeconômico bastante complexo nos últimos anos no Brasil, que gerou um aumento de volatilidade e de risco financeiro, influenciados por pressões estruturais, cambiais e inflacionárias, acarretando em um crescimento restrito nos setores que a empresa está inserida.

Somando-se aos desafios macroeconômicos uma estrutura de capital inadequada em relação a sua geração de caixa, a Inepar vivencia(ou) um acelerado ciclo de destruição de valor que precisa ser efetivamente revertido: falta de recursos que leva a redução de investimentos diretos em manutenção e qualidade, cancelamento de investimentos de renovação de parque, redução de produtividade industrial, aumento de ociosidade, agravamento das relações comerciais, esgotamento operacional e erosão máxima de valor.

Um plano amplo e completo de reestruturação é o ponto de partida para catalisar o programa estratégico de longo prazo do grupo, visando reverter o ciclo de destruição de valor, preservar e estabilizar suas operações e suportar seu crescimento. Quatro dimensões principais fazem parte deste plano:

- Implementar um programa amplo de redução de custos e despesas, melhoria de performance operacional e adesão às melhores práticas de governança;
- Redefinir o foco de atuação onde a companhia retém os mais eficientes vetores de diferenciação:
  - Equipamentos de valor agregado para grandes obras de infraestrutura (Celulose, Industrial, Petroquímico, Óleo & Gás, Açúcar & Etanol, Metais & Mineração), Transporte de Massa (carros de trem e metrô), Hidrogeração (fabricação de turbinas e geradores, comportas e pontes rolantes) e EPC e manutenção para cadeia de Óleo & Gás em refinarias, plataformas e módulos. Esses segmentos combinados representam mais de 400 bilhões de dólares de investimentos projetados para os próximos 10 anos no Brasil.
- Desinvestir em segmentos e ativos de atuação não-core para gerar liquidez, garantir recursos para entrega de projetos contratados (*backlog*), assegurar capital de giro para as devidas operações, permitir participação em novos projetos e reestabelecer uma plataforma sólida para o crescimento do grupo;
- Redução da dívida tributária por adesão, consolidação e permanência no Refis.

Apesar do cenário desafiador de mercado e da complexidade de sua situação atual, consideramos que o Grupo Inepar possui não somente os elementos principais para a retomada de um ciclo de estabilização e crescimento econômico sustentável, mas, ancorando-se em seus fatores competitivos, em um abrangente reposicionamento estratégico e nas rígidas ações de melhoria e reorganização que serão aqui expostas, maximizará valor/retorno para todos os *Stakeholders*.

## 2. Situação Jurídica Atualizada

O Grupo Inepar, composto pelas empresas, Inepar S.A. Indústria e Construções, Inepar Equipamentos e Montagens S.A., Inepar Administração e Participações S.A., IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A., IESA Óleo & Gás S.A., Inepar Telecomunicações S.A., IESA Transportes S.A., Sadefem Equipamentos e Montagens S.A. e TT Brasil Estruturas Metálicas S.A. requereu sua recuperação judicial em 01/09/2014, perante o Meritíssimo Juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais - Foro Central Cível, São Paulo/SP.

Atribuiu-se à recuperação o valor de R\$ 3.035.418.016,24 (fonte: Relação com Investidores, Grupo Inepar) correspondente ao montante da dívida sujeita à RJ da data do ajuizamento.

O processamento da recuperação judicial foi deferido em 15/09/2014.

Na sequência foi nomeado como administrador judicial a Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda..

Foi determinada nos termos do art. 52, II, da Lei 11.101/2005, “a suspensão de todas as ações ou execuções contra o devedor”, na forma do art. 6 da LRF, devendo permanecer “os respectivos autos no juízo onde se processam, ressalvadas as ações previstas nos §§ 1º, 2º e 7º do art. 6 dessa lei e as relativas a créditos excetuados na forma dos §§ 3º e 4º do art. 49 dessa mesma Lei”, providenciando a devedora as comunicações competentes (art. 52, § 3º).

O edital com a lista de credores foi publicado em 01/10/2014.

Seu plano de recuperação judicial foi aprovado em assembleia geral de credores em 13 de maio de 2015 e homologado judicialmente em 21 de maio de 2015.

### 3. Descrição do Grupo Inepar

#### 3.1. Histórico

A história da Inepar tem início em 1953, com a fundação da Enco - Engenharia e Comércio Ltda. pelos sócios Ophir Ruy Woitowicz, Heinz Lippel e Luiz Carlos Araújo. A atividade fim da companhia era a prestação de serviços de engenharia elétrica. A Enco elaborava e realizava projetos de instalações elétricas e hidráulicas além de construir redes de distribuição e linhas de transmissão.

Em meados de 1960, entrou na sociedade, por convite de Ophir, o então jovem Atilano de Oms, que teve seus estudos no Brasil e exterior promovidos pela empresa. Em 1965, Atilano se tornou sócio da empresa por meio de premiação por desempenho. De 1960 a 1970, a companhia atingiu seu momento áureo, quando atendia o estado do Paraná no processo de eletrificação. Devido a boa performance nesses contratos, a Inepar foi convidada a participar de vários projetos pioneiros no setor elétrico brasileiro. Em 1968, o sócio fundador Ophir Ruy Woitowicz convidou Atilano e mais dois empreendedores para o processo de formação da Inelco Indústrias Elétricas e Comércio Ltda., cujo objetivo era a fabricação e montagem de painéis elétricos de baixa tensão, centros de controles de motores e cubículos de média tensão para indústrias. Esses equipamentos fabricados na época por multinacionais representavam o coração das instalações contratadas pela ENCO.

Em 1971, houve a mudança da razão social de Inelco para Inepar - Indústrias Eletromecânicas do Paraná Ltda.

Em 1976, visando manter uma estrutura mais enxuta nasceu a Inepar S.A. Indústria e Construções ("IIC"), que incorporou a Enco e a Inepar - Indústrias Eletromecânicas do Paraná Ltda. Vale ressaltar a reconhecida contribuição dada ao projeto de compensação reativa no sistema elétrico desenvolvido na época, em conjunto com o Departamento de Águas e Energia Elétrica (DAEE) e a comissão de energia do Congresso Nacional. Promoveu-se por meio desse projeto a extensão de medição e correção de energia reativa e redução da ponta de carga do então sistema elétrico com a introdução dos contratos *off-pick* com os consumidores eletrointensivos.

Em 1980, com o objetivo de ingressar em novos mercados (seja via *joint-venture* ou por conta própria) a Inepar realizou sua abertura de capital na bolsa, com participação do IBRASA e EMBRAMEC (atual BNDESPAR).

Entre os anos de 1986 e 1987, em consequência da participação da Inepar no projeto nacional de compensação reativa e conservação de energia, o grupo adquiriu o maquinário e tecnologia para a fabricação de capacitores, a tecnologia para a fabricação de chaves "CSL" e "PWT de Aterramento" para bancos de capacitores e a Unidade Industrial de Campinas para a fabricação de semicondutores de potência. Todas essas aquisições tiveram como contraparte a Westinghouse do Brasil S.A., subsidiária do Grupo Westinghouse Corporation - Estados Unidos.

A parceria da Inepar com a Westinghouse permitiu a construção e uso no Brasil do primeiro banco de compensação reativa, que possibilitou a construção de longas linhas de transmissão em extra alta tensão no Sudeste do País. O maior banco de compensação reativa em todo o mundo com potência de + de 1200 MVAR foi construído pela Inepar.

A partir dessa aquisição a Inepar iniciou uma série de projetos: (i) criação de novos empreendimentos/*joint-ventures* com empresas consagradas nos mesmos segmentos; e, (ii) fusões e aquisições que fizeram do Grupo um dos maiores do país, atingindo o posto de 15ª maior empresa da bolsa de valores de São Paulo.

#### I. Joint-ventures:

- Firmada com a General Electric do Brasil, voltada à fabricação e comercialização de medidores de energia elétrica bem como de sistemas de medição para todo o mercado da América do Sul. Posteriormente, essa *joint-venture* foi integralmente adquirida pelo Grupo Inepar
- Landis & Gyr e posteriormente com a Siemens, também focadas na área de medição de energia elétrica;
- Hubell Inc., voltada à produção e comercialização de equipamentos utilizados na transmissão e distribuição de energia elétrica;
- GE Hydro Canadá, focada na comercialização e fabricação de turbinas e geradores para usinas hidroelétricas em toda a América Latina (anos após a GE comercializou sua participação com a Andritz Hydro dando criação a Andritz Hydro Inepar S.A.);
- Artech, voltada à fabricação de transformadores de corrente e potencial para alta tensão;
- Lucent Technologies Inc., atuante em sistemas de energia para telecomunicações, que acabou originando a criação da Lucent Inepar Sistemas de Energia S.A..
- Embora não tenha sido uma *joint-venture*, cabe destacar a parceria tecnológica com a Hitachi que permitiu o desenvolvimento e fabricação do primeiro rele de proteção eletrônico da América Latina por meio da subsidiária I.B.R. Indústria Brasileira de Reles S.A..

#### II. Fusões e aquisições:

- Aquisição da fábrica de capacitores de baixa tensão da Politel Equipamentos Elétricos Ltda e sua transferência de São Paulo para Curitiba;
- Aquisição da Sade Vigesa Industrial e Serviços S.A., empresa com foco em construções eletromecânicas para Petrobras, e da sua planta industrial de bens de capital localizada em Araraquara-SP. Esta planta foi originalmente da Villares e tinha como foco a construção de locomotivas e vagões de trens;
- Aquisição da Internacional de Engenharia S.A. (IESA);
- Aquisição da Nordon, empresa cujo propósito era a fabricação de equipamentos de criogenia;
- Compra de participação societária nas empresas de distribuição de energia Energisa MT e CELPA nos leilões de privatização do setor de energia brasileiro ocorridos nos mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso.

A Inepar também teve participação ativa nos processos de privatização da telefonia nacional com a compra de participação societária na Telemar (telefonia fixa) e Global Telecom (atualmente Vivo), além do mundial e inédito projeto IRIDIUM, que foi responsável pela primeira comunicação satelital no mundo com 66 satélites LEO de órbita baixa. Esse projeto juntava os maiores conglomerados de comunicação de todo o mundo em torno da Motorola. Nele, a Inepar construiu o *gateway* para a América do Sul no Rio de Janeiro. O fracasso mercadológico do projeto ensinou duras lições aos sócios, porém originou a tecnologia que hoje domina as comunicações militares em todo o mundo - a comunicação satelital criptografada. Atualmente, a IRIDIUM, usando a

mesma constelação/tecnologia vende ao mundo a comunicação não interceptável para uso militar.

A cada uma dessas iniciativas, em cada uma das vertentes de sua expansão, o Grupo Inepar se notabilizou por adequar a sua estrutura organizacional às novas realidades e necessidades que originaram oportunidades no Brasil.

Em consequência de todos esses investimentos a companhia atingiu, em dezembro de 2000, uma carteira anual de vendas recorde para a época, superior a R\$ 1,0 bilhão. No ano subsequente, a Inepar S.A. Indústria e Construções apresentou um faturamento bruto de R\$ 909 milhões, considerando suas *joint-ventures*.

Entre 2003 e 2005 o Grupo Inepar implementou seu centro empresarial industrial em Araraquara-SP e criou, ainda, a IESA Óleo & Gás, localizada no Rio de Janeiro e Macaé, que nasceu com uma carteira de vendas superior a R\$ 1,0 bilhão.

Em 2008, a IESA estabeleceu a TIISA, fruto de uma joint-venture com a Triunfo. A TIISA possui foco de atuação nas áreas de infraestrutura metroferroviária e saneamento. Nesse mesmo ano, a empresa austríaca Andritz adquiriu da GE a participação na Joint-Venture GE Hydro Inepar, que passou a se chamar AHI - Andritz Hydro Inepar SA..

Em 2009, o Grupo Inepar apresentou um novo recorde de vendas R\$ 2,8 bilhões com uma carteira de pedidos superior a R\$ 4,7 bilhões.

Em 2010, a Inepar por meio da sua joint-venture AHI - Andritz Hydro Inepar SA. inaugurou em Araraquara-SP, o Laboratório de Testes de Modelos Reduzidos “Ophir Ruy Woitowicz”. Esse empreendimento representou um importante e histórico marco para a engenharia nacional por ser tratar do mais moderno laboratório privado do país na área de hidrogenação, colocando à disposição do mercado as mais modernas soluções para testes de geradores e turbinas.

Na sua incansável busca de inovações para o Brasil, o Grupo Inepar trouxe dos Estados Unidos uma inédita tecnologia: painéis estruturais compostos de fibra de vidro, polímeros, resinas e espumas voltados para a construção de conjuntos residenciais populares. Esse produto extremamente leve e com características estruturais excepcionais possibilita a substituição da tradicional construção civil por uma tecnologia sem perdas, que propicia montagem 7 vezes mais rápida que os métodos hoje em prática, além de por sua leveza, possibilitar o uso de mão de obra feminina com substituição de equipamentos pesados usados na construção civil.

Ainda sobre essa tecnologia que permite diminuir custos e tempo para construção civil, o Grupo Inepar dispõe de uma fábrica de produção ainda embrionária em Doral na Flórida, e está em fase final de implantação de uma fábrica de produção, em Curitiba, por meio de associação com o Grupo Triunfo (IT Sistemas Construtivos S.A.). Após a implantação no Brasil dessa fábrica com todas as certificações de qualidade exigidas pelo governo, o Grupo Inepar pretende replicar o projeto em diversos países do mundo, em especial na África.

Ao fim de 2013, o Grupo Inepar contava com 11.600 colaboradores entre escritórios, fábricas, obras, consórcios e *joint-ventures*. Nesse ano, o Grupo faturou mais de R\$ 1,0 bilhão e contabilizava um passivo de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões.

Pode-se concluir que com mais de 60 anos de experiência no Brasil e no mundo, o Grupo Inepar se consolidou como um dos maiores grupos de infraestrutura do país, oferecendo soluções completas nas áreas de Geração de Energia, Compensação Reativa, Óleo, Gás, Petroquímica,

Equipamentos de Processo, Engenharia, Mineração, Siderurgia, Movimentação de Materiais e Transporte Metroferroviário. Vide figura 1 para resumo ilustrativo da história do Grupo Inepar.

**Figura 1: História do Grupo Inepar**

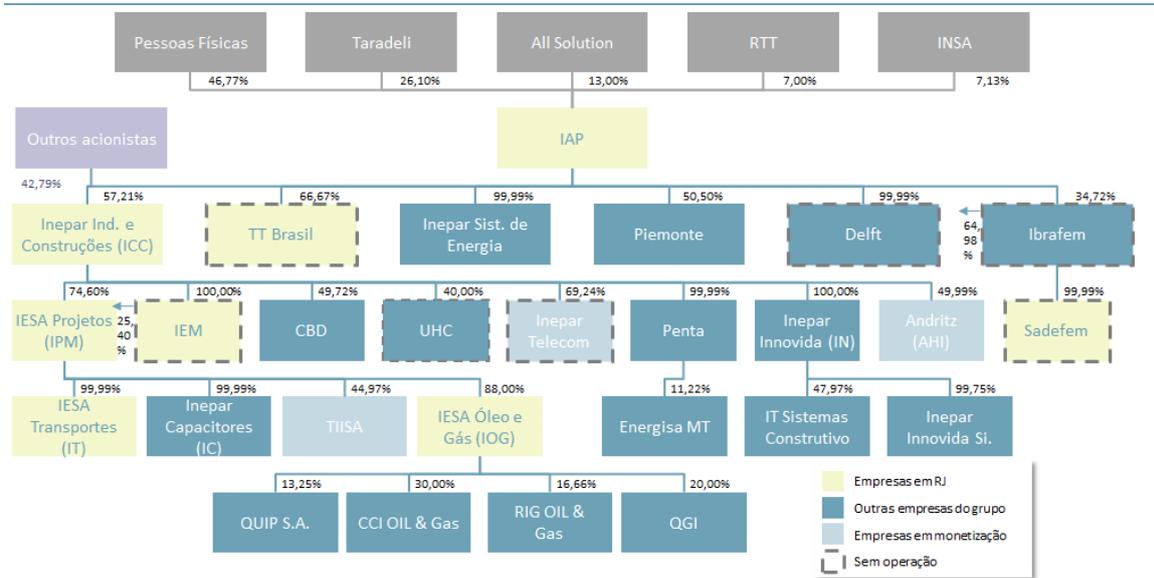


Fonte: Companhia

### 3.2. Organograma Societário

A figura 2 apresenta o organograma societário do Grupo. A principal empresa do Grupo é a **Inepar S.A. Indústria e Construções (IIC)** empresa não operacional, de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, com ações negociadas sob os códigos INEP3 e INEP4, congregando sob sua gestão todas empresas operacionais e ativos do grupo. Vide figura 3 para apresentação do quadro de acionistas da IIC. Os acionistas com capital votante da IIC são IAP (57,21%) e free-float (42,79%).

Figura 2: Organograma societário do Grupo Inepar



Fonte: Companhia

Figura 3: Quadro de acionistas da Inepar Indústria e Construções S.A.

Acionistas	ON	ON (%)	PN	PN (%)	Total	Total (%)
Inepar Administração e Participação S.A.	22.824.235	57,21%	942	0,00%	22.825.177	22,15%
MDC Assessoria Empresarial S.A.	2.681.435	6,72%	1.304.778	2,07%	3.986.213	3,87%
Concórdia S.A. Corretora de Valores Mobiliários Câmbio	2.405.492	6,03%	6.585.101	10,43%	8.990.593	8,73%
BNDES Participações S.A. – BNDESPAR	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Fabio Roberto Baumfeld Isaack	0	0,00%	3.201.003	5,07%	3.201.003	3,11%
Outros	11.980.903	30,03%	52.044.334	82,43%	64.025.238	62,14%
<b>Total</b>	<b>39.892.065</b>	<b>100,0%</b>	<b>63.136.159</b>	<b>100,0%</b>	<b>103.028.224</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Bovespa, em 16/09/2015

A Inepar S.A. Indústria e Construções (IIC), através da empresa **IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. (IPM)** é responsável por projetos básicos e pela construção e montagem de equipamentos voltados para a indústria de base, tendo como principais atividades a construção e montagem de equipamentos para usinas hidroelétricas, equipamentos de processos para refinarias, usinas de açúcar e álcool, indústrias de papel e celulose e petroquímicas, e equipamentos de movimentação de materiais amplamente utilizados em indústrias (pontes rolantes), equipamentos voltados para extração mineral e em portos. As empresas IIC e IEM detêm, respectivamente, 74,60% e 24,40% da participação acionária da IESA Projetos.

A principal subsidiária da IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A., a empresa **IESA Óleo & Gás S.A. (IOG)** é responsável pelo setor de engenharia e construção pesada do Grupo com foco na prestação de serviços para o setor de Óleo & Gás, em especial para a Petrobras. A IESA Óleo & Gás S.A. possui experiência comprovada na execução e prestação de serviços de construção civil aplicados às áreas de “Off-Shore” e “On-Shore” por meio de construção, montagem e manutenção de refinarias, gasodutos e oleodutos, bases de armazenagem de petróleo e combustíveis, plataformas de petróleo, módulos utilizados nas operações de prospecção de petróleo em águas profundas. A IESA Óleo & Gás por meio de consórcios e joint ventures com outras empresas do setor de construção do país atua também na construção e reforma de plataformas de petróleo. A empresa IESA Projetos detém 88% da participação acionária da IESA Óleo & Gás e os demais 12% pertencem a pessoas físicas.

A IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. também é controladora da **IESA Transportes S.A. (IT)**, cujo escopo é contratação de projetos e/ou fabricação e montagem de equipamentos e veículos ferroviários e metroviários, sistemas e serviços para infraestrutura de empresas públicas e privadas, em especial na área de transporte, transporte metroferroviário de passageiros e carga e sistemas. A IESA Projetos detém 99,99% da participação acionária da IESA Transportes.

Já a **Inepar Capacitores S.A. (IC)**, outra subsidiária da IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. tem como atividade a fabricação, comercialização e locação de produtos, máquinas e equipamentos elétricos em geral, bem como de sistemas e/ou serviços de infraestrutura, em especial para os segmentos de geração, distribuição e transmissão de energia elétrica. Também realiza estudos de dimensionamento, especificação, projeto, fabricação, comercialização, construção, montagem, comissionamento e instalação de capacitores, bancos de capacitores e filtros harmônicos, de baixa, média e alta tensão, bem como de subestações de energia elétrica, equipamentos e acessórios destinados a compensação reativa, eficiência energética e melhoria da qualidade de energia. A IESA Projetos e IIC possuem, respectivamente, 99,99% e 0,01% da participação societária dessa empresa.

A Inepar S.A. Indústria e Construções tem através de parcerias estratégicas participações em empresas de renomada capacidade técnica e líderes em seu setor de atuação:

**TIISA Infraestrutura e Investimentos S.A. (TIISA):** Joint Venture da IESA Projetos S.A. com a Triunfo Construtora, atua no setor de infraestrutura, prestando serviços de construção, manutenção, montagem e assistência técnica de linhas férreas, metros, portos, aeroportos e unidades de tratamento de água e esgoto. Também, atua nas áreas de concessões de serviços públicos. Os acionistas da TIISA são a IESA Projetos (44,97%), Construtora Triunfo (53,16%) e Mario Pereira (1,87%).

A Inepar S.A. Indústria e Construções também possui posição de destaque na **Companhia Brasileira de Diques (CDB)**. A CDB é proprietária do estaleiro Inhaúma no bairro do Caju, Rio de Janeiro, atualmente arrendado para Petrobras realizar a construção e manutenção de plataformas de Petróleo e barcos de apoio que serão utilizados na prospecção de Petróleo na costa brasileira. Os acionistas da CBD são a IIC (49,72%), Active Internacional Investments LTD (37,29%), Portbank Consultoria Financeira e Adm. de Bens e Participações Ltda (10,01%) e pessoas físicas (2,98%), todos não relacionados ao Grupo Inepar.

**Andritz Hydro Inepar (AHI):** Joint Venture com a Andritz Hydro, empresa austríaca líder no setor de hidrogeração, onde todas as atividades de manufatura e montagem dos equipamentos hidromecânicos de uma usina hidroelétrica são realizadas na IESA Projetos, Equipamentos e

Montagens S.A.. A Andritz Hydro é composta pela participação societária da Inepar (49,99%) e Andritz (50%) e ações de pessoas físicas (0,01%).

A **Energisa Mato Grosso S.A. (ENERGISA MT)** é uma empresa investida da Inepar Indústria e Construções S.A.. A Energisa MT é responsável pela distribuição de energia no estado do Mato Grosso, atualmente tendo como principal acionista a Energisa. A empresa é responsável por distribuir energia elétrica a 1.040.781 unidades consumidoras, localizadas nos 141 municípios de Mato Grosso. A ICC possui por meio da empresa Penta 11,22% do capital social da Energisa MT.

Por fim, a **Innovida Participações S.A. (IN)** é uma controlada da Inepar Indústria e Construções S.A.. A Innovida, através de sua joint-venture IT Sistemas Construtivos SA., atua no setor de construção civil via industrialização e comercialização de materiais sintéticos, painéis e estruturas a base de compostos de fibra de vidro, polímeros, resinas e espumas voltados para a construção de conjuntos residenciais populares com foco no programa de governo Minha Casa Minha Vida. Seus produtos são inovadores e patenteados, garantindo uma vantagem comparativa em termos de custo e tempo de construção em relação a métodos/materiais de construção convencionais. A Inepar Innovida possui 47,97% de participação acionária na IT - Sistemas Construtivos e 99,75% na Inepar Innovida Sistema de Construção S.A. A IIC e Jauvenal de Oms possuem, respectivamente, 99,99% e 0,01% de participação societária da Inepar Innovida.

### 3.3. Segmentos de Atuação

As operações, produtos e serviços do Grupo Inepar são organizados em quatro segmentos:

#### 3.3.1 Segmento de Geração & Equipamentos

O segmento de Geração & Equipamentos foi responsável por 19,5% das receitas do Grupo Inepar em 2013. As principais divisões de negócios da Inepar Projetos, Equipamentos e Montagens S.A., que conta com um parque industrial em Araraquara-SP de 823.000 m<sup>2</sup> de terreno e área coberta superior a 150.000 m<sup>2</sup>, são:

- Divisão de Movimentação de Materiais e Mineração: Mais de 2.500 pontes rolantes já foram fornecidas, além de inúmeros equipamentos para movimentação de minério. Recentemente, foi fornecida uma das maiores retomadoras de minério tipo portal do mundo;
- Divisão de Equipamentos de Processo: Abrange o mercado de refinarias, plantas químicas e petroquímicas, papel e celulose, cimento e indústria alimentícia, em que possui tecnologia para fabricar e montar unidades de processo, sendo considerada uma das principais fornecedoras de equipamentos para a Petrobras.
- Divisão de Geração de Energia: Fabricante exclusiva da Andritz Hydro INEPAR para geradores e turbinas hidráulicas;
- Divisão de Hidromecânicos: Com expressiva atuação no mercado nacional, a divisão de equipamentos hidromecânicos produz comportas, condutos forçados, grades, barramento blindado e servomotores, tendo participado de grandes empreendimentos de geração de energia no Brasil;
- Divisão de Compensação Reativa: Atua fortemente nos setores de Transmissão e Distribuição de Energia Elétrica, com a fabricação e fornecimento de equipamentos, como bancos de capacitores e filtros de harmônicos, para melhorar a eficiência dos Sistemas Elétricos. A fábrica de capacitores é situada no Centro Empresarial da IESA em Araraquara, sendo a instalação mais moderna do gênero na América Latina, além de manter convênio para suporte tecnológico com a General Electric.

#### 3.3.2 Segmento de Construção & Montagem

O segmento de Construção & Montagem é voltado para os negócios de infraestrutura e saneamento e foi responsável por 4,4% das receitas do Grupo Inepar.

- Divisão de Transporte Metroviário: Reforma e fabricação de trens de passageiros, tendo performado contratos para a CPTM (SP) e Central (RJ), Metrô-SP, Metrô-RJ, Metrô-Brasília, com tecnologia própria e fábrica com infraestrutura de saída direta para trilhos;
- Divisão de Infraestrutura e Saneamento: Por meio da TIISA atua nas áreas metroviária, ferroviária, saneamento e outros. Em virtude da massiva necessidade de investimentos em mobilidade urbana e transportes sobre trilhos, além da retomada dos investimentos nas ferrovias, esta divisão tem apresentado crescimento expressivo, conquistando em pouco tempo grandes contratos com os clientes Metrô-SP, CPTM, EBTU, SABESP, DAEE, CBTU, Transnordestina (TLSA), VALEC e DNIT.

### **3.3.3 Segmento de Óleo & Gás**

O setor de Óleo & Gás é o maior segmento do Grupo Inepar, representando 74,5% da receita do grupo por meio da subsidiária IESA Óleo & Gás em 2013. A IESA Óleo & Gás é uma das mais importantes empresas de EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) do Brasil. Ela atua em toda a cadeia de fornecimento de serviços de engenharia e construção para o setor de Óleo & Gás. Participou ativamente de obras em manutenção e construção da maioria das refinarias instaladas no Brasil, bem como tem posição relevante na construção, manutenção e reformas de plataformas de petróleo.

### **3.3.4 Segmento da Área Portuária**

Representa 1,6% das receitas do Grupo Inepar. O segmento da Área Portuária administra, por meio da CBD, o estaleiro Inhaúma, localizado na Baía de Guanabara, cidade do Rio de Janeiro. A Petrobras arrendou o estaleiro em 2010, por um período de 20 anos. O Estaleiro está sendo usado para a conversão de navios em FPSOs (Sistema Flutuante de Produção e Armazenamento), atividade que estava sendo feita no exterior antes da locação. Também serve como uma base de apoio para balsas de propriedade da Petrobras, e o uso da área suporta várias operações.

### 3.4. Visão Geral dos Ativos

A seguir será apresentado um breve descritivo de cada empresa do grupo, que compreende suas operações, vantagens estruturais e áreas de atuação. As projeções financeiras, por sua vez, estão contidas no capítulo 6.

#### 3.4.1 IESA Projetos, Equipamentos e Montagens (IPM)

Com suas origens na empresa fundada em 1953 e por meio da junção das expertises de empresas incorporadas como a Sade Vigesa, Internacional de Engenharia S.A. e a base operacional adquirida do grupo Villares em 1996, a IESA Equipamentos e Projetos S.A. é referência no mercado nacional pela sua capacidade produtiva, escala e escopo.

Possuindo como principais acionistas a Inepar Indústria e Construções S.A. e a Inepar Equipamentos e Montagens S.A., a IPM é a principal empresa operacional do grupo consolidando sob sua participação os principais ativos empresariais.

A IESA Projetos Equipamentos e Montagens S.A., instalada em Araraquara, é a principal planta industrial do Grupo Inepar e um dos maiores centros industriais da América Latina. Com foco na construção e montagem de equipamentos para setores chaves da economia, a IPM desenvolve suas atividades em duas plantas industriais instaladas em uma área total de 840 mil m<sup>2</sup>. No Parque Industrial 1 estão instaladas a infraestrutura para a produção de equipamentos hidromecânicos, turbinas, movimentação de materiais e equipamentos de processo para a indústria de Óleo & Gás. Já o Parque industrial 2 compreende a infraestrutura dedicada ao setor de transporte metroferroviário (pessoas e cargas) e as instalações para a fabricação de componentes elétricos e capacitores. As duas plantas industriais totalizam uma área construída de 150 mil m<sup>2</sup> (para maiores detalhes das plantas vide laudo de avaliação no anexo do Plano de Recuperação Judicial).

Figura 4: Parque Industrial de Araraquara



Fonte: Companhia

A partir de suas duas plantas, a IPM atua nos seguintes mercados: Geração de Energia, Equipamentos de Processo, Movimentação de Materiais, Transportes e Compensação Reativa.

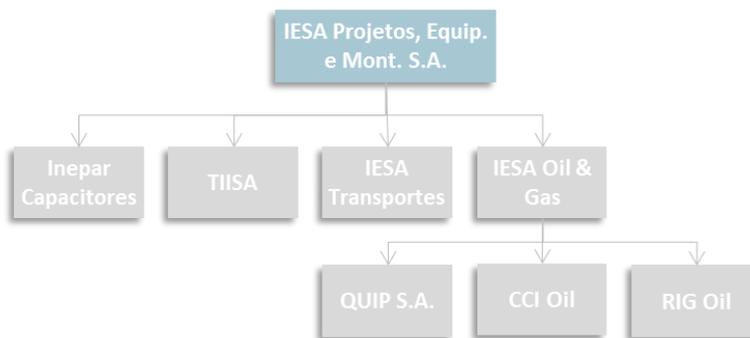
**Figura 5: Principais setores de atuação da IPM**

<p><b>GERAÇÃO DE ENERGIA</b></p> 	<p>A área de Geração de Energia atua na elaboração de projetos e na fabricação de equipamentos hidromecânicos para Usinas Hidrelétricas e Pequenas Centrais Hidrelétricas</p> <p>Entre os produtos desenvolvidos estão comportas, condutos, blindagens, grades, válvulas, eclusas, cilindros hidráulicos, saneamento básico, turbinas hidráulicas (Francis, Kaplan, Propeller, Bulbo) e hidrogeradores aplicáveis</p>
<p><b>EQUIPAMENTOS DE PROCESSO</b></p> 	<p>A IESA está capacitada a desenvolver, dentro dos padrões mundiais de qualidade e segurança, as soluções mais adequadas de acordo com o perfil de cada cliente, fabricando reservatórios que contem fluido sob pressão interna e/ou externa, utilizados em refinarias de petróleo, plataformas de petróleo, FPSO's, indústrias químicas, petroquímicas e de papel e celulose</p> <p>Produz também esferas para armazenamento de gás, fornos industriais para refinarias, skids de processo utilizados em plataformas de petróleo e equipamentos para perfuração e produção submarina de petróleo</p>
<p><b>MOVIMENTAÇÃO DE MATERIAIS</b></p> 	<p>Com tecnologia própria, a IESA tem uma das melhores soluções para manuseio de materiais fornecendo pontes, pórticos e semi-pórticos rolantes em construção sob encomenda para usinas hidrelétricas, siderúrgicas de alumínio, papel e celulose, refinarias, indústria automotiva, indústria de máquinas em geral, cimentos, etc</p> <p>A IESA projeta e fabrica diversos tipos de equipamentos como: Equipamentos de mineração, Empilhadeira de lança fixa, dupla e giratória, Painéis de Aço e de Gusa, Pórticos rolantes, Guindastes portuários, Guindastes On Shore e Off Shore</p>
<p><b>TRANSPORTES</b></p> 	<p>A área de Transporte Metroferroviário da IESA possui um parque industrial para a fabricação, reforma e modernização de diversos produtos metroferroviários, fornecendo a seus clientes manutenção, reforma e modernização de trens de passageiros e truques</p> <p>A IESA já forneceu equipamentos para a Cia Paulista de Trens Metropolitanos e a Central do Brasil. Atualmente, a empresa esta modernizando e reformando trens para o metrô de São Paulo</p>
<p><b>COMPENSAÇÃO REATIVA</b></p> 	<p>A Divisão de Compensação Reativa tem como objetivo oferecer ao mercado produtos, serviços e soluções para melhorar a eficiência no aproveitamento da energia elétrica, seja na transmissão, na distribuição ou nas indústrias e demais pontos consumidores</p> <p>Os produtos mais tradicionais da divisão são os equipamentos para compensação reativa e filtragem de harmônicos, promovendo: Liberação de Potência, Regulagem de Tensão, Diminuição de Perdas, etc.</p>

Fonte: Companhia

Como principal holding operacional no Grupo Inepar, a IPM tem participação societária em diversas empresas geradoras de negócio do grupo.

**Figura 6: Subsidiárias da IPM**



Fonte: Companhia

Dentre as atividades da holding IPM, destaca-se a dedicada à geração de energia hidroelétrica. Esse ramo de negócios do Grupo Inepar é responsável por cerca de 25% da capacidade de geração de energia hidroelétrica do Brasil.

**Figura 7: Segmento dedicado à geração de Energia da IPM e JV Andritz Hydro Inepar (AHI)**



Fonte: Companhia

### 3.4.2 IESA Óleo & Gás (IOG)

Empresa referência no mercado de EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) no setor de Óleo & Gás. Notabilizou-se pela sua alta capacidade técnica e engenharia de ponta. A IOG participou diretamente ou por meio de consórcios, de todas as obras de refinarias de petróleo existentes no Brasil e na construção das novas unidades da Petrobras nos últimos anos, COMPERJ - Rio de Janeiro, e RNEST - Pernambuco.

Por meio das suas subsidiárias QUIP, RIG e CCI, em sociedade com os principais grupos de engenharia de construção brasileiros, a IESA Óleo & Gás foi responsável pela reforma e montagem de sete Unidades flutuantes de produção, armazenamento e transferência de Petróleo - FPSO (*Floating, Production, Storage and Offloading*) contratadas pela Petrobras.

Em faturamento, a IOG é a maior empresa operacional do grupo, e também a que congrega maior número de funcionários diretos e indiretos, assim como, *backlog* de contratos.

Figura 8: Principais áreas de atuação da IOG



Fonte: Companhia

### 3.4.3 IESA Transportes (IT)

A IESA Transportes S.A., a mais nova empresa do grupo, fundada em 2006 para atuar no segmento de transportes de passageiros urbanos, carrega em seu acervo toda a experiência da IPM no segmento metroferroviário. A IT está instalada no parque industrial 2 de Araraquara, onde tem a seu dispor uma estrutura com 4 linhas de produção e manutenção de trens e uma área externa de testes e controle de qualidade dos produtos.

Ao final de 2013, a IESA Transportes firmou uma Joint Venture com a Hyundai Rotem, um dos principais players mundiais na produção de trens urbanos, visando acessar o promissor mercado brasileiro de transporte urbano que tem uma projeção de mais de R\$ 77,2 bilhões em investimentos nos próximos anos.

Figura 9: Estrutura operacional da IT



Fonte: Companhia

### 3.4.4 Inepar Capacitores (IC)

Empresa que congrega todas as atividades voltadas para o segmento de transmissão energia elétrica. O setor elétrico, inclusive, foi quem deu origem ao Grupo Inepar em 1986.

Figura 10: Produtos e clientes da IC

SOBRE A INEPAR CAPACITORES	LINHA DE PRODUTOS	
<ul style="list-style-type: none"> <li>A IESA Capacitores é uma start-up controlada da IESA Projetos Equipamentos e Montagens, que possui mais de 25 anos de experiência em compensação reativa</li> <li>Empresa focada em produtos, serviços e soluções para melhorar a eficiência energética nos segmentos de transmissão e distribuição</li> <li>A companhia está localizada no parque industrial 2 de Araraquara</li> </ul>	 Capacitores de baixa e alta voltagem	
	 Bancos de capacitores e reatores de baixa e alta voltagem	
	 Capacitor Auto regeneração, imerso em óleo líquido	
	Filtros harmônicos de média e baixa tensão para a indústria	
<b>PRINCIPAIS CLIENTES DA INEPAR CAPACITORES</b>	 Projetos de compensação reativa	
		

Fonte: Companhia

A IC, posiciona-se de forma competitiva em relação a seus concorrentes do segmento, com um portfólio e estrutura que se assemelham às maiores empresas do mercado.

Figura 11: Principais áreas de atuação da IC

Companhia/Solução	Unidade de Capacitores MT	Compensação reativa e filtragem harmônica BT Passiva	Compensação reativa e filtragem harmônica MT/AT Passiva	Componentes reativos ativo MT/AT	Filtros harmônicos ativo BT	Soluções para qualidade de energia	Compensação série MT	Compensação série AT
<b>ABB</b>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>ALSTOM</b>	✓		✓	✓				✓
<b>SIEMENS</b>	✓		✓	✓				✓
<b>TOSHIBA</b>				✓		✓		
<b>COOPER</b>	✓		✓					
	✓		✓	✓				✓
	✓	✓	✓		✓	✓	✓	

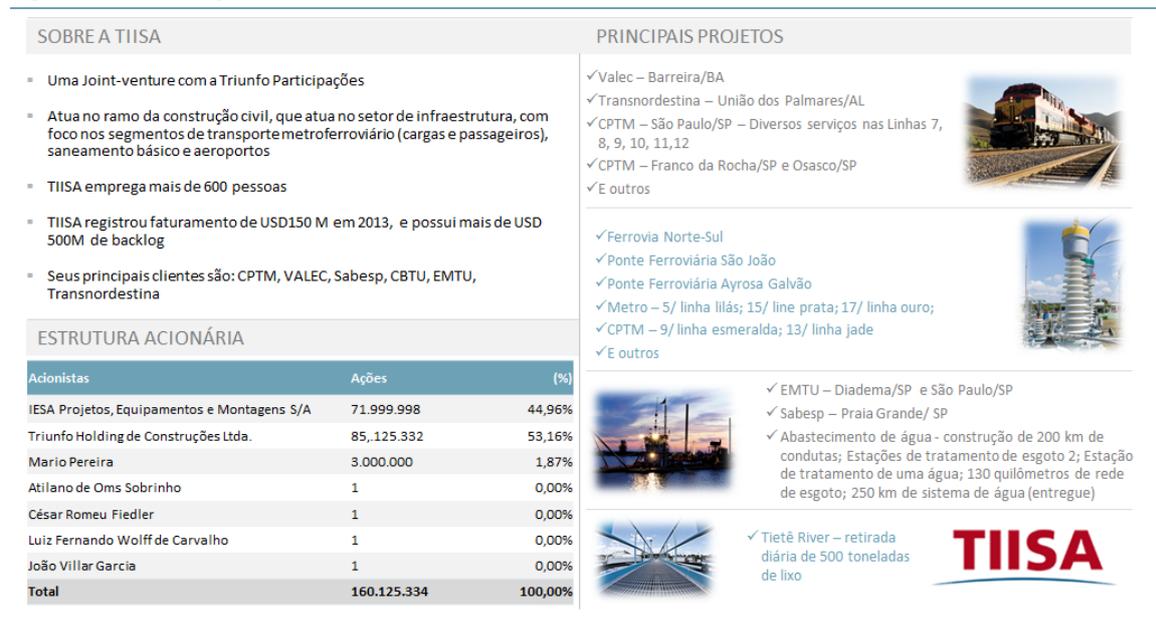
✓ Planta Nacional

Fonte: Companhia

### 3.4.5 TIISA Infraestrutura e Investimentos (TIISA)

A TIISA Infraestrutura e Investimentos S.A. é uma empresa de origem brasileira, do ramo da construção civil, que atua no setor de infraestrutura, com foco nos segmentos de transporte metroferroviário (cargas e passageiros), saneamento básico e aeroportos. A TIISA foi fundada em 2008 por meio de uma Joint Venture entre a IESA Equipamentos Projetos e Montagens S.A. e a Construtora Triunfo S.A., e vem se destacando no mercado nacional de infraestrutura como uma das mais eficientes construtoras, em especial para a expansão ferroviária do Brasil.

Figura 12: Informações detalhadas da TIISA



Fonte: Companhia

### 3.4.6 Companhia Brasileira de Diques (CBD)

Adquirida em 2008 do Grupo Docas, a Companhia Brasileira de Diques é proprietária do antigo estaleiro Ishibras (atualmente batizado de Estaleiro Inhaúma), localizado na Baía de Guanabara, Rio de Janeiro. O estaleiro está arrendado para a Petrobras em um contrato de 20 anos. Ali estão sendo construídos e reformados FPSOs e barcos de apoio. É válido destacar que nesse estaleiro foi construído um dos maiores diques secos para construção naval do Brasil.

Figura 13: Visão geral da CBD



Fonte: Companhia

### 3.4.7 Innovida (IN)

A Innovida nasceu de uma *joint-venture* formada entre a IIC e a Triunfo Participações, voltada ao desenvolvimento de uma tecnologia construtiva de casas de baixa renda, baseada em polímeros de petróleo. Esta tecnologia reduz profundamente o tempo e o custo de instalação de projetos de casas populares. O ano de 2015 será o primeiro ano de operação da empresa. A Innovida possui em seu *backlog* contratos fechados em vários estados do Brasil para o programa Minha Casa Minha Vida e também contratos para o fornecimento de casas para a África.

Figura 14: Innovida detém tecnologia inovadora para construção de casas populares



Fonte: Companhia

### 3.4.8 Companhia Energética do Mato Grosso (ENERGISA MT)

O Grupo Inepar participou ativamente do movimento de privatização que o setor elétrico passou na década de 90, por meio da Inepar Energia S.A.. A Energisa MT, empresa responsável pela distribuição de energia elétrica no estado do Mato Grosso, é o último ativo remanescente dos investimentos realizados àquela época.

Figura 15: Visão geral da Energisa MT



Fonte: Companhia

### 3.4.9 Principais Ativos Imobiliários do Grupo Inepar

Os ativos imobiliários do Grupo Inepar serão detalhados nos laudos de avaliação apresentados conforme requisitos da Lei de Recuperação Judicial no anexo I do Plano de Recuperação Judicial.

**Figura 16: Visão geral dos ativos imobiliários do Grupo Inepar (1/3)**

PARQUES INDÚSTRIAS DE ARARAQUARA		DADOS DA FÁBRICA DE ARARAQUARA
<p><b>PARQUE INDUSTRIAL 01</b></p> 	<p><b>PARQUE INDUSTRIAL 02</b></p> 	<p><b>ÁREA TOTAL: 840 MIL M<sup>2</sup></b></p> <p><b>ÁREA CONSTRUÍDA: 150 MIL</b></p> <p><b>ÁREA DE FÁBRICA: 104 MIL M<sup>2</sup></b></p> <p><b>CAPACIDADE DE MOVIMENTAÇÃO: 280 TONS</b></p> <p><b>FORNO DE ALÍVIO DE TENSÃO A GÁS: 350 TONS</b></p> <p><b>ALTURA MÁXIMA: 15 M</b></p>
<p>VISTA PANORÂMICA DA FÁBRICA DE ARARAQUARA</p> 		

Fonte: Companhia

**Figura 17: Visão geral dos ativos imobiliários do Grupo Inepar (2/3)**

AUTÓDROMO DE CURITIBA	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Comprimento da pista 3.695 metros</li> <li>▪ Área total de 5.603 m<sup>2</sup></li> <li>▪ VGV potencial estimado em R\$ 280M</li> </ul>
MACAÉ	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A base operacional localizada em Macaé (RJ)</li> <li>▪ Capacidade de movimentação: 100 tons/mês</li> <li>▪ Área total: 40.000 m<sup>2</sup></li> <li>▪ Área construída: 2.477 m<sup>2</sup></li> </ul>
SÃO VICENTE	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Propriedade localizada em São Vicente/Santos (SP)</li> <li>▪ É uma base operacional de apoio para a execução de serviços de manutenção e modernização de plataformas na bacia de Santos</li> <li>▪ O Pré-Sal, na região tem entre 5 e 8 bilhões de barris de óleo</li> </ul>

Fonte: Companhia

**Figura 18: Visão geral dos ativos imobiliários do Grupo Inepar (3/3)**

ESTALEIRO CHARQUEADAS



- Estaleiro localizado em Rio Grande do Sul, nas margens do rio Jacuí
- Suas instalações são utilizadas para a montagem de módulos replicantes contratados da Iesa Óleo & Gás
- Capacidade produtiva: 24 módulos - simultaneamente
- Área total: 350.000 m<sup>2</sup>
- Área construída: 19.000 m<sup>2</sup>

PLANTA DE CURITIBA



- Innovida está localizada na planta de Curitiba
- Capacidade produtiva: 1.000 casas/mês
- Área total: 90.000 m<sup>2</sup>
- Área construída: 23.000 m<sup>2</sup>

Fonte: Companhia

## 4. Situação atual: Origem da Crise, Complexidades e Consequências

### 4.1. Origem e Complexidades da Crise

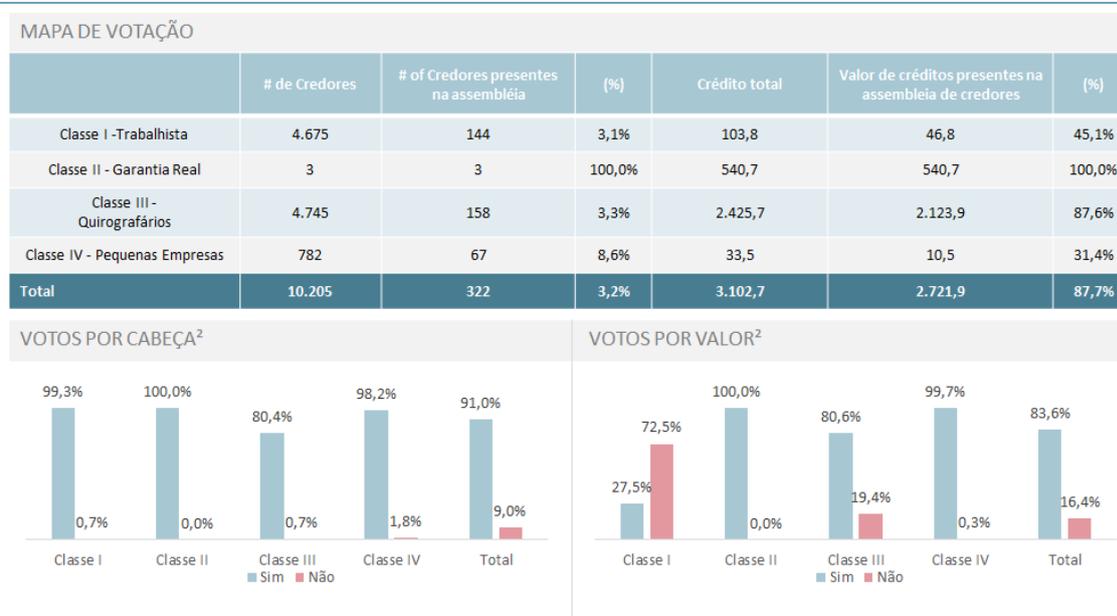
Em agosto de 2014, o Grupo Inepar peticionou seu pedido de Recuperação Judicial, com o objetivo de readequar sua estrutura de capital, estabilizar suas operações e começar um novo capítulo de sua história. Um capítulo que conte uma história de mudanças, sucesso e preservação/geração de valor para todos os seus *Stakeholders*, sejam eles colaboradores, clientes, credores, fornecedores e comunidades.

De acordo com administradores do Grupo, a grande diversidade e a fragmentação das atividades operacionais, somadas ao cenário adverso no setor industrial, atrasos em projetos de infraestrutura e momento de aperto financeiro de seu principal cliente contribuíram para sua crise econômico-financeira.

A despeito da administração do Grupo Inepar ter buscado reestruturar o Grupo para diminuir seu nível de alavancagem, por meio de renegociação de prazos e condições de dívidas com instituições financeiras, não foi possível obter sucesso. Em decorrência disso, em maio de 2014, o Banco Brasil Plural foi contratado para desempenhar um diagnóstico sobre a situação econômico - financeira do Grupo Inepar e propor alternativas para sua reestruturação.

Em maio de 2015, o plano de recuperação judicial do Grupo Inepar foi aprovado com unanimidade.

**Figura 19: Aprovação do plano de recuperação judicial**

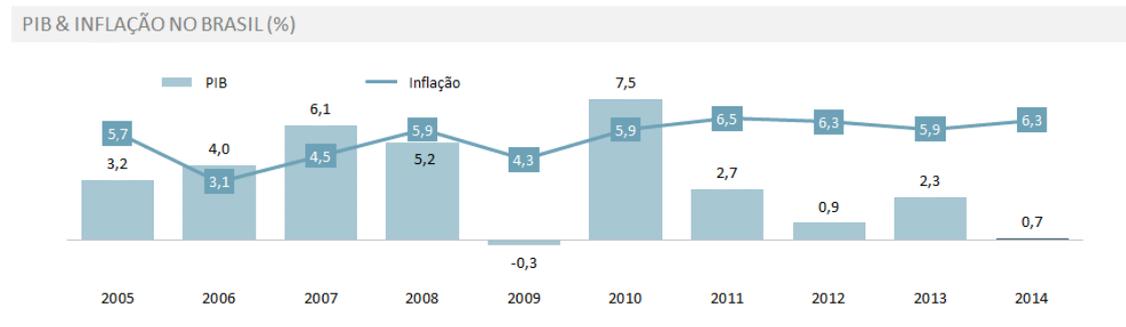


Fonte: Deloitte, análise Brasil Plural

#### 4.1.1 Complexidades Externas

Nos últimos anos o Brasil tem enfrentado impasses macroeconômicos, como pressão inflacionária e crescimento baixo/negativo do PIB. Vide figura 20 para evolução do PIB e Inflação no Brasil.

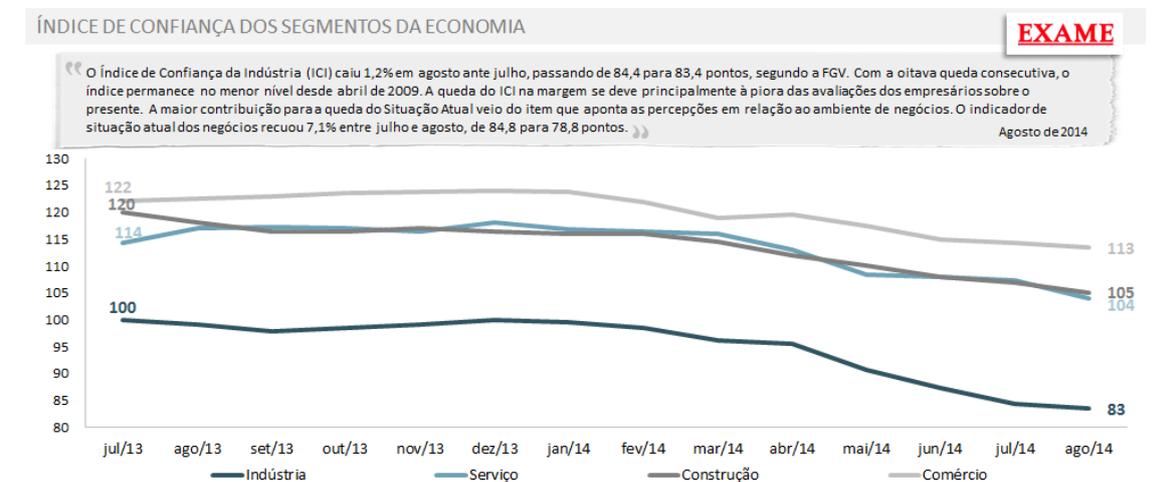
Figura 20: PIB vs. Inflação



Fonte: BACEN

O sentimento de preocupação e insegurança quanto ao futuro do país que antes pareciam pequenos ou no mínimo controlados voltam trazer complexidades estruturais. Os índices de confiança atingiram seus piores resultados desde 2009. O setor industrial - em que a Inepar atua - foi o que apresentou o pior desempenho. A figura 21 apresenta a queda nos níveis de confiança.

Figura 21: Redução no índice de confiança demonstra desconfiança quanto ao futuro do Brasil



Fonte: IBRE/FGV

A indústria vem historicamente contribuindo para o baixo crescimento do Produto Interno Bruto, uma vez que o PIB dependeria da agricultura e dos serviços para crescer. Entretanto tais setores estão perdendo sua impulsão devido à queda global recente do preço das *commodities* e arrefecimento do consumo das famílias brasileiras.

Outros indicadores práticos evidenciam o mau momento da economia brasileira. Dentre eles: queda da bolsa de valores de São Paulo, o índice Ibovespa que é composto pelas ações com maior volume de negociação recuou 26% na comparação novembro 2010 contra novembro 2014 (72 mil pontos vs. 52 mil). Essencialmente, dentre os principais motivos que explicam essa queda está o aumento da percepção de risco dos investidores vis à vis a perspectiva de crescimento do Brasil.

Laudo de Avaliação Econômico-Financeira do Grupo Inepar – Novembro 2014, aditado em Outubro 2015

Essa percepção de maior risco na economia brasileira também está afetando o volume de crédito disponibilizado ao setor produtivo nacional. O cenário de maior instabilidade econômica e baixo crescimento nacional nos últimos 3 anos frustrou os investimentos realizados para suportar o crescimento do PIB, ocasionando uma drástica redução nas vendas das empresas e diminuição da capacidade de honrar os compromissos assumidos, aumentando os casos de inadimplência no relacionamento entre companhias e na relação de empresas com o mercado financeiro. Por fim, 2013 foi o ano com mais casos de recuperação judicial da história do país. A figura 22 apresenta os fatores mencionados que ilustram a deterioração do cenário corporativo brasileiro.

**Figura 22: Queda do Ibovespa, forte redução no ritmo de crescimento do crédito para empresas e casos de Recuperação Judicial**



Fonte: IBRE/FGV

Ao se analisar mais a fundo o setor industrial, os indicadores não são animadores: (i) a receita das companhias que atuam nesse setor caiu cerca de 10% até agosto de 2014, quando comparado ao mesmo período em 2013.

Já seus custos de produção vêm sendo impactados negativamente devido (ii) a alta do preço de insumos, o aço - principal *commodity* adquirida pelo Grupo Inepar – e a energia aumentaram substancialmente. No caso da energia, em 2014, seu preço subiu 19,94% para a indústria em São Paulo, segundo dados da Aneel; (iii) redução da produtividade dos trabalhadores, que segundo a CNI, em junho 2014 piorou em 5,2% contra junho de 2013, atingindo indicadores próximos dos apresentados em 2006; e (iv) redução da utilização da capacidade instalada, que no mês de junho operou, em média, com 80,1% da capacidade instalada, o nível mais baixo desde abril de 2009.

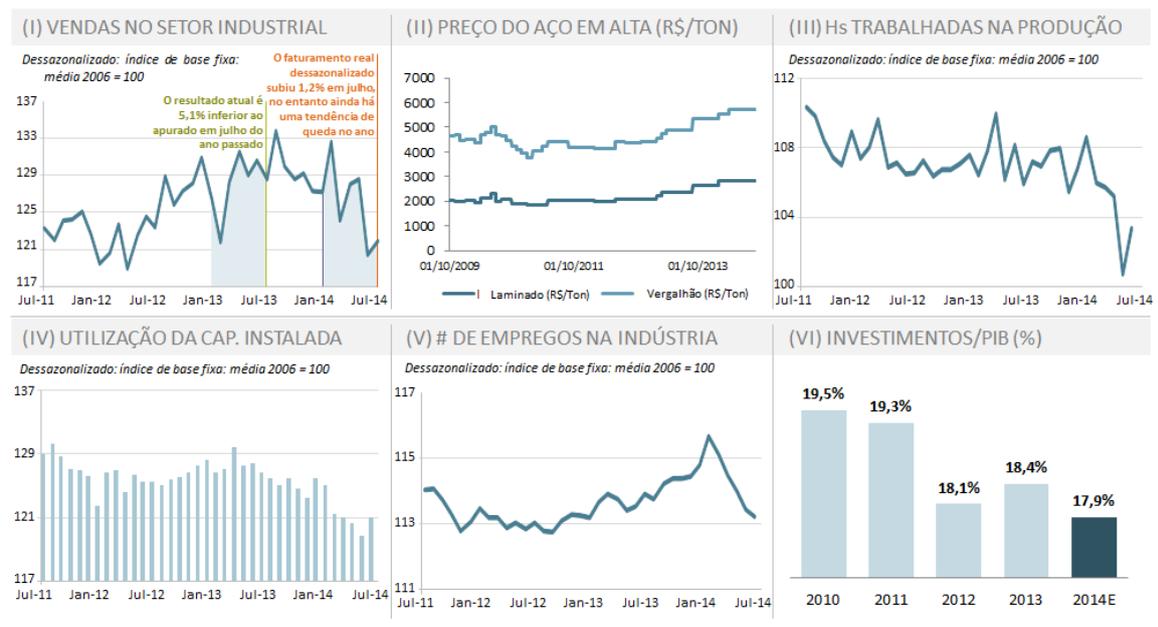
Esses indicadores da indústria combinados à inflação muito próxima do teto da meta (mesmo com preços administrados sendo represados) sem a possibilidade de repasse imediato nos preços devido às características intrínsecas do setor industrial, como a obrigatoriedade de se ter competitividade em nível global, representam uma necessidade de ajustes imediatos para as companhias do setor.

(v) Algumas dessas mudanças são evidentes, como a redução no número de funcionários da indústria - o índice de emprego na indústria apresentou queda durante cinco meses consecutivos (de fevereiro a julho de 2014).

(vi) Outro fator que espelha a baixa confiança do empresariado e demonstra que as empresas estão se ajustando a realidade econômica atual é a queda no investimento. Na pesquisa de Sondagem de Investimentos da FGV, publicada em setembro de 2014, evidencia-se o aumento de empresas que estão reduzindo os investimentos. Enquanto no 4º trimestre de 2013 apenas 20% das empresas estavam reduzindo os investimentos, no 2º e 3º trimestre de 2014 essa porcentagem saltou para 24% e 30%, respectivamente. Além disso, o número de companhias que

estavam aumentando investimentos diminuiu. Enquanto no 4º trimestre de 2013 41% das empresas estavam aumentando investimentos, no 2º e 3º trimestre de 2014 essa porcentagem caiu para 31% e 29%, respectivamente. Visto esse cenário, a equipe econômica do Banco Brasil Plural espera um investimento de 17,9% do PIB para 2014, ante 19,5% em 2010. Vide figura 23 para apresentação da instabilidade macroeconômica refletida na indústria.

**Figura 23: Os efeitos da instabilidade macroeconômica impactam negativamente a indústria**



Fonte: IPA/OG-FGV, Bloomberg, CNI, Brasil Plural Research

A redução nos investimentos vem impactando negativamente o Grupo Inepar, uma vez que sua receita é altamente dependente do volume de investimentos realizados para o crescimento e melhoria da infraestrutura no país.

Além de sofrer com uma demanda menor do que a potencial para seus produtos e serviços, o Grupo Inepar, assim como qualquer empresa, tem de conviver com uma dificuldade exógena em ser competitivo:

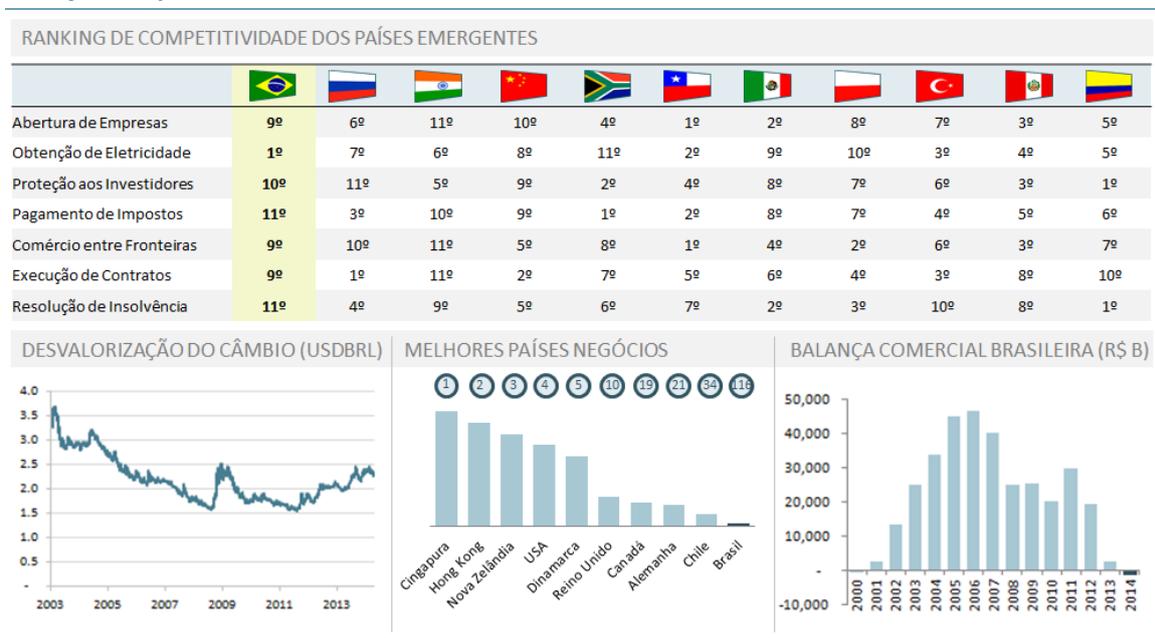
Adicionalmente ao fator infraestrutura, que será abordado no decorrer desse capítulo, a competitividade industrial do Brasil vem sendo prejudicada pela manutenção do real valorizado por meio da venda de dólar por swap cambial, com o intuito de manter a inflação sob controle e o poder de compra dos brasileiros; baixa qualificação da mão-de-obra; burocracia, extremamente alta no Brasil; gargalo logístico; e carga tributária elevada e complexa.

Apesar do Brasil ter uma das mais elevadas cargas tributárias do mundo, a deterioração das contas públicas vem sendo motivo de preocupação da população, empresariado e investidores, pois o superávit primário que compõe um dos pilares do tripé econômico (metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário) vem diminuindo ano após ano. Em 12 meses acumulados e retroativos até novembro 2013, o resultado primário caiu para apenas 0,6% do PIB e - o menor nível da série histórica. A meta para 2014 do superávit primário é de 1,9% do PIB e não deverá ser atingida. Consequentemente, sobram menos recursos para o pagamento das dívidas do governo e realização de investimentos com participação governamental. Logo, a perspectiva de risco do investidor aumenta ao passo que a capacidade do país investir e crescer diminui.

A baixa competitividade dos fatores de produção brasileiros é evidenciada nas mais diversas pesquisas nacionais e internacionais. Em uma pesquisa realizada pelo Banco Mundial no ano de 2014, chamada *Doing Business*, o Brasil ocupava a 116ª posição no ranking global.

Já entre os países emergentes, o Brasil ficou entre os piores colocados em comércio entre fronteiras. Inclusive, a balança comercial brasileira, que era um dos motores do crescimento, está se deteriorando. Os últimos anos apresentam uma tendência evidente de queda do superávit da balança comercial, ao passo que em 2014, até o mês de julho a balança registrava déficit no acumulado do ano. Vide figura 24 para representação da baixa competitividade brasileira.

**Figura 24: É necessário rever as políticas e reduzir burocracias para que o país obtenha melhores condições empresariais e volte a crescer**



Fonte: *Doing Business*, Banco Mundial, Bloomberg e IPEA

Por fim, a competitividade industrial, que possui como uma das condicionantes o nível de infraestrutura logística do país, também vem sofrendo com a demora na realização de investimentos necessários para o escoamento da produção nacional.

Portos, aeroportos, ferrovias, rodovias, transporte urbano e outros meios de logística/transportes necessitam de investimentos urgentes, que não ocorrem há décadas/ou nunca tinham sido prioritários. O gargalo logístico tem sido tratado pelo governo brasileiro por meio do PAC – Plano de Aceleração do Crescimento. Entretanto, o governo vem apresentando dificuldades na estruturação desses investimentos de interesse nacional/público, uma vez que eles raramente são cumpridos à risca em termos de prazo, escopo e orçamento. A figura 25 demonstra o atraso nos projetos e investimentos realizados em infraestrutura - consideravelmente abaixo do planejado.



## I. Deficiências Estruturais

1. Má gestão e planejamento dos recursos hídricos. O ano de 2010 começou com um dos melhores níveis de armazenamento da história e terminou com um dos piores, apesar da afluência ter sido favorável (muito próxima da média histórica) e de haver, de acordo com o balanço entre oferta e demanda realizado pelo governo, um excesso estrutural de capacidade em relação à demanda. Em 2012, ocorreu o mesmo esvaziamento abrupto do sistema em condições semelhantes, quando já em outubro, as térmicas a óleo foram despachadas e permanecem operando sistematicamente desde então;
2. Piora no fator de fricção, com a necessidade de um volume maior de água para produzir 1 MWh na geração hidrelétrica;
3. Atrasos no cronograma oficial de entrada em operação de novos geradores e linhas de transmissão. O PMO de janeiro de 2012 previa que entrariam em operação naquele ano 2.340 MW médios de garantia física, mas somente 480 MW médios efetivamente entraram em operação, diferença de 80% em relação ao previsto. Já em 2013, o realizado foi 66% inferior ao previsto. De um total de 41,3 GW em construção/contratados de 2013 a 2020, 20,3% apresentam graves problemas de licenciamento ambiental, processo de revogação em análise ou demandas judiciais que impedem a implantação da usina. Vide figura 26 para apresentação dos principais entraves que causam atrasos nas obras de geração e transmissão, e panorama dos atrasos.

Figura 26: Obras de geração e transmissão estão atrasadas



Fonte: Aneel e EPE - Acompanhamento das Centrais Geradoras Termoelétricas

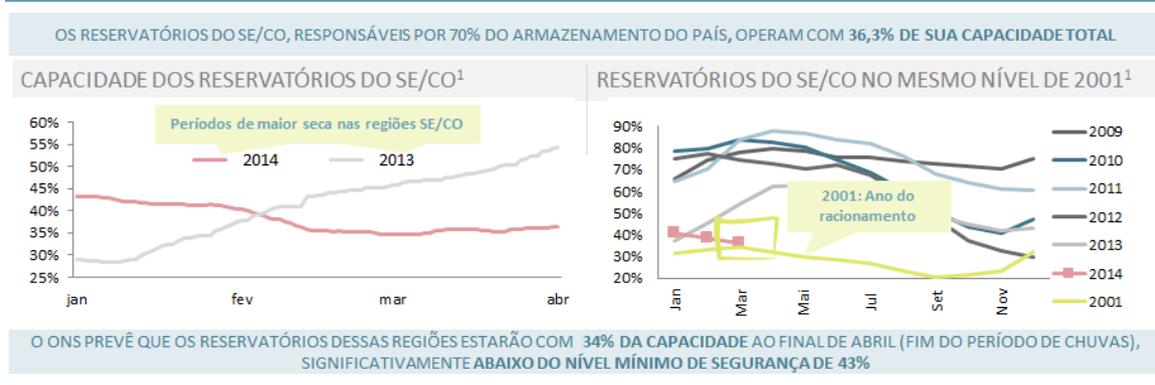
Os atrasos nos projetos de transmissão de energia, por sua vez, já chegam a quatro anos. Na média, o descumprimento do cronograma supera em 13 meses o prazo original

previsto no contrato de concessão. Além da licença ambiental, outras questões também atrapalham o andamento das obras de transmissão, como a desapropriação de área, a obtenção de autorização do Iphan e falhas de gestão do projeto pelas empresas.

## II. Problemas Conjunturais

1. Segundo a consultoria PSR, o racionamento de energia é inevitável. Inclusive, ele poderia ser decretado já em 2014, pois, em abril, os reservatórios do Sudeste e Centro Oeste, responsáveis por 70% do armazenamento do país, estavam com menos de 36% de sua capacidade total – nível similar ao do ano de 2001, quando um racionamento foi decretado. A figura 27 demonstra o risco latente de racionamento de energia.

**Figura 27: O risco de racionamento de energia é iminente**



Fonte: ONS e Brasil Plural Research, Consultoria PSI, Aneel e O Globo

O mesmo modelo usado em 2001 pela PSR recomendou já para maio de 2014 um corte na demanda de energia em 8%. Caso o racionamento não fosse decretado, os reservatórios poderiam terminar setembro com um nível abaixo de 10%, o que implicaria na necessidade de racionamento em 10-15% no começo de outubro 2014 e na iminência de colapso no Sistema Interligado Nacional.

Atualmente, em novembro de 2014, os reservatórios da região Sudeste e Centro-Oeste estão com cerca de 20% da capacidade (novamente, pior do que o nível registrado em 2001, na época do racionamento). A ONS projeta que para evitar um racionamento será necessário que os reservatórios cheguem em abril de 2015 com 42% de sua capacidade.

Vale destacar, que além de impacto na produção de bens e serviços, o racionamento diminuiria a confiança do consumidor e do empresariado, levando o Brasil a uma possível recessão. De acordo com um relatório do Banco Central de 2001, um racionamento de 10% implicaria em uma queda de 1,4% do PIB.

2. Além de o Brasil ter passado por um dos períodos mais secos e quentes de sua história, a demanda por energia, estimulada pelo crescimento da renda, consumo e calor, registrou recordes de demanda nas regiões Norte, Sudeste e Sul durante os meses de Janeiro e Fevereiro de 2014. Desde 2010, enquanto a demanda por energia cresceu 51%, a oferta aumentou 47%. Portanto, é consenso geral que o sistema terá que correr contra o tempo para aumentar sua capacidade. Vide

figura 28 para apresentação do crescimento vertiginoso da demanda por eletricidade em comparação a oferta.

Figura 28: A demanda por energia cresceu acima da oferta



Fonte: Aneel e Brasil Plural Research

- Com as térmicas acionadas desde outubro de 2012 e leilões A1 em branco, distribuidoras têm de comprar energia no mercado spot a preços recordes. O setor tem sinalizado que será preciso mais dinheiro para cobrir os custos extras que as distribuidoras tiveram com a compra de energia de termelétricas e de energia no mercado de curto prazo. O valor total do empréstimo para salvar o setor elétrico, comprometido com o nível baixo dos reservatórios das usinas hidrelétricas, era de mais de R\$ 11,2 bilhões em maio de 2014. A figura 29 demonstra a pressão altista aos preços do MWh.

Figura 29: Preço da energia no mercado spot – R\$/MWh



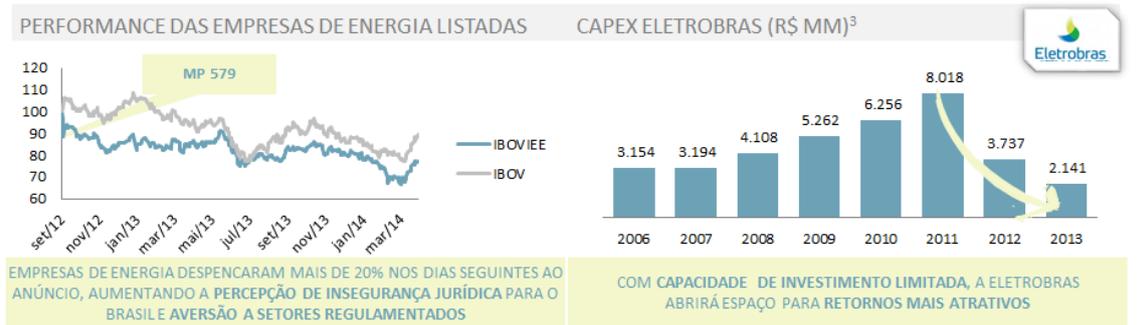
Fonte: Aneel

- A MP 579, cujo objetivo foi promover a redução no custo final de energia elétrica em aproximadamente 20% atacou somente os custos GTD (Gastos de Transmissão e Distribuição) e encargos setoriais, deixando inalterada a arrecadação de tributos.

A medida exigiu que operadores com concessões expirando em 2015 manifestassem o interesse de renovação sem saber em quais condições (preço a partir de janeiro de 2013). Caso a empresa optasse por não renovar a concessão, o negócio continuaria com a mesma tarifa até o final do contrato. Essa medida alterou a forma como os investidores analisavam os riscos do setor, diminuindo

seu interesse pelo setor elétrico, e também fez com que o principal player do setor, a Eletrobras, perdesse sua capacidade de investimento, assim como mais de 70% de seu valor de mercado. A figura 30 demonstra a aversão ao risco com o setor elétrico causada pela MP 579 e a diminuição dos investimentos da Eletrobras.

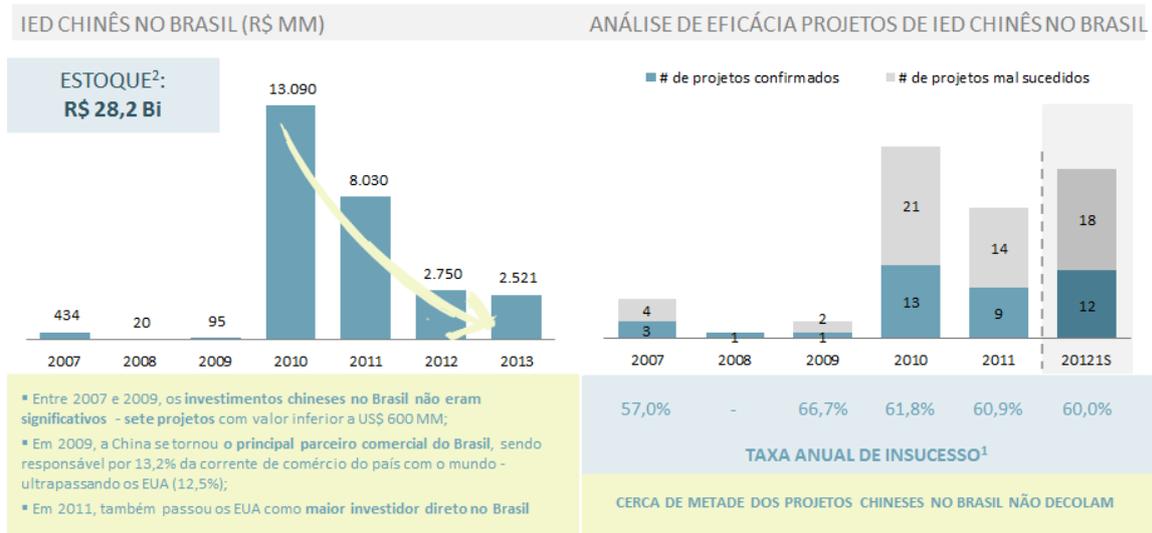
**Figura 30: Aversão ao risco e redução da capacidade de investimento da Eletrobras**



Fonte: Brasil Plural, Bloomberg, 07/01/2014 e Eletrobras

- A partir de 2009, as empresas chinesas State Grid e CTG entraram no Brasil com capital abundante e de forma agressiva, ganhando diversos leilões de geração e transmissão, e baixando a TIR dos projetos como um todo. Contudo, esse cenário não deve se repetir para os próximos anos. Vide figura 31 para representação da queda do Investimento Estrangeiro Direto (IED).

**Figura 31: A queda do investimento direto chinês no Brasil**

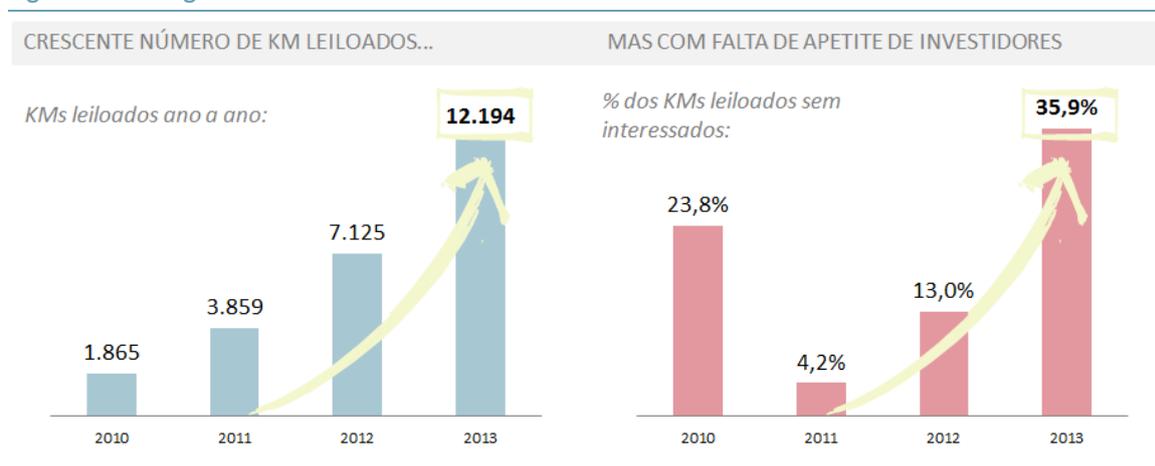


Fonte: CEBC, The Heritage Foundation e Trading Economics

Enquanto os leilões de geração apresentam tendência de menor deságio ofertado, para transmissão, o maior retorno já é uma realidade. No último leilão realizado em maio de 2014, 5 dos 13 lotes que totalizavam 3.469 km de leilão da Aneel não atraíram interessados, o deságio médio foi de 13,2%, bem abaixo da média de 25,3% dos últimos leilões. Já nos leilões de Energia nova (A5) de 2014, o deságio foi mais baixo que 3%, e os preços observados foram

consideravelmente maiores que os de anos anteriores. A figura 32 comprova a urgência de investimentos na expansão de linhas de transmissão no Brasil.

**Figura 32: Há urgência de investimentos em transmissão**



Fonte: Aneel

Enfim, dado o panorama apresentado, acredita-se que o governo contratará energia e linhas de transmissão acima do previsto pelo plano decenal de expansão de energia entre os anos de 2014 e 2017, ao passo que o deságio deverá ser menor e as taxas internas de retorno dos investidores maior.

b) Óleo & Gás

- i. Apesar da recente queda na produção de petróleo no Brasil, reservas estão sendo descobertas ao passo que o pré-sal já está sendo explorado e atestando sua viabilidade

Em 2013, as reservas provadas de petróleo no mundo atingiram a marca de 1,69 trilhão de barris, mantendo-se no mesmo patamar de 2012, após pequeno aumento de 0,04%. As reservas dos membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) aumentaram 0,03%, totalizando 1,2 trilhão de barris (71,9% do total mundial); enquanto as dos países que não fazem parte da Opep tiveram acréscimo de 0,04%, somando 473,7 bilhões de barris.

As reservas das Américas Central e do Sul registraram alta de 0,32%, somando 329,6 bilhões de barris (19,5% do total mundial), impulsionadas por Colômbia, Brasil e Venezuela, cujas reservas cresceram 8,05%, 1,82% e 0,26%, nesta ordem. Com este incremento, o Brasil ficou na 15ª posição no ranking mundial de reservas provadas de petróleo, com um volume de 15,6 bilhões de barris. As principais descobertas recentes de petróleo ocorreram no Estado do Rio de Janeiro, em que foi declarada a comercialidade de duas áreas da cessão onerosa do pré-sal, localizados na Bacia de Santos – campo de Búzios (Franco) e campo Sul de Lula (Sul de Tupi). Já, no Estado de São Paulo, salienta-se a declaração de comercialidade do campo de Lapa (Carioca), no pré-sal da Bacia de Santos, e do campo de Baúna Sul, no pós-sal da mesma bacia. Em relação a reservas provadas, 94,2% localizavam-se no mar, principalmente no Rio de Janeiro, estado que detinha 84,5% das reservas provadas offshore e 79,6% do total.

Em relação ao volume, o petróleo produzido no mundo em 2013 aumentou em 550,8 mil barris/dia (0,64%) em relação a 2012, passando de 86,3 milhões de barris/dia para 86,8 milhões de barris/dia. Em relação a esse crescimento, pode-se destacar a alta de 2,35% registrada na produção dos países que não fazem parte da Opep, equivalente a um incremento de 1,15 milhão

de barris/dia, mais do que compensou a queda na produção da Opep de 1,6%, correspondente a 598,2 mil barris/dia, a primeira desde 2009. O Brasil se situou na 13ª posição, após decréscimo de 1,9% no volume de óleo produzido, totalizando 2,1 milhões de barris/dia (2,5% do total mundial).

A redução da produção brasileira está atrelada ao declínio dos campos maduros da Bacia de Campos, atualmente responsáveis por 80% da produção no País. Adicionalmente, houve atraso na entrada em operação de novas unidades de produção, como a P-63, no campo de Papa-Terra, a P-55, no campo de Roncador e a P-58, no Parque das Baleias. Além disso, contribuíram para a retração da produção nacional o atraso na chegada ao Brasil e dificuldades de instalação de equipamentos denominados Boias de Sustentação de Risers (BSRs), que permitiriam a interligação de novos poços nos campos de Sapinhoá e Lula NE, na Bacia de Santos.

Por outro lado, houve sucessivos recordes da produção no pré-sal, com a entrada de novos poços em produção. A produção de petróleo no pré-sal, em 2013, foi de 110,5 milhões de barris, com média de 302,8 mil barris/dia. O aumento em relação a 2012 foi de 76,9%, confirmando a rápida evolução da produção nos campos desse polígono.

Em 2013, a Petrobras manteve-se como o concessionário que mais produziu Óleo & Gás natural: 90,4% e 85,1%, respectivamente. No entanto, sua participação sofreu queda com relação a 2012, quando era de 91,6% e 90%, nesta ordem. Além da produção de petróleo da empresa ter declinado, o volume produzido por outras concessionárias, como Statoil, BG Brasil, Sinochem Brasil e Shell, ampliou-se consideravelmente.

Enfim, ao se considerar o acumulado dos últimos 10 anos, o crescimento médio da produção brasileira de petróleo foi de 3,5%. Ao passo que a relação reserva/produção (R/P) de petróleo, passou de 20,8 anos, em 2004, para 21,1 anos em 2013, crescendo a uma taxa média de 0,2% ao ano no período de dez anos.

- II. De 2004 a 2013, enquanto o consumo mundial de petróleo aumentou a uma taxa composta anual de 1,1%, o brasileiro aumentou 4,0%

Em 2013, o consumo mundial de petróleo totalizou 91,3 milhões de barris/dia, após aumento de 1,6% (+1,4 milhão de barris/dia) em comparação a 2012, acima da média de crescimento de 1,1% dos últimos 10 anos.

O ranking de países que mais consumiram petróleo em 2013, os Estados Unidos se mantiveram na primeira posição, com 18,9 milhões de barris/dia (20,7% do total mundial). A China veio em seguida, com consumo médio de 10,8 milhões de barris/dia de petróleo (11,8% do total mundial). O Brasil se manteve em sétimo lugar, com consumo de cerca de 3 milhões de barris/dia (3,2% do total mundial).

- III. O Brasil precisa de refinarias. Apesar do significativo aumento da produção/consumo de petróleo e derivados no país, a capacidade de refino de 2004 a 2013 aumentou em somente em 0,9%

Em 2013, a capacidade efetiva de refino instalada no mundo era de 94,9 milhões de barris/dia, 1,5% (+1,4 milhão de barris/dia) maior que em 2012. O Brasil subiu para a 8ª colocação no ranking, com capacidade de refino de 2,1 milhões de barris/dia (2,2% da capacidade mundial), após aumento de 4,6% em sua capacidade efetiva de refino instalada. Em 2013, o parque de refino brasileiro contava com 16 refinarias.

Doze dessas refinarias pertencem à Petrobras e respondem por 98,1% da capacidade total, sendo a Replan (SP) a de maior capacidade instalada: 415,1 mil barris/dia ou 18,8% do total nacional.

Manguinhos (RJ), Riograndense (RS), Univen (SP) e Dax Oil (BA) são refinarias privadas. Do petróleo total processado, 81,1% era de origem nacional e 18,9% importada.

- IV. Um fator recente de preocupação para a cadeia de Óleo & Gás mundial é a tendência de queda/manutenção do preço baixo do petróleo no curto-médio prazo

Segundo a AIE, a queda recente de preços do combustível parece estar ligada tanto à demanda quanto ao fornecimento. Pois, diante de uma economia internacional fragilizada (não apenas a China sofre uma desaceleração, como a Europa segue em ritmo de recessão, sem uma expectativa de grandes mudanças), acredita-se que o crescimento da demanda global atingiu seu limite.

No lado da oferta, a produção está em alta, com um salto no Iraque e na Líbia pós-Kadafi, e também, em países da Opep e não Opep. Em setembro de 2014, os países da Opep registraram o maior nível de produção em 13 meses. A figura 33 indica que o preço atual do Petróleo Brent está abaixo de sua média histórica de oito anos retroativos.

**Figura 33: Tendência de queda/manutenção do preço baixo do petróleo no curto-médio prazo**



Fonte: Bloomberg

- V. Em 2013, o Brasil registrou a maior dependência externa de petróleo e seus derivados dos últimos dez anos

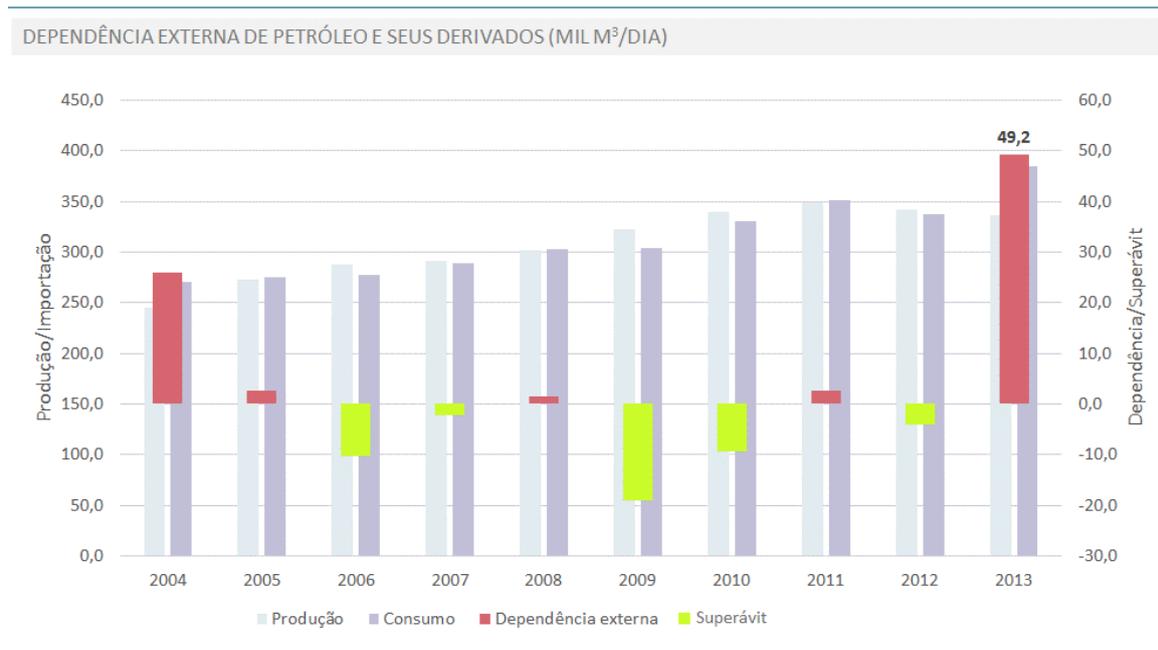
Em 2013, o Brasil importou 147,8 milhões de barris de petróleo, volume 29,7% maior que o do ano anterior, que correspondeu a um acréscimo de 33,9 milhões de barris. A queda da produção de petróleo e o aumento do processamento para a produção de derivados, cujo consumo interno aumentou consideravelmente em 2013, justificam esse aumento.

Já as exportações brasileiras de petróleo se situaram em 138,9 milhões de barris em 2013, após baixa de 30,7% na comparação com 2012. A receita gerada foi 36,2% menor, fixando-se em US\$ 12,95 bilhões, enquanto o preço médio do barril passou de US\$ 101,26 para US\$ 93,23, registrando queda de 7,9%.

Em relação a derivados de petróleo, em 2013 o Brasil superou as importações do ano anterior, após alta de 12,7%, totalizando 30,6 milhões de m<sup>3</sup>. O dispêndio com a importação aumentou cerca de 8%, situando-se em US\$ 19,6 bilhões. Os derivados energéticos representaram 60,6% do volume importado, após acréscimo de 14,8% em relação a 2012, atingindo 18,5 milhões de m<sup>3</sup>. A importação de não energéticos subiu 9,5%, situando-se em cerca de 12 milhões de m<sup>3</sup>. Dentre os derivados energéticos, os importados em maior volume foram óleo diesel, gasolina A e GLP, representando, respectivamente, 33,6%, 10,9% e 9,4% da importação total.

Em 2013, a exportação de derivados de petróleo somou 14,1 milhões de m<sup>3</sup>, após queda de 5,5% em relação a 2012. Vide figura 34 para constatação da dependência externa por petróleo e seus derivados.

**Figura 34: Em 2013, o Brasil registrou a maior dependência externa de petróleo e seus derivados dos últimos dez anos**



Fonte: ANP

VI. O congelamento do preço de combustíveis da Petrobras impõe riscos à sua condição financeira e impactam sua cadeia de fornecedores

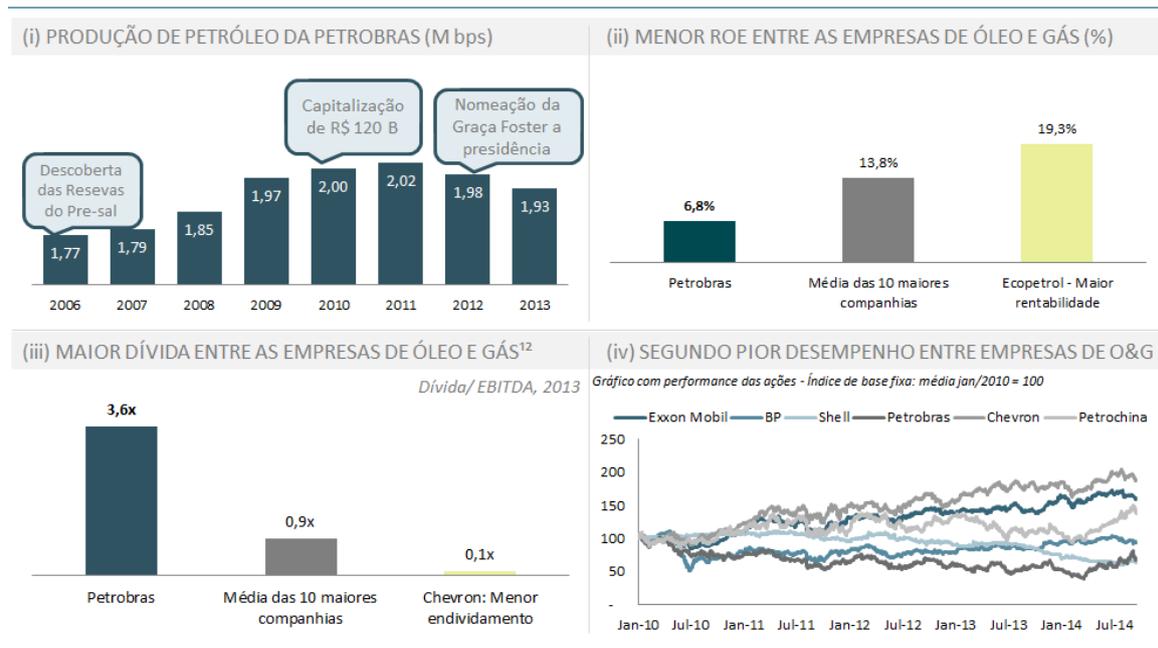
Em uma medida amplamente conhecida de controle da inflação, o governo optou pelo “congelamento” do preço da gasolina. Para isso utilizou sua influência na Petrobras, tirando-a da posição de maior empresa nacional para o terceiro lugar do ranking de valor de mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Esta estratégia de congelamento de preços da gasolina no mercado interno, contrastava diretamente com os preços do produto no mercado internacional, onde a diferença dos preços era subsidiada pela companhia, afetando diretamente a sua rentabilidade e capacidade de investimentos.

O prejuízo dessa política, aliado a altos e arrojados investimentos necessários para extração de petróleo nos campos de águas ultra profundas (pré-sal), que de 2010 a 2013 acumulou mais de US\$ 127 bilhões, fizeram com que a Petrobras, maior cliente do Grupo Inepar, enfrentasse um dos piores momentos financeiros de sua história:

(i) Queda na produção de petróleo, que teve seu ápice em 2011 com 2,02 milhões de barris produzidos por dia vs. 1,93 milhões em 2013; (ii) Baixa rentabilidade - seu ROE de 2013 foi de 6,8%, sendo o mais baixo entre as dez maiores petrolíferas do mundo, que na média apresentaram ROE de 13,8% no mesmo período; (iii) Endividamento de US\$ 94 bilhões em 2013 ante US\$ 7 bilhões em 2006, e oneroso (atualmente o custo médio da dívida é CDI mais 1,5%, enquanto a média histórica é de CDI mais 0,4%); (iv) Esses e outros motivos fizeram com que a ação da Petrobras, dona de uma das maiores reservas de petróleo do mundo se desvalorizasse

em 32% entre setembro 2010 e o mesmo período de 2014. A figura 35 apresenta alguns dos desafios a serem contornados pela Petrobras, principal cliente do Grupo Inepar.

**Figura 35: Principal empresa do setor de óleo & gás passa por dificuldades, acarretando em perdas para toda a cadeia de valor**



Fonte: Petrobras; Bloomberg

Para estancar seu caixa a Petrobras tem tentado agressivamente reduzir custos com seus fornecedores. Uma ação que a companhia tomou foi a redução/trava no reconhecimento e pagamento de pleitos aos seus fornecedores originados em mudanças de projeto, escopo, quantidade, e aumento de preço nos custos, entre outros fatores. A IESA Óleo & Gás empresa subsidiária do Grupo Inepar possui mais de R\$ 880 milhões em pleitos, entre reconhecidos e não reconhecidos, contra a Petrobras.

Desse modo, a indústria brasileira de Óleo & Gás se encontra em dificuldades por causa da redução de margens e incremento exponencial da necessidade de capital de giro. O setor que antes era visto como um dos mais prósperos do país agora tem um volume representativo de suas empresas ligadas a casos de dificuldade financeira, como Lupatech, Tenace, GDK, Multitek, Jaraguá, Egesa, Sertenco e Lomater, entre outros.

A boa notícia é que a Petrobras almeja já em 2018 produzir 3,2 milhões de barris de petróleo por dia, sendo 52% no pré-sal. Para isso sua administração prevê investimentos de US\$ 220,6 bilhões para o período compreendido entre 2014 e 2018. Uma boa parte destes investimentos previstos serão destinados à construção e montagem de plataformas de petróleo, barcos de apoio, petroleiros e unidades de armazenagem de petróleo *on-shore*.

Na área de refino, está prevista a construção de mais duas refinarias no Brasil, localizadas no Nordeste, Premium 1 (Maranhão) e Premium 2 (Ceará), com expectativa de investimentos de mais de 60 bilhões de reais nos próximos 4 anos.

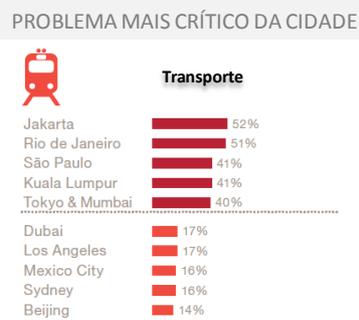
Já a EPE estima que a produção anual de petróleo no Brasil crescerá a uma taxa anual de 8,9% ao ano de 2013 a 2023, quando atingirá 258.599 mil tep.

Enfim, o contexto apresentado indica que apesar de o setor de Óleo & Gás estar passando por um momento desafiador, ele possui fundamentos e representa uma enorme oportunidade de crescimento sustentável para seus participantes. É nesse cenário que a IESA Óleo & Gás almeja prosperar.

### c) Transporte Urbano

No segmento de transporte urbano (em especial metrô) apresenta um déficit de linhas. Em um estudo realizado pela PricewaterhouseCoopers, com as populações das 50 principais cidades do mundo, São Paulo e Rio de Janeiro registraram a pior avaliação nos serviços de metrô, devido ao tamanho insuficiente da malha. Em outra questão da pesquisa, ambas as populações listaram o transporte como o principal ponto a ser melhorado em suas cidades. A figura 36 representa a insatisfação da população paulista e carioca com a falta de investimentos em transporte urbano, em especial metrô. Ao passo que a figura 37 constata a validade de tal insatisfação.

Figura 36: Problema mais crítico da cidade



Fonte: Exame

Figura 37: Mobilidade urbana é um dos entraves brasileiros

#### COMPARAÇÃO DE LINHAS DE METRÔ: RIO E SÃO PAULO ESTÃO MUITO ATRÁS...

- Ao se comparar Rio de Janeiro e São Paulo em termos de infraestrutura de metro, ambas estão significativamente atrás de seus peers internacionais. **Apesar de ter 35%–40% mais habitantes que NY e London, São Paulo possui somente 65km de linhas de metro vs. 370km e 400km, respectivamente**
- O resultado é o esperado: **maior tempo em transe e mais tráfego**. De acordo com a Associação Brasileira de Transporte Público (ANTP), o país **perde mais de R\$ 20 B de horas por ano no trânsito**, sem mencionar a perda de produtividade e desperdício de combustível



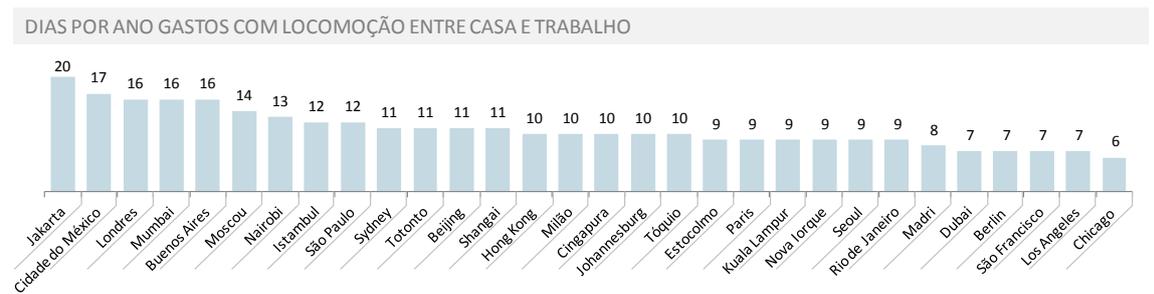
Cidades	População (M)	Densid. Pop. <sup>1</sup>	Subway					Tempo Médio (minutos)
			Sistema (km)	Estações (#)	Linhas (#)	Densidade (km/cidadão)		
São Paulo	11.2	7.4	65	58	5	5.8	42.8	
Rio de Janeiro	6.3	5.0	46	34	2	7.2	42.6	
Los Angeles	3.8	2.9	141	80	6	36.9	28.1	
New York	8.2	10.4	370	468	24	45.1	34.6	
London	7.8	4.9	402	270	11	51.5	37.0	
Paris	6.5	8.5	214	245	16	32.9	33.7	
Berlin	3.4	3.8	152	170	9	44.6	31.6	
Barcelona	1.5	15.3	103	141	11	68.4	24.2	
Shanghai	16.4	7.7	439	287	12	26.8	50.4	
Tokyo	8.8	14.1	310	290	13	35.3	34.5	

Fonte: Toronto Board of Trade US Census, IPEA, LTA Academy e University of Munich

Tal constatação além de representar baixos investimentos em um segmento de potencial atuação da Inepar, implica em uma redução de produtividade para todas as companhias, uma vez que o

com o desgaste no trânsito, seus funcionários produzem menos. Atualmente a população de São Paulo está entre as que mais gasta tempo no percurso casa-trabalho-casa. Vide figura 38 para uma das consequências da carência de uma boa infraestrutura de transportes urbanos.

**Figura 38: Devido à falta de transportes públicos urbanos de qualidade, paulistas estão entre os que mais gastam tempo no percurso do trabalho**



Fonte: Price Waterhouse

O aumento de parcerias público-privadas (PPP) poderia ser uma saída para a realização dos investimentos pendentes. A partir desse modelo o governo se exime de realizar todo/ou parte do investimento, que por sua vez deverá ser realizado por capital privado. No Brasil, alguns modelos nesses moldes obtiveram sucesso, como: Bandeirantes, Anhanguera, Ayrton Senna e Imigrantes, rodovias do Estado de São Paulo que oferecem serviços de primeiro mundo.

Para Inepar o mercado de mobilidade urbana representa uma grande oportunidade de receitas futuras, no entanto é preciso que esse mercado deixe de ser uma eterna promessa e comece a se tornar realidade. Nessa linha, o almejado desenvolvimento ferroviário no país também apresentará oportunidades para o Grupo.

#### d) Portos

Apesar de o Brasil apresentar um dos maiores índices de movimentação de carga por hora no porto de Santos, os gargalos desde a zona de produção até o porto são evidentes. Nos portos brasileiros há latente carência de berços, equipamentos automatizados e áreas retro portuárias, fazendo com que o porto perca a eficiência e qualidade de serviço necessários para ajudar na promoção da melhoria de competitividade do país.

A inércia do setor portuário é evidenciada no baixo índice de realização dos investimentos planejados. Entre os anos de 2000 a 2013 apenas 28,3% dos investimentos projetados ocorreram de fato, ou seja, dos quase R\$ 8,5 bilhões de reais projetados para investimentos em portos (soma de cada ano) apenas R\$ 2,4 bilhões foram concretizados. Vide figura 39 para constatação do baixo índice de realização dos investimentos planejados em portos.

**Figura 39: Desde 2000, apenas 28,3% dos investimentos planejados para portos foram realizados**



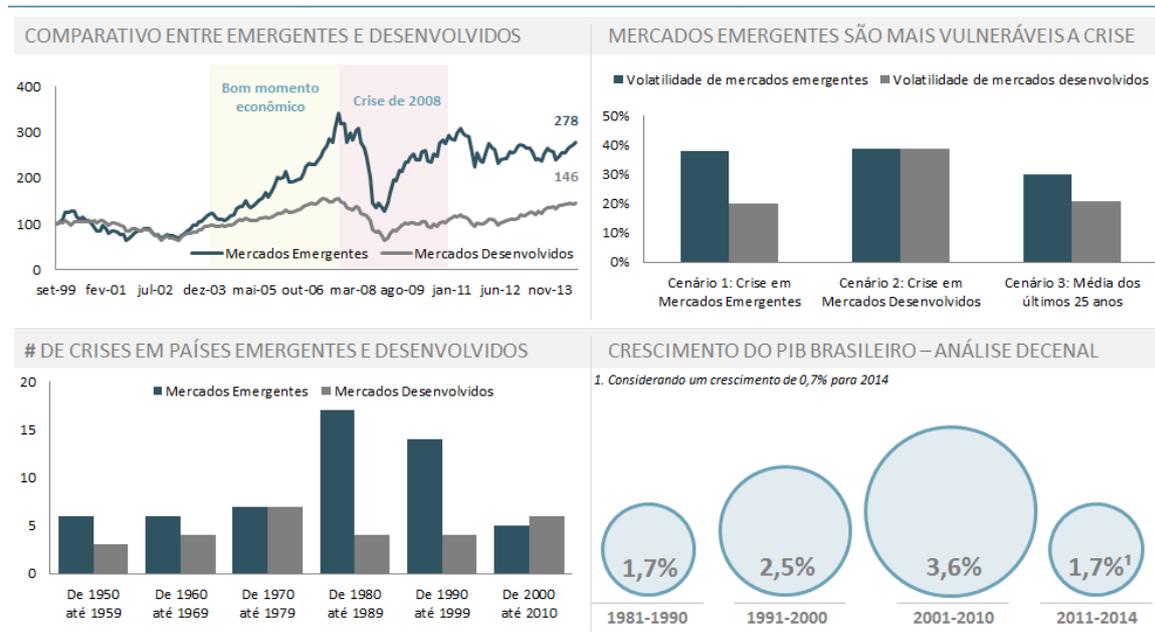
Fonte: Sistema de Informações Estatais do Ministério do Planejamento

Apesar do Brasil nesta década ter crescimento comparável aos da década de 80, que é conhecida pelos brasileiros como a década perdida, a população não pode apenas culpar as políticas macro e microeconômicas tomadas pelo governo/intervenções. A situação crítica da economia também é resultado da mudança da conjuntura mundial a partir de 2008.

Segundo estudos do FMI, países emergentes apresentam maior vulnerabilidade quanto ao cenário externo do país, com maior crescimento em épocas de prosperidade mundial, e quedas mais agudas em épocas de crise.

Também são analisados a recorrência de crises em mercados emergentes e mercados desenvolvidos. Como era de se esperar, os países emergentes apresentam mais crises do que os países desenvolvidos. Vide figura 40 para apresentação dos estudos que demonstram a maior vulnerabilidade do Brasil e seu baixo crescimento na década atual.

**Figura 40: Mercados emergentes são mais sucessíveis a crises do que mercados desenvolvidos**

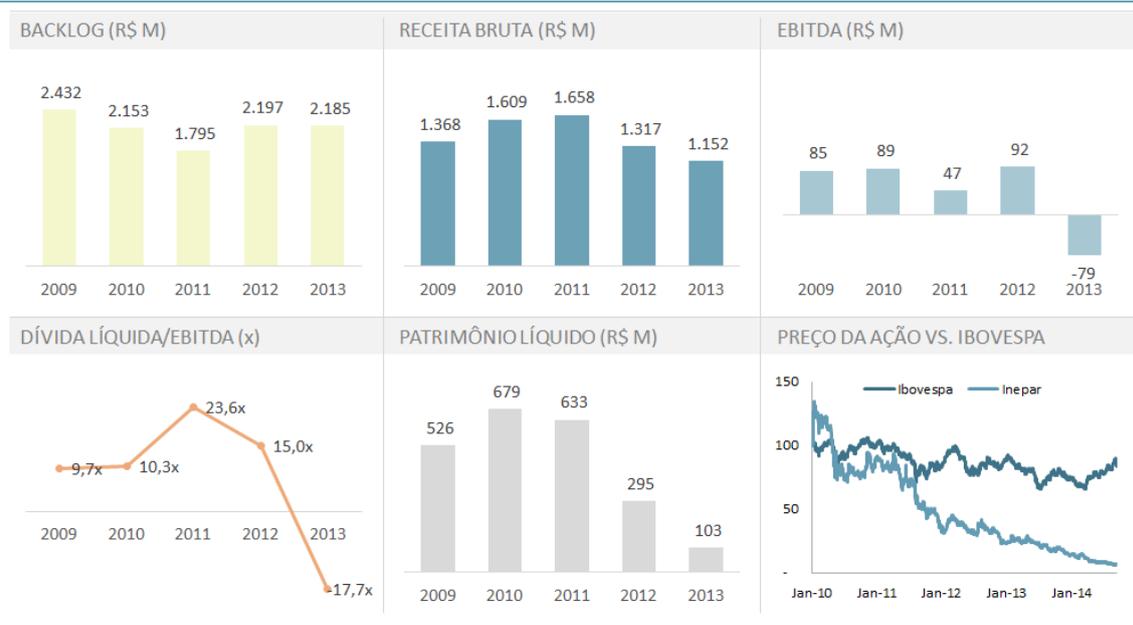


Fonte: Banco Central, MSCI e Bloomberg

Quando analisados os comportamentos dos mercados de países desenvolvidos e os emergentes em três diferentes cenários podemos evidenciar comportamentos distintos entre os dois Grupos. 1º cenário: Crise em mercados emergentes - mercados emergentes tendem a ser mais vulneráveis a crises em seus pares de mercado do que países desenvolvidos. 2º cenário: Crise em mercados desenvolvidos - mercados emergentes tendem a ter a mesma vulnerabilidade de países desenvolvidos quando este último está em crise. 3º cenário: Média dos últimos 25 anos - países emergentes apresentaram maior volatilidade do que mercados desenvolvidos.

Quando posicionamos o Grupo Inepar nesse cenário macro, é compreensível entender boa parte das dificuldades vivenciadas pelo Grupo atualmente. Em adição ao cenário externo adverso, os problemas internos provocaram a situação de estresse severo e crise de liquidez que a empresa se encontra(va). Visto isso, o Grupo Inepar identificou o processo de recuperação judicial como o primeiro passo e um pilar para seu turnaround definitivo - já em execução. Vide figura 41 para apresentação do quadro de insustentabilidade pré-recuperação judicial do Grupo Inepar.

**Figura 41: Grupo Inepar antes da petição - Queda na receita e EBITDA, aumento da alavancagem, estrutura de capital desequilibrada e desvalorização na bolsa**



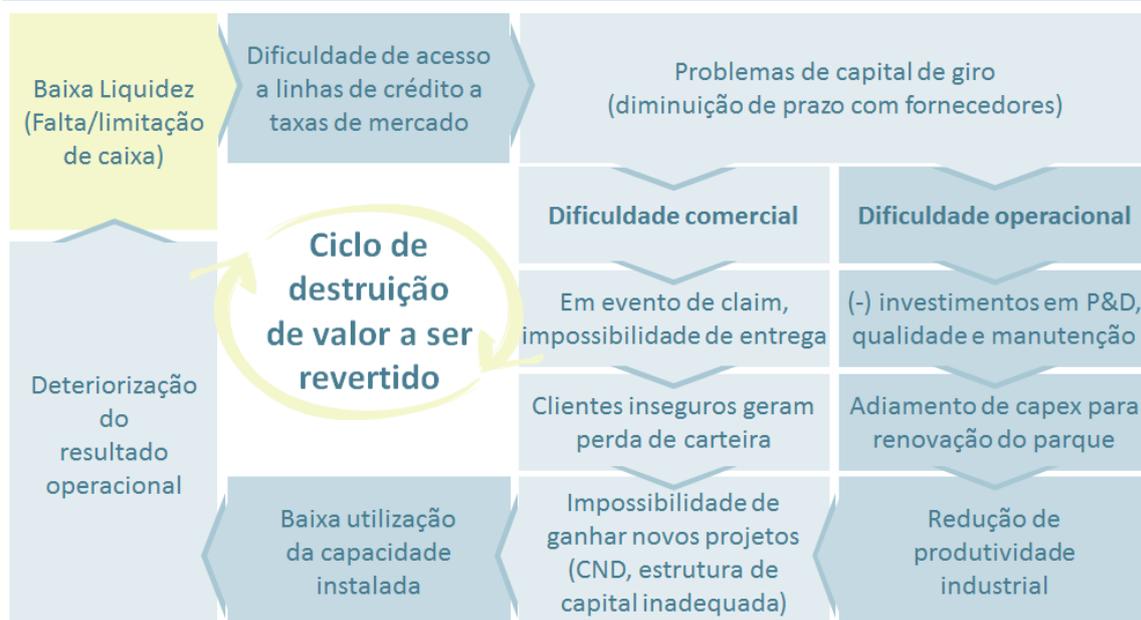
Fonte: Companhia

Espera-se que com a melhora do cenário externo, reformas internas, retorno de confiança do investidor, empresariado e consumidor, e por consequência melhora nos índices de investimentos, a infraestrutura no país entrará em um ciclo de crescimento e a competitividade da indústria melhorará. Neste cenário, o Grupo Inepar poderá mais facilmente sair fortalecida de sua crise atual, com uma estrutura de capital restaurada/ótima e posicionada para aproveitar as oportunidades que estão surgindo/surgirão para seus segmentos core de atividade.

#### 4.1.2 Complexidades Internas

O objetivo deste item é abordar os desafios internos enfrentados pelo Grupo Inepar. Como visto no item anterior os problemas da indústria, principalmente nos setores em que se concentram grande parte das vendas do Grupo Inepar, potencializaram a entrada do Grupo em uma espiral de destruição de valor, ameaçando sua própria sustentabilidade. A figura 42 ilustra a espiral de destruição de valor que o Grupo Inepar se encontra(va) antes da petição.

Figura 42: Grupo Inepar se encontrava em um ciclo vicioso de destruição de valor pré-petição



Fonte: Companhia e Brasil Plural

Originalmente causada pela queda nas vendas, a limitação de caixa e baixo acesso a linhas de financiamento de longo prazo a taxas razoáveis levaram o Grupo Inepar a incorrer em dificuldades de suprir o capital de giro necessário à sua atividade, em especial para trabalhos que apresentaram mudança de projeto, alteração de escopo, aumento de quantidade e outras intempestividades, assim como, para o pagamento de impostos regularmente. Tal limitação diminuiu o poder da área de compras na negociação de prazos de pagamento.

Com essa limitação de recursos, investimentos em *capex* de sustentação (renovação de máquinas) foram adiados e a manutenção preventiva deixou de ser efetuada adequadamente. Consequentemente, a produtividade das máquinas diminuiu. Em paralelo, a área comercial convivia com barreiras na obtenção de novos projetos e manutenção da carteira, por não possuir CND e pela companhia apresentar uma estrutura de capital excessivamente alavancada e concentrada no curto prazo. Desse modo, o parque industrial da Inepar passou a operar consideravelmente abaixo de sua capacidade instalada, impactando seus índices de eficiência.

Sem uma recuperação do mercado, mudanças em sua estrutura organizacional e reestruturação de seu balanço, a área comercial encontra(va) enormes barreiras para aumentar os volumes na escala que as operações do Grupo Inepar demandam para inverter o ciclo vicioso em que se encontra(va). Nesse sentido, atualmente estão sendo empreendidas mudanças profundas nos rumos estratégicos, estrutura & cultura organizacional, ferramentas de controle & gestão, busca

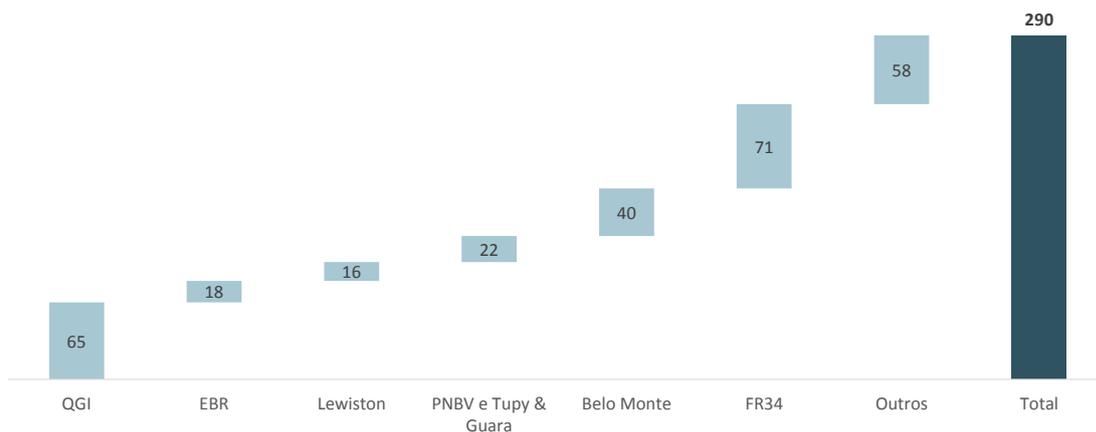
por liquidez e reestruturação do passivo do Grupo por meio do presente plano de recuperação judicial.

a) Perda de Carteira

Empresas que enfrentam cenários adversos de liquidez tendem a sofrer com a insegurança tanto da cadeia de fornecedores quanto do mercado contratante. Essa insegurança decorre do fato de ambas as pontas não terem convicção de que a companhia será capaz de cumprir suas obrigações e contratos firmados. Ao longo de 2013 e 2014 as companhias do Grupo Inepar sofreram com encolhimento de suas carteiras, que entre contratos ganhos e assinados ultrapassaram R\$ 1 Bi. Dentre os principais projetos que tiveram seu escopo reduzido ou o contrato cancelado pode se destacar: Belo Monte, FR34 e QGI, que juntos representavam receitas estimadas em R\$ 176 milhões. A figura 43 apresenta a perda de carteira enfrentada pelo Grupo Inepar.

Figura 43: Perda de projetos em 2014

\* Contempla dados apenas da IESA Projetos Equipamentos e Montagens



Fonte: Companhia

Na maioria dos casos, a perda de *backlog*, que vem conduzindo a Inepar à baixa utilização de sua capacidade, ocorreu devido à insegurança dos contratantes quanto a capacidade da empresa em performar os contratos assinados, ou no caso de licitações vencidas, à dificuldade de apresentar as CNDs ou seguros e fianças exigidas pelos clientes.

Outro ponto chave no aumento desse ciclo de subutilização da capacidade foi a dificuldade de adquirir matéria prima e a gestão inadequada dos estoques.

Os principais fornecedores do Grupo Inepar, começaram a vender somente à vista, piorando ainda mais a situação de capital de giro do grupo, criando um ciclo vicioso de destruição de valor. A figura 44 comprova a realidade descrita neste parágrafo.

**Figura 44: Principais fornecedores, que reduziram seus prazos de pagamentos**

Classificação do Material	Fornecedores	Prazo de pagamento 2012/2013	Prazo de pagamento em 2014
Arame / Eletrodo	Esab	30 dias	Pagamento Antecipado
	Voest Alpine	28 dias	Pagamento Antecipado
Inflamáveis	Weg Tintas	30 dias	Pagamento Antecipado
	PPG	28 dias	Pagamento Antecipado
Gases	GNV Aroeira	14 dias	Pagamento Antecipado
	White Martins	28 dias	Pagamento Antecipado
Chapas e outros materiais de Aço	Usiminas	30 dias	Pagamento Antecipado
	Benafer	30/60/90 dias	Pagamento Antecipado
	Açotubo	30/45/60 dias	Pagamento Antecipado
	Gerdau	30/45/60 dias	Pagamento Antecipado
	Gerdau (Perfis)	28/35/42 dias	Pagamento Antecipado
	Sachelli (Barras)	30/45/60 dias	Pagamento Antecipado
	Favorit (Barras)	30/45/60 dias	Pagamento Antecipado
	Transporte		
Transporte	Murique	28 dias	Pagamento Antecipado
	Isa Transportes	28 dias	Pagamento Antecipado
	Cerro Azul	28 dias	Pagamento Antecipado
	Transreal	28 dias	Pagamento Antecipado
EPI			
	Prot Cap	28 dias	Pagamento Antecipado
	Bextro	28 dias	Pagamento Antecipado
	RP Luvas	28 dias	Pagamento Antecipado

Fonte: Companhia

Esse ciclo foi potencializado com o aumento dos *claims* junto à Petrobras, investimentos realizados em subsidiárias do grupo, como CBD e a dificuldade do Grupo em acessar novas linhas de crédito. A figura 45 ilustra o ciclo vicioso de baixo/má gestão de estoques e insegurança por parte do cliente.

**Figura 45: Ciclo vicioso de perda de projetos**



Fonte: Brasil Plural

Por sua vez, a carência de atenção necessária à gestão e controle de estoques, em especial de insumos comuns a todos os projetos, como chapas de aço, principal matéria prima da IESA

Projetos e Montagens, intensificaram as dificuldades enfrentadas pela administração em entregar os contratos no tempo acordado.

Na tentativa de reverter esse ciclo vicioso, o Grupo Inepar buscou implementar uma força tarefa de análise do estoque em relação ao perfil dos projetos que estão (avam) em execução. Dessa forma, o estoque que estava em desacordo com os projetos existentes foi vendido, ou trocado por produtos equivalentes e com as características necessárias para os projetos em andamento. No entanto, essa medida emergencial remediou mas não tratou o problema. No Item 5.2.1 serão apresentadas medidas em curso para mudar o modo que a Inepar lida com seus estoques.

Alguns clientes que previram esse momento de escassez de matéria-prima optaram por gerenciar o suprimento da fábrica, garantindo que seus projetos estavam sendo abastecidos conforme os cronogramas de execução e contando com a mão de obra já contratada e ociosa na fábrica.

#### b) Baixa Integração dos Estoques

Durante os últimos anos, até o terceiro trimestre de 2014, o estoque do Grupo Inepar era administrado de forma independente por projeto e cada responsável realizava o cadastramento de seu estoque com a numeração que desejasse - de forma que era comum encontrar duas placas de metal com as mesmas especificações mas com série de cadastro diferentes. Tal constatação fazia com que um projeto acumulasse, por exemplo, chapas de especificação “x” por um período considerável, enquanto o PMO (Project Management Office) de um segundo projeto estava lidando com a falta dessa mesma chapa “x”.

Ao se analisar o gerenciamento ineficaz de estoque em empresas que convivem com baixa liquidez de caixa é comum encontrar líderes de projetos com atitudes defensivas que atrapalham o restabelecimento do caixa da companhia. No caso da Inepar devido a decisão de trabalhar com estoque por projetos, alguns líderes optavam por “garantir” seu estoque em períodos de caixa positivo, de forma que seus projetos não sofressem em períodos de baixa liquidez. Com isso, matérias primas que poderiam ser requisitadas com, por exemplo, 15 dias de antecedência, eram na realidade ordenadas 90 dias antes. A figura 46 comprova a má gestão de estoques no Grupo Inepar, que está sendo revertida.

**Figura 46: Estoque da Inepar antes da petição (março 2014)**

Material	Lead-Time médio	Dias em estoque	Dias necessários de estoque (conservador)	Status
Arame/ Eletrodo	15 dias	71 dias	17 dias	ACIMA DO NÍVEL DE SEGURANÇA
Capacitores	30 a 90 dias	575 dias	100 dias	ACIMA DO NÍVEL DE SEGURANÇA
Chapas e outros materiais	110 dias	134 dias	120 dias	ACIMA DO NÍVEL DE SEGURANÇA
Gases	Imediato	-	-	DENTRO DAS ESPECTATIVAS
Inflamáveis	5 dias	180 dias	10 dias	ACIMA DO NÍVEL DE SEGURANÇA
Outros	5 dias	133 dias	10 dias	ACIMA DO NÍVEL DE SEGURANÇA

Fonte: Companhia

Esse estoque acima do nível mínimo de segurança contrasta com a realidade do estoque atual da companhia. Pois, devido ao gerenciamento ineficaz, hoje, a Inepar possui muitos componentes de determinadas especificações e poucos ou nenhum de outras. Essa carência de um bom balanceamento do estoque, como visto anteriormente, é razão de insegurança clientes da companhia.

c) Dificuldade na obtenção de novos projetos

Apesar de ainda receber convites para participar de licitações/projetos devido ao reconhecimento da qualidade de seus produtos, *know-how* em engenharia e capacidade comprovado de entrega, a Inepar enfrenta problemas que impedem/atrapalham a companhia de ser selecionada para novos projetos. Dentre os principais motivos pelos quais a empresa tem sido preterida estão: (i) Falta de CND, (ii) *Performance bond*, (iii) Balanço extremamente alavancado e (iv) Preços mais altos.

- I. CND (Certidão Negativa de Débito) é um dos pré-requisitos mínimos exigidos em projetos de infraestrutura. A partir desse certificado o contratante consegue entender a situação do contratado perante o fisco. Como grande parte destes projetos tem a participação de empresas mistas ou públicas (Petrobras, Eletrobras, Furnas) os consórcios contratantes exigem a apresentação da CND por imposição da legislação vigente, entre elas a lei no.8666/1993 que rege os procedimentos de contratação de equipamentos e serviços por empresas públicas.
- II. *Performance bond*/fiança também é exigida na vasta maioria dos projetos realizados pela Inepar. Devido a atual situação financeira do Grupo e o risco de não performar que a empresa apresenta, seguradoras e bancos com as quais o grupo mantinha relacionamento para emissão de *performance bond* agora não estão mais aceitando aumentar a sua exposição ao risco do Grupo e quando aceitam o custo para emissão da garantia está majorado em 100% ou são exigidas garantias reais como colaterais. Adicionalmente, alguns clientes, mesmo com os serviços já performados seguram o pagamento das faturas de serviços/produtos com medição já efetuada pelo fato de a Inepar não estar cumprindo com as cláusulas de apresentação das garantias requisitadas no contrato;
- III. A base de capital desestruturada do grupo tem impactado diretamente no relacionamento com seu principal cliente, a Petrobras, dado que seus indicadores econômico-financeiros não são mais compatíveis com os parâmetros estabelecidos na análise de crédito/jurídica/fiscal/técnica que a empresa impõe a seus fornecedores, anualmente, fazendo com que as empresas do Grupo não sejam mais chamadas para os processos de cotação de preços que diariamente ocorrem. Licitações com entes públicos também tem como um dos fatores de desclassificação de fornecedores os indicadores econômico financeiros, desta forma, por mais que uma licitação de prestação de serviços ou venda de equipamentos para entes públicos seja um processo aberto a todas empresas brasileiras, não ter as CNDs e ter uma estrutura de capital desbalanceada impedem a Inepar de assinar estes contratos.
- IV. Outro fator que implica perda de contratos é o alto preço que a Inepar vem orçando os projetos que vem sendo apresentados para seus clientes. Em determinados projetos a companhia acabou perdendo competitividade devido a sua alta alavancagem operacional: por ser uma empresa industrial de grande porte, a Inepar apresenta altos

custos fixos, necessitando de um volume de vendas normalizado para atingir sua rentabilidade potencial.

- d) Necessidade de ajuste do quadro de gestão e criação de uma área de serviços compartilhados

Ao longo dos últimos anos a Inepar tinha atividades realizadas paralelamente, de forma que todas as empresas do Grupo possuíam, áreas administrativas, financeira, de recursos humanos, jurídicas, TI, entre outras. Nesse desenho, o Grupo arcava com uma despesa extremamente elevada, não aproveitando do fruto que ganhos de sinergia e escala de seus negócios poderiam lhe proporcionar.

Além de problemas relacionados a descentralização administrativa, o Grupo Inepar ainda possui dificuldades de avaliação de seus funcionários, em desenvolvê-los e identificar líderes. A companhia tampouco possuía indicadores de produtividade ou métricas de qualidade e satisfação do trabalho desenvolvido.

- e) Necessidade de desenvolver um processo mais eficiente de gestão dos pleitos e acompanhamento dos processos judiciais

A vasta maioria dos pleitos pertencentes ao Grupo Inepar são frutos de mudanças de: escopo por parte do contratante após a assinatura do contrato, especificação, aumento de quantidade e atrasos relacionados a partes terceiras. Normalmente, essas mudanças acarretam custos extras não estimados pela Inepar, que acaba por incorrê-los (sob pena de configuração de descumprimento do contrato/debilitação e geração de altos custos para o empreendimento em caso de interrupção/atraso).

Esses custos extras, quando de responsabilidade do contratante, deveriam ser quitados por meio dos chamados *claims* apresentados ao contratante. Em agosto de 2014, a Inepar estimava ter cerca de R\$ 7.007.901.580,00 em *claims*. Essas mudanças de escopo por vezes acarretam em um aumento excessivo na necessidade de capital de giro da Inepar por um período indeterminado (até o recebimento do pleito referente). No entanto, devido à baixa previsibilidade de recebimento (e em algumas situações de comprovação do custo extra incorrido) o fluxo de caixa do Grupo é impactado. No caso da Inepar, dado impacto é catalisado pelo alto custo financeiro que ela vinha incorrendo para se financiar.

Na expectativa de receber esses pleitos no prazo previsto, o Grupo Inepar diversas vezes utilizou fluxo de caixa de outros projetos para financiar a necessidade de projetos que estavam incorrendo em “buracos de caixa” maiores que os previstos (ou seja, quando não de sua responsabilidade, gerando *claims*). Tais buracos de caixa seriam recompostos com o recebimento de recursos dos pleitos. Uma vez recebido, esses recursos seriam repassados ao projeto que estava com crédito. Vide figura 47 para ilustração da instabilidade na gestão dos projetos causada pela geração de pleitos e situação de baixa liquidez do Grupo Inepar.

**Figura 47: Adiantamento de contratos com o intuito de cobrir buracos de caixa de outros projetos que geram pleitos**

ANÁLISE DE CONTRATOS

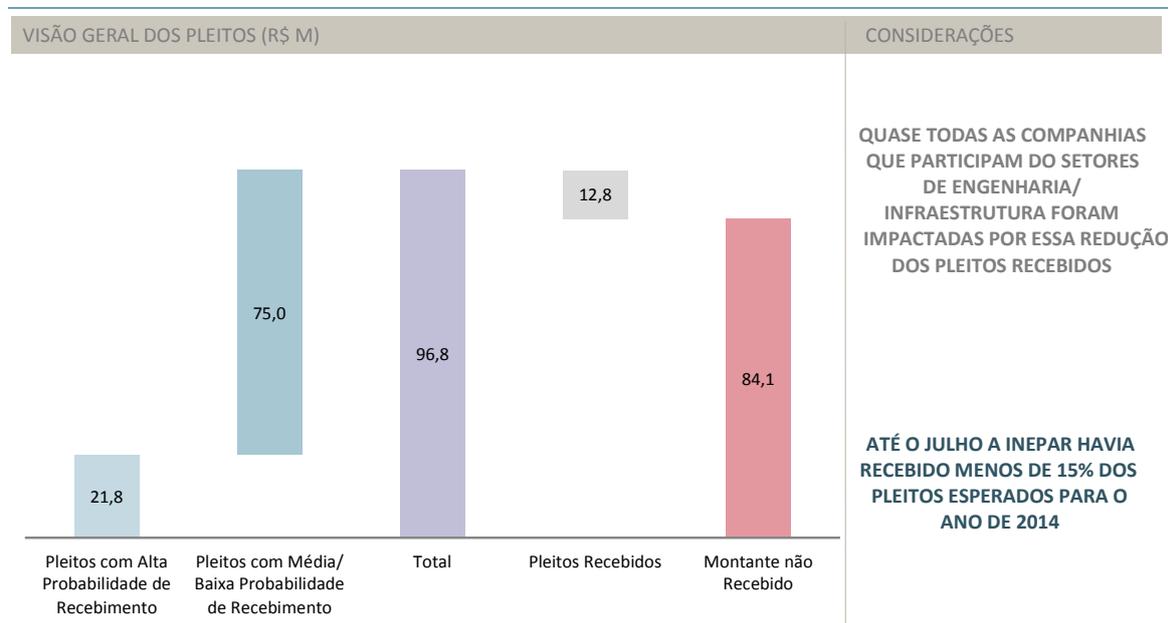
Contrato	Avanço Econômico	Avanço Financeiro	Avanço Físico
Contrato 1	56%	95%	55%
Contrato 2	6%	42%	21%
Contrato 3	15%	0%	46%
Contrato 4	53%	40%	56%
Contrato 5	64%	83%	54%
Contrato 6	37%	62%	53%
Contrato 7	42%	93%	65%

EM DIVERSOS CONTRATOS SELECIONADOS DA INEPAR/IESA, NOTA-SE UM ALTO AVANÇO FINANCEIRO VIS À VIS O AVANÇO FÍSICO. A MOROSIDADE DA CONVERSÃO DE CLAIMS AGRAVOU ESSA SITUAÇÃO, IMPACTANDO NEGATIVAMENTE O FLUXO DE CAIXA DA COMPANHIA

Fonte: Companhia

No entanto, a partir de 2012 o cenário de pagamento de pleitos foi alterado. Com um alto volume de *claims* sendo gerados na cadeia de Óleo & Gás junto ao contratante - Petrobras - e com a diminuição da liquidez desta, somados a alta necessidade da Petrobras de realizar investimentos no pré-sal e refino, os *claims* deixaram de ser “líquidos e certos” e os trâmites burocráticos aumentaram. Nesse cenário, a Inepar por concentrar grande parte de suas receitas na Petrobras acabou sofrendo. Em 2014, o Grupo Inepar esperava receber R\$ 96,8 milhões em pleitos. No entanto, conforme apresentado na figura 48, até a apresentação deste plano somente R\$ 12,8 milhões foram recebidos.

**Figura 48: Recebimento de pleitos abaixo da expectativa impactaram o fluxo de caixa da Inepar**



Fonte: Companhia. Nota: Dados de Junho de 2014

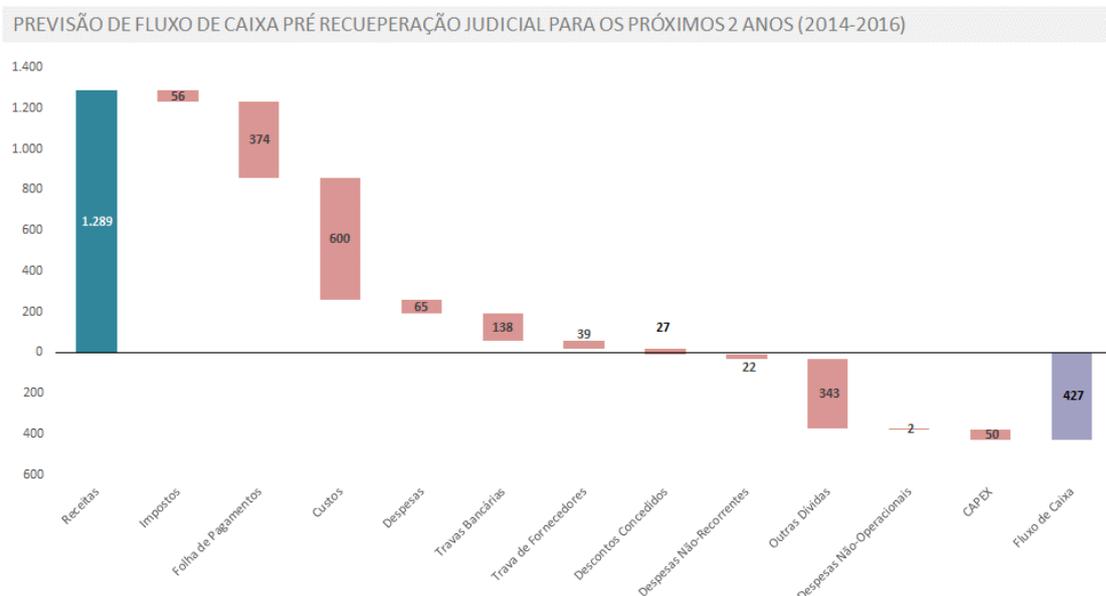
## 4.2. Consequências da Crise: Situação de Caixa, Estrutura de Capital e Avaliação Econômica

A conjunção de fatores como a diminuição da capacidade do Grupo Inepar em gerar caixa, a redução de sua carteira de clientes, fatores exógenos desafiadores à companhia, restrições nos fluxos de recebimento ocasionados por travas estabelecidas em contratos como colaterais para a quitação das dívidas existentes, investimentos de longa maturação em empresas não *core*, aliados à uma estrutura interna sobre dimensionada fez com que o Grupo Inepar durante o ano de 2013, e mais acentuadamente em 2014, entrasse em um ciclo de geração de caixa insuficiente para suprir suas atividades.

O fluxo de caixa para os próximos dois anos, conforme figura 49, sem eventos de reestruturação, demonstrava um déficit de recursos no total de R\$ 427 milhões. Aliado à isso, o Grupo Inepar possuía uma estrutura de capital insustentável e um altíssimo nível de endividamento financeiro, estimado em R\$ 1,72 bilhões de reais. Grande parte desse endividamento, especialmente as linhas tomadas junto ao BNDES, foram carregados desde a época das privatizações.

Nesse período, o BNDES suportou o Grupo Inepar na realização de (i) investimentos voltados ao desenvolvimento da infraestrutura do Brasil, em especial, para os setores de energia e telefonia, assim como, (ii) investimentos destinados à industrialização do país. Sobre esse assunto, é válido destacar que os antigos investimentos em telefonia e em energia não obtiveram o sucesso esperado e grande parte destes ativos foram negociados, porém com o grupo permanecendo com os passivos em seu balanço.

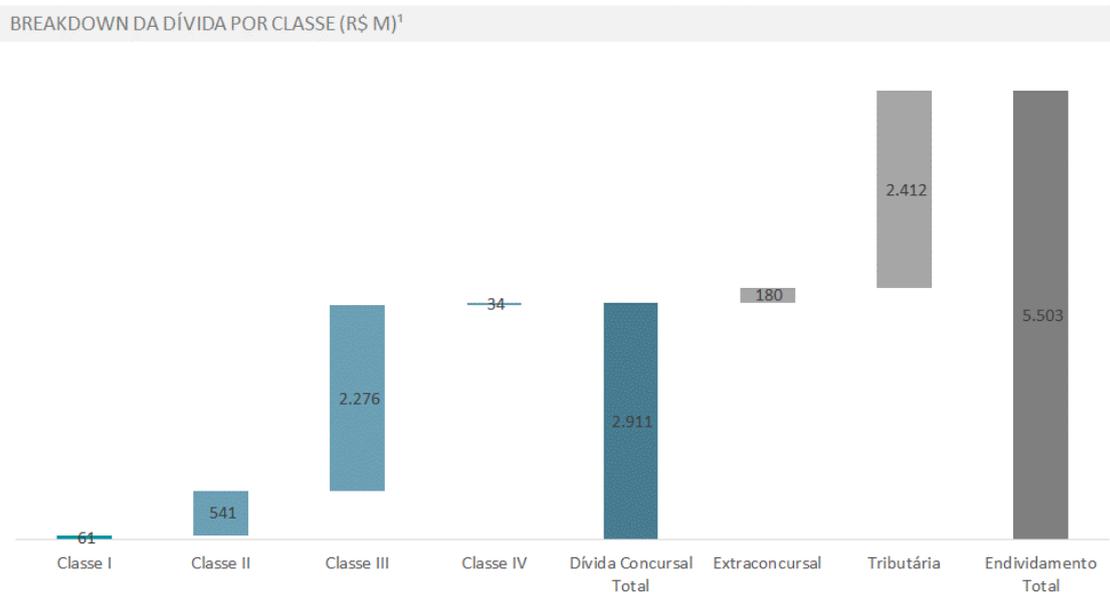
**Figura 49: Previsão de fluxo de caixa pré-recuperação judicial para os próximos 2 anos (2014-2016)**



Fonte: Companhia; Análise Brasil Plural



**Figura 51: Breakdown do endividamento das recuperandas por classe**



Fonte: Companhia; Felsberg Advogados. Nota: Não considera mútuos, mas considera R\$ 680 milhões de Itiquira como Classe III. A partir da segunda lista de credores do administrador judicial, departamento contábil e impugnações em 30/10/2015

Na figura 52, é apresentada a consolidação dos valores individuais de cada uma das firmas, chegando-se ao valor da firma do Grupo Inepar de R\$ 3.236 milhões de reais. O valor individual das firmas foi estimado pelos métodos de avaliação descritos no capítulo 6, e tanto esses valores da firma como de passivos não consideram eventos de reestruturação.

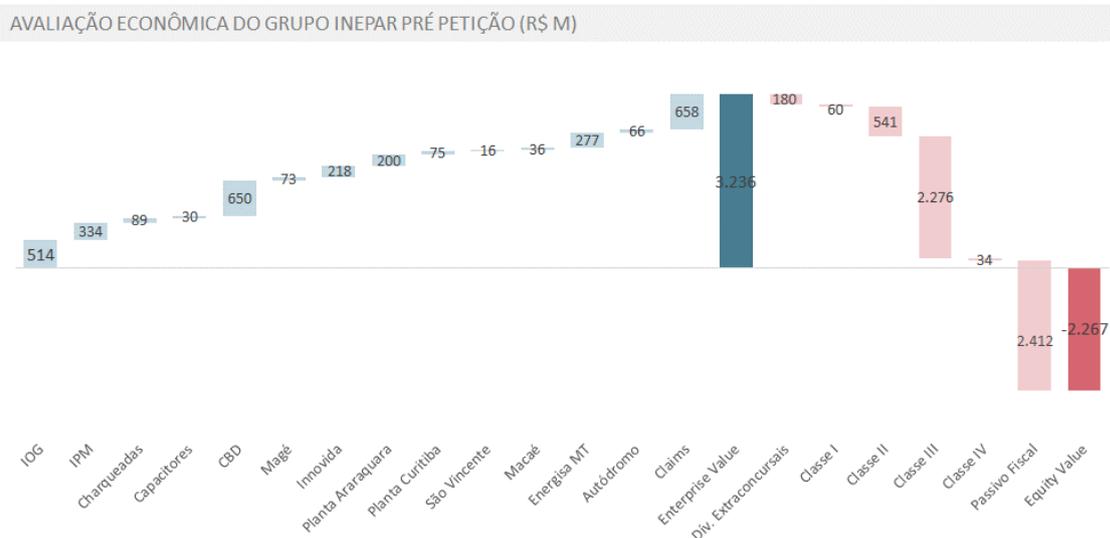
A fim de mensurar o valor dos ativos operacionais foram empregadas diversas metodologias, dentre elas, DCF (Fluxo de Caixa Descontado), Avaliação Relativa via Múltiplos e Avaliação por Valor Patrimonial. Já para os ativos imobiliários, conforme rege a LRF, a Appraisal, uma empresa especializada em avaliação de ativos imobilizados, avaliou o ativo fixo do grupo, publicando seu relatório final dia 21/11/2014 (juntado aos autos do processo de recuperação judicial).

Para se ter uma ilustração mais clara das consequências dessa relação de Ativos e Passivos, em um caso extremo, de não aprovação do Plano de Recuperação Judicial e liquidação total dos ativos, os credores não teriam cobertura de seus créditos em R\$ 2.267 milhões.

Os ativos jurídicos e *claims* do Grupo Inepar contra seus clientes, que estão sendo avaliados no Laudo de Avaliação em R\$ 658 milhões, serão tratados na seção 5.6 deste documento, que apresenta uma análise de toda a carteira de ativos jurídicos e *claims*. Esses ativos totalizam um valor potencial próximo a R\$ 7 bilhões.

Já o passivo tributário de R\$ 2,4 bilhões impõe um impacto negativo considerável no valor da firma. No entanto, ele está sendo reestruturado conforme apresentado na seção 5.5.

**Figura 52: Avaliação econômica do Grupo Inepar pré-aprovação**



Fonte: Análise Brasil Plural

O plano de recuperação judicial, ora apresentado aos credores do Grupo Inepar, visa buscar alternativas para a reorganização da atual estrutura de capital do grupo, estabilizar suas operações e maximizar o valor de seus ativos, dessa maneira, permitindo o desenvolvimento pleno das atividades *core* do grupo, e conseqüentemente a preservação/geração de valor para todos os *Stakeholders* do Grupo, sejam eles colaboradores, clientes, credores, fornecedores e comunidades no seu entorno.

Portanto, o plano da retomada contempla de forma ampla o tratamento dado aos principais ativos e passivos do Grupo, de forma a gerar o máximo de valor a seus credores. Isso ocorrerá com a estabilização decorrente da estratégia de retomada em execução que permitirá à Inepar se recolocar na posição de liderança em seus mercados de atuação *core* - posição que ela já esteve em grande parte de sua existência.

O caminho para se atingir o objetivo do presente plano de recuperação é abordado no capítulo seguinte “Retomada do Grupo Inepar”. Esse capítulo demonstra de forma clara e objetiva o potencial de reestruturação que o Grupo Inepar possui, pois nela são apresentados: as vantagens competitivas do Grupo Inepar; oportunidades de mercado para o grupo; e a estratégia de retomada, que compreende foco em negócios *core*, ações operacionais, comerciais e em gestão, mudanças na estrutura organizacional, cultura e governança corporativa, cobrança de *claims* e nova estratégia tributária.



## 5. Retomada do Grupo Inepar

### Descrição Da Estratégia De Reversão Do Ciclo De Destruição De Valor

O Grupo Inepar, que na década de 90 se notabilizou por ser um dos mais empreendedores Grupos do Brasil ao participar no desenvolvimento dos maiores projetos de Infraestrutura do país - conforme citado preliminarmente no Capítulo 3.1 da História do Grupo e que será detalhada na seção na seção 5.1.1 de Vantagens Competitivas - criou ativos tangíveis/intangíveis que até hoje impactam profundamente os negócios do grupo.

Como mencionado anteriormente, o caminho para se atingir o objetivo do presente plano de recuperação de preservação e geração de valor para todos *Stakeholders* do Grupo Inepar, em especial dos Credores, se baseia nos seguintes princípios e ações:

5.1 Foco no *core business* via redefinição estratégica, alavancando-se na capacidade técnica do grupo bem como na sua diferenciada capacidade fabril;

5.2 Redução contínua de custos e despesas e plano de melhoria operacional e comercial;

5.3 Monetização de ativos não *core* para geração de liquidez e garantia da entrega de projetos;

5.4 Melhora da governança e busca de melhores práticas de gestão;

5.4 Solução do legado de passivos tributários;

5.6 Melhor gestão e controle de pleitos.

Todas as informações utilizadas, dentre elas, previsões, expectativas sobre eventos futuros, estratégias, projeções, e tendências financeiras que afetam as atividades do Grupo Inepar, constituem estimativas e declarações futuras que envolvem incertezas e riscos e que, portanto, não constituem garantias de resultados futuros.

As propostas de melhoria e os consequentes efeitos na geração de valor do Grupo Inepar podem depender e, inclusive, ser substancialmente alterados em razão de muitos fatores importantes incontroláveis, tais como: (i) flutuações de mercado e do comportamento de outras partes interessadas, (ii) aspectos operacionais que podem fugir do controle ou divergir das expectativas dos gestores, como, por exemplo, aumento inesperado no custo operacional do Grupo Inepar, (iii) alterações nos preços dos produtos produzidos, (iv) alterações na regulamentação governamental do setor, (v) condições comerciais e políticas no Brasil, (vi) mudanças na situação macroeconômica do Brasil, (vii) disponibilidade de caixa para realizar desembolsos necessários à implementação das ações de melhoria, (viii) a qualidade de crédito dos clientes do Grupo Inepar, (ix) o nível de endividamento do Grupo Inepar e demais obrigações, (x) capacidade de obtenção de financiamento, (xi) inflação, depreciação e desvalorização do Real e flutuações de taxa de juros e (xii) intervenções governamentais que podem resultar em mudanças no ambiente econômico, tributário ou regulatório.

### 5.1. Foco no *Core Business*

O encontro entre vantagem competitiva - valor, raridade e difícil imitabilidade presentes na competência técnica e capacidade produtiva de certos negócios do Grupo Inepar - com mercados promissores, que propiciam boa rentabilidade, dado o cenário competitivo, poder de barganha, movimentos de substituição e tendências macro, capitanearam a nova administração do Grupo Inepar na identificação do *core business*.

**Figura 53: Análise dos mercados essenciais para o grupo**

FONTES DE CRESCIMENTO DO GRUPO INEPAR	
Equipamentos de Processos	<b>VETOR DE CRESCIMENTO</b>
Hidrogeração	<b>VETOR DE CRESCIMENTO</b>
Movimentação de Material	<b>VETOR DE CRESCIMENTO</b>
Óleo & Gás	<b>VETOR DE CRESCIMENTO</b>
Transmissão de Energia	ALTA CAPACITAÇÃO MAS NÃO CORE
Saneamento Básico	ALTA CAPACITAÇÃO MAS NÃO CORE
Capacitores	ALTA CAPACITAÇÃO MAS NÃO CORE
Transportes	<b>VETOR DE CRESCIMENTO</b>
Estaleiro	ALTA CAPACITAÇÃO MAS NÃO CORE
Construção de Casas	ALTA CAPACITAÇÃO MAS NÃO CORE

Fonte: Companhia

Portanto, a escolha dos setores prioritários de atuação, apresentados na sequência, pode ser explicada por:

- I. Base técnica e operacional já estabelecida: o Grupo Inepar possui instalações, equipamentos e *staff* já capacitados para a execução de projetos nesses setores;
- II. Parcerias estabelecidas ou pré-estabelecidas: o Grupo possui parceria com a Andritz Hydro Brasil no segmento de turbinas e geradores e com Hyundai-Rotem no segmento de transportes. Para os próximos anos a companhia ainda estuda a realização de novas parcerias que irão ajudar no crescimento orgânico das atividades;
- III. *Track record*: ao longo de sua história o Grupo Inepar esteve presente na maioria das principais obras dos setores de Energia e Óleo & Gás;
- IV. Reconhecimento do mercado: o *track record* aliado a alta qualidade dos produtos desenvolvidos pelo Grupo Inepar garantiram um reconhecimento ímpar da companhia por parte de seus clientes, que continua sendo convidada para participar de grandes projetos/consórcios mesmo sem estar com capacidade financeira;



- V. Setores com boas perspectivas: todos os setores definidos como fonte de crescimento para o Grupo Inepar apresentam projeção/necessidade de investimentos massivos nos próximos anos.

Abaixo são apresentados os setores de atuação selecionados como foco para a retomada do Grupo Inepar:

- I. Óleo & Gás: um dos principais setores da economia brasileira, apesar de ainda ser totalmente dependente de um principal player, a Petrobras, é um setor em que as empresas do grupo Inepar possuem vasta experiência de relacionamento, histórico de excepcional performance, e capacidade técnica comprovada. Os projetos das refinarias Premium I e Premium II, os planos de crescimento da produção de Petróleo em águas ultra profundas (pré-sal), os investimentos nas refinarias já existentes para manutenção e expansão da produção, e todos os investimentos acessórios para transporte e armazenagem de Petróleo, continuarão sendo foco de crescimento da empresa. Segundo a ANP cerca de USD 400 bilhões serão investidos no setor pelos próximos anos.
- II. Mineração: os investimentos que estão sendo previstos para os próximos anos, em especial Carajás II da Vale (Vale S.A. BOVESPA:Vale5) demandarão pesados aportes em estruturas de movimentações de materiais, unidades retomadoras de minério, sistemas de transporte de minério baseados em correias transportadoras, instalações de pelotização e transporte. Esses investimentos representam mercados que fazem parte do foco de atuação do Grupo Inepar ou que já fizeram no passado. Neste caso, o atendimento à demanda será retomado diretamente ou através de parcerias tecnológicas com empresas internacionais.
- III. Geração Elétrica: como anteriormente descrito, o Grupo Inepar ao longo dos anos consolidou o mercado de geração, turbinas e hidromecânicos - 25% da energia gerada em todo o país passa por seus equipamentos. Apesar do infinito potencial de hidrogeração que o Brasil possui, a busca pela diversificação das fontes de geração de energia no Brasil para aumentar o nível de segurança do sistema, pode também ser um dos vetores de crescimento do Grupo Inepar. Atualmente o mercado de energia eólica vem recebendo um tratamento diferenciado pelo Ministério das Minas e Energia. Suas vantagens competitivas perante outras fontes e o enorme potencial brasileiro, em especial do Nordeste, representam uma expectativa de crescimento de 26% a.a., segundo a Abeolica. A parceria tecnológica com empresas internacionais permitirá à Inepar o acesso à tecnologia de montagem destes equipamentos para atender o mercado brasileiro. A energia Nuclear, também é outra fonte de energia elétrica muito pouco utilizada no Brasil, mas que é amplamente utilizada pelos maiores países do mundo. Parcerias tecnológicas do ponto de vista de equipamentos e também na parte de Construção e Montagem poderiam favorecer ambas empresas do grupo, criando especialmente na IOG um novo foco de atuação fora do mercado de Óleo & Gás.
- IV. Transportes: a Inepar, para o setor de transportes, seja ele transporte público metropolitano ou transportes de carga, tem uma situação invejável em relação ao mercado por ter duas plantas com capacitação para o desenvolvimento dessas oportunidades. A Planta de Araraquara, que atualmente passa por um processo de ajuste, visando o desenvolvimento dos contratos de fornecimento de vagões para transporte de



pessoas, para a CPTM e para o Metrô de Salvador, consta com um posicionamento logístico invejável, com acesso direto as linhas férreas que cortam o estado de São Paulo. A unidade de Magé, já há alguns anos desativada, tem condições de voltar a produzir equipamentos para o setor ferroviário de cargas, que apresenta uma demanda reprimida de equipamentos rolantes. Os novos investimentos que estão sendo projetados para os próximos 10 anos e a alteração no sistema de concessões para o setor, que está em discussão no Governo Federal, podem demandar um volume significativo de vagões de cargas sólidos e líquidos. Adicionalmente, o Grupo Inepar, por meio de sua subsidiária, IPM, já teve representatividade no setor, tendo participado de uma série de contratos de construção e reformas de vagões. Estima-se para os próximos 6 anos uma necessidade mercadológica de 18 mil vagões de cargas novos, e um mercado inestimável de reforma dos vagões existentes.

- V. Portos: apesar da falta de competitividade dos equipamentos de movimentações de materiais, fabricados pela indústria brasileira, para utilização na movimentação de containers em portos, a logística dedicada em portos se apresenta como um potencial vetor de crescimento para o Grupo Inepar. As políticas de conteúdo mínimo nacional e Reporto aliadas à reforma tributária que o país tanto necessita, poderão trazer uma fatia destes investimentos para dentro das plantas industriais brasileiras, favorecendo o Grupo Inepar, que detém capacidade técnica e produtiva para atender esse setor com equipamentos de movimentação.

### 5.1.1 Vantagens Competitivas do Grupo Inepar nos Setores Foco

Durante os últimos 20 anos, a sólida base técnica e operacional propiciou ao Grupo Inepar um vasto histórico de sucesso na performance de projetos/produção de equipamentos, que constituíram grandes obras de infraestrutura no Brasil. Esse *track record* atesta o grande diferencial do Grupo Inepar, que mesmo no momento de sua maior crise, vem entregando produtos e serviços com a qualidade rotineira.

Desse modo, o Grupo Inepar utilizará sua capacidade técnica e produtiva como fundações sobre as quais a retomada do grupo será construída: a forte participação do grupo, por meio de suas empresas operacionais, em quase todos os principais projetos industriais, de logística e de geração de energia já realizados no Brasil, o capacita, desde que com uma estrutura equalizada e eficiente, a ser um dos principais atores no fornecimento de equipamentos e serviços para a nova fase de investimentos necessárias para o desenvolvimento do Brasil nos próximos 10 anos.

A seguir são listadas as principais vantagens competitivas do Grupo Inepar:

#### Reconhecida capacidade técnica e de engenharia

Tendo como base a Internacional de Engenharia S.A. empresa de engenharia básica e de projetos, com reconhecida capacidade técnica, a IESA Projeto e Montagens S.A. e logo em seguida a IESA Óleo & Gás S.A. se estabeleceram como herdeiras diretas deste corpo técnico altamente capacitado e escasso nos dias de hoje. Essa base técnica é comprovada com os mais variados projetos entregues pelas principais empresas do grupo.

Principais projetos entregues pela IESA Projetos e Montagens S.A. nos seus principais setores de atuação:

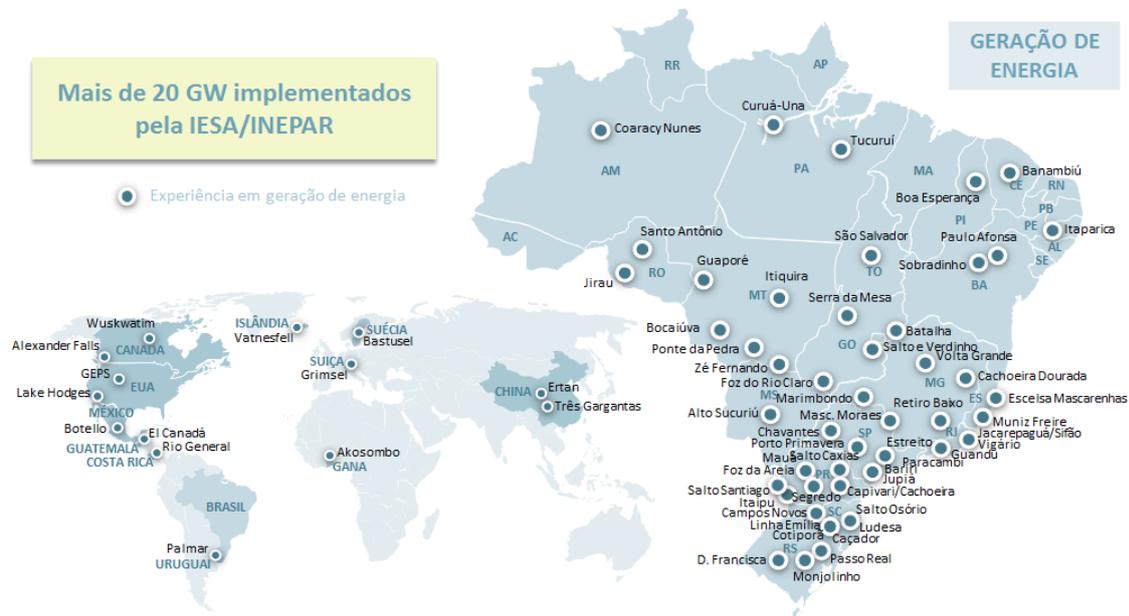
**Figura 54: Principais contratos entregues para o segmento de geração de energia (IPM)**



Fonte: Companhia



Figura 55: Distribuição geográfica dos contratos do segmento de geração de energia (IPM)



Fonte: Companhia

Figura 56: Projetos de usinas hidroelétricas com equipamentos Hidromecânicos produzidos pela IPM



Fonte: Companhia

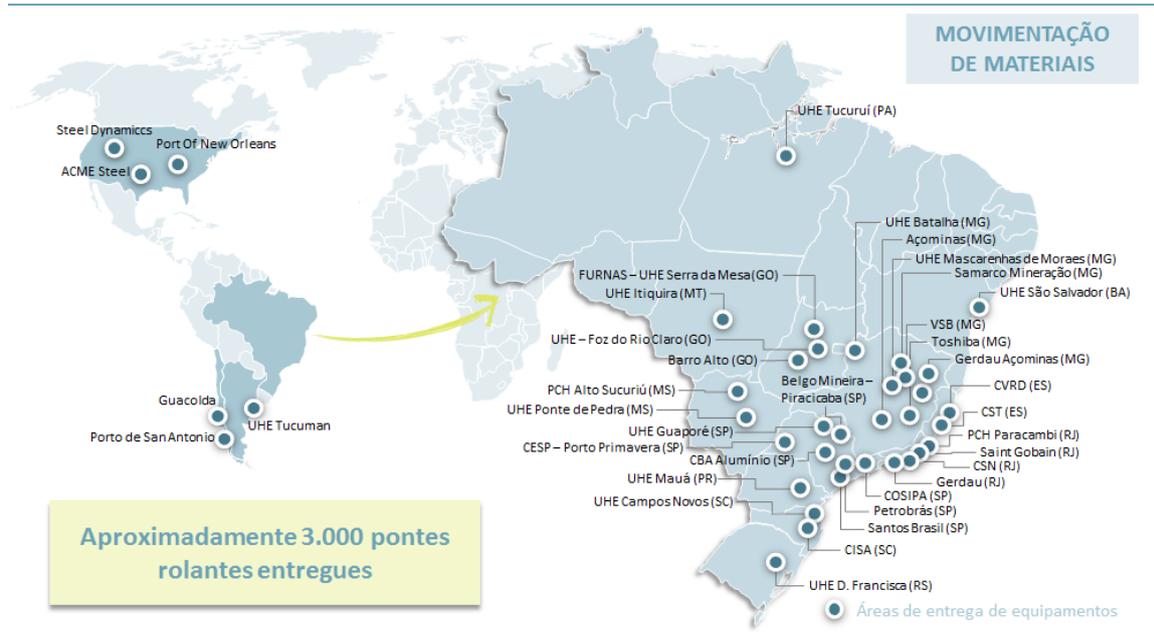
No segmento de equipamentos voltados para movimentação de materiais a IPM se notabilizou pela construção e montagem das maiores pontes rolantes instaladas no Brasil.

Figura 57: Principais projetos entregues no segmento de movimentação de materiais



Fonte: Companhia

Figura 58: Principais projetos de Geração de energia e industriais com pontes rolantes construídas na IPM

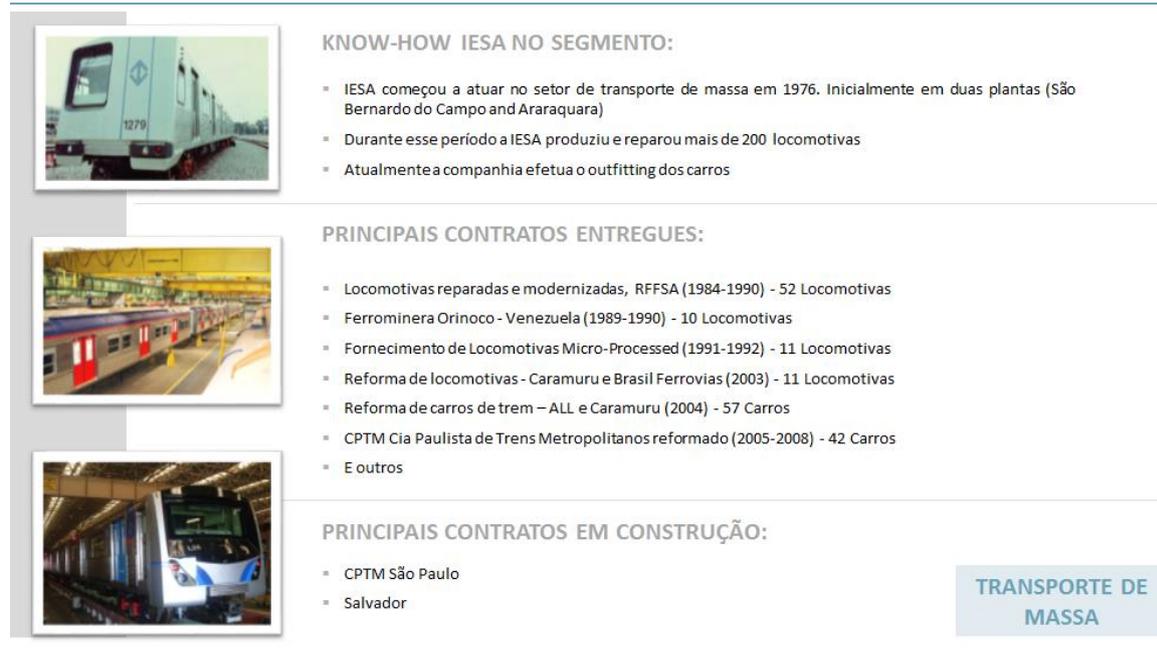


Fonte: Companhia



No setor de Logística, dada a vocação da Planta de Araraquara, anteriormente uma planta para construção e montagem de locomotivas e vagões de carga, a IPM desenvolveu uma série de projetos de manutenção de trens urbanos e vagões de carga.

Figura 59: Experiência em transportes ferroviários (IPM) e contratos em desenvolvimento (IT)



Fonte: Companhia

**Figura 60: Processo fabril de construção, manutenção de equipamentos ferroviários (IT)**


Fonte: Companhia

No setor de Óleo & Gás o grupo assumiu papel relevante no fornecimento de equipamentos e serviços para a Petrobras:

**Figura 61: Principais contratos executados pela IOG**

PRINCIPAIS PROJETOS EXECUTADOS OU EM EXECUÇÃO:

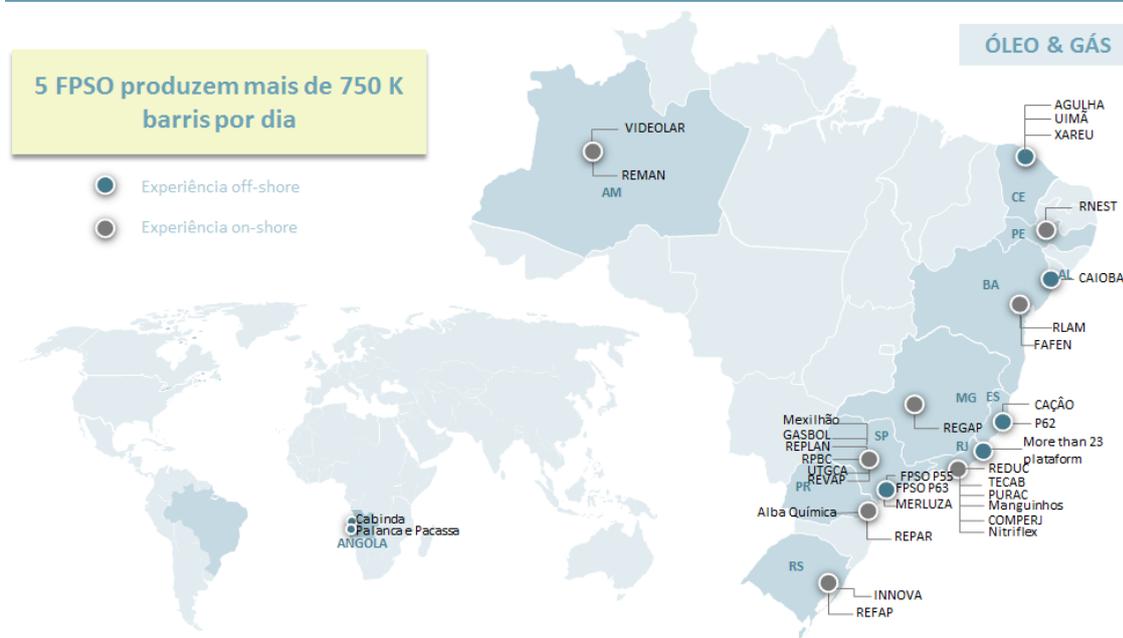
- UTGCA – Tratamento de Gás & Unidade Terrestre de Pipeline
- REDUC Unidade de dessulfurização hydro (HDS)
- REDUC PLANGÁS
- UPCGN – Alargamento
- UPCGN III – Unidade de Processamento de Gás Natural Condensado
- UTGR – Unidade de Tratamento e Refinaria de Gás – U230
- INNOVA fábrica Etil-benzeno
- REDUC Regeneração Unidade de Tratamento Cáustico (UTCR)
- PPTBV – P55 e PPTBV – P63
- Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro COMPERJ (UPGN)
- Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro COMPERJ (URE)
- Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro COMPERJ (HDT)
- PNBV – P75 & P77
- Petrobras CCI
- Tupi BV
- Modernização e manutenção – P38, P40, P51, P52, P54, P55, P56
- Modernização e manutenção – Merluza, UTGCA e Mexilhão
- Modernização e manutenção – UO-BC plataformas fixas
- SCGI – P50

ÓLEO & GÁS



Fonte: Companhia

Figura 62: Credenciais IOG



Fonte: Companhia

### Instalações operacionais com capacidade de produção e manufatura de equipamentos com altíssima complexidade

Araraquara: A Planta de Araraquara é a principal base operacional do Grupo Inepar e uma das mais completas bases industriais para a manufatura e montagem de equipamentos da América Latina.

Por essa fábrica já foram produzidos quase 25% de todos os equipamentos de hidrogenação instalados no Brasil e muito foi exportado para a Ásia. Itaipú, Tucuruí, Belo Monte, e a Usina das Três Gargantas na China são exemplos do nível de robustez e confiabilidade dos equipamentos produzidos em Araraquara.

Equipamentos para processos fazem parte do portfólio de alta complexidade já desenvolvidos nesta planta, vasos de compressão, esferas de pressão, equipamentos para exploração de petróleo em águas profundas e ultra profundas, e também equipamentos para as principais refinarias de petróleo da Petrobras instaladas pelo Brasil.

Para o setor de mineração, foram construídos equipamentos para os principais projetos de mineração dos últimos anos, caso do Projeto Casa de Pedra da CSN. Equipamentos de movimentação de materiais para portos e usinas hidro elétricas.

A planta de Araraquara se destaca em relação ao mercado, pela sua capacidade de atender diferentes setores da economia na mesma área e com altíssima performance.

Charqueadas: No Rio Grande do Sul a IESA Óleo & Gás adquiriu um terreno de 350 mil m<sup>2</sup> no município de Charqueadas, às margens do rio Jacuí, visando participar de forma ativa dos contratos de módulos para as plataformas de petróleo chamadas de “replicantes”. Nesta unidade



produtiva a IESA Óleo & Gás investiu R\$ 100 milhões para o desenvolvimento de um polo de fabricação de módulos para as novas plataformas de Petróleo que serão utilizadas para o desenvolvimento dos novos campos de petróleo do pré-sal.

Atualmente o Pólo Naval do Jacuí é o maior centro de construção de módulos para plataforma de Petróleo do Brasil, com capacidade de montagem de 24 módulos ao mesmo tempo, em plena capacidade, e com área de *load-out* dos módulos no rio Jacuí através de balsas para serem levados até os estaleiros onde serão instalados e conectados aos outros equipamentos de processo que compõe a FPSO.

De todas as empresas que foram selecionadas para o desenvolvimento dos contratos de módulos para plataformas replicantes, a IESA Óleo & Gás foi a única que fez um investimento pesado para o desenvolvimento de uma estrutura que suportasse não só os contratos vigentes mas que tivesse capacidade de fornecer de forma contínua ao mercado tornando-se uma fábrica de módulos e não somente um canteiro para entrega do contrato existente.

Macaé: O município de Macaé, Rio de Janeiro, próximo a Campos de Goytacazes, passou por intensas modificações nos últimos 10 anos quando se tornou o principal pólo de apoio às plataformas de petróleo instaladas na Bacia de Campos. Nele estão instalados o principal aeroporto que dá suporte logístico aéreo, via helicópteros, para o transporte de pessoal para as plataformas instaladas a 200/250 km da costa. Em Macaé também está instalada a base de logística marítima, com um porto que atende a maioria das embarcações que fazem o suprimento de equipamentos, peças e alimentação para as plataformas.

A IESA Óleo & Gás tem instalações próprias no município, que contam com o instrumental, oficinas, pipe-shop e estrutura administrativa, totalmente focada nas operações de manutenção e modernização de plataformas de petróleo na bacia de campos.

### **Capacidade de estruturar parcerias estratégicas com players líderes em tecnologia**

Uma das principais características do Grupo Inepar é sua capacidade em criar relacionamentos de longo prazo com empresas que apresentam relevantes diferenciais tecnológicos. Tal afirmação é comprovada desde sua fundação, quando a parceria com a Westinghouse lhe permitiu entrar no mercado de compensação reativa. Já a parceria desenvolvida com a GE na década de 90, abriu ao grupo o mercado de hidrogenação de energia elétrica. E atualmente, a parceria tecnológica com a Andritz, uma das principais empresas do setor de equipamentos para geração de energia elétrica do mundo.

O Grupo mantém uma estratégia contínua de identificar empresas que tragam complementariedade ao seu já consolidado portfólio de produtos e serviços, visando com sua capacidade técnica e operacional instalada, poder acessar de forma mais ampla as oportunidades existentes no mercado.

No setor de transportes a Inepar formalizou em 2013, através de sua subsidiária, IESA Transportes S.A., uma parceria tecnológica com a empresa Hyundai Rotem, empresa Coreana, ligada ao Grupo Hyundai, responsável pela construção e montagem de trens para uso no transporte público. Por meio desta parceria, a IESA Transportes participou de licitações no mercado nacional sendo vitoriosa em dois processos ficando responsável pela montagem de composições para a CPTM em



São Paulo e também para o Metro de Salvador, uma PPP entre a CCR e o governo estadual da Bahia.

A IESA Óleo & Gás, por meio da parceria com outras grandes empresas do setor de construção pesada, tem sido referência no setor de Óleo & Gás nos contratos de construção e montagem de plataformas de Petróleo, já tendo participado de mais de 7 projetos de remodelação de petroleiros antigos e de novas unidades.

#### **Presença do Grupo Inepar como diferencial do ambiente de negócios**

O programa de conteúdo nacional foi implementado pelo governo brasileiro, diretamente por meio da Petrobras, seguindo as instruções da ANP e do BNDES, em que todos os investimentos da Petrobras e dos projetos financiados pelo BNDES devem conter no mínimo 60% de conteúdo nacional.

O programa de conteúdo nacional atua como porta de entrada de empresas estrangeiras para se estabelecerem em cadeias produtivas de alto valor econômico para o país. Nesse contexto, o Grupo Inepar se torna requisitado para o desenvolvimento de parcerias e troca de tecnologias. Nos últimos anos vários grupos empresariais internacionais, entre eles grupos industriais chineses demonstraram interesse em desenvolver parcerias estratégicas e operacionais e em casos mais extremos, abrir uma negociação de aquisição total de empresas do grupo.

Enfim, contratos de transporte público, assinados por meio da IESA Transportes, contratos de fabricação de módulos para plataformas de petróleo do Pré-sal, contratos para construção de refinarias são casos onde as regras de conteúdo nacional beneficiam empresas sediadas no Brasil.

## 5.2. Redução Contínua de Custos e Despesas e Plano de Melhoria Operacional e Comercial

Um dos objetivos que o grupo vem buscando incansavelmente neste processo de reestruturação de suas operações é a readequação de seus custos/despesas; melhores práticas de gestão na administração; reformulação do planejamento e controle de estoques; maior foco na fábrica, buscando mapear gargalos produtivos, criar processos, procedimentos e indicadores operacionais para aumentar a produtividade operacional; e um novo foco de ações comerciais.

Essas ações vêm sendo desenvolvidas durante o ano de 2014 e serão aceleradas em 2015 com a retomada da capacidade financeira do grupo permitindo, sua aceleração e consolidação.

### 5.2.1 Projetos de Gestão, Redução de Custos/Despesas em Implementação

Figura 63: Análise dos projetos de redução de custos/despesas e aumento de produtividade

(i)	INTEGRAÇÃO DAS ATIVIDADES DE ADMINISTRAÇÃO EM ARARAQUARA E CONSOLIDAÇÃO DE ÁREAS
(ii)	DESENVOLVIMENTO DE KPIS E IMPLEMENTAÇÃO DE NOVAS POLÍTICAS DE GESTÃO DE PESSOAS
(iii)	GESTÃO PRÓXIMA E COLABORATIVA DE CADA ÁREA FUNCIONAL VIA COMITÊS E NOVA FERRAMENTA DE CONTROLE E PLANEJAMENTO FINANCEIRO
(iv)	INTEGRAÇÃO DO SAP NO PROCESSO PRODUTIVO, MELHOR GESTÃO DE <i>SUPPLY CHAIN</i> E OTIMIZAÇÃO DO PLANEJAMENTO E CONTROLE DE ESTOQUE VIA INTEGRAÇÃO
(v)	CENTRALIZAÇÃO E NEGOCIAÇÃO DE CONTRATOS COM FORNECEDORES
(vi)	ELIMINAÇÃO DO TERCEIRO TURNO E REDUÇÃO DA OCIOSIDADE
(vii)	INVESTIMENTOS NA FÁBRICA PARA MODERNIZAÇÃO, MELHORIAS DE PRODUTIVIDADE E ELIMINAÇÃO DE GARGALOS

Fonte: Companhia; Brasil Plural

- I. Com o intuito de reduzir custos e despesas, a nova gestão da companhia optou por integrar todas as atividades administrativas, de finanças, recursos humanos, jurídicas, entre outras, em Araraquara.

Ainda nesse processo de integração das atividades o Grupo iniciou um programa de consolidação de áreas, por exemplo: a engenharia de projetos que antes era separada por setor de atuação, foi unificada, e o outsourcing foi absorvido pela área de suprimentos.

Essas ações de centralização e redução de custos administrativos já implementadas e em curso devem trazer uma economia anual de quase R\$ 50 milhões de reais sem contar os ganhos em sinergia das áreas técnicas atualmente separadas.

Apesar de já ter obtido resultados positivos, o maior desafio ainda não foi inteiramente solucionado. O Grupo atualmente está em fase de implementação da integração das atividades e análise constante de que segmentos tratar como foco, o que requer um



exercício diário para compreender qual o melhor quadro de funcionários para a companhia e responsabilidades de cada colaborador.

- II. Outro projeto que está em fase desenvolvimento é o de criação de índices de produtividade e qualidade do trabalho. Esses índices deverão ser responsáveis por criar uma cultura meritocrática e de desenvolvimento profissional dos funcionários, de forma a criar um ambiente propício para a geração e identificação de novos líderes dentro da empresa. Alguns métodos que deverão ser implementados são o KPI (key performance index), avaliação 360º e o Balanced Score Card, sistemas de avaliação de performance individual e coletiva das equipes/alinhamento estratégico.

Para desenvolver esse ambiente será necessário criar, na atual equipe de gestão de pessoas, uma cultura propícia para identificação de potenciais líderes em cada área do Grupo e incentivos para o desenvolvimento dessa aptidão. Indicadores de motivação e satisfação na empresa também estão sendo monitorados mensalmente, pois se sabe que o maior ativo de uma empresa são seus colaboradores, que ao estarem motivados e alinhados ao objetivo final dessa reestruturação, que consiste em preservar e gerar valor para seus trabalhadores, credores, clientes e comunidade, ajudarão a recolocar a Inepar à sua posição de destaque e liderança no desenvolvimento do Brasil.

- III. Nessa linha, a comunicação e transparência está sendo estimulada e trabalhada semanalmente pelo novo CEO da Inepar que realiza reuniões com o pessoal administrativo e da produção, em encontros chamados “desenvolvendo a recuperação” e “acompanhando a recuperação”.

Ainda sobre o tema de gestão, dentre os novos ritos na Inepar, destacam-se os comitês semanais que ocorrem entre o novo management e cada equipe funcional: Comitê de Gestão de Pessoas, Finanças, Estratégia/Comercial, Operações com presença do pessoal de fábrica e Jurídico.

Além dos ritos que estão dando uma nova vida à empresa, a cultura de transparência está sendo catalisada por mudança de alguns símbolos, como a retirada de divisórias nas áreas administrativas e “derrubada” das paredes de salas da diretoria.

Nessa nova cultura, os funcionários da fábrica também participaram de decisões e serão fundamentais no desenvolvimento dos KPIs e propostas de melhorias.

A Inepar, também, planeja desenvolver ferramentas de gestão de caixa consolidado do Grupo, construído gradualmente por cada atividade, de modo que cada gestor seja responsável por apresentar suas projeções e comparar o orçado vs. o real, com explicações sobre os desvios e ações de contenção. Tal atividade será de responsabilidade de um novo CFO, e deverá ser desempenhada semanalmente. Enfim, a Inepar terá uma visão de planejamento, controle e mensuração de resultados mais ampla e confiável de suas finanças. Essa ferramenta/monitoria ajudará o Grupo a ter maior previsibilidade de períodos de escassez de caixa em uma determinada atividade e como/quanto as outras atividades poderão socorrer uma a outra harmoniosamente, desde que haja retorno.

- IV. A partir da integração do sistema SAP no processo produtivo, junto com os investimentos nos atuais gargalos, a Inepar garantirá uma análise mais profunda de quais são os novos



gargalos do sistema produtivo e preparar implementações para contorná-los. A integração do SAP no processo produtivo também permitirá analisar possíveis perdas de matérias primas em cada uma das atividades e realizar projetos específicos para que essas perdas sejam readequadas/ reduzidas.

Em busca de maximizar o caixa da companhia, o Grupo iniciou ao longo do segundo semestre de 2014 um projeto para a unificação do estoque de forma que o mesmo seja sempre mantido em níveis adequados e no mix ideal. Para isso todos os responsáveis possuirão, por meio do SAP, conhecimento e previsibilidade do estoque total, ao passo que, os pedidos apenas serão realizados quando necessários, de forma organizada/em compras conjuntas para maximizar o ganho no preço pelo “lote de compra” e obter melhores condições de negociação.

Para que esse projeto obtenha sucesso foram estabelecidas as seguintes tarefas: (a) unificação de séries de identificação dos produtos em estoque; (b) projeção minuciosa de peças com timeline de utilização a serem utilizadas em cada projeto; (c) estudo / implementação de métodos de realização de pedidos de forma a reduzir custos envolvidos e ganhar escala no volume pedido; (d) aplicação dos métodos Kaizen, Kanban e parte dos princípios que sejam aplicáveis do *Just in Time*; (e) integração das áreas de compras, produção e comercial via chancela para um Supply Chain independente que permitirá a Inepar ter maior controle de estoque de matéria prima e de produtos em processo; (f) maior utilização dos serviços SAP de ERP que propiciará uma maior integração entre as áreas de compras, produção e comercial; e (e) definição de uma equipe de gerenciamento do estoque de segurança mínimo e análise de desperdícios de matéria-prima em projetos.

- V. Como forma de reduzir custos e fortalecer relacionamentos comerciais está sendo desenvolvido pelo Grupo um processo de centralização do relacionamento com seus fornecedores. Nesta nova etapa, a empresa terá um núcleo de compras que ficará responsável pela padronização dos suprimentos, cadastramento dos mesmos no ERP da empresa a fim de conseguir obter, no conjunto de seus projetos, a gestão de suas compras de forma mais eficiente. O resultado deste processo é uma política de estoque mínimo que será desenvolvida, onde cada projeto acessará um estoque unificado da empresa. Com este ganho de escala na aquisição de suprimentos, espera-se obter um ganho significativo de preço junto aos fornecedores, que aliado a recuperação de seu crédito, fará com que a empresa também obtenha melhores prazos de pagamento, diminuindo sua necessidade de capital de giro de curto prazo.
- VI. Supressão do terceiro turno e redução da ociosidade. Ao longo de 2014 a fábrica de Araraquara trabalhou em três turnos devido a gargalos em algumas atividades do processo de produção, principalmente usinagem. Esses gargalos além de gerarem custos extras (transportes dos funcionários, novo turno de refeitório, energia, água, entre outros) também são responsáveis por criarem ociosidade em outras atividades da produção ao longo dos outros dois turnos, ociosidade essa que supera 20% do tempo disponível dos funcionários relacionados a essas áreas. Para eliminar os custos atrelados ao terceiro turno e reduzir a ociosidade de outros processos fabris a companhia necessitará realizar investimentos, em certas atividades da fábrica.



- VII. Com o intuito de melhorar a performance e competitividade da fábrica de Araraquara o Grupo Inepar pretende investir na modernização e manutenção da mesma. Para isso o novo management criou um projeto de entendimento das principais necessidades fabris. Foram analisados focos de gargalos, como a atividade de usinagem, e atividades que poderiam contribuir para a obtenção de uma margem bruta maior do que a atual, sendo essa última de extrema importância para que a Inepar consiga retomar projetos em setores nos quais a companhia perdeu competitividade, por exemplo o de retomadoras e empilhadeiras para o setor de minério.

Destes investimentos cerca de 70% serão destinados a atividades que atualmente geram gargalos na produção. A partir desses investimentos espera-se que esses gargalos sejam eliminados e que a ociosidade já descrita nesse plano seja reduzida.

Apesar do investimento não ser tão grande quando comparado ao tamanho de faturamento que o Grupo possui, ele se torna difícil em momentos de baixa liquidez como o que o Grupo Inepar enfrenta. Com isso a companhia estima que esses investimentos apenas poderiam ser iniciados após a aprovação do plano e com a entrada de novos financiamentos ou venda de ativos.

Esses investimentos podem gerar um retorno interessante de curto prazo, e caso novos projetos sejam garantidos seu payback poderia ocorrer em menos de 5 anos, prazo considerado bom para empresas dedicadas ao setor de infraestrutura.

Figura 64: Análise dos investimentos fabris necessários



Fonte: Companhia



Figura 65: Lista de investimentos fabris planejados na retomada

Empresa	Tipo de Investimento	Descrição do CAPEX
IESA Projetos	Renovação	Mandrilhadora 5 eixos CNC
IESA Projetos	Renovação	Fresadora 5 eixos CNC
IESA Projetos	Renovação	Calandra
IESA Projetos	Renovação	Estação Total - Laser
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Máquina de Solda Mig Mag
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Máquina de Grafite 1200A
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Máquina de Grafite 750A
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Multímetro de Precisão para Corrente
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Equipamento medidor de Ferrita - Ferriscope
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Forno para Calibração de Termopares, Controladores e Registradores de Temperatura
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Manômetro Padrão Digital
IESA Projetos	Crescimento de Escopo	Bobina padrão Calibração Alicates Volt Amper.
IESA Projetos	Manutenção	Aparelho de Ultrassom Convencional USM
IESA Projetos	Manutenção	Cabeçotes de ultrassom
IESA Projetos	Manutenção	Meghometro Digital AVO de 5 KV
IESA Projetos	Manutenção	Retrofite da Máquina Tridimensional
IESA Projetos	Manutenção	Sistema de Cond. de Ar com Controle de Temp.
IESA Projetos	Manutenção	Alicates Volt. Amperímetro digita
IESA Projetos	Manutenção	Multímetros digitais Fluke
IESA Projetos	Manutenção	Padrão de Dureza Vickers
IESA Projetos	Manutenção	Padrão Resistivo Calibração de Máquinas de Solda
IESA Projetos	Novos Mercados	Aparelho Automatizado Ultrassônico
IESA Projetos	Novos Mercados	Máquina de Arco submerso com Manipulador
IESA Projetos	Novos Mercados	Mesa posicionadora 20 Ton.
IESA Projetos	Novos Mercados	Aquisição Laser Tracker - I-13025-F
IESA Projetos	Novos Mercados	Trator de Solda Arco Submerso
IESA Projetos	Novos Mercados	Mesa posicionadora 3 Ton.
IESA Projetos	Novos Mercados	Máquina de Solda Tig
IESA Projetos	Novos Mercados	Calibrador de Torquímetro
IESA Projetos	Novos Mercados	Fontes para Arco Submerso - I-13020-F
IESA Projetos	Novos Mercados	Durômetro Portátil
IESA Projetos	Novos Mercados	Aparelho pneumático p/ teste de aderência tinta
IESA Capacitores	Manutenção	Ponte Schering - Tettex
IESA Capacitores	Manutenção	Gerador de impulso para laboratório
IESA Capacitores	Manutenção	Guilhotina e vincadeira de papéis para empacotamento
IESA Capacitores	Manutenção	Equipamentos para laboratório de ensaios
IESA Capacitores	Manutenção	Ponte Schering - China (Back-up)
IESA Capacitores	Manutenção	Pintura fábrica
IESA Capacitores	Manutenção	Empilhadeira para içamento de capacitores/reatores
IESA Capacitores	Manutenção	Secador de ar para autoclave
IESA Capacitores	Manutenção	Registrador gráfico sem papel
IESA Capacitores	Manutenção	Maçarico para solda do al estendido
IESA Capacitores	Manutenção	Carrinho hidráulico
IESA Capacitores	Manutenção	Medidor de camada de pintura
IESA Capacitores	Manutenção	Sistema de esteiras para movimentação na fábrica
IESA Capacitores	Manutenção	Sistema de exaustão para gases de solda da fábrica
IESA Capacitores	Manutenção	Mudança física do processo de pintura
IESA Capacitores	Manutenção	Restauração do piso da fábrica
IESA Capacitores	Manutenção	Eliminação das divisórias e substituição das danificadas
IESA Capacitores	Manutenção	Ferramentas para fábrica de capacitores
IESA Capacitores	Manutenção	Bancadas para fábrica
IESA Capacitores	Manutenção	Tocha de solda para máquina de solda
IESA Capacitores	Renovação	Sistema de impregnação individual
IESA Capacitores	Renovação	Eliminação sistema dataflex + criação módulo ass. Técnica
IESA Capacitores	Renovação	Equipamentos e controles para impregnação
IESA Capacitores	Renovação	Sistema para lavagem de caixas de capacitores
IESA Capacitores	Renovação	Bomba de vácuo para autoclave
IESA Capacitores	Renovação	Máquina de solda Tig
IESA Capacitores	Renovação	Bomba de óleo para sistema de aquecimento
IESA Capacitores	Renovação	Automação do processo de soldagem da bucha na tampa
IESA Capacitores	Renovação	Máquina de solda Tig
IESA Óleo & Gás	Manutenção	Máquinas e Equipamentos Industriais
IESA Óleo & Gás	Manutenção	Equip. de Informática
IESA Óleo & Gás	Crescimento de Escopo	Máquinas e Equipamentos Industriais
IESA Óleo & Gás	Crescimento de Escopo	Equip. e Móveis de Escritório
IESA Óleo & Gás	Crescimento de Escopo	Imobilizado em andamento

Fonte: Companhia



### 5.2.2 Ações comerciais

Apesar da alta qualidade dos serviços prestados e também da complexidade dos equipamentos desenvolvidos nas empresas do Grupo Inepar, a separação das atividades comerciais de forma independente na IESA Óleo & Gás e na IESA Projetos, com dois corpos de engenharia separados, também, fazia com que ambas empresas perdessem potenciais sinergias na venda conjunta de equipamentos e serviços. A centralização de todas as atividades de back-office na Inepar Indústria e Construções S.A, holding não operacional do grupo, e a centralização da inteligência de engenharia do grupo em um time integrado viabilizará que as atividades comerciais das empresas, que ainda permanecem segregadas, possam atuar com uma visão mais integrada, agregando em suas propostas ao mercado, toda a experiência que as empresas, antes separadas, carregavam.

Além dessa integração da inteligência de engenharia e comercial do Grupo, faz parte do plano de reorganização das empresas do Grupo a busca por parcerias nacionais e internacionais com o foco na ampliação do portfólio de produtos e serviços a serem ofertados ao mercado. Parcerias tecnológicas para atender o mercado de geração de energia, em seus outros segmentos, como eólico e nuclear, o mercado de movimentação de materiais para portos e mineração, a capacitação financeira da empresa para entrar em projetos Turn-key para setores como Óleo & Gás, petroquímico, industrial em geral, serão alguns dos focos desta remodelação comercial do Grupo.

O mapeamento de parceiros comerciais e tecnológicos na Ásia, Europa e Estados Unidos, serão a base para a reestruturação técnica e comercial do grupo. As políticas de conteúdo nacional, a competitividade, que uma reforma tributária tão necessária para o país, poderão trazer a estes relacionamentos estratégicos, permitirão ao grupo ampliar sua atuação podendo, até, retomar a produção em algumas bases que hoje estão inoperantes, como a de Magé, com total capacidade de fornecer equipamentos (trens e vagões).

Outro ponto importante que está em curso no processo de reestruturação do grupo é trazer ao corpo técnico do grupo uma visão de que a competitividade da empresa na busca de novos contratos está na união entre uma engenharia de altíssimo nível, mas voltada para resultados e processos produtivos, com a busca total pela gestão de custos e desperdícios. A conjunção destes fatores afeta diretamente os custos da empresa e a sua capacidade de ser competitiva em preço sem afetar sua rentabilidade.

Adicionalmente foram implementados grupos de trabalho entre as áreas comercial, controladoria, gestão de pessoas e produção. Um destes grupos está identificando quais produtos, de cada segmento que a Inepar atua, provê maior agregação de valor para o cliente. Com esse estudo em mãos, será possível, por meio do balanceamento dos estímulos de reconhecimento concedidos à equipe comercial entre critérios de volume vs. rentabilidade, aumentar a participação da Inepar nestes mercados, majorar a rentabilidade da empresa nos setores chave e criar um movimento positivo de desenvolvimento dos negócios.

O reestabelecimento das CNDs das empresas do grupo, durante o processo de recuperação judicial é um outro ponto importante que permitirá ampliar sua atuação comercial e relacionamento com clientes, muitos deles empresas de economia mista que impõem a necessidade de regularidade fiscal à empresa.

Outra necessidade que está sendo trabalhada pelo grupo é o reestabelecimento da capacidade de obter/apresentar fianças bancárias e apólices de seguro garantia necessários para a assinatura de contratos e liberação de antecipações realizadas pelos contratantes.

Também, o Grupo Inepar almeja, após o processo de reestruturação, ter uma estrutura de capital adequada e otimizada que lhe permita acessar linhas de crédito e garantias a custos competitivos, assim como ser classificada como uma fornecedora financeiramente equilibrada por seus clientes. Logo, tornando-se mais competitiva em cotações e licitações.

O processo de recapitalização do grupo por meio da venda organizada de seus ativos ou da busca de novos financiamentos deverá destinar parte dos recursos captados pelo Grupo Inepar para investimentos nos processos produtivos da planta de Araraquara e também investimentos em manutenção/capex na fábrica. Ao término desses investimentos a companhia possuirá um estabelecimento fabril mais flexível e competitivo, com maior produtividade, o que permitirá a companhia brigar/ganhar por um número maior de projetos. Com a implementação das mudanças propostas nesse plano de recuperação, a expectativa é que o Grupo Inepar volte a uma trajetória de crescimento sustentável, o que aumentará a utilização de sua capacidade fabril e, conseqüentemente, tirar maior proveito de sua alavancagem operacional.

Enfim, o Grupo Inepar está focado no restabelecimento da confiança de seus clientes, via alteração no management (já implementada), cumprimento de projetos remanescentes na carteira, e aporte de capital na operação via monetização de ativos e captação de novos financiamentos, que permitem à companhia superar os problemas atuais de liquidez, entre outras.



### 5.3. Monetização de Ativos *Non-Core* para Geração de Liquidez e Garantia de Entrega de Projetos

O ímpeto empreendedor do grupo e a visão empresarial de seus sócios, fez com que segmentos de negócios, não ligados diretamente às suas atividades core, fossem sendo agregados ao grupo.

Investimentos, como CBD, Innovida e Autódromo Internacional de Curitiba, entre outros, demonstraram-se bem sucedidos do ponto de vista financeiro, dado que foram ativos que valorizaram e poderão ser um dos vetores de recapitalização do grupo, porém estão totalmente fora do escopo atual do grupo na prestação de serviços em EPC e na manufatura de equipamentos.

A CBD é um exemplo claro dessa situação, um dos principais estaleiros instalados no Rio de Janeiro, adquirido em 2008, e que hoje é utilizado pela Petrobras para a construção e reforma de Plataformas de petróleo (FPSO). No momento de sua aquisição necessitou investimentos de aproximadamente 80 milhões para deixá-lo apto a ser entregue para a Petrobras, com quem o estaleiro havia assinado um contrato de locação por 20 anos. Esse investimento foi todo realizado impactando no fluxo de caixa da IESA Óleo & Gás, retirando caixa de projetos em andamento para um projeto que somente trará retorno ao capital investido daqui a 11 anos, quando a operação de securitização dos alugueis, realizada para liquidar a aquisição do estaleiro, for totalmente repaga aos investidores que aportaram recursos no CRI emitido.

Para que o grupo consiga retomar sua trajetória de crescimento e lucratividade estão previstas algumas operações de venda de ativos não *core* do grupo com a intenção de satisfazer a necessidade de caixa das empresas do grupo, em um cenário de retomada do crescimento.

O *timing* deste programa, mais acelerado, com chance de não se obter o melhor preço de venda para o ativo, ou mais estruturada, visando retirar o máximo de ganho com a venda do ativo, dependerá diretamente da forma como a liquidez/estrutura de capital do grupo estará após a aprovação do plano de recuperação judicial, bem como do sucesso do grupo na busca de novos recursos, “Novos financiamentos”, junto ao mercado financeiro.

O programa de venda de ativos terá como premissas:

- I. A ordem de venda dos ativos será definida conforme o status estratégico do ativo em relação às atividades *core* do grupo;
- II. A venda organizada destes ativos será definida pela necessidade de capital de giro para implementação do plano, buscando a oferta com o máximo valor e liquidez para o grupo;
- III. Recursos da venda de ativos sem restrições e/ou apontamentos serão utilizados, em parte, para liberar ativos com restrições e/ou apontamentos desde que utilizados para atração de novos empréstimos para capex/capital de giro;
- IV. Maximização do valor de venda do ativo através de um processo competitivo a mercado. Todos os ativos preferencialmente serão vendidos por meio de Unidades de Produção Independentes (UPI) conforme o artigo 60 da LRF.

#### 5.3.1 Ativos Alienados para Satisfação de Necessidade de Capital de Giro de Curto Prazo

- TIISA: venda da participação na TIISA para satisfação da necessidade de capital de giro do grupo e dação em pagamento para dívidas;

- AHI: venda da participação da IPM na AHI para ingresso no REFIS.

### **5.3.2 Ativos que Poderão ser Alienados para Satisfação dos Termos do Plano de Recuperação Judicial**

- Energisa MT: venda da participação da IIC na Energisa MT para pagamento de crédito garantia real previamente estabelecido;

- Imóvel de São Vicente: venda do imóvel de São Vicente/SP para pagamento de acordo trabalhista.

### **5.3.3 Ativos a serem Alienados para Suprir a Necessidade de Caixa do Grupo para Capex e Retomada do Crescimento**

- Imóvel do AIC (Autódromo): venda da participação da IAP no AIC com recursos destinados para capital de giro e baixa das restrições/apontamentos de ativos imobiliários do grupo, Magé e Curitiba;

- Inepar Capacitores: venda da participação na Inepar Capacitores também para satisfação da necessidade de capital de giro do grupo;

- Imóvel de Magé: venda do imóvel de Magé/RJ recursos destinados para capital de giro e pagamento de credores Classe I e Classe IV;

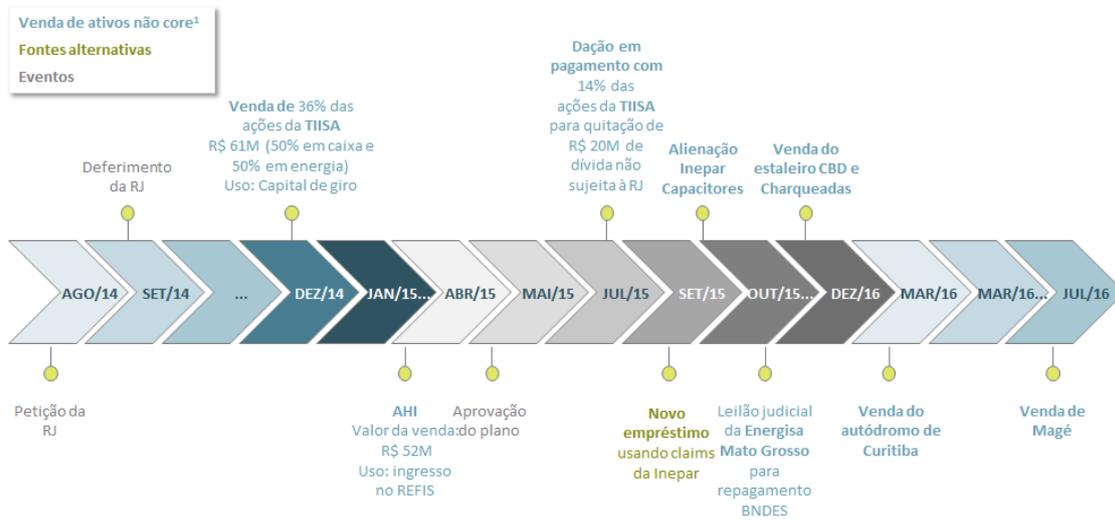
- Charqueadas: alienação de Charqueadas e utilização de porção dos recursos para repagamento de credor garantia real. Remanescente a ser destinado para capital de giro;

- CBD: venda da participação da IIC na CBD com recursos destinados para Classe I, capital de giro e *capex*.

A venda da participação da IIC na Innovida e a venda pela IAP do imóvel de Curitiba, caso seja necessário, somente ocorrerá em conjunto dado que a Innovida está instalada neste imóvel. Já a planta de Araraquara/SP permanecerá como principal ativo imobiliário do grupo dado que é a base de sustentação da estratégia de retomada do crescimento do grupo.



Figura 66: Modelo proposto de venda de ativos



Fonte: Companhia; Análise Brasil Plural

## 5.4. Melhora na Governança Corporativa

Atualmente a Inepar indústria e Construções S.A. está listada na Bolsa de Valores de São Paulo no nível 1 de governança corporativa. Como estratégia de elevar seu grau de transparência e governança corporativa, preparar a empresa para o desenvolvimento do plano de recuperação e buscar um maior grau de liquidez das ações negociadas no mercado, o Grupo Inepar ingressará no Novo Mercado.

**Figura 67: Comparativo entre os níveis de governança da Bovespa**

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)		No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez
Distribuições públicas de ações		Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"				Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos			Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)				Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia				Não há regra
Demonstrações Financeiras		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos		Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ON e PN; Ou 100% para ON e 80% para PN, até 09/05/2011	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento			Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado		Obrigatório		Facultativo	Obrigatório

Fonte: BM&F Bovespa

As principais motivações para a migração da empresa ao novo mercado são:

**Governança corporativa:** o processo de reestruturação do grupo Inepar por meio do pedido de recuperação judicial demandará por força dos potenciais movimentos da estrutura de capital da empresa a implementação de maiores níveis de controle e governança corporativa. A criação de um conselho fiscal, um conselho de administração serão o foco principal deste processo.

O conselho de administração, conforme regras da CVM demanda a participação de 2 membros externos além dos membros ligados aos acionistas. Estes conselheiros externos serão selecionados visando prover maior amplitude técnica e comercial às empresas do grupo.

**Transparência:** a contratação de uma auditoria renomada do mercado, e a ampliação na resolução das pendências apontadas no balanço já estão sendo foco da nova gestão do Grupo Inepar. Apoiado no fortalecimento de uma área de controladoria atuante e ligada diretamente ao conselho fiscal e à presidência do Grupo, o grau de controle e transparência das informações internas e publicadas ao mercado será fortalecida.

**Unificação das classes de ações da empresa:** a unificação das classes de ações visa facilitar o processo de ajuste profundo que a estrutura de capital da empresa necessita. A Conversões,



trocas de participação e movimentações societárias, são facilitadas pela existência de uma cota única de ações. Além disso a busca de uma cota única de ações também está relacionada a busca de uma maior liquidez destas ações no mercado. Enfim, uma classe única de ações garante isonomia de direitos a todos acionistas.

**Potencial maior valorização/múltiplos da empresa:** historicamente, empresas do mesmo setor, listadas no Novo Mercado, quando comparadas com empresas de outros níveis de governança tem apresentado um maior *valuation* na BOVESPA.

**Melhor acesso ao mercado financeiro e de capitais:** o nível de transparência e controle atingido pelas empresas listadas no novo mercado abrem uma nova oportunidade de captação de recursos junto ao mercado financeiro e de capitais. Estruturas de dívida diferenciadas, acesso a investidores mais especializados, recursos financeiros a custos mais competitivos e com prazos mais longos são algumas das vantagens obtidas.

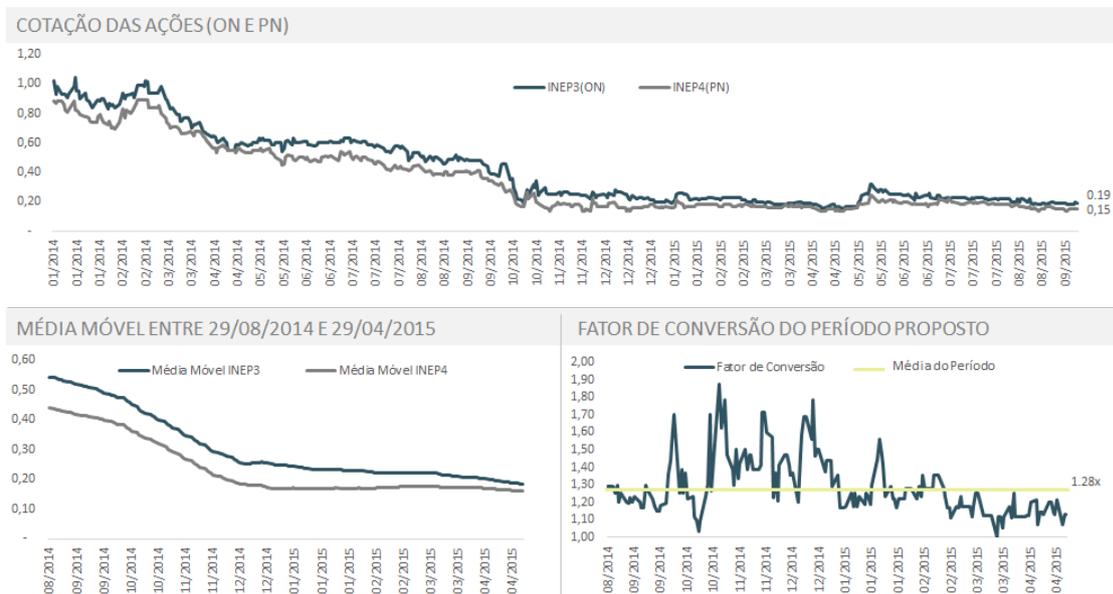
**Em relação ao processo de migração para o Novo Mercado** ele ocorrerá após a aprovação do plano e antes do processo de reestruturação das dívidas. Serão realizadas as seguintes atividades visando a migração da empresa para o nível mais elevado de governança corporativa da bolsa:

- I. Assembleia para aprovação da mudança de nível de governança na Bovespa e aprovação da constituição de um novo conselho conforme regulamentação;
- II. Solicitação da alteração do nível de governança junto à Bovespa;
- III. Aprovação CVM/Bovespa;
- IV. Empacotamento e migração das ações do nível 1 para o novo mercado.

Na figura 68 é apresentado um estudo indicativo para balizamento do processo de conversão das ações ON e PN atualmente negociadas em bolsa.

A razão de conversão entre as ações PN para ON foi constituída levando em consideração a relação de preços entre as ações PN e ON.

**Figura 68: Estudo indicativo da razão de troca das ações PN para ON**



Fonte: BM&F Bovespa

Conforme plano de recuperação judicial aprovado, o fator de conversão definido é de 1,28x, referente a razão das médias de cotação entre INEP3 e INEP4 durante 29/08/2014 e 29/04/2015. Nesse cenário, obtêm-se a composição acionária da empresa conforme indicado na figura 69.

**Figura 69: Estudo indicativo da migração da empresa ao Novo Mercado e novo quadro acionário**

ATUAL COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DO GRUPO INEPAR						
Acionistas	ON	ON (%)	PN	PN (%)	Total	Total (%)
Inepar Administração e Participações S.A.	22.824.235	57,2%	942	0,0%	22.825.177	22,2%
MDC Assessoria Empresarial S.A.	2.681.435	6,7%	1.304.778	2,1%	3.986.213	3,9%
Concordia S/A	2.405.492	6,0%	6.585.101	10,4%	8.990.593	8,7%
Fabio Roberto Baumfeld Isaack	0	0,0%	3.201.003	5,1%	3.201.003	3,1%
Outros	11.980.903	30,0%	52.044.334	82,4%	64.025.238	62,1%
<b>Total</b>	<b>39.892.065</b>	<b>100,0%</b>	<b>63.163.159</b>	<b>100,0%</b>	<b>103.028.224</b>	<b>100,0%</b>

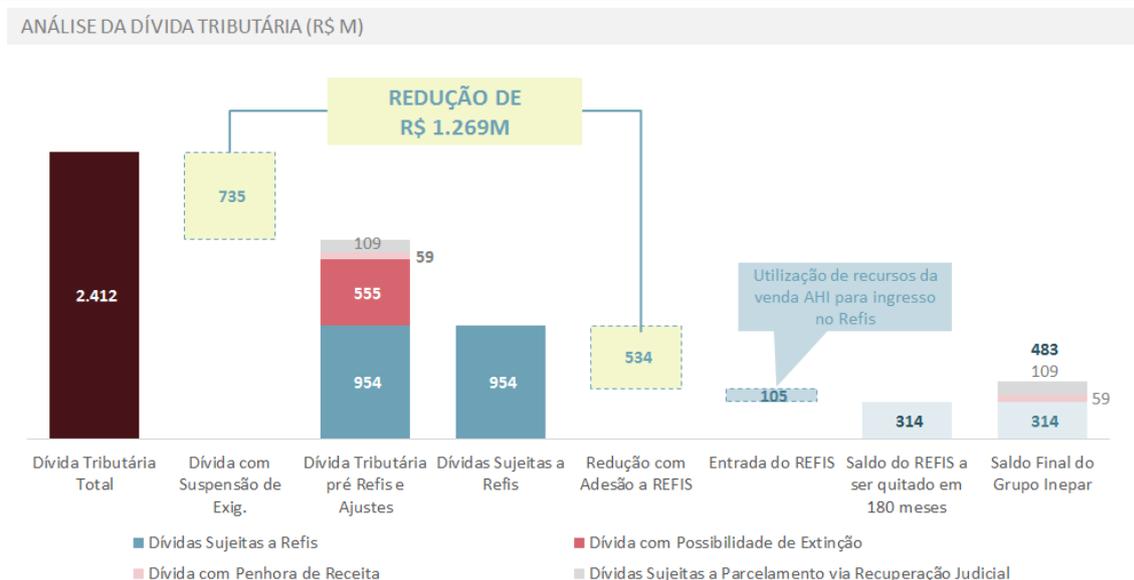
  

TAXA DE CONVERSÃO	DESENHO DE POSSÍVEL COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA – PÓS MUDANÇA PARA NOVO MERCADO		
<p><b>CONVERSÃO COM BASE NA MÉDIA ENTRE 29/08/2014 E 29/04/2015:</b></p> <p><b>1,28x</b></p>	Acionistas	ON (%)	
	Inepar Administração e Participações S.A.	22.824.969	25,6%
	MDC Assessoria Empresarial S.A.	3.698.360	4,2%
	Concordia S/A	7.537.825	8,5%
	Fabio Roberto Baumfeld Isaack	2.494.816	2,8%
	Outros	52.543.507	59,0%
	<b>Total</b>	<b>89.099.477</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: BM&F Bovespa - base acionária indicativa; Análise Brasil Plural. Nota: Estudo realizado em 16/09/2015

## 5.5. Solução do Legado de Passivos Tributários

Figura 70: Estratégia de readequação da dívida tributária (R\$ M)



Fonte: Freire Assis Sakamoto Violante Advogados

Aspectos Tributários Federais do Grupo Inepar: Dada a complexidade dos passivos tributários do Grupo Inepar que já envolviam uma série de negociações com o Fisco, valores significativos e diversos escritórios servindo ao Grupo, a nova administração da Inepar decidiu contratar em agosto de 2014, um escritório reconhecido e renomado no ramo tributário - Freire Assis Sakamoto Violante Advogados. Tal decisão foi tomada para que o Grupo Inepar tivesse uma visão mais centralizada e completa de seus passivos tributários, propiciando controle e a garantia de que fossem encontradas soluções integradas e vitais para a retomada e sustentabilidade do Grupo Inepar no médio-longo prazo.

O total do passivo fiscal federal conhecido das empresas do Grupo Inepar, tal qual apontado por extratos emitidos pela Receita Federal do Brasil e Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, é de R\$ 2.412 milhões, para agosto de 2014, assim distribuídos entre as empresas do Grupo:

**Figura 71: Passivo fiscal federal do Grupo Inepar**

Empresa	Dívida Atual sem Descontos
Inepar S/A Indústria e Construções	1.171.079.751
Inepar Equipamentos e Montagens S/A	438.790.470
IESA Projetos e Equipamentos e Montagens S/A	312.588.855
Inepar Energia S/A	78.377.303
Inepar Administração e Participações	242.911.069
IESA Óleo & Gás S/A	87.415.302
TT – Brasil	2.753.185
Sadefem	78.493.445
<b>Total Geral</b>	<b>2.412.409.381</b>

Fonte: Freire Assis Sakamoto Violante Advogados

Dos valores acima, é certo que R\$ 735 milhões gozam, atualmente, de suspensão de exigibilidade em razão da existência de defesas administrativas em curso (artigo 151, inciso III do Código Tributário Nacional). Abaixo, quadro-resumo desse valor distribuído por empresas:

**Figura 72: Passivo fiscal federal em processos administrativos**

Empresa	Valores Suspensos em razão de Processos Administrativos
Inepar S/A Indústria e Construções	599.982.795
Inepar Equipamentos e Montagens S/A	47.234.399
IESA Projetos e Equipamentos e Montagens S/A	30.717.437
Inepar Energia S/A	2.412.095
Inepar Administração e Participações	20.080.582
IESA Óleo & Gás S/A	22.005.642
Sadefem	12.859.812
<b>Total Geral</b>	<b>735.292.762</b>

Fonte: Freire Assis Sakamoto Violante Advogados

Outros R\$ 954 milhões também têm assegurada suspensão de exigibilidade pelo artigo 151, inciso VI do Código Tributário Nacional, tendo em conta a adesão, pelo Grupo, dos parcelamentos das Leis nºs 12.865/2013 e 12.996/2014, que outorgaram descontos bastante atrativos e, ainda, a possibilidade de liquidação total de multas (de ofício e de mora) e juros com uso de créditos de prejuízos fiscais e base de cálculo negativa da CSLL. Referido importe, após aplicados os descontos legais desses parcelamentos e também considerando a amortização de multas e juros com o uso dos créditos acima referidos, está reduzido a R\$ 419 milhões sendo R\$ 74 milhões, vinculados aos parcelamentos da Lei 12.865/2013 e R\$ 345 milhões vinculados aos parcelamentos da Lei 12.996/2014.

Os parcelamentos aderidos em conformidade com a Lei 12.865/2013, representam o dever de pagamento de prestações mensais no valor total de R\$ 411 mil, cada uma, corrigíveis pela SELIC acumulada mensalmente, a ser computada de forma simples e linear desde a data da adesão a esses parcelamentos, que se deu em julho de 2014.



Já os parcelamentos aderidos em conformidade com a Lei 12.996/2014, representam o dever de pagamento de prestações mensais no valor total de R\$ 1,342 milhões, cada uma, corrigíveis pela SELIC acumulada mensalmente, a ser computada de forma simples e linear desde a data da adesão a esses parcelamentos, que se deu em julho de 2014.

Importante pontuar, ainda, que a confirmação da adesão aos parcelamentos da Lei 12.996/2014 depende do pagamento de antecipações legalmente estipuladas em percentuais que variam de 5% a 20% do total da dívida a ser consolidada nesses parcelamentos, o que, para o caso, representa o dever de antecipação, até a data da consolidação desses parcelamentos, de R\$ 105 milhões, este que já está considerado no valor total de R\$ 314 milhões.

Para fazer frente a essas antecipações, o Grupo requereu junto à Procuradoria da Fazenda Nacional que fossem convertidos em renda da União os valores mantidos em depósito nos autos das Execuções Fiscais nºs 0001929-17.2003.403.6120, 0001878-06.2003.403.6120, 0007382-75.2012.403.6120, 0004747-87.2013.403.6120 e 0000776-80.2002.403.6120, com observância dos códigos de receita de cada parcelamento aderido. O pedido foi indeferido administrativamente, tendo o Grupo impetrado, em 04/11/2014, o Mandado de Segurança nº 0010775-37.2014.4.03.6120, este que foi distribuído à 1ª Vara Federal da Seção Judiciária de São Paulo, Subseção de Araraquara. Foi deferida medida liminar para reconhecer o direito do uso de depósitos judiciais na liquidação das antecipações, com afastamento do artigo 9º, §8º da Portaria Conjunta PGFN/RFB nº 13/2014. A decisão obtida foi informada em cada uma das Execuções Fiscais aqui referidas a fim de que seja concretizada a apropriação do montante depositado na liquidação das antecipações aqui tratadas. Importante salientar que a PGFN já se manifestou favoravelmente ao pleito do Grupo nos autos dos ditos processos executivos, de sorte que a conversão já ocorreu.

## 5.6. Melhor Gestão e Controle de Pleitos e Processos Judiciais

Como política historicamente adotada pela empresa, o Grupo Inepar não costumava cobrar seus clientes por inadimplências ou por necessidade de reajustes contratuais não reconhecidos pelos mesmos, com receio de que após as demandas administrativas se transformassem em demandas arbitrais e/ou judiciais, o Grupo Inepar sofreria severas restrições em novos processos ou enfrentaria profundas dificuldades na manutenção das atividades em curso.

A partir de 2003, o Grupo Inepar modificou a ótica sobre suas carteiras inadimplidas, passando a adotar uma política de cobrança mais incisiva inclusive ajuizando cobranças judiciais até que, em 2006, adotou um modelo de terceirização e gestão destes ativos, contratando a MDC Assessoria Empresarial S.A., com sede em Curitiba, Estado do Paraná, para efetuar serviços de consultoria, planejamento, administração e gestão financeira de recebíveis do grupo.

Além disso a empresa vem adotando um controle mais rígido de todos os processos:

- Melhor documentação das origens e causas dos pleitos;
- Criação de equipe especializada e exclusiva para tratamento e estudo dos pleitos;
- Criação de mecanismos quantitativos para aumentar assertividade na cobrança de claims.

O Grupo Inepar adotou um sistema de classificação destes ativos que varia de P0 a P22, dependendo da fase de negociação/estruturação e do tipo de ativo envolvido, conforme abaixo:

**Figura 73: nova classificação de pleitos promove maior controle e assertividade**

CLASSIFICAÇÃO	STATUS, NOVA CLASSIFICAÇÃO PROMOVE MAIOR CONTROLE E ASSERTIVIDADE
P0-AF:	AVANÇO FÍSICO NÃO COBRADO
P0-EV:	EXPECTATIVA DE VENDAS
P0-PL:	CLAIMS APRESENTADOS E NÃO COBRADOS
P0-OUT:	OUTROS ATIVOS DE ORDEM NÃO OPERACIONAL
P1:	ATIVOS COBRADOS E LIVRES DE QUALQUER PENDÊNCIA
P2:	TÍTULOS A SEREM LEVADOS A PROTESTO
P3:	EVENTOS CUMPRIDOS, MAS NÃO FATURADOS POR RAZÕES ESTRATÉGICAS OU RETIDOS PELO CLIENTE
P4:	PENDÊNCIA TÉCNICA
P5:	EVENTOS DE TRADIÇÃO FUTURA
P6:	EM ANÁLISE PELO JURÍDICO DA IESA
P7:	PROCESSO EM FASE DE PREPARAÇÃO DE DOSSIÊ PARA ENCAMINHAMENTO DE EXECUÇÃO/JUDICIAL
P8:	PROCESSOS EM ANÁLISE COM DR. PEREGRINO <sup>1</sup>
P9:	PROCESSOS JUDICIAIS AJUIZADOS OU EQUIVALENTES COM DIVERSOS ADVOGADOS (EXCETO Peregrino)
P8/P9:	PROCESSOS AJUIZADOS OU EQUIVALENTES COM DR. PEREGRINO NETO
P10:	JUROS OU CORREÇÃO POR ATRASO NO PAGAMENTO
P12:	FALTA CND/FIANÇA/SEGURO GARANTIA
P15:	MULTAS E GLOSAS
P16:	BAIXAS EM REGULARIZAÇÃO
P17:	ENCONTRO DE CONTAS
P20:	TERRENOS
P21:	EMPRESAS LIGADAS E COLIGADAS
P22:	POSIÇÃO DE ATIVOS EM CONSÓRCIOS

Fonte: Companhia e MDC

Os relatórios atualizados para agosto de 2014 apontam ativos totais contabilizados em R\$ 2.829.584.740, com valor atualizado estimado em R\$ 7.007.901.580,00. Deste montante total,



as classificações P0 e P1 totalizam R\$ 1.356.877.084, ou seja, recebíveis em fase administrativa aptos para eventuais cobranças judiciais e com maior expectativa de recebimento.

Estes pleitos descritos acima não contemplam os pleitos administrativos da IESA Óleo & Gás, que por manterem um perfil estritamente administrativo, permaneceram sob a gestão da empresa. O valor desses estimado para esses pleitos administrativos é de R\$ 1.295.754.589, dos quais a companhia possui a previsão de receber cerca de 33%, R\$ 430.351.654, no médio prazo. Essa expectativa com período mais extenso decorre do fato de a Petrobras, principal cliente da companhia, ter reduzido a previsibilidade de pagamento destes devido aos problemas de gestão de seu caixa dada a política de preço de combustíveis ao qual ela foi submetida pelo Governo Federal nos últimos 3 anos.

Dentre as várias medidas que a nova gestão está adotando para aperfeiçoar os controles e acompanhamentos destes processos, bem como recebimento de ativos jurídicos/pleitos, é a incorporação da MDC na Inepar S.A. Indústria e Construções, assimilando o histórico dos últimos 10 anos na negociação destes processos, agregando novos parceiros e escritórios de forma integrada com a equipe jurídica e técnica do Grupo Inepar em Araraquara.

Também está em curso uma auditoria com revisão dos processos já ajuizados, além da concentração de esforços para o ajuizamento de novos processos.

Dentre os processos judiciais em curso, com classificação P8, P9 e P8/P9, os classificados como prováveis ou possíveis destacamos também a expectativa de converter os seguintes ativos nos primeiros anos da recuperação judicial.

**Figura 74: Expectativa MDC de recebimento de pleitos**

Prazo	Valores atualizados (R\$)
Até 18 meses	R\$309.946.965,21
de 18 a 36 meses	R\$205.460.857,50
acima de 36 meses	R\$1.129.529.916,05
<b>Total Geral</b>	<b>R\$1.644.937.738,73</b>

Fonte: Freire Assis Sakamoto Violante Advogados

Os credores são majoritariamente empresas de grande porte, com patrimônio substancial e fluxo de caixa volumoso, o que acreditamos viabilizar estruturas de recebimentos e/ou eventuais acordos além é claro do próprio recebimento judicial. Dentre elas, Petrobras, Furnas, Andritz Hydro, CESP, CPTM, Anglo American, Gerdau, Copel, Norte Energia.

## 6. Projeções e Premissas: Estabilização e Crescimento

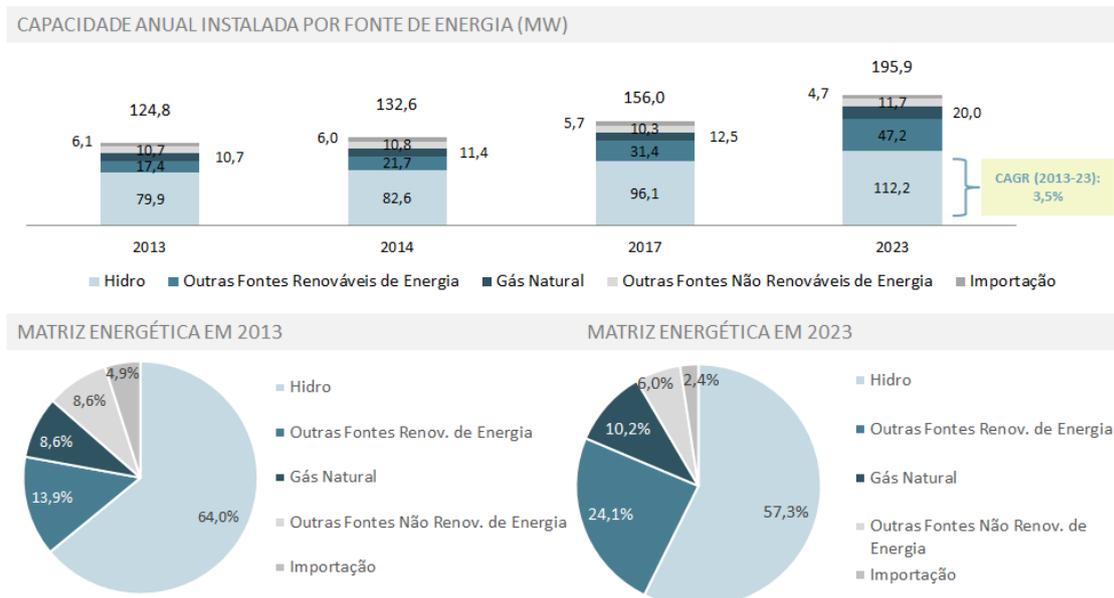
### 6.1. Projeções de Mercados

As projeções de mercado levadas em consideração para a definição das projeções econômico-financeiras do Grupo Inepar foram selecionadas com embasamento nos setores de atuação definidos como *Core* no capítulo 5.1 deste documento. Essas projeções têm como base estudos mercadológicos realizados pelo Banco Banco Plural, fontes secundárias e primárias, inclusive de consultorias especializadas e citadas no material.

#### 6.1.1 Mercado de Energia Hidrelétrica

A energia hidrelétrica é a principal fonte energética do Brasil. Segundo dados da EPE cerca de 69% da energia gerada hoje no país provem dessa fonte. Alguns dos principais motivos para o Brasil ter investido na matriz hidráulica ao longo dos últimos anos são: o baixo custo de geração de energia (custo marginal zero) e o vasto número de rios com quedas de águas no país. De 2010 a 2013 o Brasil teve um crescimento na geração de energia hidrelétrica de cerca de 2% ao ano, passando de 86.745 MW para 91.341 MW. Apesar de perder participação, de 2013 a 2023 a energia proveniente de usinas hidrelétricas crescerá a uma taxa anual composta de 3,5% até atingir 112.178 MW.

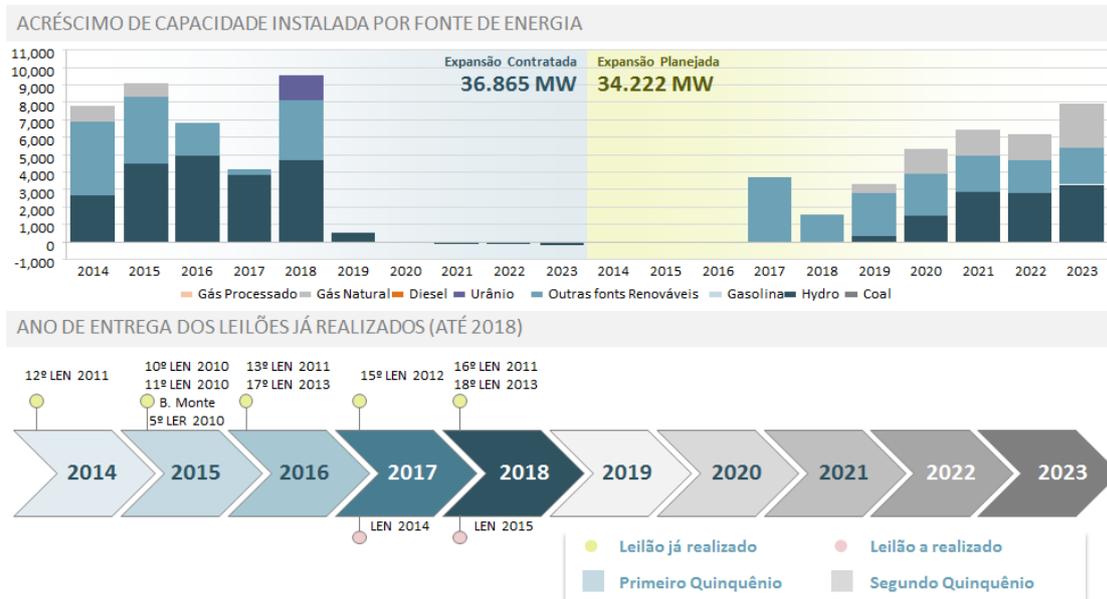
**Figura 75: O Brasil planeja investir R\$ 301 B até 2023 nos setores de geração e transmissão**



Fonte: Plano Decenal 2023; EPE

Para sustentar esse crescimento muitos dos projetos já leiloados deverão entrar em operação ao longo dos próximos anos, além de novas licitações que deverão ocorrer.

**Figura 76: 34,2 MW ou 1/3 da capacidade instalada no sistema serão contratados para entrega até 2023**



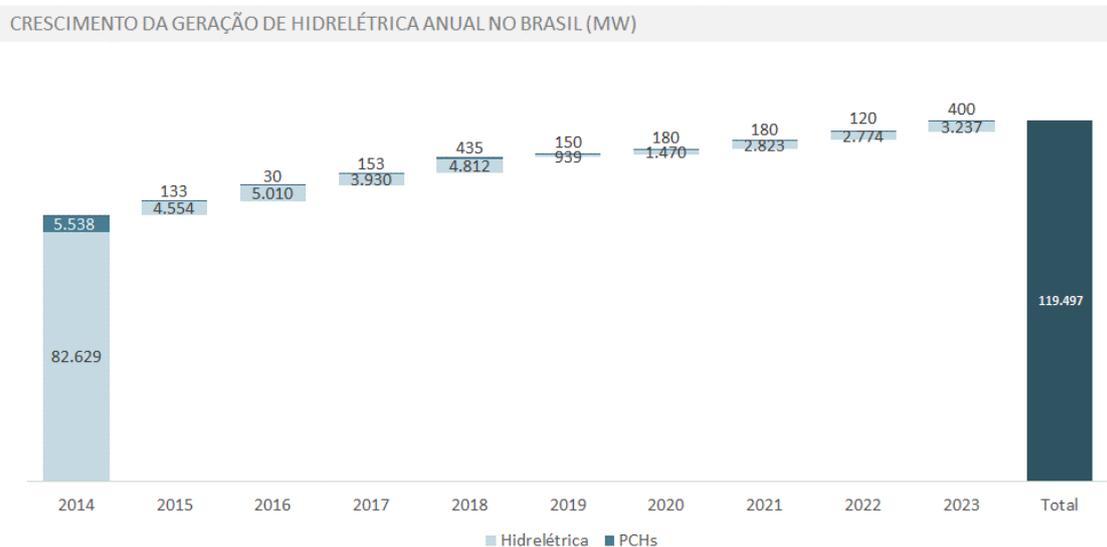
Fonte: Plano Decenal 2023; EPE

### Tamanho do Mercado

Para estimar o tamanho do mercado hidrelétrico no Brasil é necessário: (i) compreender a demanda que ingressará no mercado ano após ano e o volume de investimentos necessário para suprir essa demanda; (ii) identificar o momento de contratação de cada atividade; e (iii) calcular a distribuição dos custos por atividade de Capex.

#### I. Capacidade instalada que ingressará no mercado ano após ano

No plano decenal de 2023 o Brasil considera que a capacidade de matriz hidráulica instalada atingirá 124.213MW no ano de 2023. Para atingir essa projeção o país terá de elevar sua capacidade em 32.872MW.

**Figura 77: Crescimento de geração de energia das usinas hidrelétricas**


Fonte: Plano Decenal 2023

Atualmente, o custo médio para a produção de uma usina hidrelétrica é de R\$ 2,8M/MW, enquanto o de uma pequena central hidrelétrica (PCH) é de R\$5,4M/MW – dados esses estimados com valores fornecidos pelo PAC. Essa redução do custo por MW instalado se deve a ganhos de escala presentes em projetos maiores (a capacidade máxima de uma PCH é de 30MW).

**Figura 78: Estudo do custo médio de uma usina hidrelétrica/MW**

CUSTO DE USINA HIDRELÉTRICA/MW

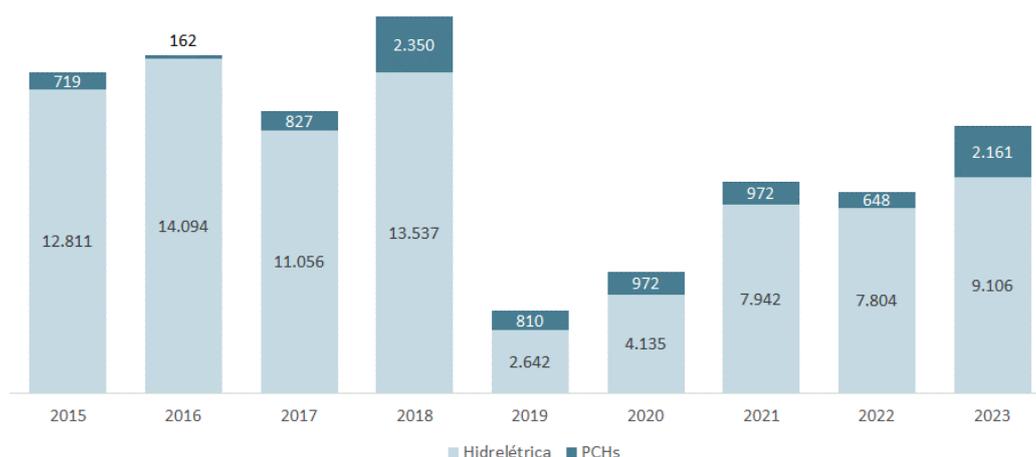
	MW	Custo (R\$)	Custo/MW
Usina Hidrelétrica - Ferreira Gomes	252	812.000.000	3.222.222
Usina Hidrelétrica - Jiráu	3,50	11.231.000.000	2.994.933
Usina Hidrelétrica - Belo Monte	11.233	28.861.480.000	2.569.347
Usina Hidrelétrica - Cólíder	300	1.270.000.000	4.233.333
Usina Hidrelétrica - Teles Pires	3.600	3.766.000.000	1.046.111
<b>Média</b>			<b>2.813.189</b>
PCH - Canaã	17	82.600.000	4.858.824
PCH - Inxú	21	133.000.000	6.456.311
PCH - Pirapora	25	122.207.000	4.888.280
PCH - Santa Cruz do Monte Negro	17	84.630.000	4.978.235
PCH - Galheiros I	12	52.750.000	4.395.833
PCH - Queixada	30	194.351.000	6.478.367
PCH - Salto Góes	20	115.210.000	5.760.500
<b>Média</b>			<b>5.402.336</b>

Fonte: PAC; EPE; Análise Brasil Plural

Desse modo, para estimar o volume aproximado de investimentos no mercado de matriz hidráulica, basta multiplicar o Capex/MW pela capacidade instalada adicionada anualmente.

**Figura 79: Volume de investimentos em matriz hidráulica**

VALOR DO INVESTIMENTO QUE INGRESSARÁ NO MERCADO POR ANO (R\$ M)



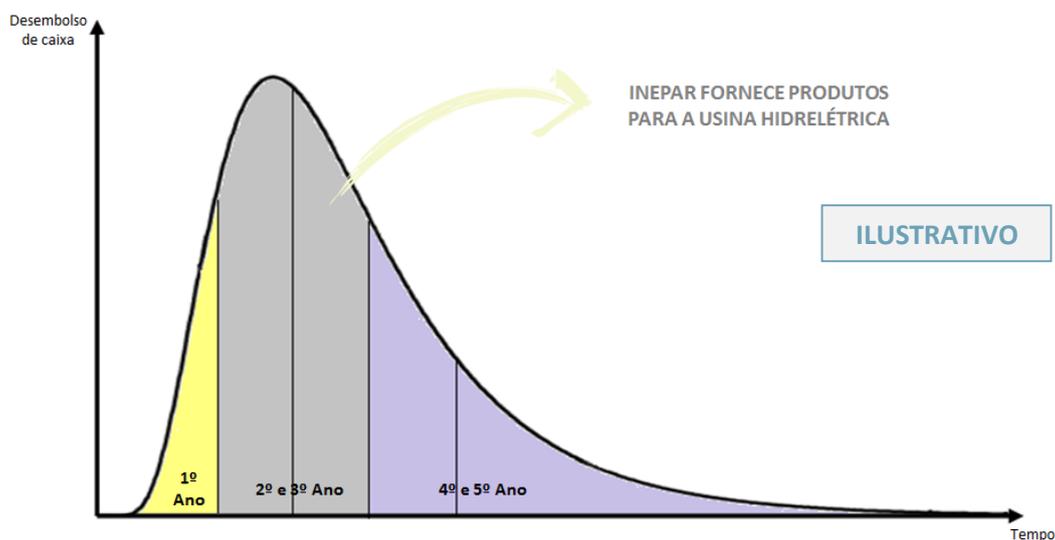
Fonte: Plano Decenal 2023; PAC; EPE; e análise Brasil Plural

## II. Momento de contratação de cada atividade

A contratação de projetos de usinas hidrelétricas e pequenas centrais hidrelétricas normalmente são realizadas no Ambiente de Contratação Regulada via leilões A-5, em que os vencedores possuem um período de 5 anos para comercializar a energia contratada. Normalmente, ao longo dos cinco anos, os empreendedores utilizam o primeiro ano para obter todas as certificações necessárias do projeto, no segundo e terceiro ano realizam a contratação das peças que compõem a usina, e no quarto e quinto ano se dedicam a instalação das peças.

**Figura 80: Gráfico de desembolso de um projeto de usina hidrelétrica**

CURVA DE DESEMBOLSO DE CAIXA EM PROJETOS DE USINAS HIDRELÉTRICAS/PCHS



Fonte: Análise Brasil Plural

Visto que a Inepar atua nesse segmento como fornecedora de peças para as usinas hidrelétricas, seus projetos devem ser contratados um ano após o leilão ou 4 anos antes de a usina entrar em atividade. Portanto para determinar o tamanho do mercado de peças para usinas hidrelétricas é necessário analisar a entrada planejada de energia hidrelétrica no sistema nacional projetada para quatro anos adiante. Por exemplo, a demanda de peças à Inepar em 2015 é correlacionada a quantidade de MW de capacidade instalada que ingressará no mercado em 2019.

### III. Distribuição dos custos por atividade

Segundo estudos da Inepar, a distribuição dos custos por atividade na implementação de uma usina hidrelétrica apresenta a seguinte quebra: custo com meio ambiente, 25%; obras civis, 40%; eletromecânicos, 28%; hidromecânicos, 5%; e movimentação de materiais, 2%.

Enfim, após entender a capacidade instalada de matriz hidráulica que ingressará no sistema ano após ano, o momento de contratação de cada atividade e a distribuição dos custos por atividade é possível estimar a demanda anual total de atividades relacionadas aos projetos hidrelétricos e sua composição.



Figura 81: Mercado hidrelétrico anual - dividido por atividade

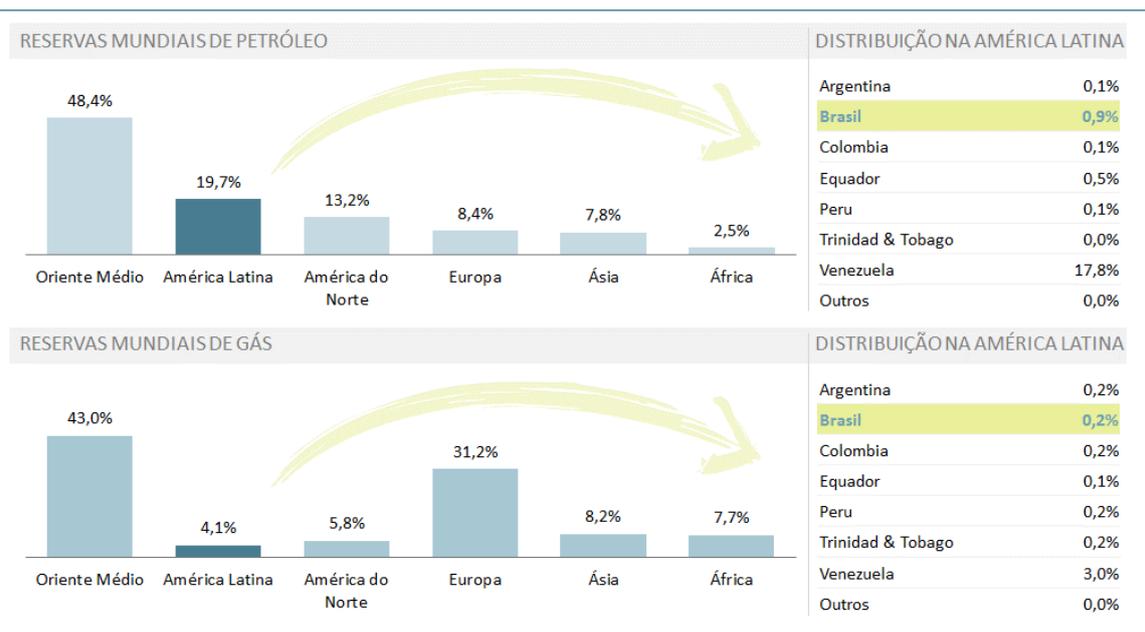


Fonte: Análise Brasil Plural

### 6.1.2 Mercado de Óleo & Gás

A EPE estima que a produção anual de petróleo no Brasil crescerá a uma taxa de 8,9% a.a. de 2013 a 2023, quando atingirá 258.599 mil tep. Desse modo, a partir da produção do pré-sal o Brasil, 13º colocado no ranking de produção de petróleo, poderá alcançar a 8º posição em 2020.

**Figura 82: Brasil possui a segunda maior reserva de petróleo da América Latina e a décima-quinta do mundo**



Fonte: Statistical Energy Review 2013

O potencial inexplorado está atraindo e gerando grandes investimentos para o país. Segundo a ANP, a demanda de investimentos para o pré-sal deverá superar USD 400 bilhões em materiais, equipamentos, sistemas e serviços, até 2020. As empresas instaladas no Brasil terão prioridade no fornecimento de bens e serviços para as crescentes atividades de Óleo & Gás no País com base na cláusula de conteúdo local constante dos contratos de concessão assinados pela ANP.

Figura 83: Demanda de investimentos no pré-sal até 2020



Fonte: PricewaterhouseCoopers – The Brazilian Oil & Gas production

A Petrobras almeja já em 2018 produzir 3,2 milhões de barris de petróleo por dia, sendo 52% no pré-sal. Para isso sua administração prevê investimentos de US\$ 220,6 bilhões para o período compreendido entre 2014 e 2018, subdivididos em seus diversos segmentos de atuação: Extração e Produção (E&P); Abastecimento; Gás & Energia; Internacional; Biocombustível; Distribuição; Engenharia, Tecnologia e Materiais; entre outros.

Figura 84: Investimentos previstos para os próximos anos



Fonte: PricewaterhouseCoopers – The Brazilian Oil & Gas production

Dentre os segmentos apresentados no quadro acima a IESA Projetos Equipamentos e Montagens atua diretamente no fornecimento de peças para os segmentos de upstream, midstream e

downstream, enquanto a IESA Óleo & Gás possui capacidade reconhecida para atuar com seu know-how em EPC (Engineering, Procurement and Construction) nos três segmentos.

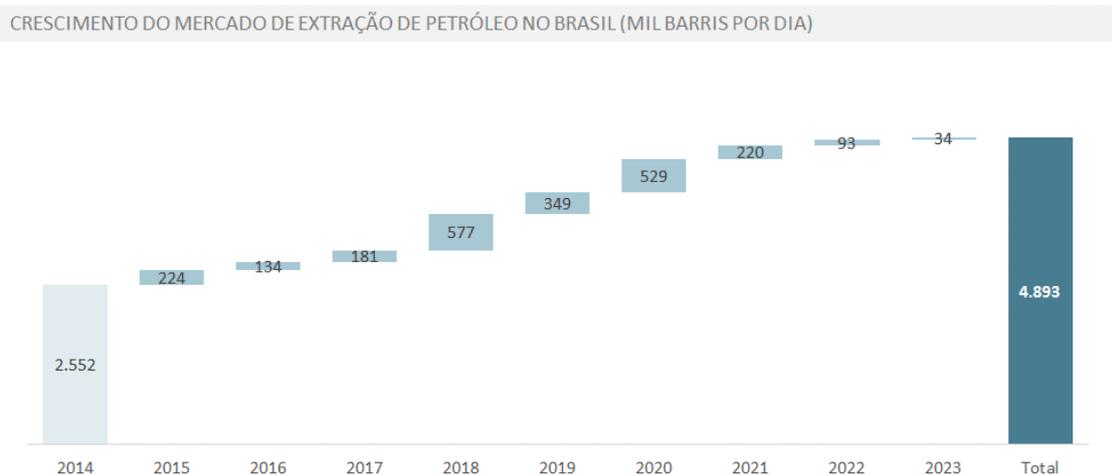
### Extração & Produção

Para estimar o tamanho do mercado de extração de petróleo no Brasil é necessário: (i) compreender a projeção anual do incremento de barris extraídos; (ii) momento de contratação do projeto; e (iii) distribuição dos custos por atividade.

#### I. Projeção anual do incremento de barris extraídos

Segundo a EPE, o Brasil deverá incrementar o volume de extração de petróleo em mais de 90% ao longo dos próximos 10 anos. Ou seja, o crescimento médio ao longo desse período será de aproximadamente 7,5%. A produção atual que é de 2,5 milhões de barris atingirá cerca de 4,8 milhões de barris de petróleo por dia em 2023.

**Figura 85: Crescimento anual da extração de petróleo no Brasil**



Fonte: EPE Plano Decenal 2023

Para determinar o custo médio dos investimentos necessários foram analisados os custos de construção de 19 plataformas versus o potencial de extração diário de barris de cada uma dessas.

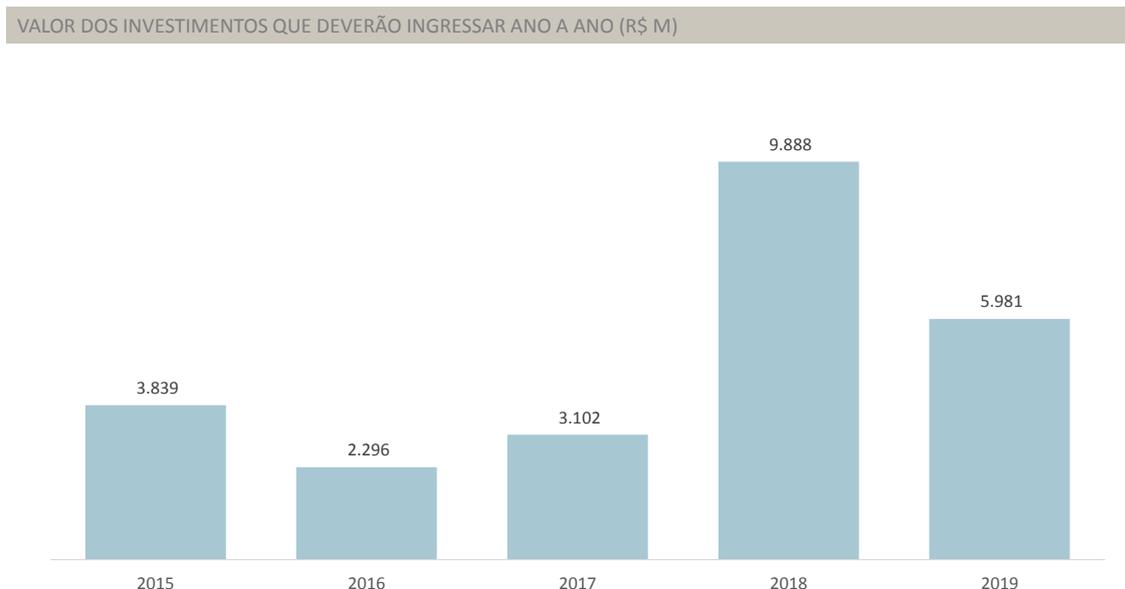
**Figura 86: Análise do investimento necessário para se produzir um barril/dia**

INVESTIMENTO NECESSÁRIO POR BPD (R\$)					
Plataformas	Nº de Plataformas	Ano	BPD	Preço	Preço por BPD
FPSO Cidade de São Paulo	1	2012	120.000	2.400.000.000	20.000
FPSO P-58	1	2014	180.000	2.700.000.000	15.000
FPSO P-63	1	2013	140.000	2.600.000.000	18.571
FPSO Cidade de Paraty	1	2013	120.000	2.400.000.000	20.000
FPSO Cidade de Mangaratiba	1	2014	150.000	2.400.000.000	16.000
FPSO Cidade de Ilha Bela	1	2014	150.000	2.400.000.000	16.000
FPSO Cidade de Itaguaí	1	2015	150.000	2.400.000.000	16.000
FPSO P-66 a P-73	8	2016 a 2018	150.000	19.200.000.000	16.000
FPSO P-74 a P-77	4	2016 a 2017	150.000	10.000.000.000	16.667
<b>Média</b>					<b>17.138</b>

Fonte: Brasil Plural Research

A partir do valor estimado de investimento necessário para extração de um barril de petróleo por dia é possível estimar o montante, de investimentos que faz viabilizar a exploração

**Figura 87: Estimativa do investimento necessário para o cumprimento da expansão em exploração**



Fonte: EPE Plano Decenal 2023; Análise Brasil Plural

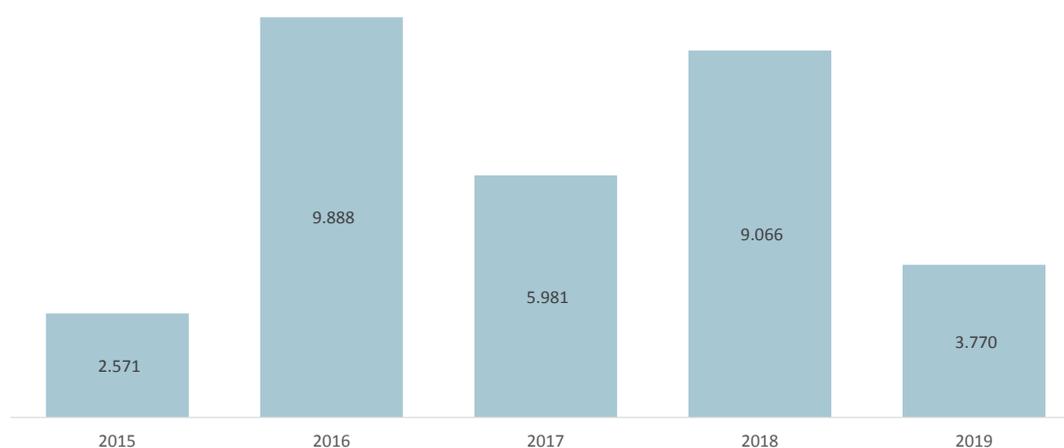


## II. Momento de contratação do projeto

Com base nos próximos contratos a serem licitados pela Petrobras no primeiro semestre de 2015, que deverão entrar em vigor no ano de 2017, e conhecimento de mercado, estima-se que os projetos deverão ser contratados dois anos antes da data-base determinada para entrada em operação.

**Figura 88: Investimento necessário, distribuído no tempo, para o cumprimento da expansão em exploração**

VALOR A SER CONTRATADO ANUALMENTE (R\$ M)



Fonte: EPE Plano Decenal 2023; Análise Brasil Plural

## III. Distribuição dos custos por atividade

Com base em dados primários obtidos com empresas de EPC dedicadas a Óleo & Gás, os custos de EPC (Engenharia, Procurement e Construção) em projetos de plataformas foram determinados conforme a seguinte divisão: Engenharia, 2%; Procurement, 54%; e Construção 45%.

**Figura 89: Exemplo de distribuição dos custos por atividade de EPC para construção das plataformas responsáveis por expandir a extração de petróleo no Brasil**

DISTRIBUIÇÃO DOS CUSTOS POR ATIVIDADE EM PLATAFORMAS

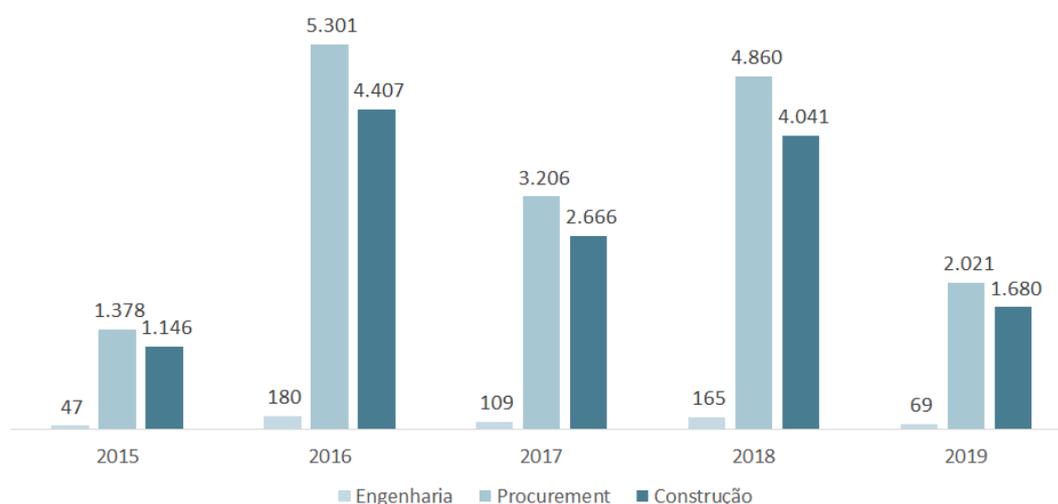
	<b>CTF Replicantes</b>
<b>ENGENHARIA</b>	<b>1,82%</b>
<b>PROCUREMENT</b>	<b>53,61%</b>
<b>CONSTRUÇÃO</b>	<b>44,57%</b>

Fonte: Empresas EPC voltadas à cadeia de Óleo & Gás; e Brasil Plural Research

Portanto, ao se aplicar o valor dos investimentos distribuídos no tempo pela quebra das atividades empregadas no desenvolvimento de uma plataforma, encontra-se o valor a ser dispendido para Engenharia, Procurement e Construção.

**Figura 90: Estimativa do mercado para cada atividade EPC voltada a exploração de petróleo**

DISTRIBUIÇÃO DOS CUSTOS INCORRIDOS POR ATIVIDADE EPC NOS PROJETOS DE EXTRAÇÃO DE PETRÓLEO (R\$ M)



Fonte: Empresas EPC voltadas à cadeia de Óleo & Gás; Análise Brasil Plural

## Refinarias

O mercado de produção de derivados de petróleo atualmente possui um déficit de produção em relação ao mercado de extração e produção. Enquanto o país é capaz de extrair aproximadamente

2,5 milhões de barris de petróleo por dia, o mesmo possui capacidade para refinar apenas 2,2 milhões de barris por dia.

Esse déficit, que acaba por impactar negativamente a balança comercial do país, é facilmente explicado pelo fato de o Brasil exportar petróleo, produto de menor valor agregado e importar derivados do petróleo, que possuem maior valor agregado.

O déficit também pode ser compreendido por outros dois fatores: crescimento da economia brasileira, demandando mais produtos derivados do petróleo; e baixo investimento do governo brasileiro no setor, que ficou praticamente estagnado antes da descoberta do pré-sal em 2007. Ao longo desse período foram realizadas apenas algumas ampliações nas refinarias, que geraram aumento na produção, mas ainda insuficiente para acompanhar a demanda de derivados de petróleo no país.

Para alterar esse cenário, ao longo dos últimos anos foram/estão sendo desenvolvidas quatro novas refinarias, entre elas: Refinaria Abreu e Lima (RNEST); Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro – COMPERJ; Refinaria Premium I; e Premium II.

**Figura 91: Estimativa do mercado para cada atividade EPC voltada a exploração de petróleo**

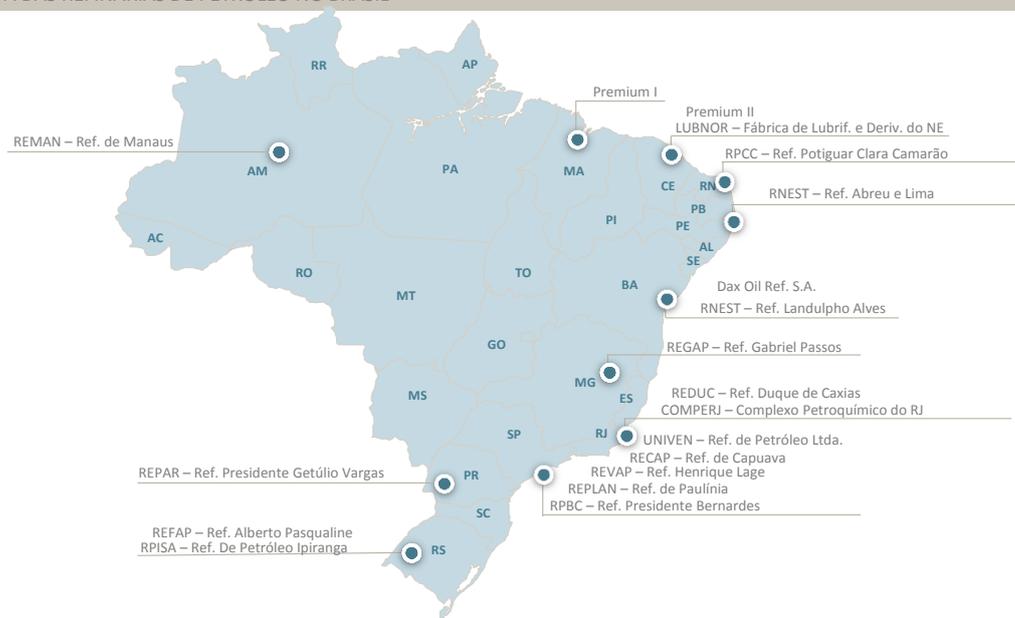
DETALHAMENTO DAS NOVAS REFINARIAS			
EM IMPLEMENTAÇÃO		EM LICITAÇÃO	
			
<b>Abreu e Lima RNEST</b>	<b>COMPERJ</b>	<b>PREMIUM I</b>	<b>PREMIUM II</b>
<b>Capacidade de refino 230 mil BPD</b>	<b>Capacidade de refino 165 mil BPD</b>	<b>Capacidade de refino 300 mil BPD</b>	<b>Capacidade de refino 300 mil BPD</b>
<b>Localização Pernambuco</b>	<b>Localização Rio de Janeiro</b>	<b>Localização Maranhão</b>	<b>Localização Ceará</b>
<b>Previsão 1º Trem: Nov/2014 2º Trem: Mai/2015</b>	<b>Previsão 1º Trem: 2016</b>	<b>Previsão 1º Trem: 2018 2º Trem: 2020<sup>(1)</sup></b>	<b>Previsão 2019</b>

Fonte: Petrobras; Análise Brasil Plural

Essas quatro novas refinarias deverão estar em operação até 2020, e somadas a onze refinarias públicas e quatro privadas já existentes, deverão ser capazes de produzir aproximadamente 3,5 milhões de barris por dia. Esse quadro de oferta deverá contribuir para uma reversão na balança comercial brasileira do setor.

**Figura 92: Mapa das refinarias brasileiras**

MAPA DAS REFINARIAS DE PETRÓLEO NO BRASIL



Fonte: ANP; Petrobras

Para se estimar o mercado voltado a infraestrutura para produção de derivados de petróleo no Brasil é necessário: (i) compreender a demanda que ingressará no mercado de cada ano; (ii) momento de contratação dos projetos; e (iii) distribuição dos custos por atividade.

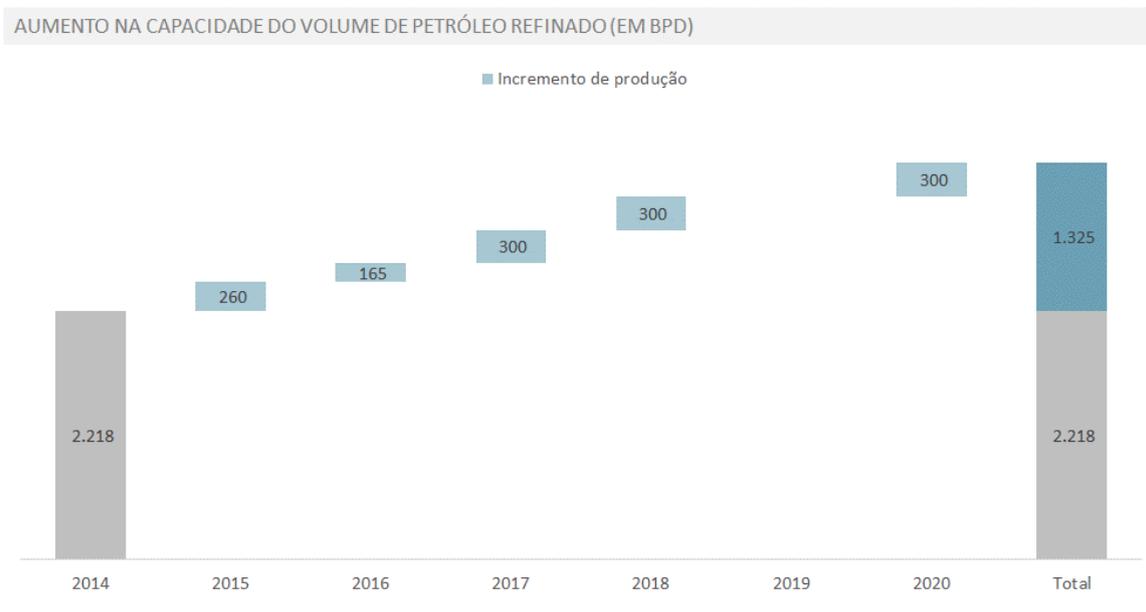
#### I. Demanda que ingressará no mercado de cada ano

Por se tratar de grandes projetos, que demandam investimentos massivos e longo calendário de desenvolvimento, a construção de refinarias não gera uma demanda corrente de projetos.

Como já explicitado anteriormente, o Brasil deverá ao longo dos próximos 5 anos licitar os projetos Premium I (1º trem), Premium II (1º trem) e Premium I (2º trem). Esses projetos deverão refinar 300 mil barris de petróleo por dia.

Segundo a ANP, a capacidade do Brasil em refinar petróleo aumentará em 59,8% até 2020, apresentando um crescimento anual médio de 8,2%.

**Figura 93: Incremento na capacidade do volume de petróleo refinado no Brasil**



Fonte: ANP; Petrobras

Para se estimar o valor de investimentos necessários para suportar o incremento projetado em capacidade de refino é fundamental analisar os custos de construção de refinarias no Brasil e no mundo.

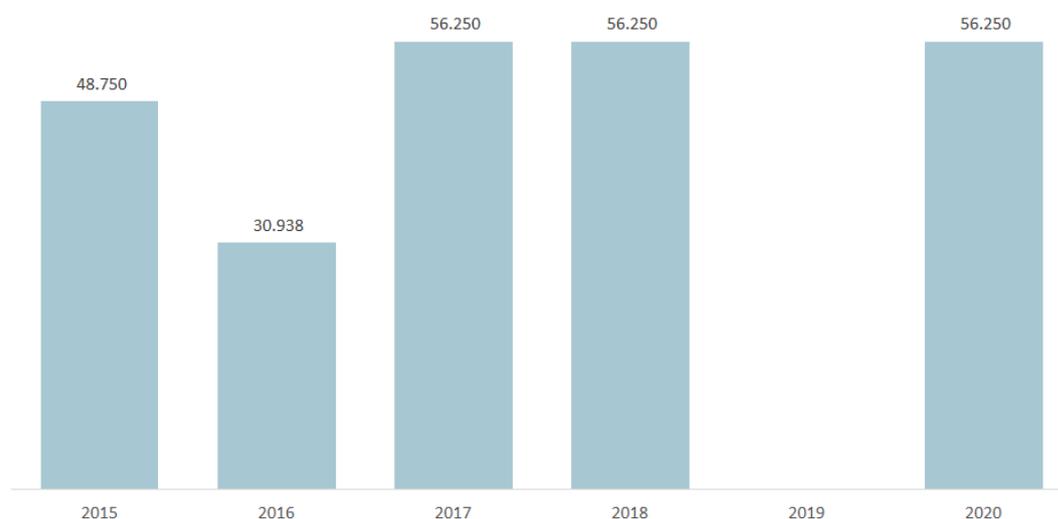
Nessa análise, nota-se um desvio considerável entre os custos de construção das refinarias internacionais em relação às brasileiras. Os custos das refinarias brasileiras em construção beiram um custo quatro vezes maior do que o das últimas refinarias entregues na Índia e na China.

O custo estimado para a conclusão da RNEST é de US\$ 87 mil/bpd, enquanto o da COMPERJ é de US\$ 121 mil/bpd. Para a projeção do montante de investimento necessário para atender a expansão estimada pela ANP foi utilizado US\$ 75 mil/bpd como estimativa, dada a curva de aprendizado e maior desenvolvimento da cadeia de fornecedores, necessária para respeitar o conteúdo nacional requerido.



**Figura 94: Montante de investimentos dedicados ao incremento na capacidade do volume de petróleo refinado no Brasil**

VALOR DOS INVESTIMENTOS QUE DEVERÃO INGRESSAR ANO A ANO (R\$ M)

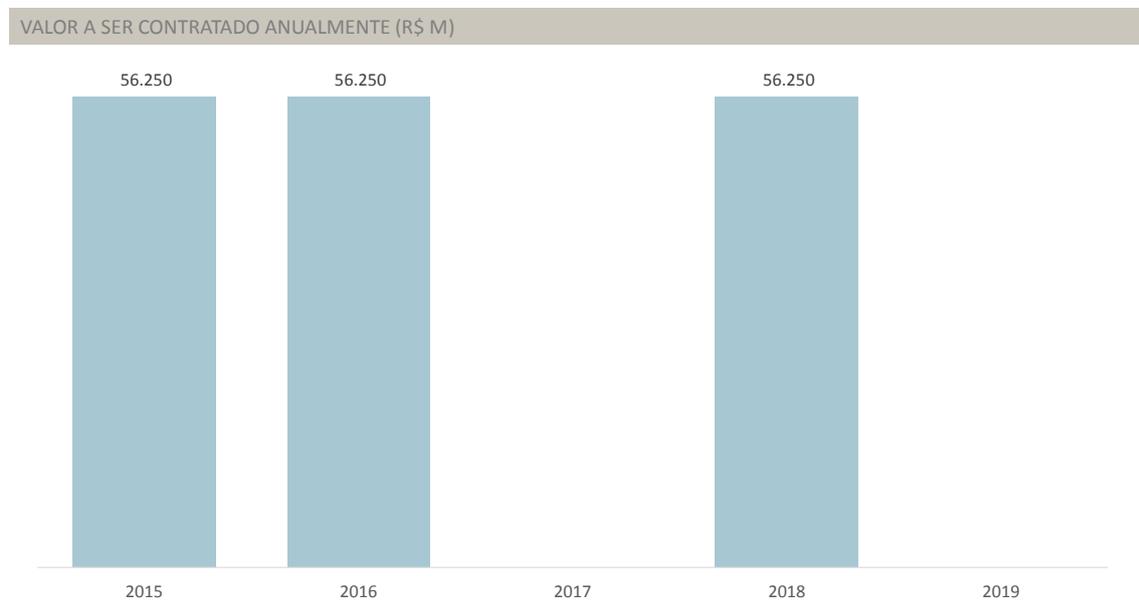


Fonte: ANP; Petrobras; Análise Brasil Plural

## II. Momento de contratação do projeto

Analisando os próximos contratos a serem licitados pela Petrobras que deverão entrar em operação no ano de 2017, como o projeto Premium I, que ainda está em processo de licitação, e considerando que uma refinaria pode ser construída em dois anos, é possível estimar o valor dos contratos concedidos às empresas de EPC.

**Figura 95: Valor estimado dos contratos de EPC para construção das refinarias responsáveis por expandir a capacidade de refino brasileira**

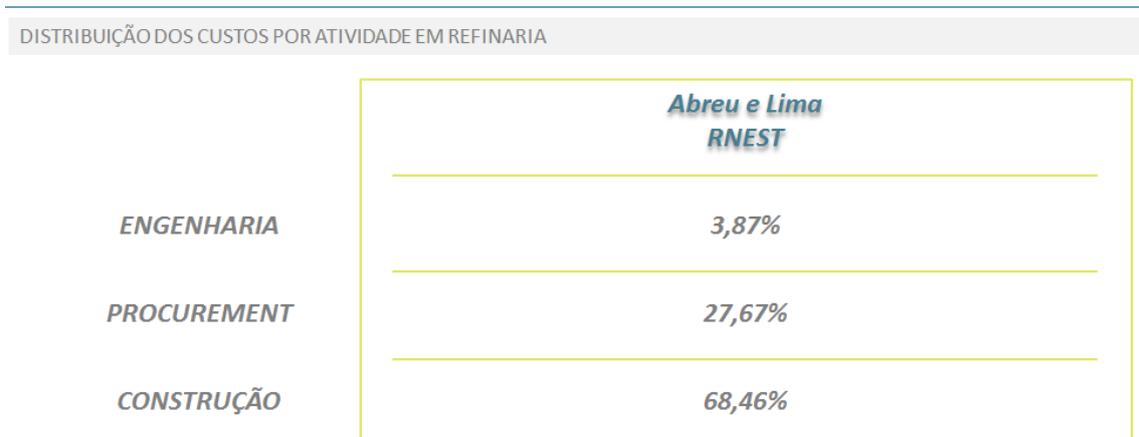


Fonte: ANP; Petrobras; Análise Brasil Plural

### III. Distribuição dos custos por atividade

Também, com base em dados primários obtidos com empresas de EPC dedicadas a Óleo & Gás, os custos de EPC em projetos de refinarias foram determinados conforme a seguinte divisão: Engenharia, 4%; Procurement, 28%; e Construção 68%.

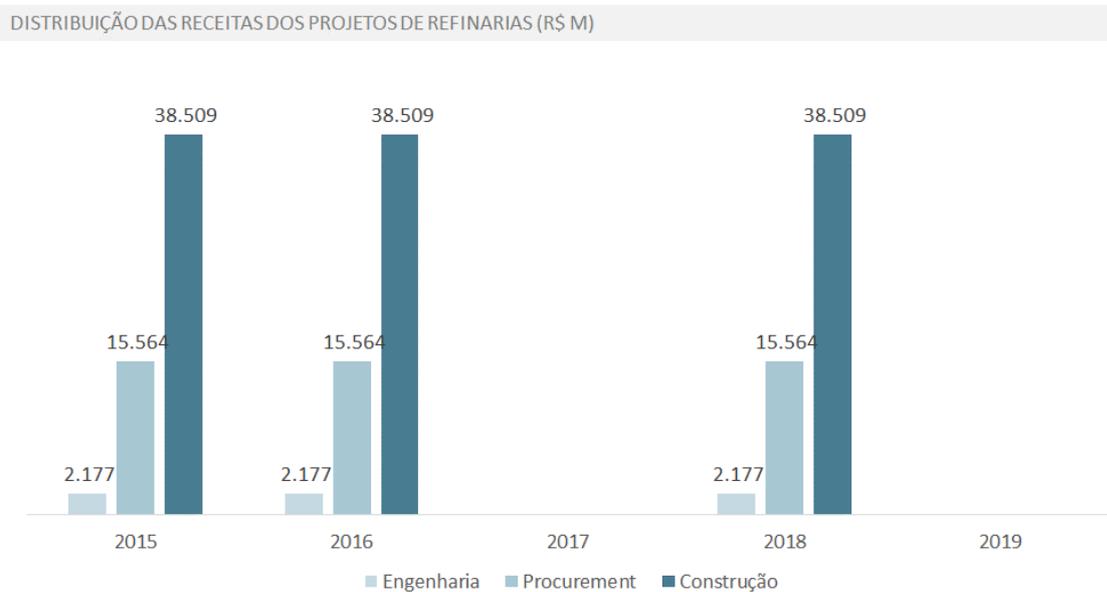
**Figura 96: Exemplo de distribuição dos custos por atividade de EPC para construção das plataformas responsáveis por expandir o refino de petróleo no Brasil**



Fonte: ANP; Petrobras; Análise Brasil Plural

Portanto, ao se aplicar o valor dos investimentos distribuídos no tempo pela participação de Engenharia, Procurement e Construção no desenvolvimento de uma refinaria, encontra-se o valor a ser dispendido para cada atividade.

**Figura 97: Valor estimado dos contratos de EPC para construção das refinarias responsáveis por expandir a capacidade de refino brasileira**



Fonte: ANP; Petrobras; Análise Brasil Plural



### 6.1.3 Mercado de Mineração

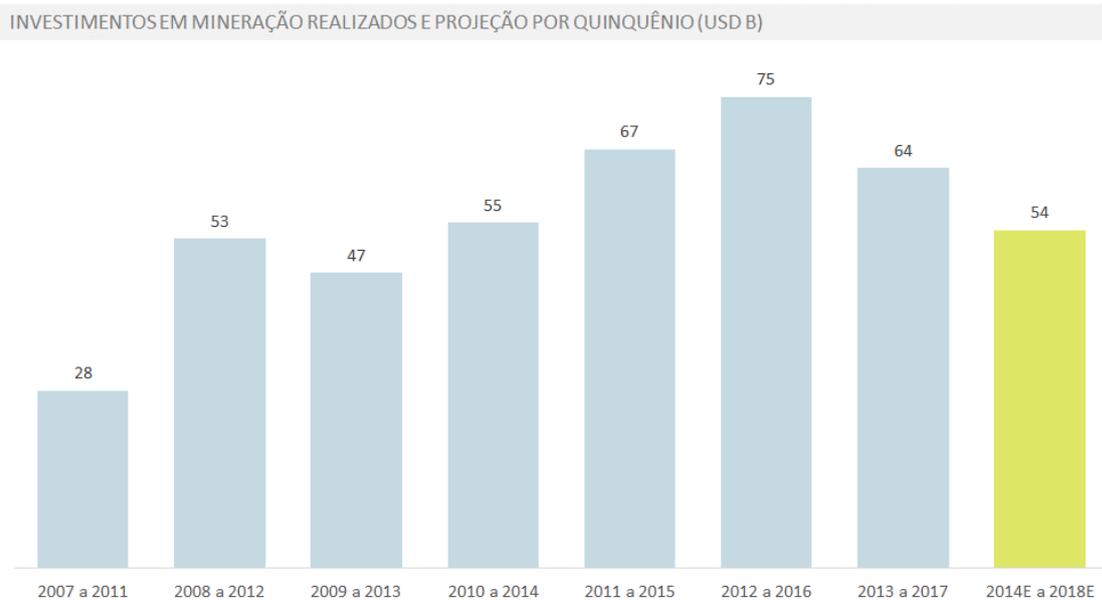
Para estimar o mercado de mineração no Brasil é necessário: (i) compreender a evolução de investimentos ao longo dos próximos anos; e a (ii) divisão dos investimentos entre os subsegmentos de setor.

#### I. Demanda a ser investida nos próximos anos

Dentro dos próximos 5 anos (2014 a 2018), a IBRAM estima que o mercado de mineração receberá aportes de US\$ 53,8 bilhões - queda de 16% ante os investimentos estimados para o quinquênio 2013 a 2017.

Desse modo, para estimar o volume anual de investimentos no setor, considerou-se uma distribuição uniforme no quinquênio, devido à baixa abertura e previsibilidade desses investimentos ao longo dos anos. Já para o ano de 2019, não contemplado por estudos da IBRAM, considerou-se um crescimento de 3,0% em relação ao valor investido em 2018.

Figura 98: Investimentos no setor de mineração



Fonte: IBRAM; Análise Brasil Plural

#### II. Divisão dos investimentos por subsegmento do mercado

A fim de distribuir o investimento por subsegmento foram analisados os dados de investimentos empreendidos, entre 2010 a 2013, pela Vale. A Vale foi selecionada por representar um Market-share expressivo em mineração, de aproximadamente 23%.

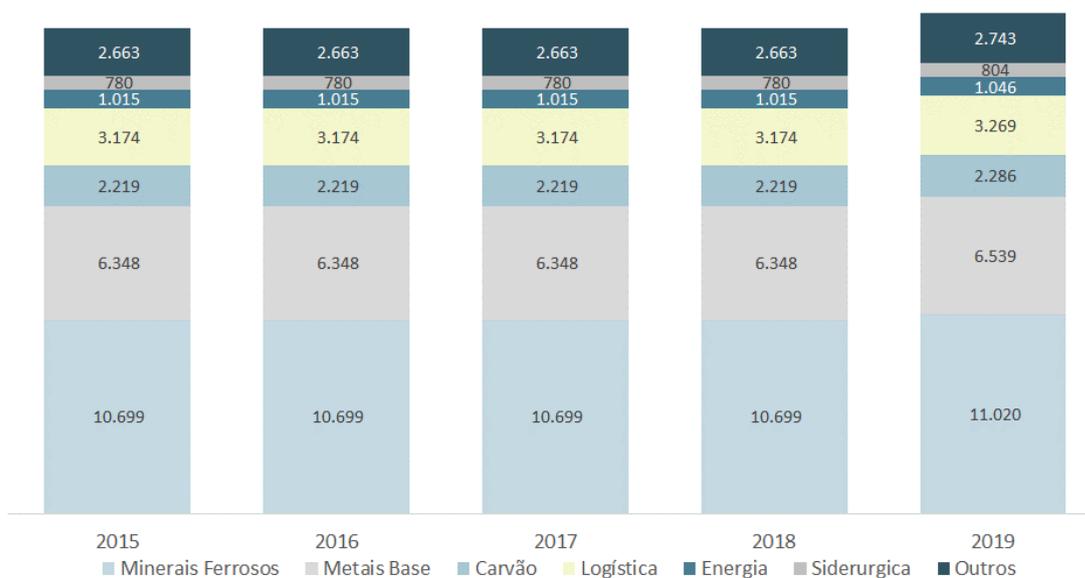
Os subsegmentos analisados foram: Minerais Ferrosos; Metais Base; Carvão; Logística; Energia; Siderúrgica; e Outros.

**Figura 99: Distribuição dos investimentos em mineração por subsegmento**

DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS POR SUBSEGMENTOS					
	2010	2011	2012	2013	Média Considerada
Minerais Ferrosos	30,00%	35,50%	46,70%	46,90%	39,78%
Metais Base	31,60%	18,00%	21,60%	23,20%	23,60%
Carvão	6,90%	6,60%	8,90%	10,60%	8,25%
Logística	20,60%	20,90%	2,40%	3,30%	11,80%
Energia	6,50%	3,30%	3,60%	1,70%	3,78%
Siderurgica	2,70%	2,80%	2,90%	3,20%	2,90%
Outros	1,70%	12,90%	13,90%	11,10%	9,90%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Vale; Análise Brasil Plural

Devido à considerável volatilidade nos dados de investimentos por segmento foram considerados a média dos últimos quatro anos para as projeções.

**Figura 100: Receita anual estimada para cada segmento do setor de mineração**


Fonte: IBRAM; Vale; Análise Brasil Plural

#### 6.1.4 Mercado de Capacitores

Para estimar o mercado de capacitores no Brasil se faz necessário: (i) Entender a relação do setor transmissão com demanda por capacitores e banco de capacitores; (ii) Estudar a relação de crescimento do segmento de transmissão de energia com o PIB; e (iii) Identificar as mudanças regulatórias no setor.

##### I. Relação entre o setor de transmissão e a demanda por capacitores e banco de capacitores

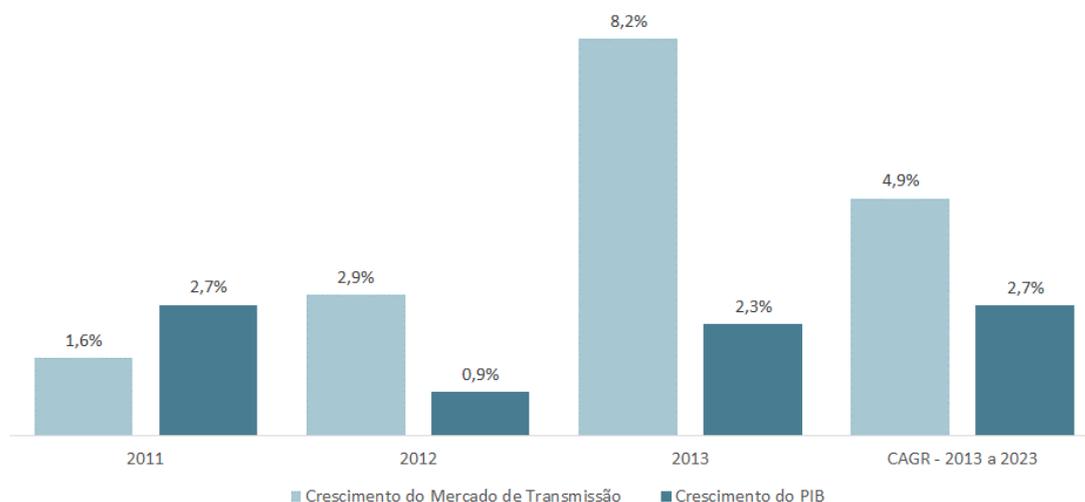
A aplicação de capacitores em linhas de distribuição e transmissão de energia elétrica possibilitam a redução de perdas por efeito joule (menos watts são perdidos na linha de transmissão) e diminuição da queda de tensão no ponto de aplicação dos capacitores. A expansão do sistema de transmissão sugere a consequente expansão dos projetos de compensação reativa.

##### II. Relação entre crescimento do setor de transmissão de energia e o PIB

O mercado de transmissão historicamente possui um crescimento médio acima do PIB entre 2% a 3%. Dado a alta interdependência entre os mercados de transmissão e de capacitores é possível justificar que o crescimento de transmissão deverá ser o mesmo do mercado de capacitores.

**Figura 101: Análise do crescimento de mercado de transmissão**

COMPARATIVO ENTRE CRESCIMENTO DO MERCADO DE TRANSMISSÃO E O PIB BRASILEIRO



Fonte: EPE; Banco Central; Análise Brasil Plural

##### III. Mudanças regulatórias no setor

Seguindo uma tendência mundial o Brasil deverá aprovar uma medida provisória nos próximos anos referente a mudança no fator de potência mínimo. O fator de potência que atualmente é de 92% deverá ser alterado para 95%, podendo chegar até a 98%.

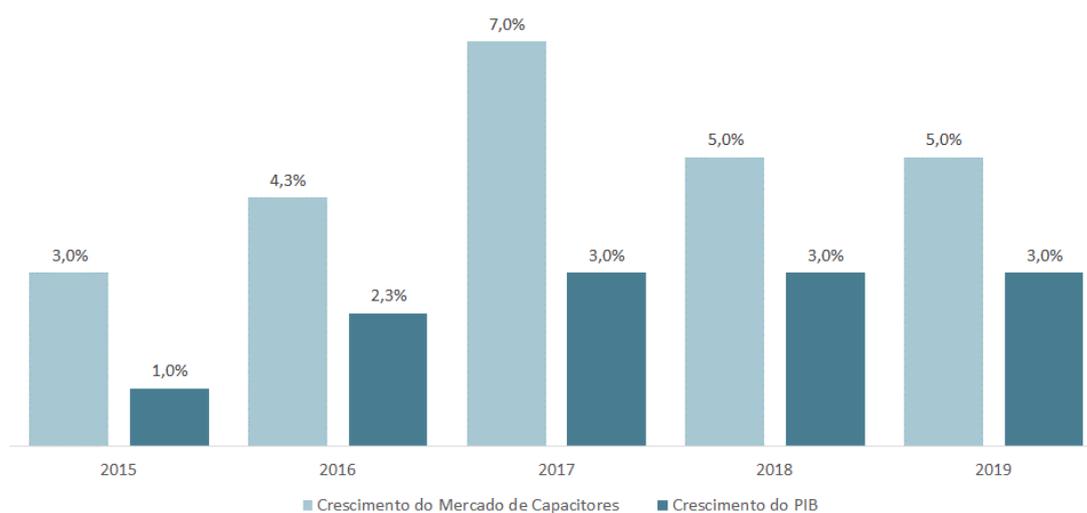
Essa alteração na legislação ocorrerá devido à escassez dos recursos naturais, e da pequena margem de segurança entre a energia gerada no Brasil e a energia consumida. Com isso o governo espera melhorar a eficiência no aproveitamento da energia brasileira, por exemplo: considerando um fator de potência mínimo de 95%, os ganhos estimados seriam de 3,3% de liberação de geração - o equivalente a uma Usina de Itumbiara = 2,4 GVA; já se o fator de potência for de 98% esses ganhos atingiriam 6,5% de liberação de geração - o equivalente a duas Usinas de Itumbiara = 2,4 GVA.

Essa alteração, apesar de não influenciar a demanda de transmissão de energia, impacta diretamente a demanda de capacitores, uma vez que esses equipamentos são responsáveis por garantir um maior fator de potência.

Com isso para se estimar o tamanho do mercado de capacitores foi considerado que essa medida entrará em vigor em 2017, gerando um crescimento 2% acima do mercado de transmissão daquele ano.

**Figura 102: Projeção do crescimento do mercado de capacitores**

PROJEÇÃO DO CRESCIMENTO DO MERCADO DE CAPACITORES E O PIB

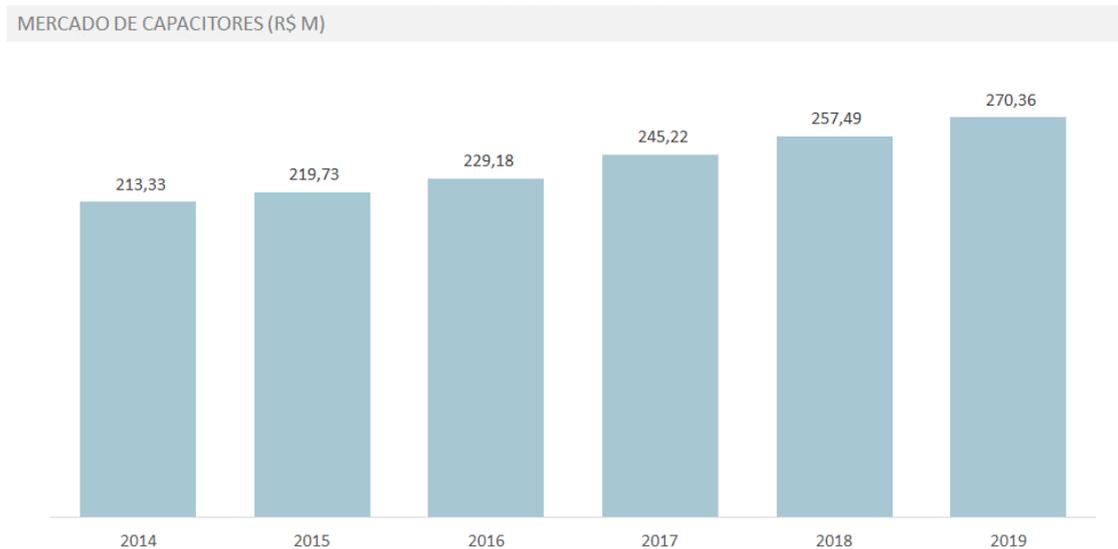


Fonte: EPE; Banco Central; Análise Brasil Plural

A partir dessas taxas de crescimento, é possível determinar o tamanho do mercado de capacitores no Brasil até 2019, que aumenta de R\$ 213 milhões em 2014 para R\$ 270 milhões em 2019. Apesar de apresentar uma boa taxa de crescimento o mercado de capacitores que é atendido pela Inepar ainda é pequeno, quando comparado ao de subestações, em que a companhia tem potencial e capacidade para ingressar.



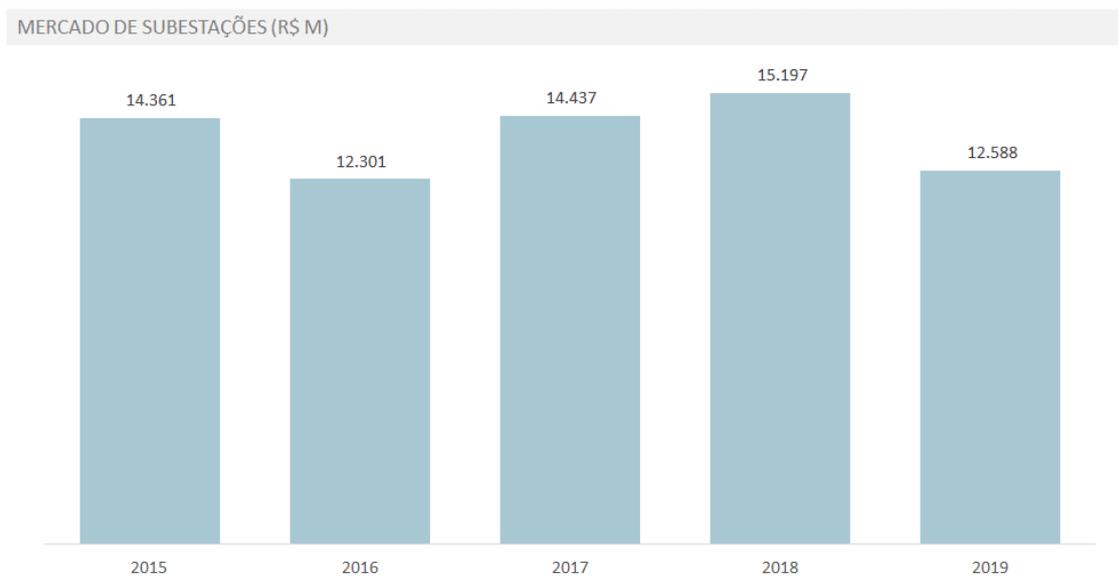
Figura 103: Projeção do crescimento do mercado de capacitores



Fonte: EPE; Banco Central; Análise Brasil Plural

Como frisado na descrição da Inepar Capacitores, a empresa possui acervo técnico de subestações - esses acervos são considerados pré-requisitos para qualquer empresa que deseje realizar esse tipo de atividade. No entanto, apesar de possuir o acervo técnico a Inepar não é detentora da tecnologia exigida para esse tipo de projeto, o que a obriga a buscar uma joint-venture. Caso a companhia assine um acordo de joint-venture, seria possível acessar esse mercado no curto prazo.

Figura 104: Projeção do mercado de subestações



Fonte: EPE; Análise Brasil Plural

## **6.2. Premissas Utilizadas para Projeções do Grupo Inepar**

Conforme demonstrado na seção 6.1, os dados utilizados para embasar as premissas utilizadas na composição do modelo econômico-financeiro foram retirados: de fontes secundárias, companhias públicas do mercado dissertado (como, Petrobras, Vale, British Petroleum), relatórios de associações, Plano Decenal 2023 da EPE, e ANP, entre outras; e fontes primárias, como consultores, empresas de relacionamento do Banco Brasil Plural e equipe interna de pesquisa.

Já as premissas microeconômicas, bem como capacidade produtiva, mix de produtos e serviços, market-share, custos, capital de giro, impostos, e crescimento esperado em cada setor, entre outras foram fornecidos pela administração do Grupo Inepar.

As informações internas consideradas possuem como fonte as áreas de venda, financeira, recursos humanos, presidência entre outras áreas do Grupo. Ao todo foram entrevistados mais de 30 funcionários do Grupo, que dentro de suas respectivas funções apresentaram seu parecer sobre as perguntas realizadas e informações requisitadas.

Ao longo do processo, também, foram comparados os principais indicadores da companhia com seus pares de mercado e o histórico do grupo. A partir dessas informações foram projetadas premissas conservadoras, com o intuito de demonstrar a viabilidade do Grupo Inepar mesmo em um cenário desfavorável como o atual. Para 2019 são projetadas margens brutas que beiram a média de sua indústria global e potencial do Grupo Inepar

Enfim, o modelo econômico-financeiro do Grupo Inepar segue as normas brasileiras de contabilidade, no que tange, reconhecimento de custos e receitas, legislação vigente dos consórcios e SPEs, e peculiaridades de equivalência patrimonial para companhias em que o grupo não possui participação majoritária, entre outros.



Figura 105: Quadro resumo de premissas utilizadas na avaliação do Grupo Inepar

<b>IESA Projetos Equipamentos e Montagens</b>																																																	
<b>RECEITA</b>	<p style="text-align: center;"><u>Mercado Hidrelétrico</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Devido ao alto custo fixo da fábrica, a IESA Projetos, Equipamentos e Montagens, atualmente não é competitiva no setor de PCHs. Portanto para o modelo foi apenas considerado o mercado de usinas hidrelétricas.</li> <li>A IESA Projetos, Equipamentos e Montagens desenvolve projetos apenas nas atividades de hidromecânicos e movimentação de materiais, os quais representam 5% e 2%, respectivamente, dos custos totais de um projeto.</li> <li>Dentro dessas duas atividades, o Grupo Inepar possui competência para desenvolver qualquer atividade exigida, portanto consideramos que ela cobre 100% do mercado.</li> <li>O <i>market share</i> estimado da Inepar nesse setor para 2015 foi de 14,8% - <i>market share</i> esse igual a média de 2010 a 2013. Para os anos seguintes devido a uma melhora projetada nas condições financeiras do grupo, foi considerada uma melhora de 5% a 6% no <i>market share</i>, que passa a ser de 19,8% - sem novos financiamentos – a 20,8% - com novos financiamentos.</li> </ul> <p style="text-align: center;"><u>Mercado de Óleo &amp; Gás</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>A IESA Projetos, Equipamentos e Montagens atua apenas na área de <i>procurement</i> de projetos de O&amp;G – considerando o sistema de EPC.</li> <li>A companhia possui competência para produzir apenas 10% dos custos totais de <i>procurement</i>, assim reduzindo o mercado total que a companhia atua.</li> <li>A IESA Projetos, Equipamentos e Montagens desenvolve projetos apenas nas atividades de equipamentos de processo e movimentação de material, dos quais a companhia possui um <i>market share</i> de 16% e 1,5%, respectivamente, em 2015. Para adotar esse <i>market share</i> foram usados dados de outros projetos da companhia.</li> <li>Para os anos subsequentes consideramos um incremento de 1,0% no <i>market share</i> de equipamentos de processo; E de 1,0% caso não haja novos financiamentos e 1,5% em caso de novos financiamentos de incremento para o segmento de movimentação de material.</li> </ul> <p style="text-align: center;"><u>Mercado de Mineração</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>A IESA Projetos, Equipamentos e Montagens possui materiais para os segmentos de minerais ferrosos, metais base e logística.</li> <li>Os custos de produtos de movimentação de materiais leves e pesados dentro de projetos desse setor representam 20% e 8%, respectivamente do mercado de logística, enquanto o mercado de retomadoras e empilhadeiras representa 3% do segmento de materiais ferrosos e metais base.</li> <li>Devido ao alto custo fixo da fábrica, a IESA Projetos, Equipamentos e Montagens, atualmente não é competitiva no setor de movimentação de materiais leves. No entanto, com a realização de uma parceria com uma empresa estrangeira a companhia passaria a lutar por todos os produtos referentes a movimentação de material.</li> <li>Para o modelo, consideramos que a parceria deverá ser assinada em 2017 caso não haja novos financiamentos e 2015 caso haja.</li> <li>Além disso, atualmente o setor de empilhadeiras e retomadoras está inativo dentro da empresa, estimamos que a partir do estabelecimento de nova parceria a companhia poderia iniciar em 2017 a retornar ao mercado.</li> <li>O <i>market share</i> da companhia sem parcerias é de 10% - apenas considera o mercado de movimentação de materiais pesados. Já com a parceria, este poderá ser expandido para 20% do mercado de movimentação de materiais pesados, e para 15% no mercado de movimentação de materiais leves (entrada no mercado poderá ser pela transferência de tecnologia da parceira para IESA Projetos, Equipamentos e Montagens, ou por meio de venda de produtos fabricados pela parceira – a primeira opção requereria um maior tempo para ingresso no mercado). Já no mercado de retomadoras e empilhadeiras o grupo poderá obter, a partir de 2018, 15% de <i>market share</i>.</li> </ul> <p style="text-align: center;"><u>Outras Fontes de Receita</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Projetos já assinados e em andamento.</li> <li>Venda de Sucatas.</li> <li>Receitas de alugueis (valores referentes a Inepar Indústria e Construções também).</li> </ul> <p style="text-align: center;"><u>IESA Óleo &amp; Gás</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Foram considerados os fluxos de projetos enviados pela própria companhia</li> <li>É projetado que a IESA Óleo &amp; Gás diversifica suas receitas de forma a reduzir sua dependência com a Petrobras.</li> <li>Devido ao momento adverso em que o mercado de O&amp;G se encontra, foi considerado que a IESA O&amp;G não obterá novos contratos até o maio de 2016 – momento no qual o Brasil Plural acredita que as dificuldades desse setor já estarão superadas.</li> <li>Empresa ingressa nos mercados de Portos, Defesa, Energia e Papel e Celulose.</li> <li>Todos os projetos que a IESA Óleo &amp; Gás participa serão realizados na forma consórcio.</li> </ul>																																																
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Por realizar obras para o setor de infraestrutura o grupo possui benefícios fiscais – fato que faz da companhia uma geradora de créditos tributários.</li> <li>Os tributos variam conforme a unidade de negócio da empresa.</li> <li>Para determinar os créditos por unidade de negócio foi utilizada uma média dos últimos projetos.</li> <li>Tabela de pagamento de créditos:</li> </ul> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th rowspan="2">Segmento</th> <th colspan="3">Tributos desembolsados na aquisição de Matéria Prima</th> <th colspan="3">Tributos sobre a Receita</th> </tr> <tr> <th>IPi</th> <th>ICMS</th> <th>PIS/COFINS</th> <th>IPi</th> <th>ICMS</th> <th>PIS/COFINS</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Equipamentos de Processo</td> <td>4,00%</td> <td>14,00%</td> <td>9,25%</td> <td>0,00%</td> <td>5,00%</td> <td>9,25%</td> </tr> <tr> <td>Hidromecânicos</td> <td>4,00%</td> <td>14,00%</td> <td>9,25%</td> <td>5,00%</td> <td>7,00%</td> <td>9,25%</td> </tr> <tr> <td>Movimentação de Materiais</td> <td>4,00%</td> <td>14,00%</td> <td>9,25%</td> <td>0,00%</td> <td>5,00%</td> <td>9,25%</td> </tr> <tr> <td>M.S.A.</td> <td>4,00%</td> <td>14,00%</td> <td>9,25%</td> <td>0,00%</td> <td>6,00%</td> <td>9,25%</td> </tr> <tr> <td>Capacitores</td> <td>6,00%</td> <td>13,00%</td> <td>9,25%</td> <td>0,00%</td> <td>14,00%</td> <td>9,25%</td> </tr> </tbody> </table> <ul style="list-style-type: none"> <li>Os créditos de IPi são abatidos com o excedente dos créditos de PIS/COFINS e IR. O recebido via restituição do governo é pago 3 meses após a realização do pedido.</li> <li>Os créditos gerados através de ICMS são utilizados em compras – como por exemplo: energia elétrica. Ao realizar essas compras a companhia paga um ágio de 5% sobre o valor da compra.</li> </ul>	Segmento	Tributos desembolsados na aquisição de Matéria Prima			Tributos sobre a Receita			IPi	ICMS	PIS/COFINS	IPi	ICMS	PIS/COFINS	Equipamentos de Processo	4,00%	14,00%	9,25%	0,00%	5,00%	9,25%	Hidromecânicos	4,00%	14,00%	9,25%	5,00%	7,00%	9,25%	Movimentação de Materiais	4,00%	14,00%	9,25%	0,00%	5,00%	9,25%	M.S.A.	4,00%	14,00%	9,25%	0,00%	6,00%	9,25%	Capacitores	6,00%	13,00%	9,25%	0,00%	14,00%	9,25%
	Segmento		Tributos desembolsados na aquisição de Matéria Prima			Tributos sobre a Receita																																											
		IPi	ICMS	PIS/COFINS	IPi	ICMS	PIS/COFINS																																										
Equipamentos de Processo	4,00%	14,00%	9,25%	0,00%	5,00%	9,25%																																											
Hidromecânicos	4,00%	14,00%	9,25%	5,00%	7,00%	9,25%																																											
Movimentação de Materiais	4,00%	14,00%	9,25%	0,00%	5,00%	9,25%																																											
M.S.A.	4,00%	14,00%	9,25%	0,00%	6,00%	9,25%																																											
Capacitores	6,00%	13,00%	9,25%	0,00%	14,00%	9,25%																																											
<b>Impostos</b>																																																	



<b>Custos e Despesas</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Para determinar os custos foram analisadas as margens brutas (desconsidera depreciação da fábrica) por unidade de negócio.</li><li>• Essa métrica foi adotada porque a empresa é capaz de determinar sua margem em cada projeto, uma vez que ela realiza as propostas com as margens já definidas.</li><li>• Todos os projetos foram considerados no regime <i>just-in-time</i>, portanto todos os custos que ocorrem no mesmo são incorridos no mesmo mês, no entanto para fins de fluxo de caixa também é considerado um estoque mínimo para a companhia.</li><li>• Todos os fluxos seguem sua curva “s” de custos e receitas pré estabelecida.</li><li>• Dentro dos custos variáveis foram considerados: mão de obra da fábrica, matérias primas, entre outros.</li><li>• Para determinar os custos por unidade de negócio foi utilizada a média dos últimos projetos.</li><li>• Tabela de margens brutas:</li></ul>																																																												
	<table border="1"><thead><tr><th>Segmento/Ano</th><th>2015</th><th>2016</th><th>2017</th><th>2018</th><th>2019</th></tr></thead><tbody><tr><td>Equipamentos de Processo</td><td>19,50%</td><td>20,50%</td><td>21,00%</td><td>22,00%</td><td>22,00%</td></tr><tr><td>Hidromecânicos</td><td>21,50%</td><td>22,50%</td><td>23,00%</td><td>24,00%</td><td>24,00%</td></tr><tr><td>Movimentação de Materiais</td><td>17,70%</td><td>18,70%</td><td>19,20%</td><td>20,20%</td><td>20,20%</td></tr><tr><td>M.S.A.</td><td>25,00%</td><td>25,00%</td><td>25,00%</td><td>25,00%</td><td>25,00%</td></tr><tr><td>Capacitores</td><td>21,00%</td><td>21,50%</td><td>21,50%</td><td>22,00%</td><td>22,00%</td></tr><tr><td>O&amp;G (On-shore)</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td></tr><tr><td>O&amp;G (Off-shore)</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td><td>14,00%</td></tr><tr><td>O&amp;G (Manutenção)</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td></tr><tr><td>O&amp;G (Outros Projetos)</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td><td>15,00%</td></tr></tbody></table>	Segmento/Ano	2015	2016	2017	2018	2019	Equipamentos de Processo	19,50%	20,50%	21,00%	22,00%	22,00%	Hidromecânicos	21,50%	22,50%	23,00%	24,00%	24,00%	Movimentação de Materiais	17,70%	18,70%	19,20%	20,20%	20,20%	M.S.A.	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	Capacitores	21,00%	21,50%	21,50%	22,00%	22,00%	O&G (On-shore)	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	O&G (Off-shore)	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	O&G (Manutenção)	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	O&G (Outros Projetos)	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
	Segmento/Ano	2015	2016	2017	2018	2019																																																							
	Equipamentos de Processo	19,50%	20,50%	21,00%	22,00%	22,00%																																																							
	Hidromecânicos	21,50%	22,50%	23,00%	24,00%	24,00%																																																							
	Movimentação de Materiais	17,70%	18,70%	19,20%	20,20%	20,20%																																																							
	M.S.A.	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%																																																							
	Capacitores	21,00%	21,50%	21,50%	22,00%	22,00%																																																							
	O&G (On-shore)	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%																																																							
	O&G (Off-shore)	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%																																																							
O&G (Manutenção)	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%																																																								
O&G (Outros Projetos)	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%																																																								
<ul style="list-style-type: none"><li>• Para os anos subsequentes foi considerado um aumento na margem devido a ganho de escalas e melhorias estratégicas que a companhia poderá fazer ao longo do tempo.</li><li>• Além dos custos variáveis a companhia possui custos fixos que foram segregados da margem de contribuição. Foram considerados custos fixos por exemplo: energia, água e gás.</li><li>• As despesas projetadas no modelo da companhia foram fornecidas pela Inepar.</li></ul>																																																													
<b>Venda de Ativos</b>																																																													
<ul style="list-style-type: none"><li>• Ao longo do processo de recuperação judicial o Grupo Inepar se desfez dos ativos TIISA (a companhia comercializou apenas um parcela das ações com o intuito de prover capital de giro para a recuperanda durante o processo de aprovação do plano) e AHI (para garantir o pagamento das primeiras parcelas do REFIS o Grupo Inepar comercializou todas as ações que o mesmo detinha na AHI e ainda contraiu uma dívida – já prevista no fluxo de caixa – com a adquirente).</li><li>• No caso da TIISA o preço de venda esta abaixo do contabilizado no ativo da companhia – o que exime a companhia de pagamento de tributos sobre ganho de capital.</li><li>• Já no caso de Capacitores a Inepar terá de pagar imposto sobre ganho de capital na venda. Nas projeções é considerado o pagamento desses tributos.</li><li>• Ainda para o modelo sem novos financiamentos é considerada a venda da Companhia Brasileira de Diques, da TIISA (parte remanescente), Charqueadas e Innovida. A venda desses ativos deverão ajudar a pagar o passivo trabalhista e com micro e pequenas empresas, além de fornecer capital de giro para a companhia.</li><li>• Para os ativos comercializados em 2015 foi considerado um preço de venda forçado.</li></ul>																																																													
<b>Fluxo de caixa</b>																																																													
<p>Capital de Giro</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Para composição do capital de giro foram considerados as curvas de entradas/saídas de cada projeto. Após o término dos projetos já previstos foram consideradas as curvas modelo para cada unidade de negócio.</li></ul> <p>CAPEX</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• São projetados investimentos de aproximadamente R\$ 63 milhões que deverão ocorrer ao longo de 2015 e início de 2016.</li><li>• De 2017 em diante foi considerado um investimento de R\$ 45 milhões/ ano.</li></ul> <p>Pleitos.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• No modelo não foi considerado o recebimento de nenhum pleito.</li><li>• Não foi considerado pagamento de dividendos</li></ul>																																																													

Fonte: Análise Brasil Plural

É importante destacar que as projeções financeiras são resultado das estratégias e ações comerciais & operacionais e reestruturação da estrutura de capital descritas neste plano de recuperação, e, adicionalmente, dependem de premissas base de mercado, market-share, mix de produtos, preços, custos e despesas obtidas tanto em fontes externas como com a equipe de gestão do Grupo Inepar. Dada à imprevisibilidade/instabilidade de mercado, adotaram-se premissas conservadoras em termos de crescimento de mercado e utilização da capacidade.

### 6.3. Demonstrativo de Resultados Projetado do Grupo Inepar

Nesta seção são apresentadas as projeções consolidadas de resultado do Grupo Inepar.

Tais projeções refletem as premissas indicadas nos capítulos antecedentes, assim como a estratégia da companhia e ações de melhoria em curso. Por exemplo: (i) atuação em segmentos com potencial de crescimento; (ii) posicionamento estratégico em mercados em que o Grupo possua vantagens competitivas e *know-how*; (iii) busca por novas *joint-ventures* que permitam o Grupo ampliar/criar novas barreiras de entrada nos segmentos em que a companhia atua; (iv) redução da ociosidade com a estabilização e retomada do Grupo Inepar, como já explicitado anteriormente; e (v) integração das atividades administrativas na sede de Araraquara, entre outras propostas.

As projeções contemplam o período de cinco anos até dezembro de 2019, considerando-se que ao término da projeção o Grupo Inepar obterá os resultados esperados de sua revisão estratégica, estrutural e operacional descrita neste plano e, assim sendo, terá atingido seu potencial e estabilidade de crescimento (situação de equilíbrio).

#### 6.3.1 Demonstrativo de Resultados IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. (IPM)

Compõem o demonstrativo de resultado da IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. as receitas obtidas nos segmentos de: equipamentos de processo, hidromecânicos, movimentação de material, M.S.A. assinado com a AHI (manufacture service agreement - acordo de serviço de fabricação) no segmento de turbinas e geradores e outras receitas, compostas por vendas de sucatas, aluguel fabril e outros aluguéis.

#### 6.3.2 Demonstrativo de Resultados do Segmento de Equipamentos de Processo

A partir da demanda por projetos no setor Óleo & Gás e da participação de mercado que o grupo possui, ambos já descritos nas seções 6.1.4.2 e 6,2, estimou-se a receita bruta do segmento de equipamentos de processos.

Devido à capacidade do Grupo Inepar de atuar tanto no mercado de extração quanto no segmento de refinarias, foram consideradas ambas as divisões como mercado potencial. Desta maneira, nos anos de 2015, 2016 e 2018 o grupo realiza um volume maior de vendas uma vez estes anos compreendem as datas estimadas de licitações pelo Governo de projetos de Refinarias (Premium I – Primeiro Trem; Premium II; e Premium I – Segundo Trem).

Figura 106: Lucro bruto da IPM

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>IPM</b>					
Receita Líquida	252.329	405.918	397.780	489.443	618.787
CPV	(191.241)	(309.377)	(301.634)	(370.958)	(472.466)
Lucro Bruto	61.087	96.541	96.146	118.486	146.321
Margem Bruta	24,2%	23,8%	24,2%	24,2%	23,6%

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta; consolidado das figuras 107, 108, 109, 110 e 111

Essas vendas de projetos de refinaria implicam em uma melhora da receita bruta, que pode ser verificada no quadro a seguir. Devido as vendas de projetos de refinaria em 2015 e 2016 o Grupo

Inepar apresenta uma receita maior no de 2016 que é estabilizada no ano seguinte, quando os contratos de 2015 já se encerraram.

**Figura 107: Lucro bruto do segmento de equipamentos de processo**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Equipamentos de Processo</b>					
Receita Bruta	81.412	272.978	214.411	213.774	223.840
Impostos Sobre a Receita	(5.888)	(38.899)	(30.554)	(30.463)	(31.897)
Receita Líquida	75.524	234.079	183.858	183.311	191.943
CPV	(60.313)	(186.997)	(146.050)	(143.244)	(149.715)
Lucro Bruto	15.211	47.082	37.808	40.067	42.227
Margem Bruta	20,1%	20,1%	20,6%	21,9%	22,0%

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

Os fluxos de caixa dos projetos deste segmento seguem a curva “s” pré determinada pelo Grupo Inepar - essa com características similares aos projetos já realizados pela companhia no segmento. Como praxe do setor, que normalmente realiza a maior parte do pagamento no final do projeto, esses fluxos apresentam em boa parte de sua composição fluxos negativos, fato que implica em um maior consumo de capital de giro para a realização dos projetos.

Com a reestruturação do Grupo Inepar é possível estimar uma melhora na participação de mercado neste segmento que deverá crescer 1% ao ano.

Por meio de melhorias operacionais, já descritas anteriormente, foi projetada uma melhora de margem bruta em relação aos projetos atuais. A margem bruta estimada para 2018/19 será de 22%, quando a companhia obtém a estabilização de suas margens para este tipo de projeto. Ante uma margem atual de 19,6% bastante impactada pelas ineficiências operacionais do grupo.

### 6.3.3 Demonstrativo de Resultados do Segmento de Equipamentos Hidromecânicos

A partir da demanda por projetos no setor de hidrogeração e da participação de mercado que o grupo possui, ambos já descritos nos capítulos 6.1.4.2 e 6.2, foi estimada a receita bruta do segmento de hidromecânicos.

O setor de hidrogeração é subdividido em dois outros segmentos - PCHs e Usinas Hidrelétricas, o primeiro foi por questões de conservadorismo desconsiderado no modelo econômico-financeiro devido ao baixo histórico de projetos conquistados, ainda que estratégias estejam sendo traçadas para expansão das atividades neste segmento, alavancando a companhia sobre sua base de experiência e diferencial competitivo. Já no segmento de Usinas Hidrelétricas, o Grupo Inepar possui alta relevância e reconhecimento, tendo conquistado ao longo dos últimos anos (2010 a 2013) participação de mercado de aproximadamente 15%, mesmo com as dificuldades financeiras já apresentadas.

Para os anos subsequentes, com a melhora projetada da estrutura financeira e a reversão do ciclo de destruição da companhia, foi projetado um incremento de 5% na participação de mercado do Grupo Inepar no segmento.

A partir desse aumento na participação de mercado e aumento na demanda de projetos de hidrogeração no Brasil projeta-se um incremento de que a receita bruta do Grupo Inepar no segmento cresça a uma média anual de 16% ao ano.

**Figura 108: Lucro bruto do segmento de equipamentos hidromecânicos**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Equipamentos Hidro Mecânicos</b>					
Receita Bruta	46.845	42.286	50.332	77.706	85.335
Impostos Sobre a Receita	(7.244)	(8.266)	(10.696)	(16.513)	(18.134)
Receita Líquida	39.601	34.020	39.637	61.194	67.201
CPV	(31.899)	(26.759)	(30.660)	(46.983)	(51.158)
Lucro Bruto	7.702	7.261	8.976	14.210	16.043
Margem Bruta	19,4%	21,3%	22,6%	23,2%	23,9%

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

Assim como no segmento de equipamentos de processo foi considerada uma curva "s" pré determinada pelo Grupo Inepar, com características similares aos projetos já performados pela companhia no segmento. No entanto, diferentemente dos projetos de equipamentos de processo os projetos de hidromecânicos possuem como característica fluxos de caixa neutros, o que reduz a necessidade de capital de giro da companhia se comparado com produtos de equipamentos de processos.

Por meio de melhorias operacionais, já descritas anteriormente no plano de recuperação, foi projetado um aumento na margem bruta em relação aos projetos atuais. A margem bruta estimada para 2018/19 é de 24% quando a companhia obtém a estabilização de margens para este tipo de projeto.

A margem do ano de 2014 de 15,9% está sendo impactada diretamente pela situação de instabilidade financeira do grupo, que afeta a compra de suprimentos (pagamento à vista), gera atraso nessas compras e aumenta a ociosidade, entre outros fatores.

#### **6.3.4 Demonstrativo de Resultados do Segmento de Movimentação de Material**

Compõem as receitas do setor de movimentação de material os mercados de Óleo & Gás, hidrogeração e mineração. No setor de Óleo & Gás, a companhia tem participação nas atividades de *procurement*, atividade que compreende em torno de 10% dos custos de desenvolvimento de novas instalações. O mercado acessado de movimentação de materiais representa 1,5% das atividades de *procurement* e possui um potencial de crescimento de 1% ao ano devido às projeções de melhores condições de liquidez para o Grupo.

No setor de hidrogeração o Grupo Inepar deteve 15% do mercado de movimentação de material ao longo do último triênio. Essa participação, apesar de expressiva, foi impactada devido à baixa liquidez do grupo. A partir das melhorias descritas no plano é projetado gradual incremento de 5% na margem desses projetos para os próximos anos.

No setor de mineração, há dois subsetores os quais a companhia pode atuar, o primeiro é o setor de pontes rolantes pesadas/ leves e o segundo é o mercado de retomadoras e empilhadeiras. No primeiro devido à perda de parte de sua competitividade no setor, seria necessário que o Grupo Inepar realizasse uma nova parceria tecnológica que será responsável por ajudar o Grupo a retomar uma posição de destaque no segmento.

Apesar de extremamente necessária para que o grupo ganhe escala nesse setor, as expectativas de que essa parceria seja firmada na atual situação de crise de liquidez é baixa. Analisada essa

questão apenas foi considerada essa parceria para o ano de 2017 em diante, momento no qual é projetado que o Grupo Inepar apresente um fluxo de caixa estável e menor risco de iliquidez. A partir dessa parceria se projeta um crescimento de 10 pontos percentuais na participação de mercado de pontes rolantes pesadas, que atualmente é de 10%. Já para o mercado de pontes rolantes leves é esperado que com uma nova tecnologia o grupo passe a acessar esse segmento aumentando de 0% para 15% sua participação.

No segundo subsetor, retomadora e empilhadeira, apesar de já ter atuado com sucesso, o Grupo Inepar perdeu competitividade devido a baixos investimentos no processo de produção. No entanto, com a melhora financeira projetada para os próximos anos, a possibilidade de retornar a esse mercado em 2017 volta a ser alta. Assim, para a análise econômico-financeira do Grupo Inepar foi considerado um cenário de retomada do subsetor em 2017 e a partir de 2018 um cenário de pós retomada, no qual a companhia representará 15% da demanda. A partir dessas parcerias espera-se para os anos subsequentes um incremento substancial das receitas de movimentação de material, que passará de R\$ 46 milhões em 2015 para R\$ 308 milhões em 2019, ano no qual a companhia deverá ter se reafirmado/ consolidado com uma referência no segmento.

**Figura 109: Lucro bruto do segmento de movimentação de material**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Movimentação de Materiais</b>					
Receita Bruta	46.395	53.307	95.834	173.859	307.625
Impostos Sobre a Receita	(1.300)	(7.596)	(13.656)	(24.775)	(43.837)
Receita Líquida	45.096	45.711	82.178	149.084	263.788
CPV	(40.820)	(37.411)	(66.714)	(119.711)	(210.573)
Lucro Bruto	4.276	8.300	15.464	29.373	53.216
Margem Bruta	9,5%	18,2%	18,8%	19,7%	20,2%

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

Bem como nos projetos de hidromecânicos os projetos desse segmento possuem como característica fluxos de caixa neutros o que reduz a necessidade de capital de giro da companhia se comparado com produtos de equipamentos de processos. A margem bruga estimada para este segmento ao final do período de análise é de 20%, ante a atual de 12,5%.

### 6.3.5 Demonstrativo de Resultados do M.S.A.

Projeções foram realizadas, respeitado o contrato de produção de turbinas e geradores, para o setor de hidrogeração, com a AHI, o qual foi estendido, até 2022, no momento da venda do ativo. Não foram computadas melhorias na margem bruta desses projetos, que é mantida em 25%.

**Figura 110: Lucro bruto do M.S.A**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>M.S.A</b>					
Receita Bruta	91.579	91.579	91.579	96.000	96.000
Impostos Sobre a Receita	(13.966)	(13.966)	(13.966)	(14.640)	(14.640)
Receita Líquida	77.613	77.613	77.613	81.360	81.360
CPV	(58.210)	(58.210)	(58.210)	(61.020)	(61.020)
Lucro Bruto	19.403	19.403	19.403	20.340	20.340
Margem Bruta	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

### 6.3.6 Demonstrativo de Resultados da IESA Óleo & Gás (IOG)

As receitas do setor de Óleo & Gás foram estimadas com base nos projetos que a companhia pretende obter nos próximos anos. Para isso a companhia mapeou, de forma conservadora, os projetos nos quais a Inepar poderá atuar e determinou qual é seu escopo em cada um dos contratos.

Devido ao fato de o Grupo Inepar não possuir capacidade técnica e financeira para executar um projeto completo, o modelo assume que a empresa atuará nesses projetos na forma de consórcio – sempre com uma fatia minoritária. Essa política deverá ser respeitada para 2 dos três segmentos em que a companhia pode atuar, plataformas de petróleo *off-shore* e projetos de grande escala *on-shore*. Para os projetos de manutenção, o Grupo Inepar possui reconhecida competência para executar o processo como um todo, o que permitirá a companhia buscar soluções independentes, sem necessidade de realização de consórcios. Essa busca por novos consórcios e principalmente projetos de manutenção aumentam de forma perceptível a receita projetada para a IESA Óleo & Gás ao longo dos próximos anos, chegando a R\$ 879 milhões em 2019 – vale ressaltar que essas receitas já contemplam proporcionalmente os valores obtidos via consórcio, uma vez que esses ingressam via equivalência patrimonial na companhia.

**Figura 111: Lucro bruto do segmento de Óleo & Gás (IOG)**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Óleo &amp; Gás</b>					
Receita Bruta	685.151	650.262	691.555	803.044	876.902
Impostos Sobre a Receita	(40.523)	(38.581)	(51.681)	(65.414)	(71.283)
Receita Líquida	644.628	611.681	639.874	737.630	805.619
CPV	(566.020)	(532.822)	(549.328)	(631.712)	(688.441)
Lucro Bruto	78.608	78.859	90.546	105.918	117.178
Margem Bruta	12,2%	12,9%	14,2%	14,4%	14,5%

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

Devido a mudança de paradigma do setor de Óleo & Gás ao longo dos últimos meses – pós apresentação do primeiro laudo de viabilidade econômica do Grupo Inepar desenvolvido pelo Brasil Plural - o mesmo optou por alterar a expectativa quanto a obtenção de novos contratos pela IESA O&G ao longo do próximo ano. Dessa maneira todos contratos com início previsto até maio de 2016 foram desconsiderados das projeções da companhia. O impacto da perda desses

contratos supera mais de R\$ 600 milhões de receita bruta para o Grupo ao longo dos próximos anos.

No entanto por acreditar na recuperação do mercado bem como na recuperação da recuperando foram mantidas a previsão de ganhos de projetos pós maio de 2016, de forma que a mesma seja viável no longo prazo.

Projetos de engenharia para o setor de Óleo & Gás possuem grande competitividade, o que praticamente impossibilita incrementos significativos de margem bruta. Com isso, para o modelo econômico-financeiro da companhia, foram mantidas as atuais margens brutas executadas, atualmente em 14% para os mercados *off-shore* e *on-shore* e 15% para os projetos de manutenção.

O modelo econômico-financeiro apresentado, conservadoramente, não analisa a entrada da IESA Óleo & Gás em novos setores como portos, defesa e papel e celulose, apesar de esta alternativa não ser descartada pela companhia na busca por uma menor dependência em relação à Petrobras.

### 6.3.7 Demonstrativo de Resultado das outras receitas do Grupo Inepar

O grupo atualmente também possui outras receitas subdivididas em venda de sucatas – metais não utilizados na produção; aluguel fabril da planta 2 para Hyundai-Rotem (acordo em fase de negociação); e outros aluguéis. A figura 112 representa as receitas líquidas atreladas a essas atividades, valendo ressaltar que devido a o fato dessas receitas não possuírem custos envolvidos os números apresentados também podem ser utilizados para o cálculo do lucro bruto.

**Figura 112: Lucro bruto das outras receitas**

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Outras Receitas</b>					
Venda de Sucata	2.873	2.873	2.873	2.873	2.873
Aluguel do Parque Fabril	6.960	6.960	6.960	6.960	6.960
Outros Aluguéis	4.662	4.662	4.662	4.662	4.662
Total - Outras Receitas	14.495	14.495	14.495	14.495	14.495

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

### 6.3.8 Demonstrativo de Resultados do segmento de Capacitores (IC)

No setor de capacitores foi considerado que a empresa não realizará nenhuma joint-venture com companhias que detenham a tecnologia necessária para ingressar no setor de subestação. Com isso a companhia apenas atuará no setor de capacitores shunt no qual é projetado uma participação de mercado de 20% para 2015 e atingirá 25% em 2019, ano no qual será estabilizado. Esse crescimento acima dos outros mercados é justificado devido a companhia hoje ter uma participação de mercado impactada pela atual conjuntura financeira do Grupo Inepar, em outras palavras caso o grupo já estivesse reestruturado e com uma situação mais confortável de liquidez esse mercado já teria margens similares às projetadas para 2019.

A partir das mudanças propostas acima, o segmento de capacitores do Grupo Inepar poderá ampliar a margem bruta de seus projetos. Com isso, é projetado que em 2019 a empresa obtenha



uma margem superior a 22%. No entanto, devido projetarmos a venda da companhia visando a recapitalização do grupo, no modelo financeiro do Grupo Inepar apenas apresentamos os resultados até 2014. Com isso não há ganhos para a companhia desse crescimento de mercado e melhoria de margens.

**Figura 113: Lucro bruto do segmento de capacitores**

	4ºQ 2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Capacitores</b>						
Receita Bruta	5.094	-	-	-	-	-
Impostos Sobre a Receita	(1.116)	-	-	-	-	-
Receita Líquida	3.977	-	-	-	-	-
CPV	(3.291)	-	-	-	-	-
Lucro Bruto	687	-	-	-	-	-
Margem Bruta	17,3%	-	-	-	-	-

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta



### 6.3.9 Demonstrativo de Resultados por Segmento de Negócios do Grupo

Figura 114: Lucro bruto por segmento de negócios do Grupo Inepar

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Equipamentos de Processo</b>					
Receita Bruta	81.412	272.978	214.411	213.774	223.840
Impostos Sobre a Receita	(5.888)	(38.899)	(30.554)	(30.463)	(31.897)
Receita Líquida	75.524	234.079	183.858	183.311	191.943
CPV	(60.313)	(186.997)	(146.050)	(143.244)	(149.715)
Lucro Bruto	15.211	47.082	37.808	40.067	42.227
Margem Bruta	20,1%	20,1%	20,6%	21,9%	22,0%
<b>Equipamentos Hidro Mecânicos</b>					
Receita Bruta	46.845	42.286	50.332	77.706	85.335
Impostos Sobre a Receita	(7.244)	(8.266)	(10.696)	(16.513)	(18.134)
Receita Líquida	39.601	34.020	39.637	61.194	67.201
CPV	(31.899)	(26.759)	(30.660)	(46.983)	(51.158)
Lucro Bruto	7.702	7.261	8.976	14.210	16.043
Margem Bruta	19,4%	21,3%	22,6%	23,2%	23,9%
<b>Movimentação de Materiais</b>					
Receita Bruta	46.395	53.307	95.834	173.859	307.625
Impostos Sobre a Receita	(1.300)	(7.596)	(13.656)	(24.775)	(43.837)
Receita Líquida	45.096	45.711	82.178	149.084	263.788
CPV	(40.820)	(37.411)	(66.714)	(119.711)	(210.573)
Lucro Bruto	4.276	8.300	15.464	29.373	53.216
Margem Bruta	9,5%	18,2%	18,8%	19,7%	20,2%
<b>M.S.A</b>					
Receita Bruta	91.579	91.579	91.579	96.000	96.000
Impostos Sobre a Receita	(13.966)	(13.966)	(13.966)	(14.640)	(14.640)
Receita Líquida	77.613	77.613	77.613	81.360	81.360
CPV	(58.210)	(58.210)	(58.210)	(61.020)	(61.020)
Lucro Bruto	19.403	19.403	19.403	20.340	20.340
Margem Bruta	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>Óleo &amp; Gás</b>					
Receita Bruta	685.151	650.262	691.555	803.044	876.902
Impostos Sobre a Receita	(40.523)	(38.581)	(51.681)	(65.414)	(71.283)
Receita Líquida	644.628	611.681	639.874	737.630	805.619
CPV	(566.020)	(532.822)	(549.328)	(631.712)	(688.441)
Lucro Bruto	78.608	78.859	90.546	105.918	117.178
Margem Bruta	12,2%	12,9%	14,2%	14,4%	14,5%
<b>Outras Receitas</b>					
Venda de Sucata	2.873	2.873	2.873	2.873	2.873
Aluguel do Parque Fabril	6.960	6.960	6.960	6.960	6.960
Outros Aluguéis	4.662	4.662	4.662	4.662	4.662
Total - Outras Receitas	14.495	14.495	14.495	14.495	14.495
<b>Capacitores</b>					
Receita Bruta	-	-	-	-	-
Impostos Sobre a Receita	-	-	-	-	-
Receita Líquida	-	-	-	-	-
CPV	-	-	-	-	-
Lucro Bruto	-	-	-	-	-
Margem Bruta	-	-	-	-	-
<b>RECEITA LÍQUIDA TOTAL</b>	<b>896.957</b>	<b>1.017.599</b>	<b>1.037.654</b>	<b>1.227.074</b>	<b>1.424.406</b>
<b>LUCRO BRUTO TOTAL</b>	<b>139.696</b>	<b>175.400</b>	<b>186.692</b>	<b>224.404</b>	<b>263.499</b>

Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Desconsidera depreciação para o cálculo de margem bruta

De acordo com as mudanças apresentadas no laudo de viabilidade econômica, espera-se que o Grupo Inepar aumente as margens de seus projetos, atingindo um lucro bruto maior, de forma a permitir que a companhia gere resultados positivos já no curto prazo. Ao término das projeções em 2019, espera-se que o grupo atinja um lucro bruto (sem considerar depreciação) de R\$ 263 milhões.



#### 6.4. Fluxo de Caixa: Necessidades de Capital de Giro, Investimentos e Legado Fiscal

O Plano de Recuperação do Grupo Inepar está pautado na busca de eficácia e eficiência máxima do seu ativo disponível e potencial. Seguindo este preceito, sua reestruturação abrange a criação de uma estrutura capaz de viabilizar o cumprimento dos termos acordados nesse plano. A partir da reestruturação proposta o Grupo Inepar será capaz de potencializar o valor da companhia, ampliar sua capacidade de preservar sua função social como entidade geradora de bens, recursos, empregos e tributos, além de propiciar melhores condições de equalização dos passivos objeto deste plano. Para que os resultados sejam realizados será necessário a viabilização das melhorias já descritas. Em seguida, apresenta-se a projeção de geração de caixa potencial do Grupo Inepar ao longo próximos anos.

Devido à alta exposição de caixa que determinadas frentes de negócios exigem, o Grupo Inepar apresenta necessidade de capital de giro em determinados momentos, no entanto uma vez que todos os projetos apresentam margens positivas ao término do contrato, estes geram resultado para o conglomerado. Outro fator considerado no fluxo de caixa da companhia é o benefício fiscal que o grupo possui devido a realizar obras isentas dessas taxas. Tal benefício gera créditos de PIS/COFINS e ICMS ao grupo que, por sua vez, os utiliza nas formas previstas pelas leis tributárias brasileiras.

A projeção financeira, como já frisado, não prevê entradas de pleitos para os próximos anos, apesar desta ser uma fonte de receita importante para o grupo, o que permitiria ao mesmo reduzir/adiar a venda de ativos *não-estratégicos*.

Para os pagamentos de dívidas, foram respeitados os fluxos pré estabelecidos neste plano de recuperação, bem como para o REFIS, entrou em vigor no mês de novembro de 2014, iniciando pagamento das parcelas conforme estipulado na lei.

As projeções apontam para a viabilidade econômica do Grupo Inepar, que consegue sustentar posição saudável de liquidez num cenário conservador de expansão de receitas e de margens operacionais, conforme apresentado na figura 115.

As projeções consolidadas do Grupo Inepar refletem o conservadorismo das premissas apresentadas neste capítulo.

A receita líquida projetada para 2015, ano em que a empresa estará concluindo sua reestruturação completa, está estimada em R\$ 760 milhões, representando um crescimento de 6,7% ante 2014 (ano da crise) e queda em relação ao ano de 2013 de aproximadamente 28,9%, quando o grupo auferiu R\$ 1.069 milhões de receita líquida.

Já a receita líquida projetada do Grupo Inepar em 2019 será de R\$ 1.424 milhões o que representa um crescimento médio anual de 4,9% desde 2013 (ano pré-petição).

Por sua vez, a margem bruta projetada em 2019 apresenta uma melhora de 6 bps em relação 2013, passando para 14,5% ante 13,9%.

Já em relação ao EBITDA projetado, nota-se uma melhora significativa. A margem EBITDA saiu de -7,4% em 2013 para gradualmente atingir 12,7% em 2019. Essa melhora decorre de boa parte das mudanças apresentadas no capítulo 5 “Retomada do Grupo Inepar” e seus efeitos positivos.



Figura 115: Projeção de fluxo de caixa consolidada do Grupo Inepar

Projeções Financeiras (R\$ mil)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Receita Bruta	1,316,787	1,152,378	752,763	829,839	916,309	968,936	1,337,558	1,606,907
Receita Líquida	1,205,865	1,069,064	712,360	760,491	819,467	859,253	1,184,951	1,424,406
Backlog	N/A	N/A	N/A	614,341	344,727	116,574	8,630	0
Projetos Novos	N/A	N/A	N/A	131,655	460,245	728,184	1,161,826	1,409,911
Outras receitas	N/A	N/A	N/A	14,495	14,495	14,495	14,495	14,495
COGS	(1,043,850)	(920,272)	(822,274)	(677,671)	(714,098)	(746,827)	(1,021,273)	(1,218,022)
G&A	(90,847)	(249,145)	(140,772)	(85,476)	(84,362)	(83,903)	(84,130)	(82,973)
EBITDA	92,412	(79,062)	(223,159)	42,294	65,611	77,943	135,324	180,526
Mg. EBITDA	7.7%	-7.4%	-31.3%	5.6%	8.0%	9.1%	11.4%	12.7%
Imposto	(6,788)	20,629	8,486	(283,746)	(24,520)	(3,833)	(21,170)	(36,584)
Juros	(200,785)	(112,126)	(114,987)	719,600	(21,710)	(17,248)	(17,283)	(15,810)
Capital de giro	81,612	110,475	85,986	(21,879)	(75,464)	49,342	(63,612)	52,484
Outros impactos de caixa	95,066	404,419	410,550	(497,216)	(11,967)	7,283	(12,227)	4,925
Fluxo de caixa operacional	61,517	344,335	166,877	(40,947)	(68,051)	113,486	21,033	185,540
CAPEX	(25,843)	(124,181)	(15,525)	(29,026)	(31,665)	(47,639)	(45,000)	(45,000)
Serviço de dívida	(89,196)	(198,032)	(259,012)	(545,718)	(168,512)	(72,692)	(71,798)	(67,705)
Fluxo de caixa antes de venda de ativos	(53,522)	22,122	(107,660)	(615,691)	(268,227)	(6,845)	(95,765)	72,835
Venda de ativos	0	0	30,500	796,757	175,644	8,472	0	0
Fluxo de caixa depois da venda de ativos	(53,522)	22,122	(77,160)	181,066	(92,583)	1,627	(95,765)	72,835
Dívida Líq. Fin./EBITDA	15.0x	N/A	N/A	10.9x	4.0x	2.8x	2.0x	0.9x
Dívida Líq. Total / EBITDA	19.1x	N/A	N/A	23.3x	9.0x	6.7x	4.0x	2.3x
(EBITDA - Capex) / Juros	0.3x	N/A	N/A	-	1.6x	1.8x	5.2x	8.6x
(EBITDA - Capex) / Serviço dívida	0.3x	N/A	N/A	0.0x	0.2x	0.5x	1.5x	2.4x
(EBITDA + venda ativos - CAPEX) / S. Dívida	0.3x	N/A	N/A	2.0x	1.3x	0.6x	1.5x	2.4x
(a) Caixa final	34,710	56,938	12,663	193,729	101,146	102,773	7,008	79,844
(b) Passivo Financeiro	1,419,457	1,403,528	3,395,922	494,293	353,914	309,361	265,702	226,136
(c) Passivo fiscal	378,754	412,452	482,687	351,729	326,605	301,482	276,358	251,235
(d) Dívida total (b+c)	1,798,211	1,815,980	3,878,609	846,021	680,519	610,842	542,060	477,371
(e) Dívida líquida financeira (b-a)	1,384,747	1,346,590	3,383,259	300,563	252,768	206,587	258,694	146,292
(f) Dívida líquida total (d-a)	1,763,501	1,759,042	3,865,946	652,292	579,373	508,069	535,052	397,527

Fonte: Companhia até 2013; e a partir de 2014 Companhia e Análise Brasil Plural

Ainda, a projeção contempla investimentos em *capex* destinados em grande parte à renovação do parque industrial, possibilitando ganhos de produtividade e eliminação de gargalos. Desse modo, o Grupo Inepar garantirá sua competitividade e sustentabilidade no longo prazo. Também são considerados *capex* de manutenção para os anos projetados.

A saúde financeira do Grupo Inepar é corroborada por alguns índices de alavancagem como o de Dívida Líquida Financeira/EBITDA, que de 19,1x em 2012 (relação negativa em 2014) melhoraria para 4,0x já em 2016.

É válido relembrar, que parte dos recursos oriundos da monetização de ativos servirão para capital de giro, equalizar o legado de passivo tributário do grupo e cumprimento de obrigações oriundas da aprovação do Plano de Recuperação.

## 7. Avaliação Econômico-Financeira

Esse capítulo apresentará individualmente a avaliação das seis empresas operacionais do Grupo Inepar, apresentadas na seção 3.4, e a combinação de metodologias empregadas para se chegar no valor indicativo de cada ativo.

Para o cálculo das avaliações das companhias que compõem o Grupo Inepar foram utilizados diferentes métricas de avaliação: fluxo de caixa descontado para a firma, avaliação relativa via múltiplos, VWAP (*volume-weighted average price*), valor patrimonial e resultados da avaliação dos ativos imobilizados do Grupo Inepar desempenhada pela empresa Appraisal Avaliações e Engenharia. Entretanto, por causa de peculiaridades de cada metodologia, participação acionária e características individuais de cada empresa, nem todas as companhias contemplam todas métricas de avaliação. Tampouco, cenários de financiamento via monetização de ativos não *core* (cenário base da avaliação) ou por meio de financiamento de terceiros.

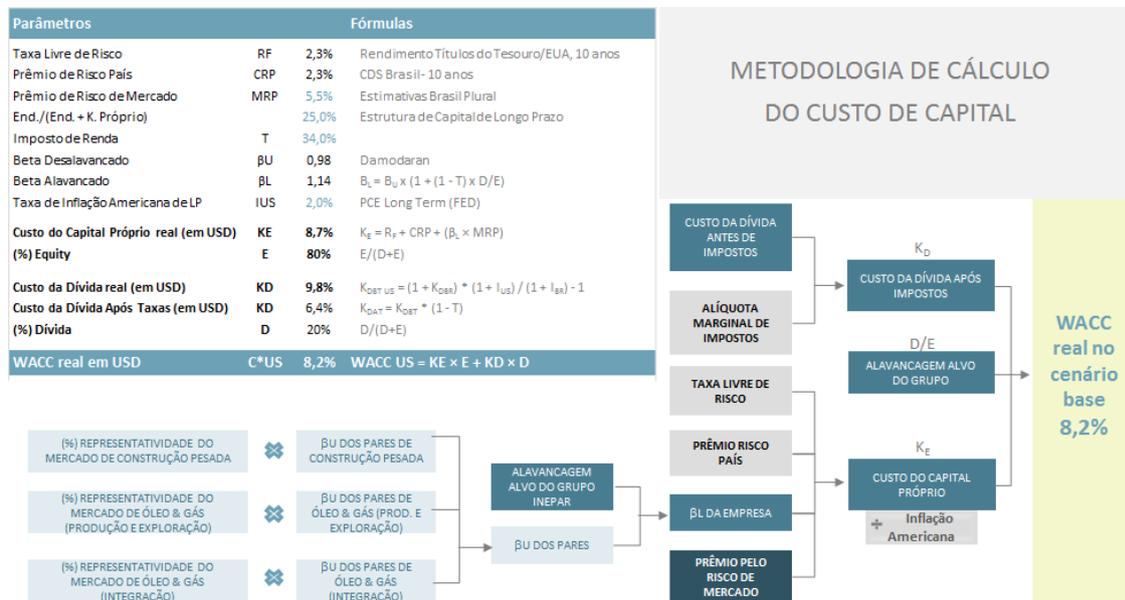
As avaliações econômico-financeiras desse Laudo de Avaliação refletem premissas conservadoras, que podem ser verificadas nas expectativas de investimentos em cada mercado e segmento de atuação das empresas do Grupo Inepar, assim como pela projeção de receita do grupo.

**Figura 116: Metodologia fluxo de caixa descontado para a firma**



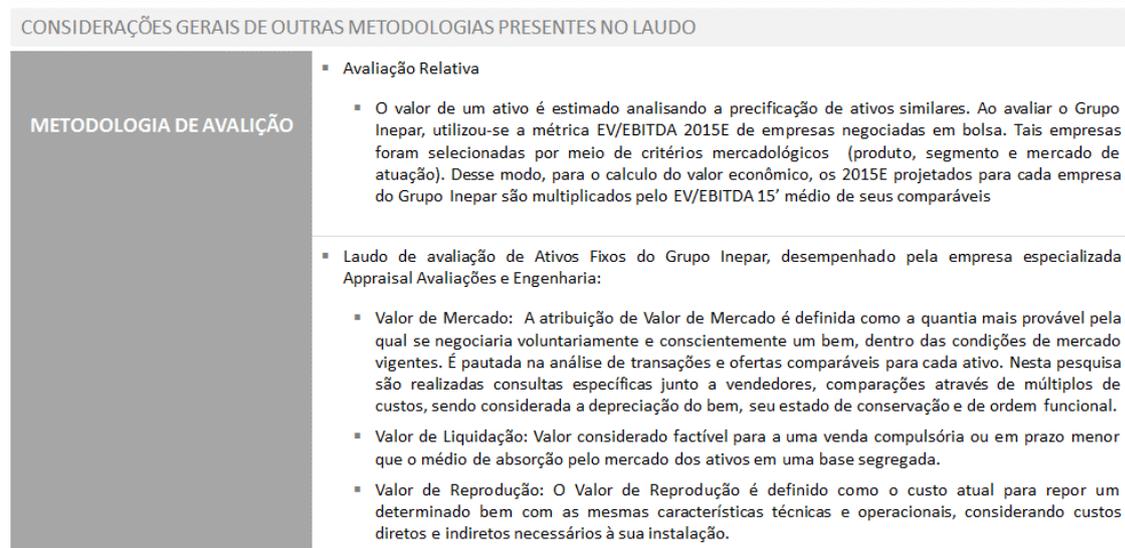
Fonte: Análise Brasil Plural

**Figura 117: Cálculo do WACC (*weighted average cost of capital*) utilizado para descontar os fluxos de caixa para a firma no cenário sem novos financiamentos de terceiros (cenário base da avaliação)**



Fonte: Análise Brasil Plural

**Figura 118: Outras metodologias empregadas**



Fonte: Análise Brasil Plural



## 7.1. Avaliação IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. (IPM) e IESA Óleo & Gás (IOG)

No processo de avaliação da IPM e da IOG foram utilizados, para obtenção de múltiplos para a avaliação, 50 pares mundiais de mercado classificados segundo o GICS (*Global Industry Classification Standard*) e que atuam no mesmo setor do Grupo Inepar - construção pesada. Esses pares de mercado representam uma estimativa de múltiplo para uma companhia que atue nesse setor. Para essa análise foram levados em consideração os múltiplos *Enterprise Value/EBITDA* devido à: (i) os países adotarem diferentes taxas de depreciação e de impostos, logo, com a internacionalização dos mercados, os analistas tentam usar indicadores que são, de certa forma, padronizados; e (ii) o lucro líquido é um indicador mais volátil em decorrência das taxas de juros, de eventos não operacionais ou das alíquotas de impostos.

Figura 119: Análise de múltiplos EV/EBITDA dos principais peers globais do Grupo Inepar

	Market Cap	Enterprise Value	Dívida Líquida	Dívida Líquida/ Market Cap	EBITDA Últimos 12 meses	Dívida Líquida/ EBITDA	EV/EBITDA do próximo exercício
Motor sich pjsc	718	462	(264)	-37%	31.282,8	0,0x	0,6x
Harbin electric	2.224	1.515	(1.339)	-60%	588,5	-2,3x	2,3x
Nissin electric	1.422	1.346	-	0%	238,7	0,0x	4,3x
Innovatec spa	24	42	13	55%	-1,2	N/A	4,7x
China ming yang wind pow-ads	793	1.190	376	47%	N/A	N/A	5,2x
Zg energy	327	318	(11)	-3%	15,7	-0,7x	6,0x
Mitsubishi electric	66.955	65.085	(3.599)	-5%	9.370,6	-0,4x	6,0x
Broadwind energy	267	210	(58)	-22%	27,0	-2,1x	6,2x
Vestas wind systems	22.385	20.572	(1.866)	-8%	N/A	N/A	6,4x
Nordex	3.880	3.084	(805)	-21%	383,8	-2,1x	6,4x
Gamesa	7.038	7.960	905	13%	1.009,6	0,9x	6,4x
Toyo Electric	415	552	138	33%	42,8	3,2x	6,5x
Daihen	1.403	1.785	336	24%	244,5	1,4x	6,7x
Bgr energy systems	473	1.128	622	132%	148,6	4,2x	6,8x
Babcock & Wilcox	8.368	8.649	225	3%	1.202,1	0,2x	7,5x
Koncar-elektroindustrija	761	640	(224)	-29%	148,9	-1,5x	7,6x
Dongfang electric	13.067	11.832	(1.061)	-8%	1.192,4	-0,9x	7,7x
Pne wind	532	1.042	495	93%	205,1	2,4x	7,9x
Global power equipment	614	698	83	14%	65,4	1,3x	7,9x
Azz	2.991	3.786	789	26%	342,0	2,3x	7,9x
Zpue	350	380	31	9%	45,4	0,7x	7,9x
Suzlon energy	1.961	7.842	5.242	267%	72,0	72,8x	8,1x
Guodian technology & Abb	3.326	11.077	6.539	197%	1.116,2	5,9x	8,4x
Alstom	134.399	139.960	4.059	3%	12.422,4	0,3x	8,7x
Pioneer power solutions	28.957	42.474	13.229	46%	4.057,3	3,3x	9,7x
China high speed transmission	168	192	23	14%	15,4	1,5x	9,7x
Powersecure international	3.245	7.311	3.971	122%	764,4	5,2x	9,8x
Shanghai electric	611	576	(36)	-6%	4,3	-8,4x	10,0x
Doosan	30.562	28.541	(5.788)	-19%	1.919,6	-3,0x	10,3x
Areva	6.282	39.781	25.295	403%	3.180,5	8,0x	10,8x
Xinjiang goldwind	15.017	29.917	13.947	93%	1.441,2	9,7x	10,8x
Shihlin electric & engineer	13.448	15.621	3.457	26%	495,8	7,0x	10,9x
Bharat	1.754	1.949	156	9%	97,2	1,6x	12,0x
China xd electric	25.701	23.010	(2.764)	-11%	2.522,2	-1,1x	13,4x
Xi'an shaangu power	11.352	9.875	(1.813)	-16%	N/A	N/A	14,7x
Td power systems	4.939	4.737	(296)	-6%	N/A	N/A	15,6x
Jiangsu jixin wind energy	631	550	(48)	-8%	7,5	-6,3x	15,7x
Power solutions international	3.322	3.477	148	4%	62,2	2,4x	16,0x
Nari technology development	1.844	2.022	174	9%	55,8	3,1x	16,6x
Triveni turbine	16.199	15.877	(381)	-2%	N/A	N/A	17,3x
Henan senyuan electric	1.576	1.585	4	0%	42,2	0,1x	17,4x
Yantai longyuan power	6.799	6.922	96	1%	N/A	N/A	19,5x
Beijing creative	2.681	2.411	(360)	-13%	72,7	-5,0x	21,0x
Guangzhou zhiguang electric	1.318	1.274	(64)	-5%	N/A	N/A	21,0x
Baoding tianwei baobian	1.245	1.506	225	18%	N/A	N/A	23,4x
Hunan changgao high voltage	3.969	5.869	1.803	45%	N/A	N/A	26,0x
Abb india	1.701	1.580	(109)	-6%	34,4	-3,2x	28,4x
Gunkul engineering	10.000	10.119	91	1%	142,3	0,6x	30,0x
Beijing dinghan tech	1.740	1.776	21	1%	10,6	2,0x	31,6x
Média	3.759	3.688	(79)	-2%	N/A	N/A	33,3x
Mediana							12,18x
							9,73x

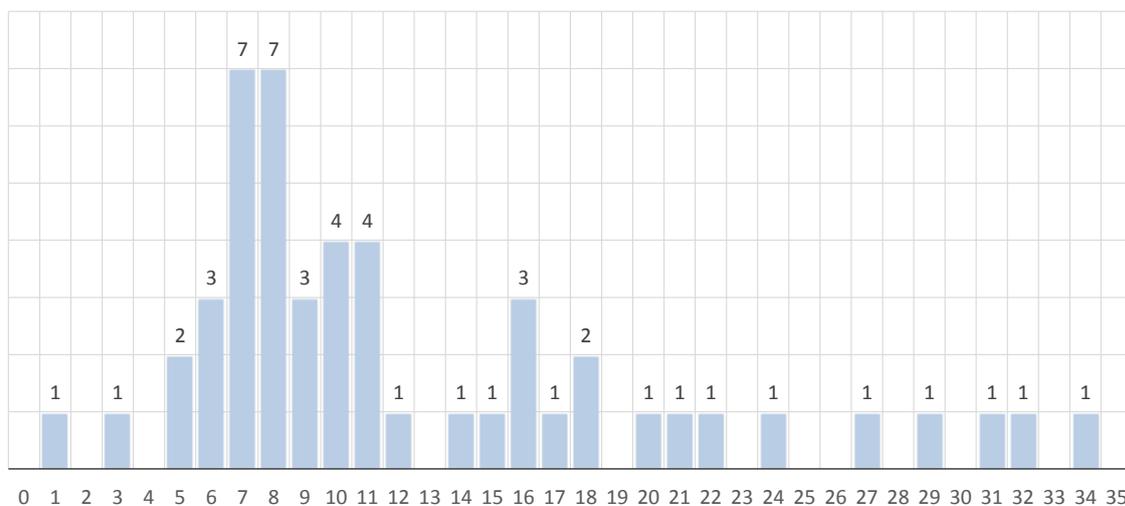
Fonte: Bloomberg



Ainda, a partir da análise deste múltiplo e do EBITDA do Grupo Inepar é possível estimar um valor médio da companhia - assumindo que esta possui taxas de crescimento, alavancagem operacional e financeira, e investimentos similares ao do setor de atuação.

Ao analisar o múltiplo da amostra em questão se obtém uma média de 12,18x e uma mediana de 9,73x.

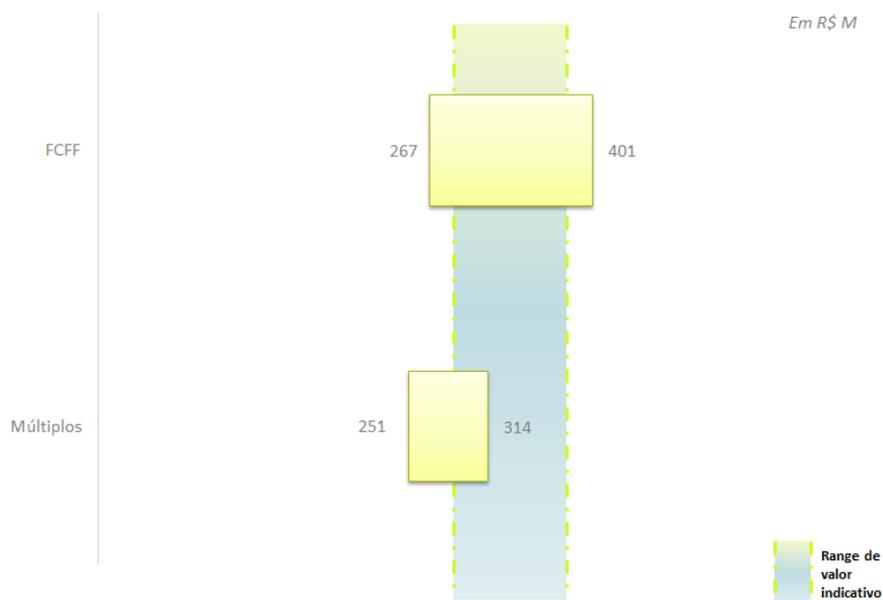
**Figura 120: Histograma dos múltiplos dos principais pares mundiais do Grupo Inepar**



Fonte: Bloomberg

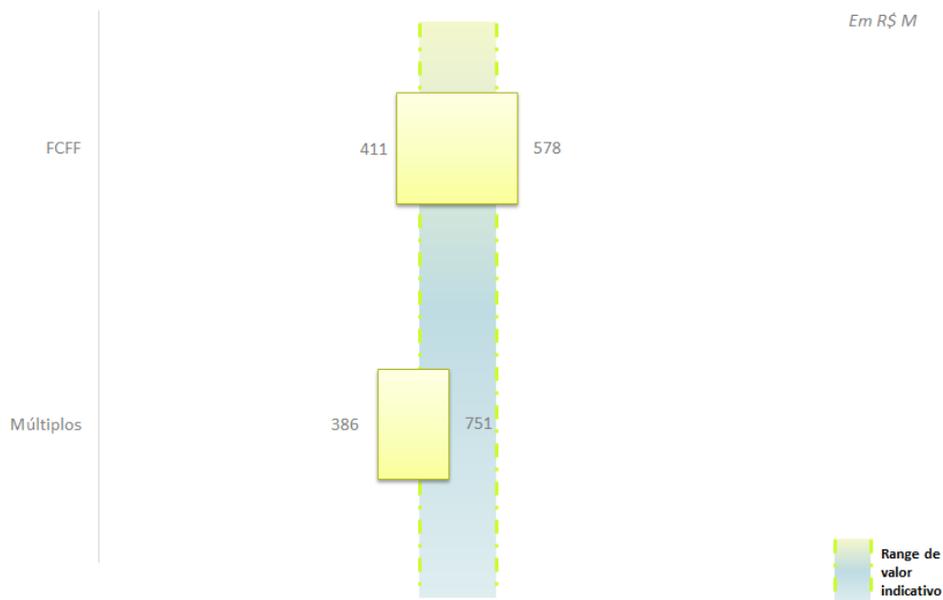


Figura 121: Intervalos de Avaliação da IESA Projetos, Equipamentos e Montagens S.A. (IPM)



Fonte: Análise Brasil Plural

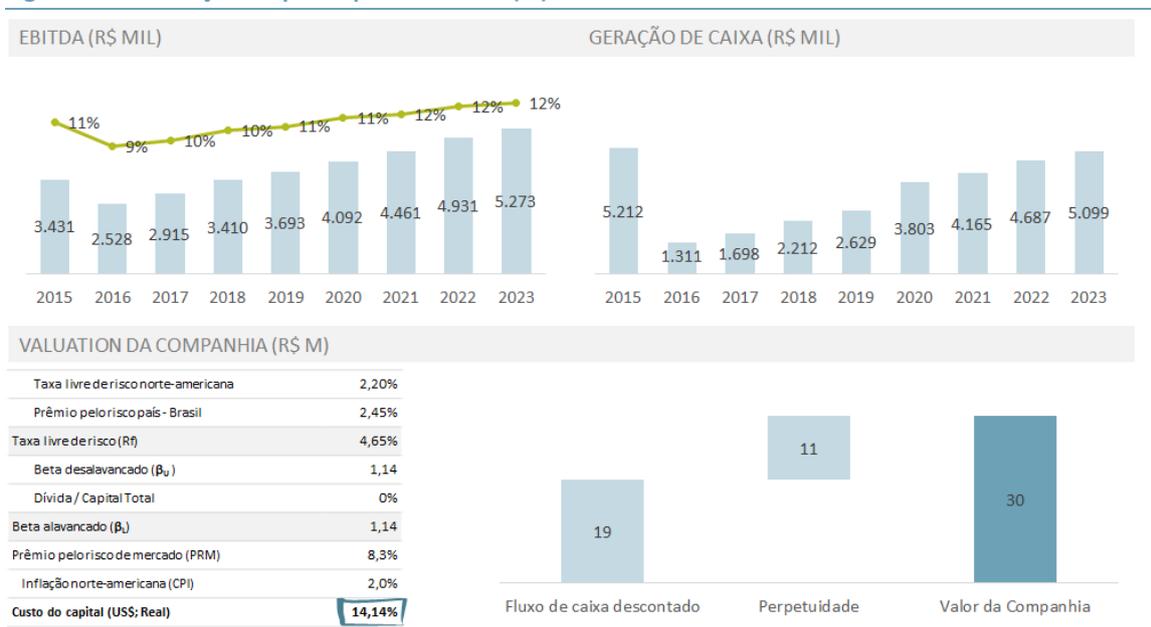
Figura 122: Intervalos de Avaliação IESA Óleo & Gás S.A. (IOG)



Fonte: Análise Brasil Plural

## 7.2. Avaliação Inepar Capacitores S.A. (IC)

Figura 123: Avaliação Inepar Capacitores S.A. (IC) via fluxo de caixa descontado



Fonte: Análise Brasil Plural. Nota: Projetos já existentes tem maior parte dos seus custos desembolsados em 2014 e incorridos apenas em 2015, gerando um ganho de capital de giro no ano de 2015

## 7.3. Avaliação Companhia Brasileira de Diques (CBD)

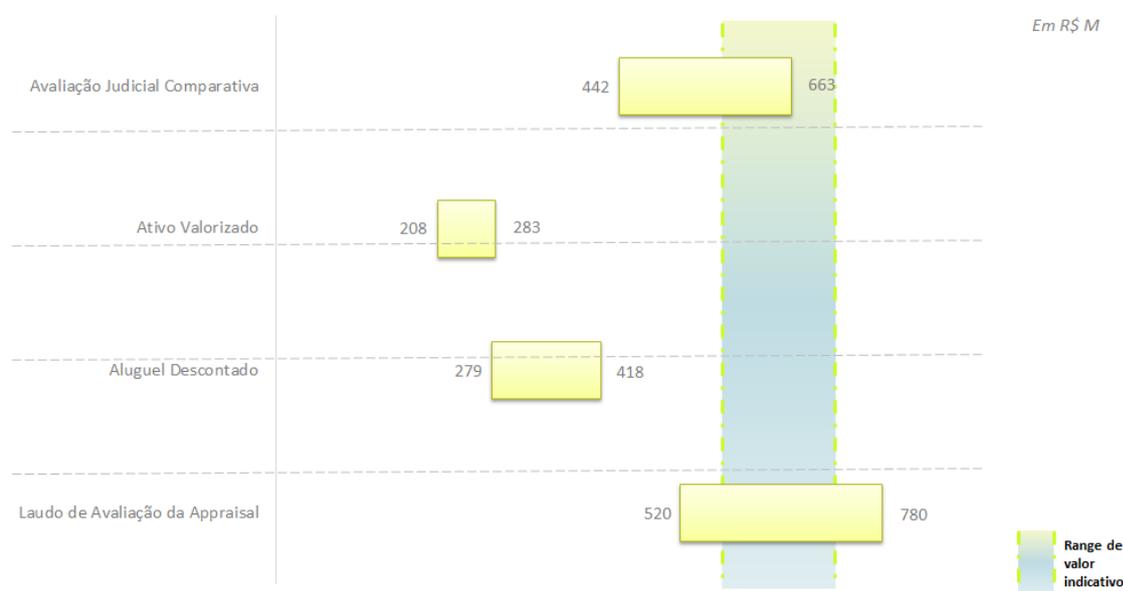
Figura 124: Premissas Companhia Brasileira de Diques (CBD)

METODOLOGIA UTILIZADA	PREMISSAS UTILIZADAS NA METODOLOGIA
<b>Avaliação Judicial Comparativa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Avaliação de R\$ 2.780/m<sup>2</sup>, referente a avaliação realizada para o leilão judicial do Estaleiro Caneco, localizado no Caju, nas proximidades do ativo da CBD</li> <li>Range definido por um prêmio sobre o valor do m<sup>2</sup> do Estaleiro Caneco: 25% a 35%</li> <li>Prêmio explicado devido ao fato do ativo da CBD ter diferenciais imobiliários</li> </ul>
<b>Valor da Compra a IGP-M</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Atualização do valor de aquisição do CBD em 2006</li> <li>Valor de aquisição: R\$ 260M</li> <li>Ativo corrigido à IGP-M</li> <li>Range definido pela taxa de correção IGP-M + 0% e IGP-M + 4% a.a.</li> <li>Range do CAGR: de 6,1% a 10,3%</li> <li>O método não utiliza taxa de desconto</li> </ul>
<b>Aluguel Descontado, CRI Fluxo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DCF do Valor mensal do aluguel até 2030</li> <li>CRI pago conforme o seu fluxo contratado</li> <li>Range definido pela Perpetuidade: a 2,0% real</li> <li>Wacc = 12,8%</li> </ul>
<b>Laudo de Avaliação Appraisal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valor de mercado apresentado no laudo de avaliação da Appraisal</li> <li>Range de -20% a +20% do valor apresentado no laudo</li> </ul>

Fonte: Análise Brasil Plural, considera participação Inepar de 49,7%



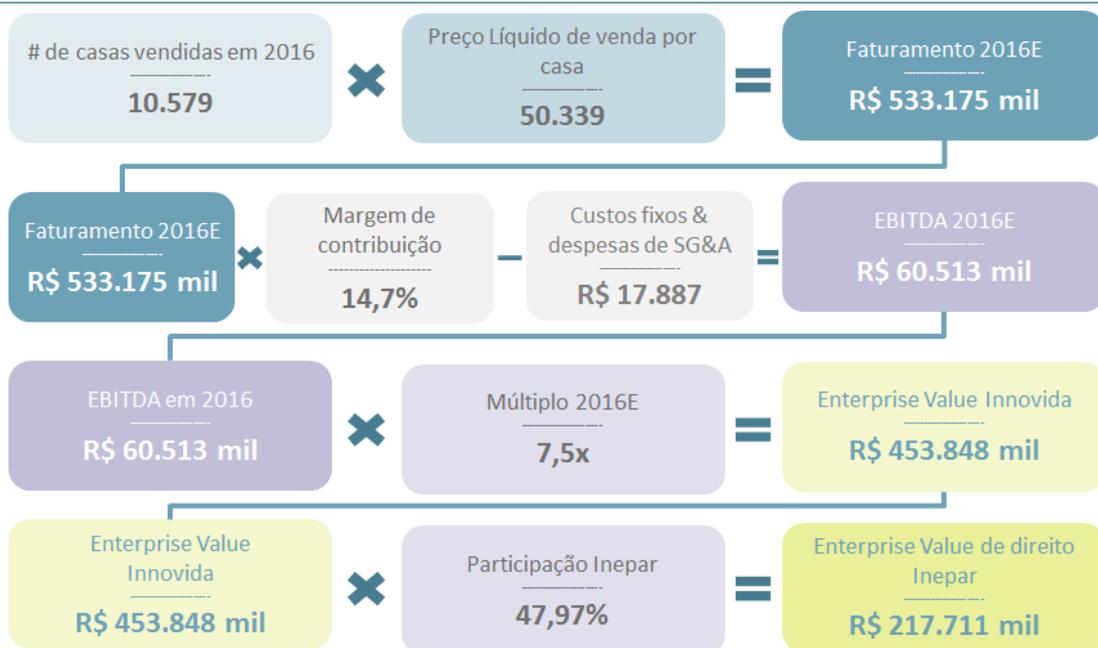
Figura 125: Intervalos de Avaliação Companhia Brasileira de Diques (CBD)



Fonte: Análise Brasil Plural, considera participação Inepar de 49,7%

#### 7.4. Avaliação Innovida Participações S.A. (IN)

Figura 126: Avaliação via múltiplo da Innovida Participações S.A. (IN)

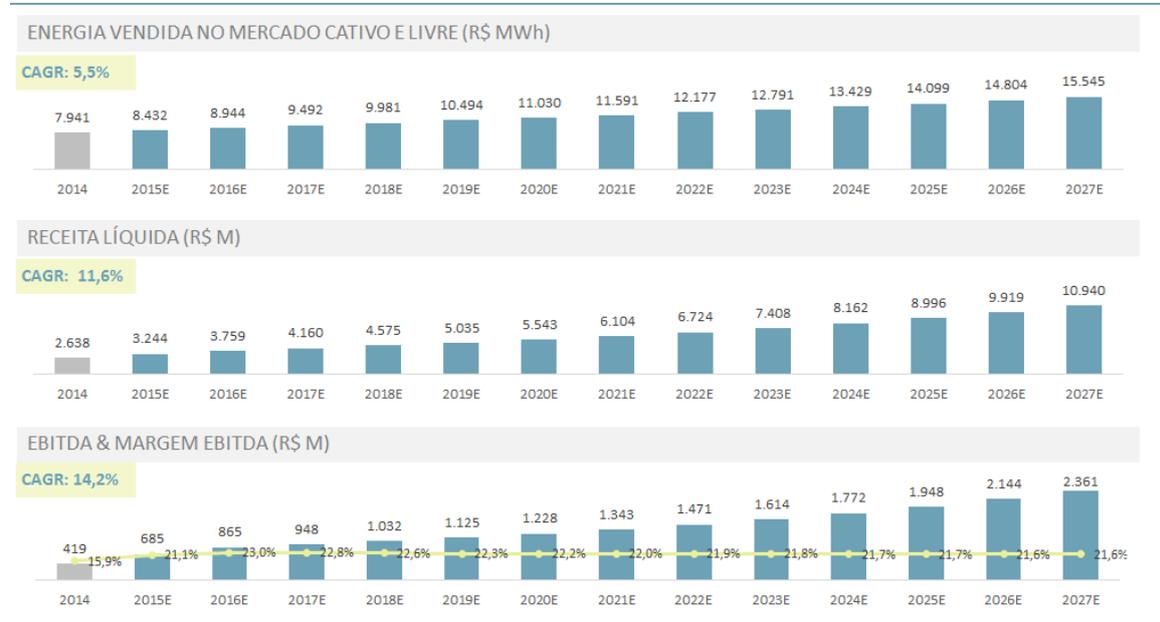


Fonte: Análise Brasil Plural



## 7.5. Avaliação Energisa Mato Grosso (ENERGISA MT)

Figura 127: Projeções Energisa Mato Grosso (ENERGISA MT)



Fonte: Energisa Mato Grosso, Análise Brasil Plural

Figura 128: Projeções de fluxo de caixa Energisa Mato Grosso (ENERGISA MT)

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Fluxo de Caixa (R\$ M)</b>													
<b>Fluxo de Caixa das Operações</b>	<b>200</b>	<b>239</b>	<b>339</b>	<b>416</b>	<b>569</b>	<b>784</b>	<b>867</b>	<b>952</b>	<b>1.025</b>	<b>1.128</b>	<b>1.241</b>	<b>1.340</b>	<b>1.455</b>
(+/-) Lucro Líquido	213	317	370	430	508	582	655	729	810	901	1.004	1.169	1.342
(+) Depreciação e Amortização	145	172	190	208	225	241	258	275	294	313	333	277	231
Δ Capital de Giro	-58	-66	-46	-48	-53	-58	-64	-71	-79	-87	-96	-106	-118
Δ Contas a Receber	-80	-94	-73	-75	-83	-92	-101	-112	-123	-136	-150	-166	-184
Δ Fornecedores	22	27	26	27	30	33	37	40	45	49	54	60	66
Δ Juros a pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Títulos de crédito a receber	9	3	3	3	7								
(+) Sub-rogação CCC	11	11	11	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Créditos Tributários	19	19	19	19	19	19	19	19	0	0	0	0	0
(-) Taxas Regulamentares	0	-37	-90	-90	-60	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Incorporação de Redes	-126	-126	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Eficiência Energética	-13	-13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Repasse Itaipu (Eletrobras)	0	-39	-117	-117	-78	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fluxo de Caixa de Investimentos</b>	<b>-524</b>	<b>-360</b>	<b>-374</b>	<b>-336</b>	<b>-320</b>	<b>-332</b>	<b>-355</b>	<b>-370</b>	<b>-387</b>	<b>-404</b>	<b>-423</b>	<b>-442</b>	<b>-461</b>
(-) Capex	-524	-360	-374	-336	-320	-332	-355	-370	-387	-404	-423	-442	-461
<b>Fluxo de Caixa de Financiamentos</b>	<b>115</b>	<b>16</b>	<b>-52</b>	<b>-127</b>	<b>-201</b>	<b>-304</b>	<b>-468</b>	<b>-533</b>	<b>-584</b>	<b>-664</b>	<b>-753</b>	<b>-826</b>	<b>-913</b>
(+) Financiamentos Contratados/Juros Capitalizados	341	243	252	228	214	199	213	222	232	243	254	265	277
(-) Financiamentos Amortizados	-226	-227	-304	-355	-415	-337	-279	-233	-236	-246	-257	-267	-277
<b>(=) Fluxo de Caixa para o Acionista</b>	<b>-208</b>	<b>-104</b>	<b>-88</b>	<b>-46</b>	<b>48</b>	<b>314</b>	<b>446</b>	<b>571</b>	<b>635</b>	<b>720</b>	<b>815</b>	<b>896</b>	<b>994</b>
<b>Dívida Líquida/EBITDA</b>	<b>2,3x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,1x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,1x</b>	<b>0,1x</b>	<b>0,0x</b>	<b>0,0x</b>

Fonte: Energisa Mato Grosso, Análise Brasil Plural



Figura 129: Múltiplos de companhias comparáveis Energisa Mato Grosso (ENERGISA MT)

Comparáveis	Segmento	Enterprise Value (R\$ M)	Market Cap (R\$ M)	Mg. EBITDA 2014	EV/EBITDA 2014	EV/EBITDA 2015E	EV/EBITDA 2016E
Light	Distribuição	9.815	3.516	18,1%	5,7x	6,4x	5,8x
AES Eletropaulo	Distribuição	4.664	2.462	4,5%	7,6x	5,7x	4,8x
<b>Média considerada</b>	-				<b>6,7x</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,3x</b>
Equatorial	Distribuição	10.139	6.773	19,2%	6,6x	9,3x	7,3x
Energias do Brasil	Distribuição	8.258	5.727	21,6%	4,7x	6,9x	5,2x
Coelce	Distribuição	4.194	3.120	14,1%	5,2x	N.A.	N.A.
CPFL	Distribuição	34.230	19.443	21,4%	9,7x	10,0x	8,5x
<b>Média Distribuição</b>	-				<b>6,6x</b>	<b>7,7x</b>	<b>6,3x</b>
Taesa	Transmissão	11.047	7.303	83,9%	8,3x	8,6x	8,7x
Transm. Paulista	Transmissão	7.300	6.593	34,1%	18,9x	24,3x	20,3x
<b>Média Transmissão</b>	-				<b>13,6x</b>	<b>16,5x</b>	<b>14,5x</b>
Tractebel	Geração	26.547	24.099	46,4%	8,6x	9,9x	6,7x
Geração Tietê	Geração	7.923	6.802	25,1%	11,0x	6,7x	6,7x
CESP	Geração	5.386	6.058	34,1%	7,9x	3,1x	5,9x
<b>Média Geração</b>	-				<b>9,2x</b>	<b>6,6x</b>	<b>6,4x</b>
CEMIG	Integradas	25.571	13.961	31,6%	4,2x	7,3x	7,7x
COPEL	Integradas	12.726	8.060	15,7%	5,5x	6,0x	4,5x
<b>Média Energia</b>	-				<b>8,0x</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,7x</b>

Fonte: Energisa Mato Grosso, Análise Brasil Plural

Figura 130: Intervalos de Avaliação Energisa Mato Grosso (ENERGISA MT)

Range de valor indicativo (R\$ M)	Média	Intervalo	Observações
	211	286	Foi considerado uma variação de -15% e +15% para o valor calculado em cada metodologia
FCFE 3.129	298	404	Fluxo nominal de caixa livre para a empresa descontado pelo Ke médio de 14,3%, projeções até 2027 com CAGR de energia vendida de 5,5% e receita de 11,6% a uma Mg. EBITDA média de 22,0% + Valor terminal de renovação da concessão até 2057
EV/EBITDA14 1.492	142	193	EBITDA 2014 da Energisa Mato Grosso S.A. de R\$ 418,7M multiplicado pelo múltiplo EV/EBITDA 2014 de 6,7x de seus comparáveis AES Eletropaulo e Light subtraído por sua dívida líquida de R\$ 1.292,4M em 2014
EV/EBITDA15E 2.851	272	368	EBITDA 2015E da Energisa Mato Grosso S.A. de R\$ 684,9M multiplicado pelo múltiplo EV/EBITDA 2015E de 6,1x de seus comparáveis AES Eletropaulo e Light subtraído por sua dívida líquida de R\$ 1.292,4M em 2014
EV/EBITDA16E 3.294	314	425	EBITDA 2016E da Energisa Mato Grosso S.A. de R\$ 865,4M multiplicado pelo múltiplo EV/EBITDA 2016E de 5,3x de seus comparáveis AES Eletropaulo e Light subtraído por sua dívida líquida de R\$ 1.292,4M em 2014
Valor de Mercado 1.192	114	154	Valor de Mercado total de R\$ 1.192,3M de 15/06/2015
Patrimônio Líquido 1.317	126	170	Patrimônio Líquido da Energisa Mato Grosso S.A. em 31/12/2014. É importante ressaltar que o Patrimônio Líquido está substanciado em valores do custo histórico, não levando em consideração os atuais margens de rentabilidade e perspectivas do negócio

Fonte: Energisa Mato Grosso, Análise Brasil Plural, considera participação Inepar de 11,22%

## 7.6. Resumo da Avaliação dos Ativos Imobiliários/fixos do Grupo Inepar

Figura 131: Avaliação dos ativos imobiliários/fixos



Fonte: Appraisal Av. e Eng., MDC, desconsidera avaliação dos Módulos construídos sob o contrato 3900.0000019.12.2 da Tupi B.V.

## 7.7. Resumo da Avaliação dos Pleitos do Grupo Inepar

Para fins de modelagem do fluxo de caixa do Grupo Inepar foi desconsiderada a entrada de recursos provenientes de pleitos de qualquer natureza. No entanto, para o cálculo do valor da companhia foi estimado um valor de R\$ 658,0 milhões referente aos pleitos com alta probabilidade de sucesso.

Figura 132: Expectativa conservadora de contabilização dos pleitos no valor da firma

DISTRIBUIÇÃO NO TEMPO DOS PLEITOS EM PROCESSO JUDICIAL COM ALTA PROBABILIDADE DE RECEBIMENTO (R\$ M)				
	Até 18 Meses	De 18 a 36 Meses	Acima de 36 Meses	Total
Montante Total	310	205	1.130	1.645
Montante Ganho (%)	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Valor Recebido	155	103	565	822
Sucumbência Paga aos Pleitos Perdidos (%)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Valor Pago	(31)	(21)	(113)	(164)
<b>Montante a Receber</b>	<b>124</b>	<b>82</b>	<b>452</b>	<b>658</b>

Fonte: Companhia; MDC; Análise Brasil Plural. Notas: Foram assumidas as seguintes premissas: 50,0% dos pleitos com alta probabilidade de ganho seriam recebidos pelo Grupo Inepar, neste caso o mesmo receberia o valor integral do pleito. Já nos casos perda no julgamento o Grupo Inepar seria obrigado a pagar 20% do valor requerido em forma de sucumbência.



## 7.8. Exercício de Viabilidade Pré-Reestruturação Ampla dos Passivos Sujeitos ao Plano de Recuperação Judicial e Após Adesão ao REFIS IV e V

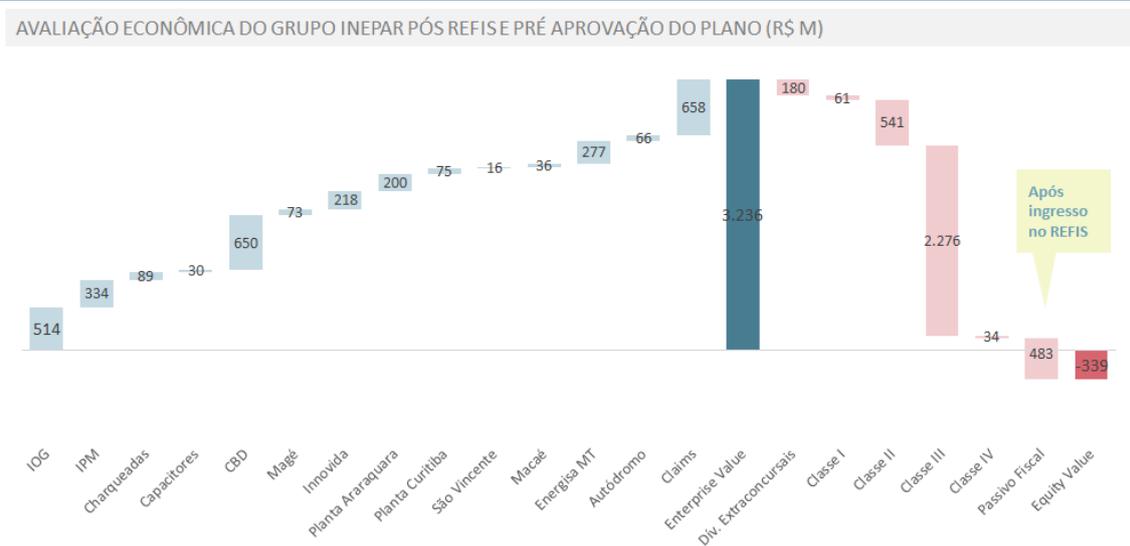
Na figura 133, é apresentada a consolidação dos valores individuais de cada uma das firmas, chegando-se ao valor da firma do Grupo Inepar de R\$ 3.236 milhões de reais – já deduzidos os valores das alienações de TIISA e AHI.

O valor residual ainda negativo demonstra que mesmo com a resolução do passivo tributário, a companhia ainda precisaria reestruturar seu passivo sujeito à Recuperação Judicial, uma vez que sem a reestruturação proposta no Plano de Recuperação Judicial, mesmo com a criação de *equity value* gerado pelo tratamento fiscal, o grupo permaneceria com muita dificuldade de honrar seus compromissos e de se estabilizar para crescer, pois, baseando-se em seu EBITDA projetado para 2015 de R\$ 42 milhões, a relação Dívida Líquida/EBITDA permaneceria em níveis inaceitáveis, o que impossibilitaria a perpetuidade da empresa como uma entidade geradora de bens e recursos para seus *Stakeholders*. Mesmo com EBITDA de 2019 projetado, a relação Dívida Líquida/EBITDA permaneceria excessivamente elevada.

Adicionalmente, em caso de descontinuidade do grupo econômico, sua dívida tributária retornaria a níveis pré REFIS (~R\$ 2,4 bilhões).

Desse modo, mesmo com o equacionamento de seu passivo fiscal, por meio da adesão ao Refis IV e V e uso de seus prejuízos fiscais, o grupo necessitava passar por um processo estruturado de reorganização de sua estrutura de capital.

Figura 133: Avaliação econômica do Grupo Inepar com equacionamento do passivo fiscal



Fonte: Análise Brasil Plural/ Nota: 1. O caixa líquido é desconsiderado para efeitos de valuation, tendo em vista necessidades de capital de giro e potencial consumo desta reserva no âmbito da RJ, somado ao ambiente econômico desfavorável; considera a média do range de cada avaliação do item 5.5 2; A partir da segunda lista de credores do administrador judicial, departamento contábil e impugnações em 30/10/2015 sem considerar resolução Itiquira

## 7.9. Resumo da Proposta de Repagamento aos Credores Concursais

A figura 134 apresenta as condições de tratamento proposta aos credores do Plano de Recuperação do Grupo Inepar, aprovado por unanimidade (~90%) em 13/05/2015. Conclui-se que o plano de pagamento proposto tem como características principais permitir ao Grupo Inepar reestabelecer sua liquidez e reestruturar sua estrutura de capital para já no médio prazo possibilitar geração de valor acompanhada de liquidez para os credores Classe III, por meio de debêntures perpétuas conversíveis e/ou ações listadas no Novo Mercado, sem desconto. Ao passo que os credores Classe I e Classe IV sejam repagos no tempo conforme a lei prevê.

**Figura 134: Proposta de reestruturação do plano de recuperação do Grupo Inepar**

CLASSE	ALTERNATIVA PROPOSTA
Classe I	Valor correspondente a até 5 salários mínimos: - Quando relativos a salários vencidos até 3 meses anteriores à Data do Pedido serão pagos no prazo de até 30 dias a contar da Homologação Valor restante: - 4 parcelas trimestrais, vencendo-se a primeira parcela no prazo de 90 dias a contar da Homologação
Classe II	<b>Opção A:</b> Subscrição em ação <b>Opção B:</b> Recebimento em dinheiro do montante obtido com a venda das ações <b>Opção C:</b> Dação em pagamento do bem gravado com Garantia Real ao respectivo Credor com Garantia Real a ser realizada no prazo de até 30 dias após a Homologação <b>Opção D:</b> Recebimento do produto da alienação do bem dado em Garantia Real <b>Opção E:</b> Confissão e reescalonamento da dívida para com o Credor Garantia Real subdividida em duas tranches A e B, referentes a 82% e 18% do crédito, respectivamente - na hipótese de pagamento integral da Tranche A ou pagamento extraordinário por meio de venda/dação do ativo alienado o credor perdoará a dívida da Tranche B (que possui pagamento de juros e principal em bullet no último mês)
Classe III	<b>Opção A:</b> Subscrição em ação <b>Opção B:</b> Recebimento em dinheiro do montante obtido com a venda das ações <b>Opção C:</b> Debêntures perpétuas conversíveis em ações com valor integral (não permutáveis em possíveis UPIs) <b>Opção D:</b> Debêntures perpétuas conversíveis em ações permutáveis em possíveis UPIs (retorno ao valor inicial na conversão)
Classe IV	- 3 parcelas anuais sendo que a primeira parcela anual vencerá no prazo de 1 ano após a Homologação. Créditos de ME e EPP serão atualizados anualmente de acordo com o INPC

Fonte: Plano de Recuperação do Grupo Inepar, aprovado em 13/05/2015

### 7.10. Viabilidade do Grupo Inepar

Como resultado das estratégias apresentadas no capítulo 5 “Retomada do Grupo Inepar”, das condições de tratamento dos credores sujeitos ao presente Plano de Recuperação Judicial, Resolução Itiquira e decisão Tupi B. V., o grupo terá uma estrutura de capital adequada para sua geração de caixa e enquadrada aos requisitos cobrados por seus clientes, de modo a empreender um ciclo de crescimento e geração de valor.

A **Resolução Itiquira** é referente a um antigo litígio judicial com a Itiquira Energética S.A. de uma obra no segmento de energia, que resultou em penhora de bens fundamentais para implementação do plano. O valor pleiteado, e apontado na segunda lista de credores do administrador judicial era de R\$ 680,9 milhões. Durante o processo da reestruturação do Grupo, foi encontrada uma solução com a Swiss Re - seguradora da obra - que pagou aproximadamente R\$ 35 milhões à Itiquira e se sub-rogou ao Grupo Inepar no valor de aproximadamente R\$ 27,5 milhões a serem repagos em 8 anos por meio do aluguel do contrato de locação firmado entre o Grupo Inepar e a Andritz Hydro. Dessa forma, R\$ 653,5 milhões de dívida concursal foram perdoados (R\$ 680,9 milhões de passivo concursal se tornou R\$ 27,5 milhões de extraconcursal).

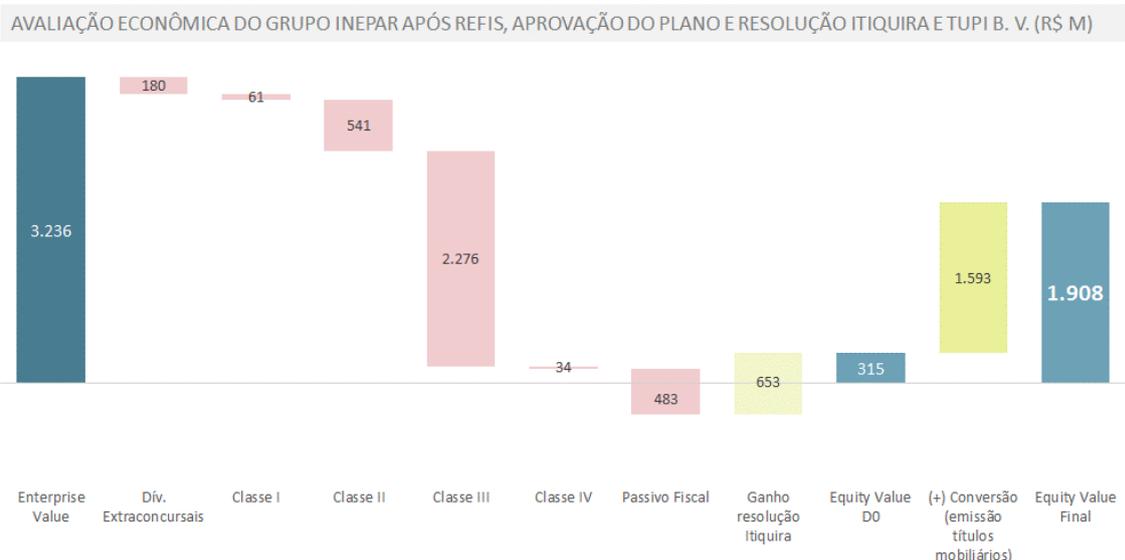
Em 18 de setembro de 2015, a Administradora Judicial opinou pela **improcedência da Impugnação do Credor Tupi B.V.** (processo 0003793-16.2015.8.26.0100 e código 1598E14) por entender não haver crédito líquido e certo a ser listado a favor da Tupi na relação de credores das Recuperadas.

Dessa forma, por se tratar de um valor expressivo (aproximadamente R\$ 278 milhões) que estava sendo considerado por conservadorismo como um passivo, o Grupo Inepar e seus Assessores decidiram por reemitir o Laudo de Avaliação Econômico-financeira aditado em Setembro de 2015 com a presente versão (Outubro de 2015).

Por coerência, com a exclusão da exigibilidade do crédito acima a ser decidida nos autos da referida Impugnação, o valor de R\$ 150 milhões, que compunha R\$ 705 milhões de ativos fixos na versão de Setembro de 2015 a título dos Módulos construídos sob o contrato 3900.0000019.12.2 passou a ser desconsiderado.

Nessas condições, o Equity Value do Grupo Inepar após emissão dos títulos mobiliários demonstrados no item 7.11. (R\$ 1.593 milhões) é avaliado em R\$ 1.908 milhões.

**Figura 135: Avaliação econômica do Grupo Inepar após reestruturação completa**



Fonte: Companhia e Análise Brasil Plural. Nota: O caixa líquido é desconsiderado para efeitos de valuation, tendo em vista necessidades de capital de giro e potencial consumo desta reserva no âmbito da RJ; considera a média do range de cada avaliação; Quirografários a partir da segunda lista de credores do administrador judicial, departamento contábil e impugnações em 30/10/2015, considerando escolha ou enquadramento de cada credor, Resolução Itiquira e exclusão Tupi B. V. do passivo exigível

Conforme ilustrado no item 7.10.1, a seguir, os credores Classe II e III do Grupo Inepar poderão se beneficiar do valor econômico-financeiro do Grupo Inepar, preservado e maximizado.

Conclui-se, que o plano de recuperação judicial, ora apresentado aos credores do Grupo Inepar, visa buscar alternativas para a reorganização da sua atual estrutura de capital, estabilizar suas operações e maximizar o valor de seus ativos, dessa maneira, permitindo o desenvolvimento pleno das atividades *core* do grupo, e conseqüentemente a preservação/geração de valor para todos os *Stakeholders* do Grupo, sejam eles colaboradores, clientes, acionistas, credores, fornecedores e comunidades no seu entorno.



### 7.11. Demonstrações base para emissões de títulos mobiliários e seus efeitos conforme plano de recuperação judicial aprovado

No período da confecção desse aditivo ao Laudo, os credores haviam manifestado sua escolha entre as opções de repagamento ou foram alocados na opção C (*default*) ou A (*default se acionista*). A figura 136 apresenta um quadro resumo dos efeitos do plano aos credores quirografários.

**Figura 136: Quadro resumo de efeitos do plano de recuperação judicial, considerando que todos os credores quirografários recebam respectivos títulos mobiliários**

<p><b>Opção A</b> Ações</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Quantidade de Credores: 3.090</li><li>• # Ações: 28.764.024</li><li>• Valor Unitário: R\$ 3,54</li><li>• Montante Final: R\$ 101.784.856</li></ul>	<p><b>Opção B</b> Produto Venda Ações</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Quantidade de Credores: 128</li><li>• # Ações: 24.750.489</li><li>• Valor Unitário: R\$ 3,54</li><li>• Montante Final: R\$ 87.581.608</li></ul>
<p><b>Opção C</b> Debêntures</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Quantidade de Credores: 4.372</li><li>• # Debêntures: 362.107.706</li><li>• Valor Unitário: R\$ 1,00</li><li>• Montante Final: R\$ 362.107.706</li><li>• Razão de conversão futura<sup>1</sup>: 0,2826x</li><li>• # Total Conversível de Ações: 102.331.540</li></ul>	<p><b>Opção D</b> Debentures Permutáveis</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Quantidade de Credores: 12</li><li>• # Debêntures: 76.532.421</li><li>• Valor Unitário: R\$ 1,00</li><li>• Montante Final: R\$ 76.532.421</li><li>• Razão de conversão futura<sup>1</sup>: 3,8462x</li><li>• # Total Conversível de Ações: 294.355.464</li></ul>

Fonte: Companhia, Felsberg e Análise Brasil Plural; Razão de Conversão Futura, é a opcionalidade de converter as debentures em ações (equity) da empresa no futuro.

### 7.11.1 Preço da ação INEP3 e Quantidade máxima de ações INEP3 a serem emitidas

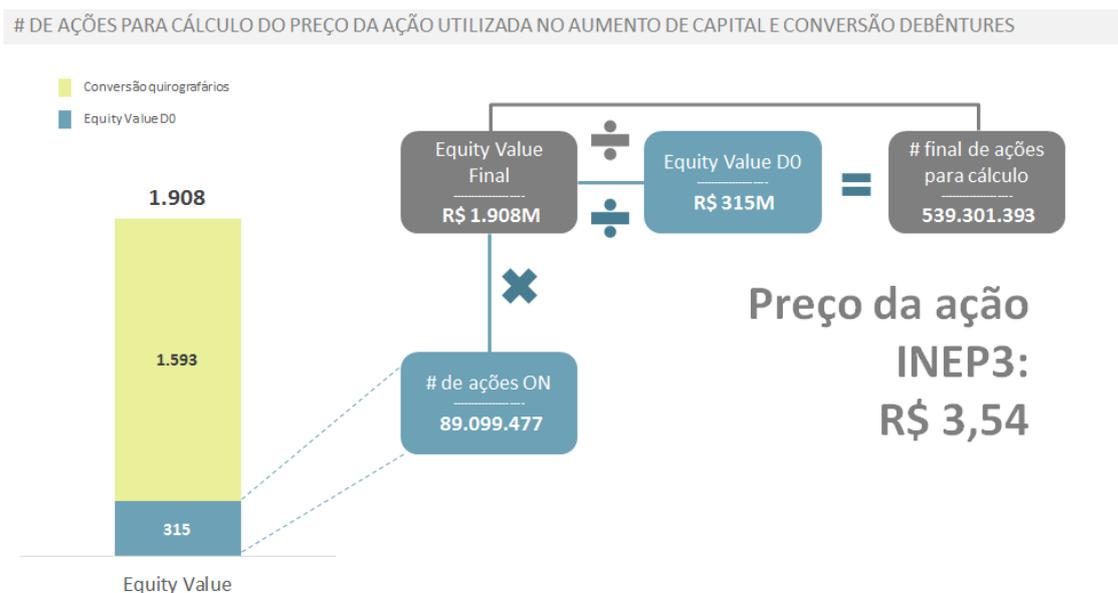
Conforme demonstrado no 7.10, estimou-se que o valor dos ativos da Companhia em R\$ 3.236 milhões, que subtraídos pelos passivos de R\$ 2.921 milhões, determinam o valor econômico dos acionistas atuais de R\$ 315 milhões (“Equity Value D0”).

Como R\$ 189 milhões de credores quirografários sujeitos ao plano de recuperação judicial optaram pela opção A de subscrição de novas ações ou B de produto da alienação proveniente da subscrição de novas ações a serem emitidas contra seus créditos, o Equity Value no cenário em que a Companhia realize integralmente o aumento de capital seria de R\$ 505 milhões.

No entanto, o plano de recuperação judicial da Companhia contempla a emissão de debêntures perpétuas conversíveis em ações (opção C e D). Essas debêntures serão contabilizadas pela Companhia em seu patrimônio líquido e terão os direitos similares às ações ON da Companhia, de forma que R\$ 1.404 milhões deixarão de ser exigíveis e passarão a compor o Equity Value da Companhia quando os detentores dos títulos exercerem seu direito de conversão (“Equity Value Final”).

Logo, para se calcular o preço da emissão da ação, utilizou-se a relação entre (i) o número futuro de ações ON após conversão PN em ON de 89.099.477 ações ON, que representa o Equity Value D0 de R\$ 315 milhões e (ii) o Equity Value Final de R\$ 1.908 milhões, que resulta em 539.301.393 ações ON. Visto isso, o preço implícito por ação considerado na emissão é de R\$ 3,5386.

**Figura 137: Preço da ação INEP3**



Fonte: Companhia, Felsberg e Análise Brasil Plural. Nota: considerou o quadro de conversão PN em ON apresentado na figura 69



### 7.11.2 Memória de cálculo derivada da Opção A e da Opção B

A figura 138 apresenta o valor de aumento de capital na companhia derivado da escolha de credores quirografários em terem seu repagamento por meio das opções A e B apresentadas na figura 134 do item 7.9. O aumento capital social do Grupo Inepar é calculado em R\$ 189 milhões.

Figura 138: Montante do aumento de capital derivado da aprovação do plano e escolha dos credores

OPÇÃO A			OPÇÃO B		
A	Valor escolha Opção A (R\$)	101.784.856	A	Valor escolha Opção B (R\$)	87.581.608
B	Preço ação (R\$)	3,54	B	Preço ação (R\$)	3,54
C=A/C	# de ações emitidas	28.764.373	C=A/C	# de ações emitidas	24.750.539
D=C*B	Valor aumento de capital (R\$)	101.784.856	D=C*B	Valor aumento de capital (R\$)	87.581.608

Fonte: Companhia, Felsberg e Análise Brasil Plura. Nota: considerou o quadro de conversão PN em ON apresentado na figura 69I



### 7.11.3 Memória de cálculo derivada da Opção C

A figura 139 apresenta o valor de aumento de capital na companhia derivado da escolha de credores quirografários em terem seu repagamento por meio da opção C, também apresentada no item 7.9.. O aumento potencial de capital social do Grupo Inepar no futuro poderá ser de até R\$ 362 milhões.

Figura 139: Montante da emissão de debêntures C e respectivo aumento de capital potencial

OPÇÃO C: # DEBÊNTURES PERPÉTUAS CONVERSÍVEIS			EXERCÍCIO DE CONVERSÃO DEBÊNTURES C		
A	Valor escolha Opção C (R\$)	362.107.706	E	Valor Ação (R\$)	3,54
B	Preço Debênture (R\$)	1,00	F=B/E	Poder de conversão Debênture C (# ações)	0,283
C=A/C	# de debêntures C emitidas	362.107.706	G=F*C	# potencial de ações	102.331.540
D=C*B	Debêntures C emitidas (R\$)	362.107.706	H=G*E	Aumento potencial de capital (R\$)	362.107.706

Fonte: Companhia, Felsberg e Análise Brasil Plura. Nota: considerou o quadro de conversão PN em ON apresentado na figura 69I



#### 7.11.4 Memória de cálculo derivada da Opção D

A figura 140 apresenta o valor de aumento de capital na companhia derivado da escolha de credores quirografários em terem seu repagamento por meio da opção D, também apresentada no item 7.9.. O aumento potencial de capital social do Grupo Inepar no futuro poderá ser de até R\$ 1.042 milhões.

Figura 140: Montante da emissão de debêntures D e respectivo aumento de capital potencial

OPÇÃO D: # DEBÊNTURES PERPÉTUAS C. E PERMUTÁVEIS			EXERCÍCIO DE CONVERSÃO DEBÊNTURES D		
A	Valor (R\$)	1.041.598.530			
B	Preço Médio histórico da Ação <sup>1</sup> (R\$)	0,26	H=1/B	Poder de conversão Debênture D (# ações)	3,85
C	Preço Ação (R\$)	3,54			
D=B/C	Fator de emissão	0,073	I=H*G	# potencial de ações	294.355.464
E=D*A	# de Debêntures D emitidas	76.532.421			
F	Preço Debênture (R\$)	1,00	J=I*C	Aumento potencial de capital (R\$)	1.041.598.530
G=F*E	Debêntures D emitidas (R\$)	76.532.421			

Fonte: Companhia, Felsberg e Análise Brasil Plura. Nota: considerou o quadro de conversão PN em ON apresentado na figura 69I

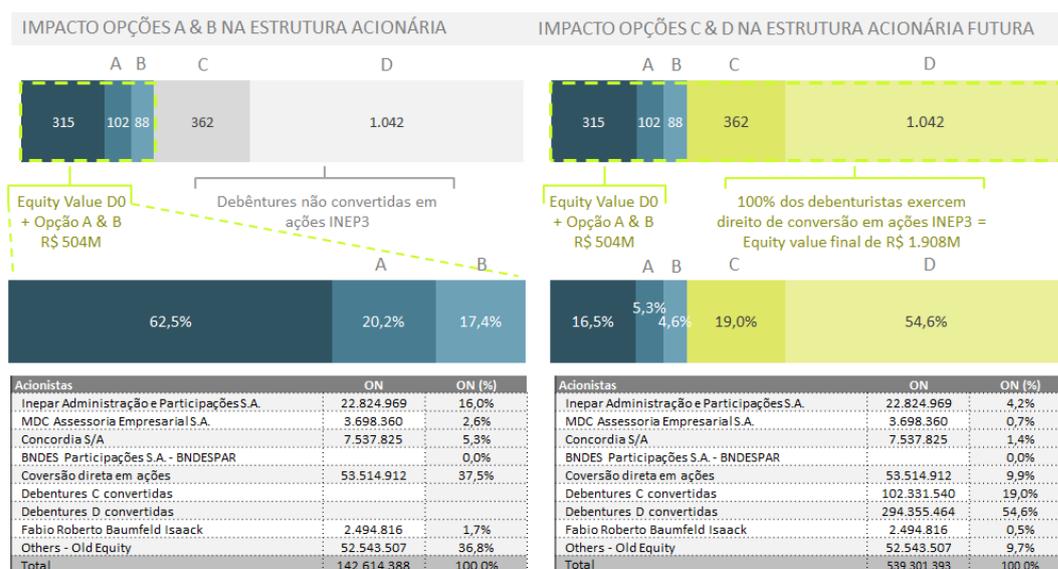
### 7.11.5 Análise de diluição potencial

No cenário em que o Grupo Inepar efetua o aumento de capital integral proveniente das opções A e B exercidas pelos credores quirografários, os acionistas atuais serão diluídos em 37,5%.

E se 100% dos credores quirografários das opções C e D receberem os títulos mobiliários e exercerem o direito de conversão das debêntures em participação acionária no Grupo Inepar, os acionistas atuais seriam diluídos em 83,5%.

Neste caso de conversão das dívidas em acionistas da empresa, haveria uma grande concentração da participação com o BNDES (que representa 46,5% da classe de quirografários), enquanto os outros acionistas teriam posições bastante pulverizadas.

**Figura 141: Quadro acionário analítico no cenário em que a Companhia emite títulos para toda sua relação de quirografários, após conversão PN em ON, aumento de capital opções A & B e se 100% dos debenturistas das opções C & D exercerem seu direito de conversão**



Fonte: Companhia, Felsberg e Análise Brasil Plura. Nota: considerou o quadro de conversão PN em ON apresentado na figura 69I



## Considerações Finais

O plano de recuperação judicial e de reestruturação operacional e comercial do Grupo Inepar, ora apresentado e aprovado pelos credores, tem por objetivo buscar as alternativas para a reorganização da sua atual estrutura de capital, estabilizar suas operações e maximizar o valor de seus ativos, permitindo, dessa maneira, o desenvolvimento pleno das atividades *core* do grupo, e consequentemente a preservação/geração de valor para todos os *Stakeholders* do Grupo, sejam eles colaboradores, clientes, acionistas, credores, fornecedores e comunidades no seu entorno.

Portanto, o plano da retomada contempla de forma ampla o tratamento dado aos principais ativos e passivos do Grupo, de forma a gerar o máximo de valor a seus credores. Isso ocorrerá com a estabilização decorrente da estratégia de retomada em execução que permitirá à Inepar se recolocar na posição de liderança em seus mercados de atuação - posição em que ela já esteve em grande parte de sua existência.

Vale relembrar que o plano de retomada do grupo aborda as seguintes ações:

- I. Implementação de um programa amplo de redução de custos e despesas, melhoria de performance operacional e adesão às melhores práticas de governança;
- II. Redefinição do foco de atuação para segmentos em que a companhia retém os mais eficazes e eficientes vetores de diferenciação;
- III. Redução da dívida tributária por adesão, consolidação e permanência no Refis;
- IV. Readequação da estrutura de capital de modo a compartilhar a geração potencial de valor com seus credores.

Considerando as premissas adotadas e a estratégia de implementação, dentro das ressalvas indicadas, concluímos que o Plano de Recuperação Judicial do Grupo Inepar é plenamente viável, e, em conjunto com a realocação do seu passivo, garantirá a preservação da fonte produtora, dos empregos e dos interesses gerais dos credores.

### Brasil Plural S.A. Banco Múltiplo

---

Por:

Cargo:

---

Por:

Cargo:

### Equipe Técnica

---

Por:

---

Por:

---

Por:

---

Por:



[www.brasilplural.com](http://www.brasilplural.com)

Rua Surubim, 373  
1º andar Vila Olímpia  
CEP 04571-050  
Tel: 55 11 3206 8000  
**São Paulo SP**

Praia de Botafogo, 228  
9º andar Botafogo  
CEP 22250-906  
Tel: 55 21 3923 3000  
**Rio de Janeiro RJ**

Avenida Carlos Gomes, 300  
6º andar Auxiliadora  
CEP 90480-000  
Tel: 55 51 3455 9300  
**Porto Alegre RS**

N.Y. Affiliate  
Brasil Plural Securities LLC  
545 Madison Av. 8th Floor - 10022  
Tel: 1 212 388 5600  
**New York NY**