



EUCATEX S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO
CNPJ/MF nº 56.643.018/0001-66
NIRE 35.300.028.015

Companhia Aberta

FATO RELEVANTE

Eucatex S.A. Indústria e Comércio (B3: EUCA3; EUCA4) ("Companhia"), em atendimento ao disposto no parágrafo 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e na Resolução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") nº 44, de 23 de agosto de 2021, informa aos seus acionistas e ao mercado em geral que, em complemento ao fato relevante publicado no dia 7 de junho de 2023, na presente data a Brascorp Participações Ltda. ("Ofertante") enviou uma comunicação à Comissão de Valores Mobiliários em que refuta os questionamentos formulados anteriormente por Argucia Income FIA BDR Nível I, Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado e Argucia Endowment Fundo de Inv. Multimercado ("Fundos Argucia") ao laudo de avaliação preparado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação ("OPA" ou "Oferta").

Os argumentos técnicos foram preparados pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes, empresa especializada que originalmente preparou o laudo de avaliação apresentado pela Ofertante ("Avaliadora").

Em atenção ao pedido formulado pela Ofertante, a manifestação da Ofertante e as respostas da Avaliadora encontram-se anexas ao presente fato relevante para que os acionistas titulares das ações ordinárias em circulação possam, de maneira fundamentada, exercer seu direito de voto na Assembleia Especial de Acionistas Titulares das Ações Ordinárias em Circulação a se realizar no próximo dia 30 de junho de 2023.

A Companhia manterá seus acionistas e o mercado devidamente informados sobre qualquer fato relevante acerca da referida Oferta, nos termos da legislação aplicável.

São Paulo, 14 de junho de 2023

José Antônio Goulart de Carvalho

Diretor Vice-Presidente Executivo e de Relações com Investidores

São Paulo, 13 de junho de 2023

À

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Relações com Empresas

Gerência de Registros GER-1

c.c.

BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

A/C: Ricardo Lutfalla

Avenida Brigadeiro Faria Lima, nº 3.477, 14º andar

São Paulo – SP

CEP 04.538-133

E-mail: ol-legal-ofertas@btgpactual.com

Eucatex S.A. – Indústria e Comércio

E-mail: ri@eucatex.com.br

B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão

E-mail: compliance@b3.com.br; nilton.neves@b3.com.br; flavia.mouta@b3.com.br; thiago.ferraz@b3.com.br; fernando.mota@b3.com.br; raphael.giovanini@b3.com.br; ana.pereira@b3.com.br; maria.antonio@b3.com.br; willy.zeh@b3.com.br; gloria.prado@b3.com.br; Guilherme.gudin@b3.com.br

Ref.: Ofício nº 168/2023/CVM/SRE/GER-1 de 06 de junho de 2023 (“Ofício”)

Prezados Senhores,

Referimo-nos ao pedido formulado por Argucia Income FIA BDR Nível I, Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado e Argucia Endowment Fundo de Inv. Multimercado (“Fundos Argucia”), acionistas representando mais de 10% das ações da Companhia em circulação no mercado, em que expõem os pontos de sua discordância em relação ao laudo de avaliação (“Laudo de Avaliação”) apresentado pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes (“Avaliadora”), a pedido da Brascorp Participações Ltda. (“Ofertante”), no âmbito da oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação (“OPA” ou “Oferta”) da Eucatex S.A. – Indústria e Comércio (“Companhia”).

Em razão dos questionamentos, a Ofertante entrou em contato com a Avaliadora, que prontamente se manifestou pela **total improcedência** dos argumentos trazidos pelos Fundos Argucia.

As premissas adotadas pela Avaliadora são amparadas por vasta literatura técnica e, na prática, também foram adotadas por outras empresas especializadas (tais como E&Y, KPMG, BTG e Apsis) na elaboração dos laudos de avaliação analisados em outras 13 (treze) ofertas públicas para aquisição de ações.

A fundamentação técnica da Avaliadora encontra-se resumida no **Anexo I** à presente.

Em razão do sólido estudo apresentado pela Avaliadora e do prêmio ofertado na OPA sobre o valor justo apurado no Laudo de Avaliação, a Ofertante entende desnecessária a proposta dos Fundos Argúcia, que pode trazer prejuízos significativos àqueles que aprovarem a contratação de nova avaliação (cujos custos fatalmente serão arcados pelos acionistas que votarem favoravelmente à matéria, conforme determina a lei).

Dessa forma, a Ofertante solicita à Companhia (ora copiada na presente manifestação) que publique a fundamentação técnica da Avaliadora por meio de novo fato relevante, antes da data da referida Assembleia Especial de Acionistas Titulares das Ações Ordinárias em Circulação a se realizar no próximo dia 30 de junho de 2023 ("Assembleia Especial"), para que os acionistas titulares das ações ordinárias em circulação possam, de maneira fundamentada, exercer seu direito de voto na referida Assembleia Especial.

Diante de todo o exposto, nos termos da Lei nº 6.404/76 e da regulamentação da CVM, esperamos ter prestados os devidos esclarecimentos e colocamo-nos à disposição para elucidar eventuais dúvidas, se necessário.

Atenciosamente,

FERNANDO TORRES
MALUF:23095310811
BRASCORP PARTICIPAÇÕES LTDA.
Fernando Torres Maluf - Diretor

Assinado de forma digital por
FERNANDO TORRES
MALUF:23095310811
Dados: 2023.06.13 18:33:11 -03'00'

ANEXO I – FUNDAMENTAÇÃO TÉCNICA DA AVALIADORA

Rio de Janeiro, 09 de junho de 2023.

Aos cuidados dos administradores da
Brascorp Participações Ltda. (“Brascorp”)
Av. Dr. Cardoso de Melo, 1460, 13º andar, Vila Olimpia
São Paulo/SP | CEP 04548-005

Ref.: Esclarecimento sobre Ofício enviado pela Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda (“Argucia”)

Prezados Senhores,

Em relação ao Ofício enviado pela Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda à Comissão de Valores Mobiliários em 1º de junho de 2023, com alguns comentários a respeito do Laudo de Avaliação da Eucatex S.A. emitido pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes, gostaríamos de apresentar alguns esclarecimentos:

Comentário 1 – Não utilização de Crescimento na perpetuidade em termos reais

Posicionamento UHY: A despeito do comentário da equipe da Argucia sobre a necessidade de se utilizar uma taxa de crescimento em termos reais para o cálculo do valor da Eucatex S.A. na perpetuidade, é notório que não existem evidências quanto a capacidade da Eucatex S.A., assim como qualquer outra companhia, independentemente de seu setor, de manter seu ritmo de crescimento equivalente ao da economia ainda mais se tratando de uma empresa madura e com um histórico de aproximadamente 70 anos.

Sobre essa questão, Damodaram (2009) coloca que:

“While the stable growth rate cannot exceed the growth rate of the economy in which a firm operates, it can be lower. There is nothing that prevents us from assuming that mature firms will become a smaller part of the economy and it may, in fact, be the more reasonable assumption to make. Note that the growth rate of an economy reflects the contributions of both young, higher-growth firms and mature, stable growth firms. If the former grow at a rate much higher than the growth rate of the economy, the latter have to grow at a rate that is lower”

Desta forma, optamos por considerar que o crescimento da companhia na perpetuidade seria equivalente ao crescimento da inflação de longo prazo.

Cabe ressaltar que desde 2020, foram publicados treze laudos de avaliação que lastrearam preços de Ofertas Públicas de Ações para os mais diversos setores da economia, e que destes, seis laudos utilizaram a mesma premissa que utilizamos, um utilizou uma premissa mais conservadora, três não usaram perpetuidade como forma de valor terminal devido as características das empresas avaliadas e apenas três usaram crescimentos na perpetuidade acima da inflação, conforme relação abaixo:

Ano da OPA	Empresa Avaliada	Empresa Avaliadora	Crescimento na Perpetuidade
2020	ELEKEIROZ S/A	KPMG	Inflação
2020	NADIR FIGUEIREDO IND E COM SA	EY	Inflação
2021	MONTEIRO ARANHA SA	Apsis	Não teve Cálculo de Perpetuidade
2021	MINUPAR PARTICIPACOES SA	Tecnica Finance Advisory	Abaixo da Inflação
2021	REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Tecnica Finance Advisory	Inflação
2021	PARTICIPAÇÕES INDUST. DO NORDESTE S.A.	FGV	Acima da Inflação
2022	CIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO - CELPE	EY	Não teve Cálculo de Perpetuidade
2022	GETNET ADQUIRÊNCIA E SERVIÇOS PARA MEIOS DE PAGAMENTO S.A.	KPMG	Inflação
2023	FERTILIZANTES HERINGER S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	Meden Consultoria	Inflação
2023	IGB ELETRÔNICA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	Una	Acima da Inflação
2023	BANCO BESA SA	BTG	Inflação
2023	TÊXTIL RENAUXVIEW S/A	Confiance	Acima da Inflação
2023	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A	EY	Não teve Cálculo de Perpetuidade

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

Desta forma é possível afirmar que a premissa não apenas está aderente ao contexto teórico, mas também a outras avaliações recentes que lastream a precificação de Ofertas Públicas de Ações – OPA.

Comentário 2 – Crescimento do Capital de Giro na Perpetuidade:

Posicionamento UHY: Acreditamos que possa ter ocorrido algum mal entendido no momento da análise do Relatório de Valuation, pois a variação de capital de giro, assim como os outros itens do Fluxo de Caixa da Firma, estão com crescimento de 0,00% em termos reais, tendo crescido apenas no ritmo da inflação em relação ao último ano no qual os fluxos foram projetados.

Comentário 3: Inexistência de evidências locais a respeito do prêmio de risco por tamanho da empresa, assim como em *emerging markets*.

Posicionamento UHY: Independente da região geográfica das amostras utilizadas, existem diversos estudos que evidenciam a demanda, por investidores, de prêmio pelo investimento em empresas de menor porte em relação ao investimento em empresas de maior porte.

Entre outras contribuições, Fama e French (1992) adicionaram prêmios de tamanho como variáveis adicionais ao modelo CAPM original. Eles estudaram ações de três mercados americanos: NASDAQ, NYSE e AMEX. Eles classificaram as ações por tamanho, ou seja, o valor de mercado das ações para os mercados selecionados e dez carteiras foram construídas com base no tamanho. Aplicando a abordagem de Fama e MacBeth, eles descobriram que o beta não era suficiente para explicar as variações de retorno; o tamanho também estava explicando as mudanças nos retornos. No artigo subsequente (Fama e French, 1993), confirmou resultados semelhantes considerando ações e títulos, o que confirmou a confiabilidade de suas afirmações.

Dentro deste contexto, periodicamente a Kroll/Duff & Phelps vem calculando os prêmios históricos que os investidores de equity tem demandando de acordo, dividindo as empresas em ranges de market cap que vão desde large caps até micro caps. Por serem os mercados mais maduros, a empresa analisa estes retornos nos mercados norte americanos e europeus, o que em nossa opinião não exclui a qualidade deste material uma vez que a natureza da demanda de retornos adicionais é a mesma independente do país, assim como no caso do equity risk premium, que utilizamos dados norte-americanos, e que curiosamente não foi questionado pelo emissor do escritório.

Finalmente, fizemos um levantamento de todos os laudos de avaliação emitidos no contexto de Ofertas Públicas de Ações desde o ano de 2020 e observamos que, conforme tabela abaixo, das treze ofertas públicas realizadas, dez laudos de avaliação que corroboraram os preços das supracitadas ofertas incluíram prêmios de risco de tamanho em suas taxas de desconto.

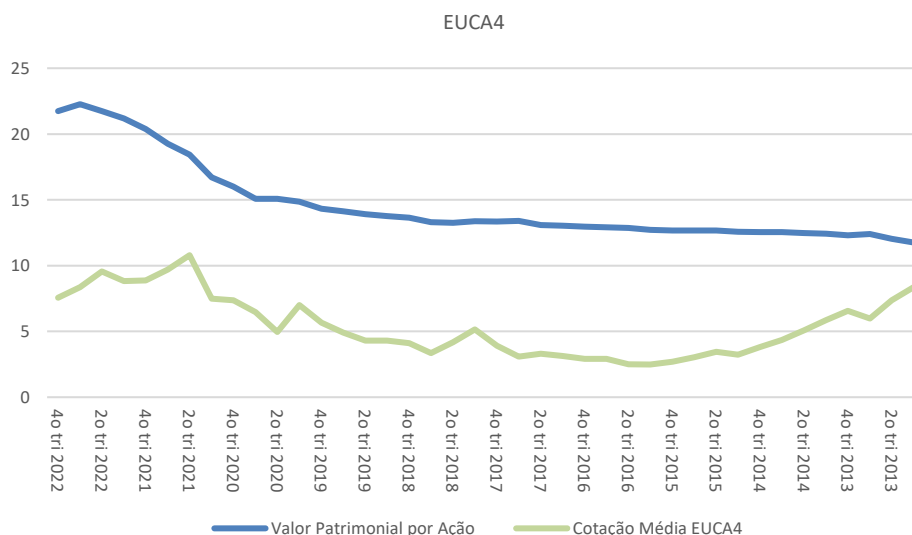
Ano da OPA	Empresa Avaliada	Empresa Avaliadora	Prêmio de Risco Tamanho/específico
2020	ELEKEIROZ S/A	KPMG	Sim, 3,4%
2020	NADIR FIGUEIREDO IND E COM SA	EY	Não Incluído
2021	MONTEIRO ARANHA SA	Apsis	Sim, 3,2%
2021	MINUPAR PARTICIPACOES SA	Tecnica Finance Advisory	Sim, 4,07%
2021	REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Tecnica Finance Advisory	Sim, 1,01%
2021	PARTICIPAÇÕES INDUST. DO NORDESTE S.A.	FGV	Não Incluído
2022	CIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO - CELPE	EY	Sim, 3,8%
2022	GETNET ADQUIRÊNCIA E SERVIÇOS PARA MEIOS DE PAGAMENTO S.A.	KPMG	Sim, 1,22%
2023	FERTILIZANTES HERINGER S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	Meden Consultoria	Sim, 3,5%
2023	IGB ELETRÔNICA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	Una	Sim, 8,64%
2023	BANCO BESA SA	BTG	sim, 6,1%
2023	TÊXTIL RENAUXVIEW S/A	Confiance	Não Incluído
2023	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A	EY	1,7% EDP SP, 1,8% EDP ES, 3% Porto de Pecém Geração de Energia S.A., 0,5% EDP Transmissão Norte S.A., 0% as demais

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

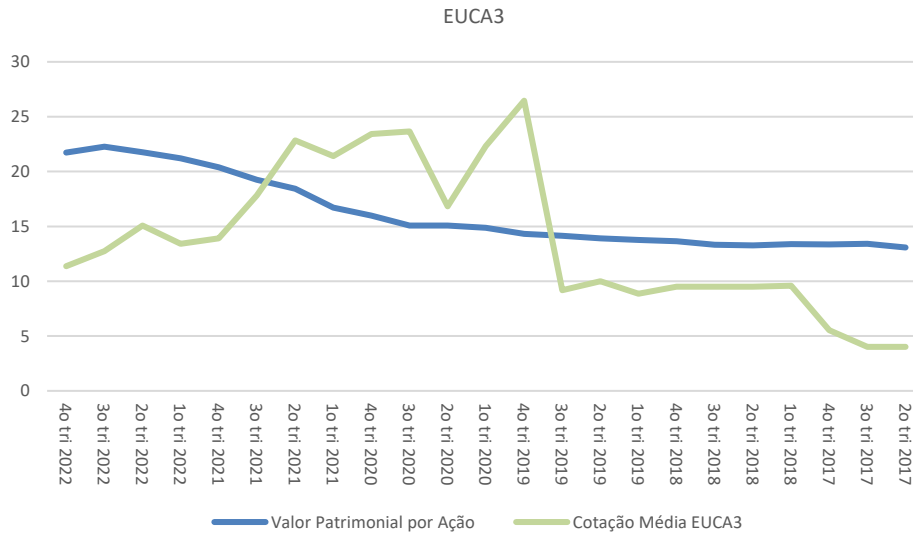
Comentário 4 – Método Escolhido:

Posicionamento UHY: Como bem comentado pelo emissor do ofício, foram calculados os valores por ação por meio de três metodologias, sendo que o valor encontrado por duas delas foram bastante semelhantes, o Income Approach – Fluxo de Caixa Descontado, e o Market Approach – Valor médio ponderado das cotações das ações da Eucatex, enquanto o valor calculado pelo terceiro método, Asset Approach – Valor do Patrimônio Líquido Contábil ficou bastante descolado dos outros dois métodos.

No momento da emissão do laudo ficamos intrigados com esta situação, assim como o emissor do ofício, uma vez que não apenas estávamos confortáveis e confiantes com os resultados obtidos pelo Income Approach, como o próprio mercado estava concordando com a visão de que o valor justo da companhia era menor do que seu patrimônio líquido. De forma a buscar entender se a visão do mercado era apenas temporária por algum motivo específico, buscamos observar o comportamento das cotações das ações ordinárias e preferenciais da companhia, comparando com o valor patrimonial das ações, e percebemos que com raras exceções, tanto as ações ON como PN foram transacionadas abaixo do book value nos últimos anos, conforme abaixo:

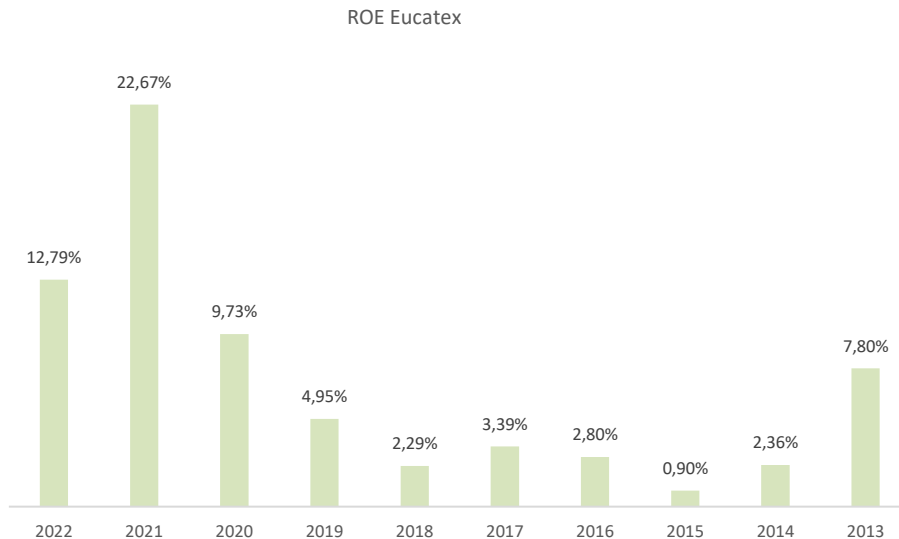


Fonte: Google Finance



Fonte: Google Finance

Tendo em vista que historicamente o mercado vem precificando a companhia abaixo de seu valor contábil, não sendo um movimento extraordinário, buscamos entender as causas para tal situação. A limitação mais significativa de uma estratégia de comprar ações de baixo preço para valor contábil é que os múltiplos de baixo valor contábil podem ser bem merecidos se as empresas historicamente apresentarem baixos retornos sobre o patrimônio. Ações com baixo retorno sobre o patrimônio líquido tendem a ser negociadas semelhante ou abaixo em relação ao valor contábil. Para testar esta hipótese, analisamos o ROE histórico da Eucatex:



Fonte: Eucatex | Análises UHY

Observando os retornos históricos da Eucatex é possível concluir que o mercado vem punindo historicamente as cotações da Eucatex exatamente por conta de retornos históricos baixos para seus acionistas, e mesmo com incrementos recentes, os investidores ainda não parecem confiantes de que a companhia irá gerar retornos futuros em níveis factíveis com um ativo com grau de risco semelhante, o que encontra-se alinhado com a própria análise da

UHY Bendoraytes.

Tratando especificamente da crítica a não utilização do Book Value como metodologia principal de avaliação, apesar de considerarmos válida, discordamos pois:

- (i) esta metodologia não reflete a visão *going concern* da companhia, que entendemos que seja a vigente, sendo mais apropriada para um cenário de liquidação da companhia entregando a seus acionistas a diferença entre seus ativos e passivos;
- (ii) Está baseado em políticas contábeis específicas; e
- (iii) como mostramos, nos últimos 10 anos nem o mercado tem utilizado essa métrica como base para avaliação das ações da companhia, transacionando abaixo do *book value*.

Finalmente, de forma a novamente prezar pela publicidade a situações semelhantes envolvendo Ofertas Públicas de Ações, gostaríamos de fazer referencia aos laudos das ofertas públicas das ações da Springer S.A. (emitido em 2019 pela Coinvalores), Magnesita Refratários S.A. (Emitido em 2018 pela BR Partners) e Participações Indust. Do Nordeste S.A. (Emitido pela Fundação Getúlio Vargas em 2022), onde os avaliadores escolheram como metodologia o Income Approach – Fluxo de Caixa Descontado, mesmo que os resultados ficassem abaixo do valor patrimonial das ações das empresas referidas.

Ficamos a disposição para qualquer esclarecimento adicional que se fizer necessário.

Atenciosamente



Carlos Bernardo Gonçalves
Corporate Finance Partner