

VALUATION CODEMGE

RESUMO EXECUTIVO

NOVEMBRO DE 2025

Sumário

1. <i>Disclaimer</i>	4
2. Sumário Executivo	5
3. Contexto Institucional	7
3.1. A CODEMGE	7
4. A CODEMIG	10
4.1. Importância da parceria CODEMIG – CBMM	10
4.2. Estrutura Societária e Relação Contratual CODEMIG – CBMM	12
4.3. Caracterização do Setor de Nióbio	13
4.3.1. Estrutura de Mercado	13
4.3.2. Perspectivas de demanda	14
4.3.3. Relevância Estratégica	14
5. Estrutura de Governança e Princípios Institucionais	15
6. Objetivo da Avaliação	16
7. Desempenho Financeiro – CODEMGE	17
7.1. Análise dos Cenários Recentes	17
8. Situação Contratual Atual – CODEMIG – CBMM	21
9. <i>Valuation</i> – CODEMGE	23
9.1. Metodologia de Avaliação	25
9.1.1. Escolha da Metodologia	25
9.2. Premissas do Modelo Financeiro – CODEMGE	27
9.2.1. <i>Valuation</i> CODEMIG	27
9.2.2. Demais ativos – CODEMGE	29
9.3. Premissas Macroeconômicas e Operacionais	31
9.4. Custo de Capital (WACC e Ke)	31
9.4.1. Estrutura de Capital	31

9.4.2. Cálculo do KE via CAPM ajustado	32
9.5. Resultado do Modelo de <i>Valuation – Enterprise Value</i>	32
10. Conclusão Econômico – Financeira sobre a avaliação da CODEMGE	33
11. Assessores Financeiros Contratados pela CODEMIG	33

1. Disclaimer

Este documento foi elaborado pela equipe técnica da Diretoria de Administração e Finanças – DIAF da CODEMGE.

As projeções aqui apresentadas foram desenvolvidas com base nas melhores informações disponíveis no momento de sua elaboração, considerando estudos internos, análises de mercado e estudos externos conduzidos por assessores financeiros especializados, além de informações provenientes de fontes reconhecidas.

As estimativas de fluxo de caixa, custos de capital, valores de imóveis e demais parâmetros econômicos possuem natureza prospectiva e estão sujeitas a riscos e incertezas inerentes a qualquer avaliação econômica. Alterações nos cenários internos, político, macroeconômico, cambial, regulatório ou setorial podem impactar de forma significativa os resultados projetados.

O conteúdo reflete as condições vigentes na data de sua elaboração e poderá ser atualizado à medida que novas informações se tornem disponíveis ou conforme revisões internas venham a ser realizadas.

A DIAF não se responsabiliza por interpretações fora do contexto técnico e institucional deste documento, nem por citações ou reproduções parciais que possam distorcer seu conteúdo.

2. Sumário Executivo

A Diretoria de Administração e Finanças (DIAF) da Companhia de Desenvolvimento de Minas Gerais (CODEMGE) realizou a avaliação econômico-financeira da Companhia, com o objetivo de estimar seu valor econômico atual a partir de metodologias reconhecidas de mensuração de ativos. A análise considerou tanto a participação societária da CODEMGE na Companhia de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais (CODEMIG), quanto seus demais ativos operacionais e patrimoniais.

Para a avaliação da participação na CODEMIG, foi adotada a metodologia do Fluxo de Dividendos Descontado (*Dividend Discount Model – DDM*), adequada em razão da estabilidade e previsibilidade dos resultados provenientes da Sociedade em Conta de Participação (SCP CODEMIG–CBMM), principal fonte de receitas da CODEMGE. As demais análises de ativos foram conduzidas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), complementado pela utilização de valores de mercado para imóveis que possibilitou uma estimativa abrangente e realista do valor econômico dos ativos não diretamente ligados à geração de dividendos.

A modelagem financeira contemplou o portfólio imobiliário da Companhia, os hotéis sob sua gestão, o centro de convenções Expominas e demais imóveis avaliados a valor de mercado. Foram elaboradas projeções detalhadas de receitas, custos, despesas e investimentos, com base em premissas macroeconômicas atualizadas e alinhadas ao cenário previsto para o exercício de 2025.

As premissas e estimativas utilizadas fundamentaram-se em informações contábeis e financeiras recentes, aliadas a dados de mercado atualizados, refletindo as condições econômicas vigentes e as perspectivas dos setores mineral e imobiliário. As taxas de desconto e os horizontes de projeção foram definidos conforme práticas consolidadas de *valuation*, compatíveis com o perfil de risco e o potencial de geração de valor da CODEMGE.

Conclui-se que o *valuation* estimado em R\$ 4,591 bilhões representa o valor econômico atual da CODEMGE. Os resultados obtidos demonstram a solidez econômico-financeira da Companhia, evidenciada pela estabilidade do fluxo de dividendos da parceria com a CBMM, pela qualidade e diversificação de seus ativos e pela efetividade das políticas de gestão financeira e de governança corporativa.

O *valuation* da Codemge considerou ativos como a participação de 5% da Codemig, imóveis avaliados a valor de mercado, o caixa líquido da empresa e a variação no capital de giro e capex, além de custos, despesas e deduções.

Tabela 1 - Valuation CODEMGE

Descrição	Valor (milhões R\$)
CODMIG - 5%	1.684
Imóveis avaliados a valor de mercado	1.950
Caixa líquido	1.533
Custos, despesas e deduções	-525
Variação no Capital de Giro e Capex	-52
Avaliação CODEMGE*	4.591

Fonte: Diretoria de Administração e Finanças - DIAF

A tabela abaixo apresenta um exercício de cenários de *valuation* para diferentes participações da CODEMGE na CODEMIG.

CENÁRIO CODEMGE COM 100% DA CODEMIG																				
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
CODEMGE: CODEMIG 100%	1.684	3.369	5.053	6.738	8.422	10.106	11.791	13.475	15.160	16.844	18.528	20.213	21.897	23.582	25.266	26.950	28.635	30.319	32.004	33.688
Custos, despesas e deduções	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525	-525
Variação no Capital de Giro e Capex	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52	-52
Imóveis Codemge	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950
Caixa líquido	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533	1.533
Avaliação CODEMGE	4.591	6.275	7.960	9.644	11.329	13.013	14.698	16.382	18.067	19.751	21.435	23.120	24.804	26.489	28.173	29.858	31.542	33.227	34.911	36.596

Fonte: Diretoria de Administração e Finanças – DIAF

3. Contexto Institucional

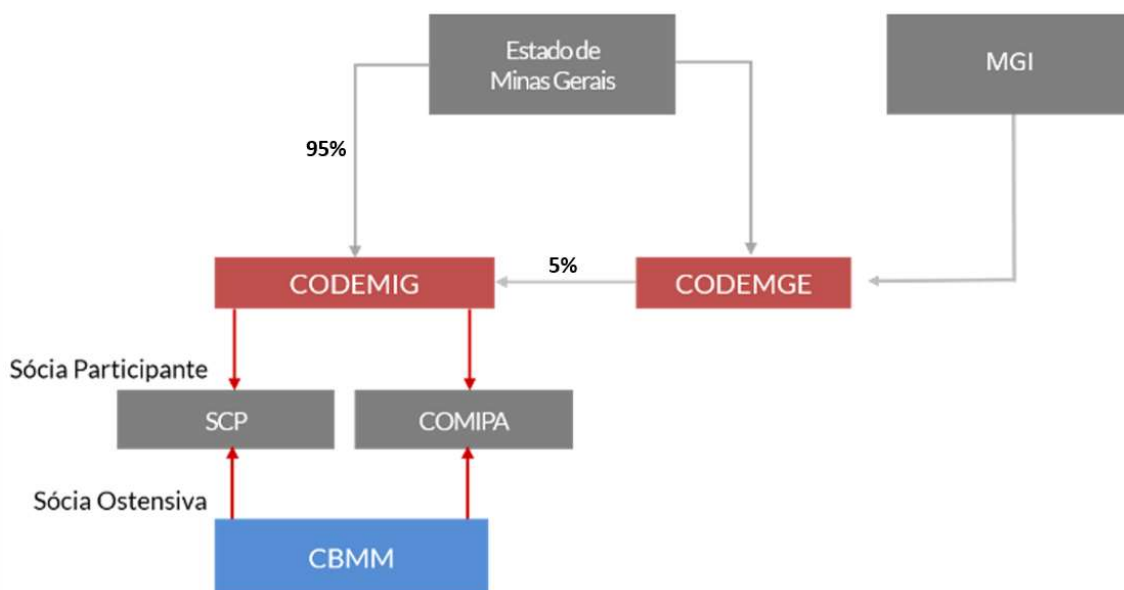
3.1. A CODEMGE

A Companhia de Desenvolvimento de Minas Gerais (CODEMGE) é uma empresa estatal integrante da Administração Pública Indireta do Estado de Minas Gerais, organizada sob a forma de sociedade por ações, sendo o Estado seu acionista controlador, com 99,99% de suas ações.

Instituída em 2018, mediante uma reorganização societária da Companhia de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais (CODEMIG), a CODEMGE assumiu as competências e negócios anteriormente relacionados à CODEMIG, tendo por objeto, conforme estabelecido em seu Estatuto Social, “promover o desenvolvimento econômico do Estado de Minas Gerais, mediante a atuação, em caráter complementar, voltada para o investimento estratégico em atividades, setores e empresas que tenham grande potencial de assegurar, de forma perene e ambientalmente sustentável, o aumento da renda e do bem-estar social e humano de todos os mineiros”.

A CODEMGE é acionista da CODEMIG, sendo as demais ações detidas pelo Estado de Minas Gerais. A CODEMIG, por sua vez, é sócia participante em uma Sociedade em Conta de Participação (SCP) estabelecida com a Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração (CBMM) para a exploração de nióbio, sendo essa a principal fonte de receita da CODEMGE. A figura a seguir apresenta estrutura societária:

Figura 1 - Estrutura Societária



Fonte: Dados internos CODEMGE

A CODEMGE vem trabalhando em seu reposicionamento estratégico. Se, por um lado, avaliou sua carteira de ativos, promovendo a saída daqueles não alinhados à sua estratégia e que podem ser mais bem geridos pela iniciativa privada, por outro, concentrou-se em se tornar um importante ator no ecossistema de desenvolvimento mineiro, buscando soluções simples e efetivas em prol da geração de emprego e renda no estado.

Princípios norteadores da CODEMGE:

- Missão: promover o desenvolvimento econômico e social de Minas Gerais de forma sustentável, por meio de projetos estratégicos.
- Visão estratégica: consolidar-se como principal vetor de projetos estratégicos em Minas Gerais até 2029, promovendo desenvolvimento sustentável.

Valores:

- Gestão eficiente e transparente: buscamos resultados de impacto, com adequada alocação de recursos, orientados pelas melhores práticas de governança;

- Responsabilidade social e ambiental: a sociedade mineira é o nosso cliente, trabalhamos com foco em entregas que impactam gerações;
- Colaboração com foco no resultado: acreditamos que chegamos mais longe quando colaboramos uns com os outros e quando colaboramos com o ecossistema mineiro de desenvolvimento. Não importa “quem fez”, mas sim o resultado alcançado;
- Inovação: pensamos fora da caixa e buscamos viabilizar soluções práticas para questões complexas da Companhia e de Minas Gerais.

4. A CODEMIG

A CODEMIG foi criada em 17 de dezembro de 2003 pela Lei Estadual nº 14.892, a partir da alteração da denominação social da Companhia Mineradora de Minas Gerais (COMIG) e da incorporação da Companhia de Distritos Industriais de Minas Gerais (CDI/MG) e da Empresa Mineira de Turismo (TURMINAS), além dos ativos da extinta Companhia de Desenvolvimento Urbano de Minas Gerais (CODEURB). Até 2018, a Companhia era responsável por diversos projetos e ações de fomento ao desenvolvimento econômico do Estado, os quais, após cisão parcial, foram então assumidos por sua acionista, a CODEMGE. A CODEMIG é hoje uma sociedade de economia mista da administração indireta do Estado de Minas Gerais, com participação na Sociedade em Conta de Participação (SCP) estabelecida com a Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração (CBMM). A CBMM é a sócia ostensiva nessa SCP.

4.1. Importância da parceria CODEMIG – CBMM

A parceria entre a CODEMIG e a CBMM constitui uma das mais relevantes associações público-privadas do setor mineral brasileiro, gerando impactos profundos e duradouros para a economia estadual, a arrecadação pública e o posicionamento estratégico de Minas Gerais no cenário nacional e internacional.

A CODEMIG é titular, em conjunto com a CBMM, de direitos minerários contíguos relativos à jazida de nióbio localizada no município de Araxá, em Minas Gerais, considerada a maior jazida comercial conhecida¹ do mundo desse mineral estratégico. A lavra do minério é realizada exclusivamente pela Companhia de Mineração de Araxá – COMIPA, sociedade em conta de participação da qual a CODEMIG é sócia participante e a CBMM é sócia ostensiva. A totalidade do minério lavrado é vendida à CBMM, que, por sua vez, é responsável pelo beneficiamento industrial e pela comercialização do nióbio no

¹ <https://tanb.org/niobium/production-of-raw-materials/>

mercado nacional e internacional, utilizando tecnologia de ponta e consolidando posição de liderança global no setor.

Essa aliança garante à CODEMIG e, por consequência, ao próprio Estado de Minas Gerais a participação de 25% nos lucros líquidos da SCP constituída, conforme critérios de apuração definidos entre as partes. Trata-se de uma fonte expressiva, previsível e contínua de receitas, que tem sido fundamental para viabilizar políticas públicas estruturantes, impulsionar investimentos estratégicos e sustentar programas voltados ao desenvolvimento econômico, social e tecnológico do Estado.

Além dos retornos financeiros diretos, a CBMM consolida sua posição como líder mundial no mercado de nióbio, exportando seus produtos para diversos países e estabelecendo parcerias estratégicas com centros de pesquisa, universidades e empresas de alcance global². Tais colaborações têm como objetivo o desenvolvimento de novas aplicações para o nióbio, incluindo baterias de recarga ultrarrápida, supercondutores e materiais voltados à indústria de defesa.

Além disso, a empresa investe significativamente em pesquisa e desenvolvimento (P&D) para expandir o uso do nióbio em setores emergentes. Em 2024, a CBMM destinou R\$ 270 milhões para P&D³, com foco em novas aplicações tecnológicas e materiais avançados. Essa visibilidade reforça a reputação do Estado como território propício à inovação, à industrialização de alto valor agregado e à formação de ecossistemas industriais competitivos e sustentáveis.

O reconhecimento global da cadeia do nióbio fortalece ainda a capacidade de atração de novos investimentos e de instalação de empresas em setores correlatos, ampliando a geração de empregos qualificados e o dinamismo econômico regional.

² www.cbmm.com

³ <https://www.em.com.br/colunistas/mineirar/2025/04/7130269-cbmm-amplia-investimentos-em-inovacao-com-foco-no-niobio.html>

Assim, a parceria entre a CODEMIG e a CBMM representa um ativo estratégico de valor ímpar para Minas Gerais, não apenas sob a ótica econômica e fiscal, mas também pelo papel central que exerce na consolidação do protagonismo do Estado no cenário global de minerais tecnológicos.

4.2. Estrutura Societária e Relação Contratual CODEMIG – CBMM

A Companhia de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais (CODEMIG) desempenha papel estratégico no desenvolvimento econômico do Estado, especialmente no setor mineral. Sua atuação está fortemente ligada à exploração e valorização do nióbio, recurso mineral no qual Minas Gerais detém posição de destaque mundial.

Juntamente com a CBMM, foi criada a COMIPA (para extração de minério e venda exclusiva à CBMM) e arrendaram a ela áreas de seus respectivos direitos minerários. À CBMM, incumbe:

- i. Manter vigente, durante toda a vigência deste Instrumento, o contrato de arrendamento à COMIPA dos direitos de lavra de que é titular, relativos aos depósitos de minério de pirocloro e associados localizados nas áreas de arrendamento abrangidas pela Portaria de Lavra nº 516/2000;
- ii. Praticar todos os atos necessários para preservar a integridade e a eficácia dos referidos direitos minerários, abstendo-se de qualquer medida que possa comprometer, restringir ou extinguir, total ou parcialmente, o arrendamento celebrado com a COMIPA, salvo se previamente acordado por escrito com a CODEMIG;
- iii. Manter e operar, de forma contínua e regular, as suas instalações industriais localizadas no Município de Araxá, Estado de Minas Gerais, destinadas ao beneficiamento e à industrialização do minério de pirocloro extraído pela COMIPA, comprometendo-se a adquirir o referido minério da COMIPA nas condições estabelecidas neste Instrumento;
- iv. Utilizar, em suas instalações industriais em Araxá, exclusivamente o minério de pirocloro extraído das minas objeto do arrendamento à COMIPA, salvo se, ao utilizar minérios de nióbio provenientes de outras

minas, assegurar à CODEMIG a participação a que esta teria direito nos termos deste Instrumento;

- v. Operar o seu complexo industrial de Araxá de forma a prevenir, evitar e mitigar qualquer dano ambiental ou poluição de águas que possa afetar o meio ambiente, responsabilizando-se integralmente pela adoção de todas as providências técnicas, operacionais, regulatórias e ambientais necessárias ao fiel cumprimento desta obrigação.

Por meio da criação da SCP, a CODEMIG recebe 25% do lucro líquido apurado conforme critérios estabelecidos entre as partes.

4.3. Caracterização do Setor de Nióbio

O nióbio (Nb) é um elemento metálico de transição, utilizado majoritariamente na produção de ligas metálicas especiais. Sua principal aplicação ocorre na indústria siderúrgica, em aços microligados que conferem maior resistência e leveza, permitindo a redução de peso em estruturas automotivas, de energia e construção civil.

Além de suas aplicações convencionais, o nióbio tem ganhado importância crescente em setores de alta tecnologia, como superligas para turbinas aeronáuticas, eletrônica avançada, baterias, semicondutores e supercondutores.

O Brasil é o maior produtor mundial, respondendo por aproximadamente 95% da produção global, e a jazida de Araxá (MG), explorada pela CBMM, representa a maior reserva comercial de nióbio do planeta.

A produção brasileira tem se mantido estável nos últimos anos, com média de 100 mil toneladas anuais de ferronióbio, gerando impacto positivo na balança comercial e garantindo estabilidade cambial.

4.3.1. Estrutura de Mercado

O mercado mundial de nióbio é caracterizado por forte concentração de oferta, com a CBMM dominando mais de 80% das exportações globais.

Essa estrutura garante alta previsibilidade de preços e estabilidade de receita, uma vez que o preço do ferronióbio é determinado por contratos de longo prazo e não por bolsas de commodities.

4.3.2. Perspectivas de demanda

A demanda global pelo nióbio deverá crescer a uma taxa média anual de 3% até 2034⁴, impulsionada por:

- Aumento da demanda por aços de alta resistência em setores automotivo e de infraestrutura;
- Expansão da mobilidade elétrica, que utiliza ligas de nióbio em motores e baterias;
- Avanços em tecnologias de supercondutividade e microeletrônica.

4.3.3. Relevância Estratégica

O nióbio é considerado um mineral crítico e estratégico para a transição energética e tecnológica global.

O domínio brasileiro sobre as reservas confere ao país uma posição privilegiada em cadeias produtivas de alta complexidade, fortalecendo o papel da CODEMIG e da CBMM como agentes de desenvolvimento e soberania econômica.

⁴ Global noble steel alloys - investment horizon outlook - Q3 2024 – Wood Mackenzie

5. Estrutura de Governança e Princípios Institucionais

A governança corporativa da CODEMGE é estruturada em três instâncias principais:

- Conselho de Administração, responsável por definir diretrizes estratégicas e supervisionar a gestão executiva;
- Diretoria Executiva, encarregada da gestão operacional e financeira;
- Conselho Fiscal e Auditoria Interna, que asseguram conformidade e transparência.

As decisões de investimento, avaliação e parcerias são submetidas a análises técnicas conduzidas pela DIAF, que elabora modelagens econômico-financeiras e relatórios de impacto econômico.

Os princípios institucionais que norteiam a CODEMGE incluem eficiência, responsabilidade pública, ética, transparência e compromisso com a geração de valor sustentável.

Esses fundamentos orientam a condução das análises de *valuation* e a gestão das participações societárias, assegurando equilíbrio entre retorno econômico e interesse público.

6. Objetivo da Avaliação

O presente estudo tem como finalidade estimar o valor econômico da CODEMGE, considerando:

1. O fluxo de dividendos futuros provenientes da sua participação na SCP CODEMIG–CBMM;
2. Ativos imobiliários;
3. As condições macroeconômicas e de mercado vigentes;
4. O custo de capital próprio compatível com o risco do negócio.

A nota tem caráter técnico, analítico e informativo, e busca subsidiar a Diretoria e o Estado de Minas Gerais na tomada de decisão e no monitoramento do valor patrimonial e econômico da CODEMGE.

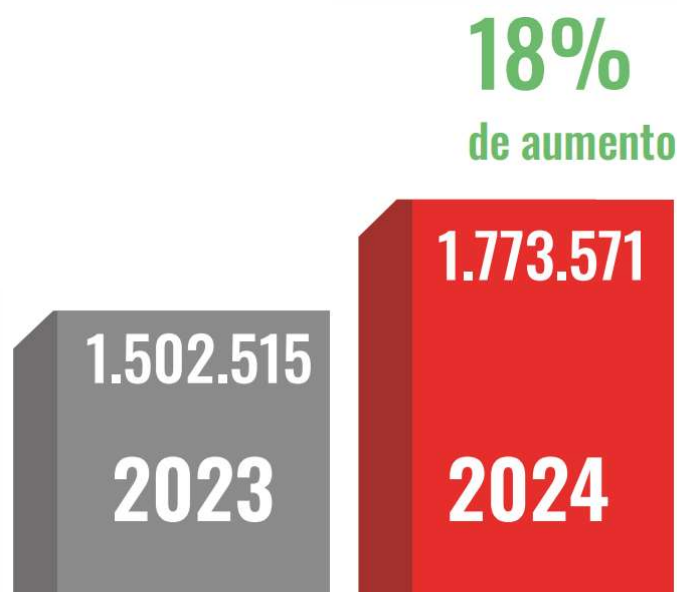
7. Desempenho Financeiro – CODEMGE

7.1. Análise dos Cenários Recentes

Em 2024, a Codemge atingiu a receita líquida de R\$1,8 bilhão, substancialmente devido aos lucros recebidos da Sociedade em Conta de Participação mantida com a CBMM.

A receita líquida auferida em 2024 da CODEMGE foi 18% maior do que a de 2023 — em números absolutos, foram registrados R\$ 271 milhões a mais que em 2023. O aumento da receita deve-se, principalmente, ao impacto positivo no resultado da SCP, derivado do incremento em 18% no volume das vendas e de aspectos externos, como variação cambial do dólar, euro e iene ocorrida no período.

Gráfico 1 - Receita Líquida - CODEMGE



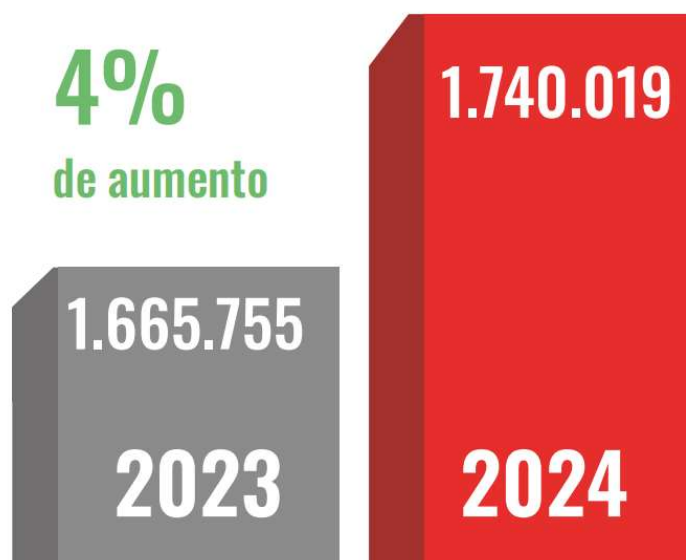
Fonte: Relatório de Gestão CODEMGE 2024

A CODEMGE aumentou em 4% seu resultado positivo de 2024, atingindo lucro líquido de aproximadamente R\$1,7 bilhão, o maior da sua história. Esse foi o quinto ano consecutivo em que a CODEMGE aumenta seu lucro líquido.

Além do resultado da SCP, o aumento do lucro de R\$74 milhões foi proporcionado também pela redução de 2% das despesas gerais e

administrativas e pelo prejuízo fiscal do exercício na CODEMIG, que fez com que em 2024 não houvesse Imposto de Renda/ Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (IR/CSLL) sobre o lucro do exercício.

Gráfico 2 - Lucro Líquido - CODEMGE



Fonte: Relatório de Gestão CODEMGE 2024

Em 2024, os recursos destinados a convênios de cooperação econômica ou técnica tiveram como objetivo consolidar o papel da companhia como agente fomentador de projetos estratégicos do Estado. Adicionalmente, conforme estabelecido na Lei Estadual nº 24.601/2023, a CODEMIG e CODEMGE, atuaram como intervenientes financeiras em pagamentos compensatórios relativos a trechos de rodovias do Departamento de Estradas de Rodagem do Estado de Minas Gerais (DER-MG), beneficiando diversos municípios mineiros. Essa atuação reforça o compromisso da Companhia com políticas públicas voltadas à infraestrutura e ao desenvolvimento regional.

A remuneração aos acionistas da CODEMGE ocorre por meio da distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio (JCP). O JCP é contabilizado como dividendo obrigatório às ações ordinárias e como dividendo prioritário, assegurando a transferência eficiente dos resultados econômicos aos acionistas. Essa política de distribuição contribui diretamente para o financiamento de

políticas públicas, funcionando como uma importante fonte de receitas não tributárias para o Tesouro Estadual.

Figura 2 - Dividendos Pagos 2023 x 2024 - CODMGE

	Proventos pagos			
	EMG		MGI	
	2024	2023	2024	2023
Dividendos (1)	658.434	564.707	7	6
Dividendos intermediários (2)	6.374	-	-	-
Juros sobre o Capital Próprio (3)	17.000	20.000	-	-
	681.808	584.707	7	6

Fonte: Relatório de Gestão CODMGE 2024

A participação de 25% da CODMIG no lucro líquido decorrente da exploração do nióbio em Araxá, por meio da Sociedade em Conta de Participação (SCP) com a CBMM, apresenta uma trajetória consistente de crescimento ao longo da última década, mesmo diante das oscilações conjunturais do mercado global.

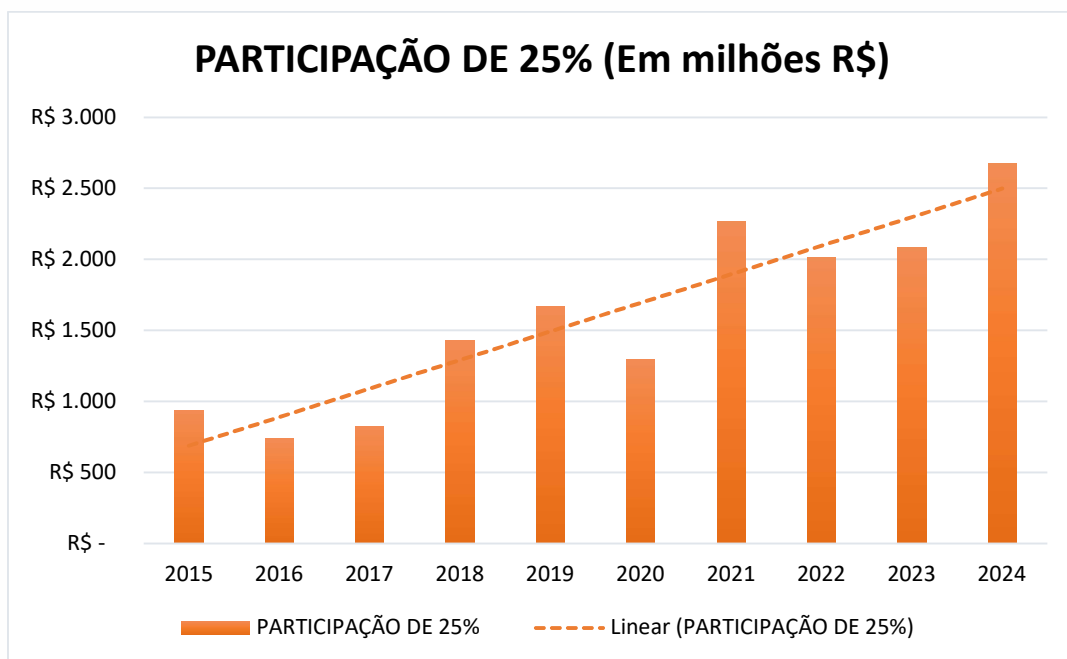
Os valores apresentados correspondem à participação da CODMIG antes da dedução do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, bem como das variações cambiais incidentes, os quais são abatidos dos montantes efetivamente recebidos pela companhia.

Em 2015, a participação da CODMIG gerou R\$ 938 milhões, valor que recuou para R\$ 738 milhões em 2016 e subiu para R\$ 825 milhões em 2017. A partir de 2018, verificou-se um salto expressivo, com R\$ 1,426 bilhão, impulsionado pelo aumento da demanda mundial por ligas especiais e pela ampliação dos volumes de produção. Em 2019, os valores alcançaram R\$ 1,670 bilhão; em 2020, mesmo diante dos impactos econômicos decorrentes da pandemia da COVID-19, totalizaram R\$ 1,298 bilhão. O ano de 2021 marcou um novo patamar, com R\$ 2,263 bilhões, consolidando o potencial estratégico do ativo mineral. Esse desempenho manteve-se elevado em 2022, com R\$ 2,018 bilhões, e em 2023,

com R\$ 2,083 bilhões, até atingir em 2024 o valor recorde de R\$ 2,677 bilhões, impulsionado por preços mais elevados no mercado global e pela valorização cambial favorável.

Essa evolução, de R\$ 938 milhões em 2015 para R\$ 2,677 bilhões em 2024, demonstra o caráter altamente estratégico e rentável da exploração mineral conduzida em Araxá. Os resultados obtidos reforçam o papel da Companhia como geradora de receita recorrente e de longo prazo, agente de valorização patrimonial e fiscal em Minas Gerais.

Gráfico 3 - Resultado da Participação da CODEMIG na SCP



Fonte: Contabilidade - CODEMIG

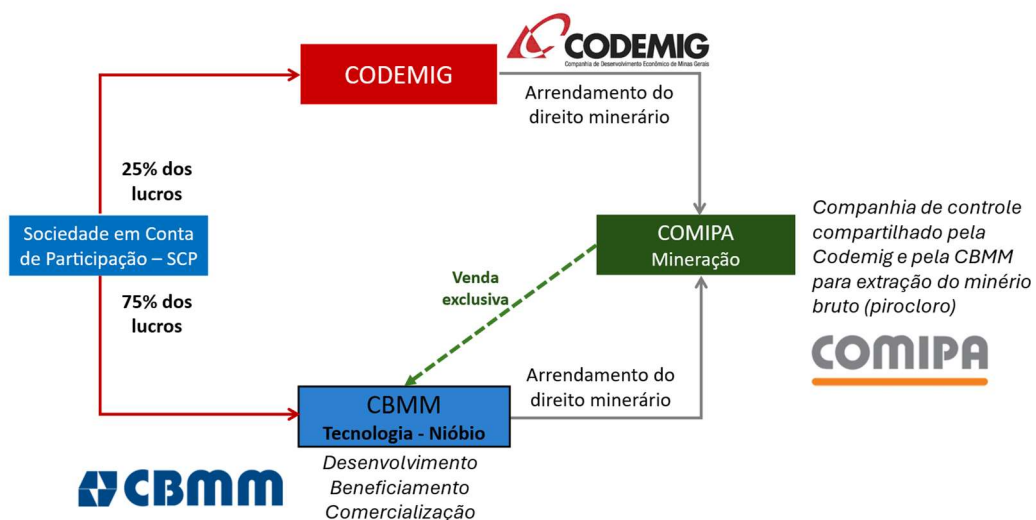
A trajetória bem-sucedida da CODEMGE, principalmente através da CODEMIG, reafirma sua relevância econômica para o Estado de Minas Gerais, tanto como geradora de receitas consistentes quanto como agente de desenvolvimento e modernização da economia estadual. Seu desempenho sólido e crescente, ancorado na exploração do nióbio e na atuação como fomentadora de projetos estratégicos, garante ao Estado uma fonte estável de recursos para a implementação de políticas públicas e para o fortalecimento da competitividade mineira no cenário nacional e internacional.

8. Situação Contratual Atual – CODEMIG – CBMM

A parceria entre a CODEMIG e a CBMM foi formalizada em 1972 com a constituição da Companhia de Mineração de Araxá S.A. – COMIPA, sociedade anônima de capital fechado. No mesmo ato, foi instituída uma Sociedade em Conta de Participação (SCP), da qual a CODEMIG figura como sócia participante e a CBMM como sócia ostensiva. A SCP é uma forma associativa contratual, sem personalidade jurídica própria, sendo a CBMM, na qualidade de sócia ostensiva, responsável pela sua gestão e também pela representação e responsabilização perante terceiros.

Figura 3 - Estrutura Organizacional da Parceria CODEMIG - CBMM

PARCERIA CODEMIG – CBMM



Fonte: Apresentação interna

Por meio do contrato firmado em 1972, ambas as empresas arrendaram parte seus direitos de lavra de pirocloro em Araxá à COMIPA, que passou a ser responsável por todas as atividades de extração mineral nas áreas das minas arrendadas de pirocloro localizadas na região.

Na prática, a COMIPA realiza a lavra e vende a totalidade do minério extraído exclusivamente à CBMM, com um acréscimo de 5% sobre o custo de produção (mecanismo denominado “custo acrescido de 5%”). Esse modelo garante que a

CBMM tenha acesso contínuo ao minério, ao mesmo tempo em que remunera a CODEMIG por meio de participação nos resultados de aproveitamento e comercialização através da SCP.

Responsabilidades das Partes:

- CBMM: além de adquirir o minério extraído pela COMIPA, a CBMM é responsável por todo o processo de beneficiamento, industrialização e comercialização dos produtos derivados do nióbio, bem como pelo desenvolvimento tecnológico relacionado ao processamento e às aplicações do elemento químico em diversos setores industriais.
- CODEMIG: embora não participe diretamente das operações, a CODEMIG tem direito a 25% dos lucros líquidos anuais gerados pela SCP, sobre a atividade de aproveitamento e venda dos produtos de nióbio, nos termos estabelecidos para apuração.

Esse arranjo societário permitiu a verticalização da cadeia produtiva do nióbio em Minas Gerais, contribuindo para a consolidação da CBMM como líder mundial do setor e para a geração de receitas significativas para o Estado de Minas Gerais por meio da CODEMIG.

O contrato celebrado em 1972 possuía vigência prevista até o término do ano de 2032. Contudo, em junho de 2025, o Governo do Estado de Minas Gerais determinou, formalmente, à CODEMIG que desse continuidade às tratativas com a CBMM, com vistas à celebração de um distrato parcial, seguido da formalização de um novo contrato. Em 06/11/2025 foi publicada a escritura pública de formalização da parceria entre CODEMIG e CBMM por mais 30 anos, sendo prorrogável unilateralmente por mais 15 anos.

É importante destacar que o contrato não prevê renovação automática, e qualquer extensão do prazo de vigência depende de demonstração de vantagem econômica e estratégica para o Estado, com a devida aprovação pelos órgãos de controle e governança.

9. *Valuation* – CODEMGE

A técnica de *valuation*, ou valoração de empresas, consiste em um conjunto de métodos e premissas analíticas cujo objetivo é estimar o valor econômico de uma organização. Trata-se de uma prática essencial em finanças corporativas, sendo amplamente aplicada em processos de fusões e aquisições, abertura de capital (IPO), reestruturações societárias, planejamento sucessório, entre outras finalidades estratégicas e operacionais. Embora seja um instrumento amplamente difundido, o *valuation* apresenta limitações que decorrem, em grande medida, da subjetividade inerente às projeções e da sensibilidade do modelo às variáveis utilizadas.

A correta mensuração do valor de uma empresa é de extrema importância para os diversos stakeholders envolvidos, como investidores, gestores, credores, analistas financeiros e órgãos reguladores. O *valuation* visa a identificação do valor intrínseco do ativo empresarial, servindo como referência para decisões estratégicas, negociações societárias e avaliação de desempenho.

Os métodos de avaliação de empresas podem ser classificados em três grandes categorias: abordagem do fluxo de caixa descontado, abordagem relativa (por múltiplos) e abordagem patrimonial.

- **Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* - DCF)**

Trata-se do método mais consagrado no meio acadêmico e corporativo. Consiste na projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa, os quais são trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto que reflete o custo de capital e os riscos do negócio.

Vantagens: Base conceitual sólida; considera a capacidade futura de geração de caixa.

Limitações: Alta sensibilidade às premissas de crescimento, margem operacional e taxa de desconto.

- **Avaliação por Múltiplos de Mercado**

Este método baseia-se na comparação com empresas similares, utilizando indicadores como Preço/Lucro (P/L), Valor da Firma/EBITDA (EV/EBITDA), entre outros.

Vantagens: Aplicação simples e rápida; útil em contextos de mercado dinâmico.

Limitações: Presume que o mercado esteja corretamente precificando as empresas comparáveis; sujeita-se a distorções em ambientes de bolha ou baixa liquidez.

- **Avaliação Patrimonial Contábil**

Considera o valor contábil dos ativos e passivos, podendo ser ajustado ao valor de mercado.

Vantagens: Mais indicado para empresas com ativos tangíveis relevantes ou em processos de liquidação.

Limitações: Desconsidera o potencial de geração de caixa futura e o valor de ativos intangíveis.

Apesar de sua relevância e ampla aplicação, a técnica de *valuation* apresenta diversas limitações, que precisam ser consideradas na análise crítica dos resultados obtidos:

- **Subjetividade das premissas:** As estimativas de receitas, despesas, investimentos e crescimento futuro dependem de julgamentos e projeções, os quais podem ser influenciados por vieses ou expectativas excessivamente otimistas ou conservadoras;
- **Sensibilidade dos modelos:** Pequenas alterações nas variáveis-chave, como taxa de desconto ou taxa de crescimento, podem resultar em variações significativas no valor estimado;

- **Dificuldade de mensuração de intangíveis:** Ativos como marca, reputação, capital humano e inovação tecnológica nem sempre são adequadamente mensurados pelos métodos tradicionais;
- **Condições de mercado voláteis:** Mudanças no cenário macroeconômico, como variações nas taxas de juros, inflação ou percepção de risco, impactam diretamente os modelos de avaliação;
- **Assimetria informacional:** A qualidade e a disponibilidade das informações financeiras impactam diretamente a precisão do modelo. Empresas de capital fechado, por exemplo, tendem a apresentar menor transparência informacional.

A técnica de *valuation* constitui um instrumento essencial para a mensuração do valor econômico de empresas e ativos, desempenhando papel central no processo decisório em finanças corporativas. Entretanto, trata-se de uma estimativa sujeita a incertezas e suposições que exigem rigor metodológico e interpretação crítica.

Dessa forma, o *valuation* deve ser compreendido não como um resultado absoluto e definitivo, mas como um exercício analítico que visa fornecer uma referência fundamentada sobre o valor de uma empresa, dentro de um contexto econômico, setorial e estratégico específico. A utilização de diferentes métodos de forma complementar, aliada à análise qualitativa do negócio, contribui para uma avaliação mais robusta e aderente à realidade.

9.1. Metodologia de Avaliação

9.1.1. Escolha da Metodologia

A técnica de *valuation* constitui um instrumento fundamental para a estimativa do valor econômico de empresas, sendo amplamente empregada em contextos como fusões e aquisições, abertura de capital, reestruturações societárias e planejamento estratégico. Entre as metodologias disponíveis, destaca-se o método de Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* – DCF) como o

modelo mais difundido e academicamente referenciado, por sua capacidade de refletir a geração futura de valor por meio dos fluxos de caixa livres da empresa.

No entanto, dada a especificidade do modelo operacional da CODEMIG, optou-se, neste caso, pela utilização da metodologia de Desconto de Dividendos (*Dividend Discount Model* – DDM), considerada mais apropriada para refletir a realidade econômico-financeira da companhia.

A adoção do modelo de Desconto de Dividendos (DDM) fundamenta-se na característica central da CODEMIG: trata-se de uma empresa cuja principal fonte de retorno financeiro decorre da distribuição de lucros oriundos de sua participação em uma Sociedade em Conta de Participação (SCP), e não de operações comerciais diretas ou geração própria de receitas operacionais.

Nesse contexto, o DDM revela-se tecnicamente mais adequado, por se tratar de uma metodologia amplamente utilizada na avaliação de companhias cujo retorno econômico está concentrado na distribuição de dividendos. O modelo consiste na projeção dos fluxos de dividendos esperados, os quais são trazidos a valor presente mediante a aplicação do custo ponderado de capital (WACC), refletindo o risco percebido do investimento.

A regularidade e previsibilidade da distribuição de resultados oriundos da SCP permitem aplicar o modelo de forma robusta e aderente às características financeiras da CODEMIG, sendo que o DDM se concentra diretamente nos fluxos efetivamente apropriáveis pelos acionistas.

Apesar de sua simplicidade relativa, o DDM requer atenção à consistência da política de distribuição e às projeções de resultado da SCP, além de uma definição criteriosa da taxa de desconto (WACC), que deve refletir o risco do ativo avaliado.

A escolha do modelo de *valuation* deve ser orientada pela natureza operacional e financeira da empresa avaliada. No caso da CODEMIG, as particularidades decorrentes de sua atuação institucional, estrutura societária e dependência de participações financeiras e não de atividade operacional direta justificam a

adoção do modelo de Desconto de Dividendos (DDM), em substituição ao tradicional modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF).

Essa escolha metodológica assegura maior aderência à realidade econômica da companhia, proporcionando uma estimativa de valor mais consistente, transparente e tecnicamente fundamentada, em conformidade com as melhores práticas de avaliação de empresas com perfil similar.

No que se refere aos imóveis, foram adotados os valores de mercado apurados com base em laudos de avaliação elaborados por avaliadores independentes e pela área de patrimônio da companhia.

9.2. Premissas do Modelo Financeiro – CODEMGE

9.2.1. *Valuation* CODEMIG

Em 2023, a CODEMIG conduziu um extenso processo de avaliação estratégica visando examinar modelos alternativos à atual parceria mantida entre a companhia e a CBMM para a exploração de seus direitos minerários em Araxá.

O processo de avaliação estratégica contemplou diferentes alternativas, como a celebração de uma nova transação com a CBMM, a exploração independente dos direitos minerários pela própria CODEMIG, a venda direta desses direitos a um terceiro interessado ou ainda a associação a um parceiro estratégico por meio de sociedade ou arrendamento das jazidas.

Os resultados apontaram que a continuidade da associação com a CBMM tende a gerar valor econômico superior para a CODEMIG em comparação às demais alternativas analisadas. Entre os fatores determinantes para essa conclusão, destaca-se a posição de liderança consolidada da CBMM no mercado global de produtos industrializados de nióbio, construída ao longo de décadas, sustentada por infraestrutura industrial integrada em larga escala, domínio de tecnologia proprietária e uma robusta rede comercial internacional. Essa condição de vantagem competitiva permanece vigente e representa um diferencial significativo frente aos concorrentes.

Além disso, tal análise evidenciou que os investimentos e riscos associados à criação de uma infraestrutura própria de produção e comercialização por parte da CODEMIG seriam substancialmente elevados, superando os benefícios econômicos atualmente auferidos com a parceria vigente.

As projeções desenvolvidas em 2025 consideram a evolução estimada da demanda por produtos industrializados de nióbio, incluindo novas aplicações tecnológicas, como o desenvolvimento do mercado de óxidos de nióbio para baterias. As receitas estimadas para a CODEMIG derivam, principalmente, da participação de 25% nos lucros apurados na Sociedade em Conta de Participação (SCP) com a CBMM, acrescidas de valores provenientes de arrendamentos e locações.

É importante destacar que o resultado da Sociedade em Conta de Participação (SCP) entre a CODEMIG e a CBMM representa a principal fonte de resultado da CODEMGE, configurando-se como o elemento mais relevante a ser analisado no *valuation* apresentado.

A análise considerou distintos cenários econômicos, e os resultados indicaram que a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado com base em dividendos (*Dividend Discount Model – DDM*), aplicada ao longo de toda a vida útil da mina, prevista para 2070, nos termos previamente apresentados, configura-se como a alternativa mais vantajosa para a CODEMIG.

Conforme cenários analisados e com base na metodologia adotada, o valor presente dos fluxos de dividendos projetados para a CODEMIG é de **US\$ 5,911 bilhões**. Considerando o câmbio de US\$ 5,60, o valor em reais é de **R\$ 33,10 bilhões**.

Além do nióbio, a Codemig também é dona de terreno em Belo Horizonte/MG, situado no bairro Olhos D'Água, às margens da BR 040 junto à rua São Pedro da Aldeia e rua Olhos D'água, bairro Bonsucesso/Olhos D'água. No mesmo imóvel, há uma pilha de finos de minério de ferro. Por fim, é de propriedade da Codemig o Centro de Cultura Itamar Franco, imóvel urbano localizado na rua

Tenente Brito Melo, no bairro Barro Preto, em Belo Horizonte/MG. Esses ativos também foram utilizados para se realizar a avaliação financeira da Codemig.

9.2.2. Demais ativos – CODEMGE

1. Ativos Imobiliários

Os imóveis da CODEMGE foram avaliados a valor de mercado, representando seu potencial econômico efetivo.

Tabela 2 - Descrição Imóveis – CODEMGE

Município	Ativo	Data de avaliação
Araxá	Complexo do Barreiro	01/10/2024
Araxá	Expominas, escritório Codemge/Comipa, TRT, MPMG, balança, portaria e galpões	01/03/2025
Araxá	Jazidas de Apatita (Mosaic) e de Apatita e Pirocloro (Comipa)	29/10/2025*
Belo Horizonte	Bom Sucesso I	01/03/2025
Belo Horizonte	2 lotes no DI invadidos - Lote 10 da quadra 155 e lote 10 da quadra 156 do DI Jatobá B	01/07/2021
Belo Horizonte	Galpões (Entrepasto)	01/03/2025
Belo Horizonte	Galpão da antiga fábrica da San Marino	01/03/2025
Belo Horizonte	25 salas localizadas no Ed. Hércules - Salas 505, 901 a 912 e 1001 a 1012	01/04/2025
Belo Horizonte	Expominas	01/08/2024
Belo Horizonte	Minascentro	01/09/2024
Belo Horizonte	Lotes no entorno da CAMG	29/10/2025*
BH, Betim e Sete Lagoas	Lotes invadidos nos habitacionais dos DIs	29/10/2025*
Cambuquira	Galpão onde se encontra a envasadora	01/10/2022
Caxambu	Parque das Águas de Caxambu, Unidade de Envase e Mata anexa ao Parque	01/01/2025
Caxambu	Fazenda Taboão	01/09/2022
Conceição do Rio Verde	Galpão onde funcionou a envasadora, atualmente sucateada e desativada	01/07/2022
Conselheiro Lafaiete	1 lote invadido no distrito industrial - Lote 10 da quadra 7A	01/09/2024
Diamantina	Casarão tombado	01/04/2025
Itajubá	Parte de gleba remanescente do distrito industrial	29/10/2025*
Itaúna	2 glebas remanescentes do distrito industrial	01/03/2025
Juiz de Fora	Terreno e benfeitorias - Sede do Instituto de Laticínios Cândido Tostes	01/05/2025
Juiz de Fora	Expominas	01/11/2024
Matias Barbosa	Galpão	01/11/2022
Montes Claros	1 gleba remanescente do distrito industrial	01/06/2023
Montes Claros	Gleba próxima à Estrada da Produção	01/03/2025
Montes Claros	5 lotes no distrito industrial - Lotes 19 a 23 da quadra 10A	01/12/2019
Nova Lima	ATC - área de confraternização (galpão, alojamentos, edificação e casa caseiro)	01/03/2025

Passos	1 lote no distrito industrial - lote 5 da quadra 6	29/10/2025*
Pirapora	128 lotes no distrito industrial	01/07/2019
Poços de Caldas	Galpão	31/12/2015
Poços de Caldas	Palace Cassino e Hotel	01/04/2025
Poços de Caldas	Termas Antônio Carlos	01/04/2025
Ribeirão das Neves	Freitais	01/12/2021
Santa Luzia	Fazenda Frimisa	01/03/2025
Santa Luzia	9 lotes/glebas nos DIs	01/09/2021
São João Del Rei	Expominas	01/09/2024
Sete Lagoas	Gleba do Distrito Industrial de Sete Lagoas II	01/03/2025
Sete Lagoas	1 lote no distrito industrial - lote 11B da quadra 2	01/02/2022
Tiradentes	Balneário Gabriel Passos/Cantina do Ítalo	01/04/2025
Uberaba	Glebas A1, A5 e A6 da área de Delta	01/02/2025
Belo Horizonte	Aeroporto Pampulha - Área "L" Do Tombo 2	04/07/2025
Lagoa Santa	Cbmmg/Prefeitura / Ccae Cetec / Pcmg / Feluma	28/05/2025
Contagem	Fazenda Tapera	03/07/2025
Belo Horizonte	Edifício Bemge	09/06/2025
AValiação TOTAL DOS IMÓVEIS: R\$ 1.950.490.514		

Fonte: CODEMGE (Consultar Anexo para informações adicionais. *Imóveis estimados internamente pela Gerência de Patrimônio Imobiliário - GEPAT ou com laudo vencido serão atualizados posteriormente)

2. Custos e despesas operacionais

Considerou-se para fins desse *valuation* medidas de gestão com objetivo de otimização de custos e despesas administrativas e operacionais, previstas para serem implementadas nos próximos meses.

3. Capital de giro e investimentos (Capex)

As variações no capital de giro e nos investimentos em capital fixo foram incluídas na análise, de modo a refletir adequadamente a necessidade de recursos para manutenção e expansão das atividades.

4. Caixa líquido

O caixa líquido estimado no fechamento de dezembro de 2025 foi incorporado à avaliação, garantindo que o resultado final refletisse a posição financeira atualizada da companhia.

5. Critérios de avaliação e taxas de desconto

Considera avaliação econômica da CODEMIG pelo método de Desconto de Dividendos (DDM), utilizando um intervalo de taxa de desconto entre 10,8% e 11,8% (US\$, nominal), acrescido do valor da pilha de finos de minério de ferro.

9.3. Premissas Macroeconômicas e Operacionais

As premissas utilizadas na modelagem baseiam-se em fontes oficiais (Banco Central, FMI, IBGE e relatórios da CBMM) e refletem estimativas para o período de 2025 a 2029.

Figura 4 - Premissas Macroeconômicas e Operacionais

Variável	2025	2026	2027	2028	2029
Câmbio (R\$/US\$)	5,70	5,80	5,90	6,00	6,10
Inflação (IPCA, %)	4,0	4,0	3,8	3,8	3,8
Crescimento global (%)	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1
Preço do ferronióbio (US\$/kg)	45	46	47	48	49
Dividendos (US\$ milhões)	980	1.020	1.050	1.080	1.100

Fonte: indicadores de mercado financeiro.

Essas variáveis alimentam o modelo de projeção de dividendos e o cálculo do valor presente líquido da CODEMGE.

A taxa de crescimento de longo prazo (g) utilizada no modelo é de 2,5% a.a., refletindo a maturidade do setor e a estabilidade de preços do nióbio.

9.4. Custo de Capital (WACC e Ke)

9.4.1. Estrutura de Capital

Como a CODEMGE não possui endividamento relevante, o custo médio ponderado de capital (WACC) é equivalente ao custo de capital próprio (Ke).

9.4.2. Cálculo do KE via CAPM ajustado

O custo de capital próprio foi calculado conforme o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ajustado para o risco-país.

Considerações sobre o Ke:

A taxa de 11,3%, utilizada para o desconto do Fluxo de Dividendos (DDM) da CODEMIG, representa o retorno exigido pelos investidores para ativos de risco semelhante, sendo adequada para empresas com fluxos de caixa denominados em moeda forte.

A consistência entre o Ke e a taxa de crescimento ($g = 2,5\%$) garante coerência matemática no cálculo do valor terminal.

Com relação a CODEMGE, foi considerado um intervalo de taxa de desconto entre 18,9% e 21,0% (R\$, nominal) para o fluxo de caixa descontado.

9.5. Resultado do Modelo de *Valuation* – *Enterprise Value*

O valor econômico total estimado para a CODEMGE é de R\$ 4,591 bilhões, considerando:

- Fluxos de dividendos da SCP CODEMIG–CBMM;
- Imóveis avaliados a valor de mercado;
- Caixa Líquido;
- Variação no capital de giro e capex;
- Custos, despesas e deduções.

Tabela 3 - *Valuation* CODEMGE

Descrição	Valor (milhões R\$)
CODEMIG - 5%	1.684
Imóveis avaliados a valor de mercado	1.950
Caixa líquido	1.533
Custos, despesas e deduções	-525
Variação no Capital de Giro e Capex	-52
Avaliação CODEMGE*	4.591

Fonte: Diretoria de Administração e Finanças - DIAF

10. Conclusão Econômico – Financeira sobre a avaliação da CODEMGE

Com base nas premissas adotadas, estudos internos, análises de mercado e estudos externos, a área técnica da CODEMGE apurou que o valor econômico estimado da CODEMGE é de aproximadamente **R\$ 4,591 bilhões**, o qual reflete, de forma adequada, o valor econômico do ativo em análise. O resultado reflete não apenas a solidez da parceria entre CODEMIG e CBMM e a estabilidade do setor de nióbio, mas também a robustez da governança corporativa e da política de dividendos sustentáveis.

11. Assessores Financeiros Contratados pela CODEMIG

- i. Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A., contratado para a prestação de serviços especializados de assessoria financeira à CODEMIG, conforme extrato de contrato publicado no Diário Oficial Eletrônico do Estado de Minas Gerais em 13 de maio de 2025 (p. 33).
- ii. Rothschild & Co. Brasil Ltda., contratado para a prestação de serviços especializados de assessoria financeira independente à CODEMIG, conforme extrato de contrato publicado no Diário Oficial Eletrônico do Estado de Minas Gerais em 23 de agosto de 2025 (p. 65).

Responsáveis Técnicos

Vinícius Cardoso de Souza | Analista – Gerência de Modelagem Econômico-Financeira

Rodrigo Montenegro Mesquita | Gerente de Modelagem Econômico-Financeira

Aprovação

Helger Marra Lopes | Diretor de Administração e Finanças

