

---

# Avaliação Econômico-Financeira da Companhia de Tecidos Santanense

CONFIDENCIAL – Abril 2004

**PACTUAL**

---



---

## Nota Importante

O Banco Pactual S.A. (“Pactual”) foi contratado pela Companhia de Tecidos Santanense S. A. (“SANTANENSE”) para realizar relatório de avaliação econômico-financeira independente da SANTANENSE, o qual consiste do presente relatório (“Relatório”).

O Relatório foi preparado em conformidade com a Cláusula 3.1.1 do Instrumento Particular de Contrato de Mútuo (“Instrumento”) assinado pela SANTANENSE, seus controladores, a Companhia de Tecidos Norte de Minas S. A. (“COTEMINAS”) e outros, e apresenta uma avaliação econômico-financeira da SANTANENSE com base em métodos do fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado e de transações recentes.

Este Relatório não pode ser distribuído, reproduzido ou utilizado por qualquer pessoa sem a anuência prévia do Pactual. Este Relatório não deverá ser utilizado para qualquer outro propósito que não seja o previsto no Instrumento.

Ressaltamos que o presente Relatório foi preparado com informações fornecidas pela SANTANENSE. Apesar de acreditar que as informações aqui contidas são precisas e confiáveis, o Pactual não conduziu qualquer investigação a respeito de tais informações e o Pactual expressamente não assume qualquer responsabilidade pelas declarações, expressas ou implícitas, contidas neste, ou omitidas deste Relatório. Este Relatório está sujeito a mudanças, complementos, correções e emendas. Nada contido neste Relatório é, ou deve ser, considerado uma promessa ou compromisso em relação a qualquer ato futuro.

O Pactual não conduziu qualquer auditoria na SANTANENSE, com o objetivo de identificar eventuais contingências de ordem contábil, legal, fiscal, ambiental, entre outras. Assim sendo os impactos resultantes de eventuais contingências na SANTANENSE não forma considerados neste Relatório.

O Pactual não se responsabiliza, inclusive futuramente, por quaisquer danos e/ou perdas incorridos por qualquer pessoa que tenha acesso ao presente Relatório, em função da utilização, direta ou indireta, de quaisquer das informações, análises e/ou conclusões aqui apresentadas.

---

# Agenda

- I. **Objetivo do Relatório**
- II. **Panorama Atual da Santanense**
- III. **Premissas Macroeconômicas**
- IV. **Premissas da Avaliação Econômico-Financeira da Santanense**
- V. **Resultados da Avaliação Econômico-Financeira da Santanense**

---

## Objetivo do Relatório

**PACTUAL**

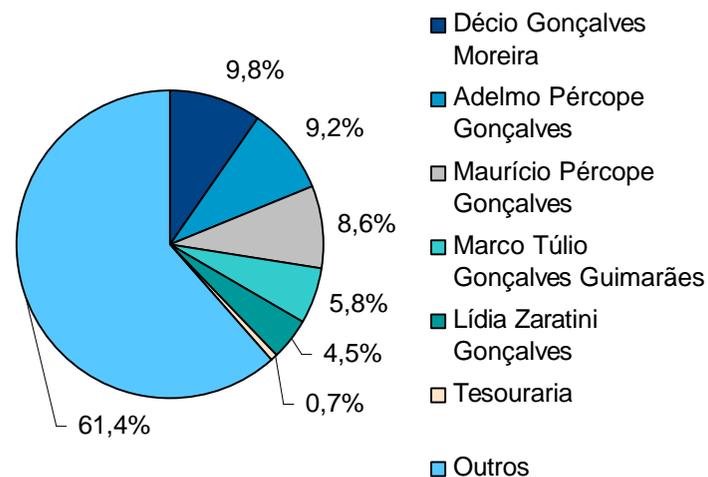
---



## Objetivo do Relatório

- No contexto da reorganização societária da Santanense, a Santanense captou um empréstimo de R\$ 11 milhões com a Coteminas e assinou, juntamente com seus acionistas, um acordo de mútuo, que implicará a mudança de controle da Santanense para a Coteminas e a entrada do BNDES no capital social da Santanense.
- Uma das cláusulas do referido contrato demanda a apresentação, por parte da Santanense, de um relatório de avaliação econômico-financeira da Santanense, conduzido por uma instituição financeira independente.
- O Pactual foi contratado para implementar tal avaliação econômico-financeira.
- Esta avaliação econômico-financeira considera os métodos de fluxo de caixa descontado e de múltiplos de mercado e de transações recentes.
- Este relatório apresenta de forma detalhada a avaliação econômico-financeira da Santanense utilizando as três metodologias de cálculo mencionadas acima.
- A avaliação considera composição do capital social apresentada ao lado.
- A avaliação não contempla os eventos previstos na reorganização societária descritas no Instrumento assinado com a COTEMINAS.

### Composição do Capital Social (%)



Fonte: CVM

mil	ON	PN	Total
Número de Ação	7.946	7.164	15.110

Fonte: CVM

## Eventos acordados no Contrato de Mútuo

- Foram acordados no Contrato de Mútuo entre os acionistas ações que implicam em uma reestruturação societária na Santanense.
- A Energética São João será incorporada pela Santanense.
- O BNDES converterá seus créditos contra a Santanense em ações ordinárias da Santanense.
- Além da conversão, o BNDES concederá um empréstimo de no mínimo de R\$ 15 milhões, visando o fortalecimento do capital de giro da Santanense.
- A Santanense negociará desconto sobre o principal e encargos devidos a seus fornecedores.
- Tais eventos não foram considerados na avaliação apresentada neste Relatório.

---

## Panorama Atual da Santanense

**PACTUAL**

---



## Situação Atual da Santanense

- No final da década de 90, a Santanense iniciou um programa de investimentos em modernização de suas unidades industriais e inauguração de linhas de produção de novos produtos.
- O desempenho da economia nos últimos anos, e as altas taxas de juros vigentes, contribuíram para agravar a situação financeira da Santanense.

R\$ mil	2001	2002	2003
Receita Líquida	134.856	152.298	184.411
EBITDA	637	14.951	13.037
Dívida Líquida	60.485	65.804	61.710
Dív. Líq. / EBITDA	94,9x	4,4x	4,7x
% da Dívida no CP	63,3%	59,3%	66,8%
% da Dívida em Dólar			14,9%

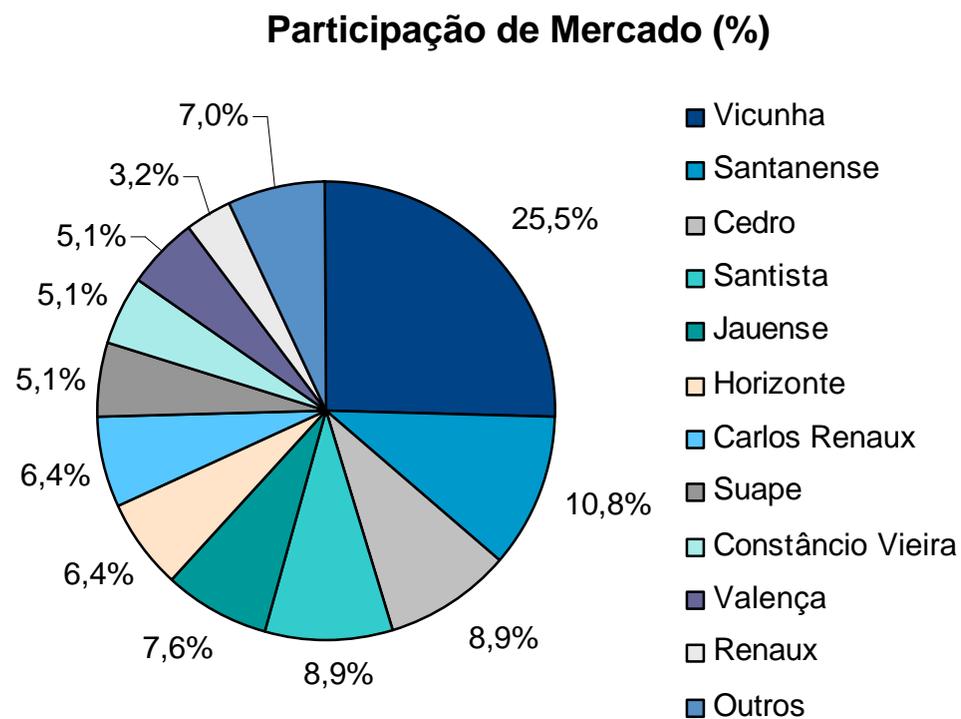
*Fonte: Santanense*

- A relação entre endividamento e geração de caixa em 2003 foi de aproximadamente 5x, dificultando de forma significativa o acesso a novas linhas de crédito.
- A Santanense veio sofrendo recentemente dificuldades para dispor de linhas de fornecedores, tendo que adquirir insumos a vista. A indisponibilidade de crédito para aquisição de matérias-primas tem ocasionado perdas operacionais. Em 2003, a Santanense operou abaixo da capacidade devido a falta de matérias-primas.
- Neste contexto, a capitalização da Santanense representa um passo importante para continuidade das atividades da Santanense e sua consolidação como uma das empresas atuantes no setor têxtil.

## Linhas de Produto

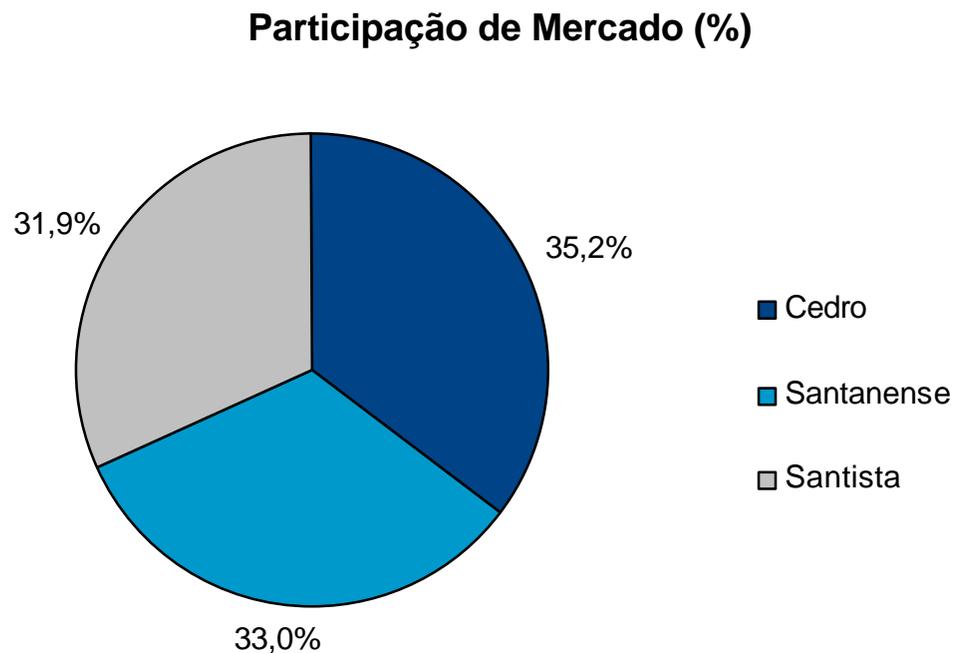
- A Santanense atua em diversos segmentos de mercado, especialmente vestuário, tecidos para uniformes profissionais e produção de índigo.
  - **Vestuário:** uma das líderes de mercado neste segmento, vendas de aproximadamente 27 milhões de metros em 2003.
    - O segmento apresenta intensa competição e margens mais baixas dentre os segmentos de atuação da Santanense.
  - **Índigo:** começou a produzir Índigo no segundo semestre de 2003 e possui capacidade de produção de 10,2 milhões metros por ano.
    - Mercado ocupado por grandes empresas.
    - Padronização do produto e mercado externo estabelecido favorecem a exportação.
  - **Profissional:** a Santanense tem se destacado neste segmento, elevou significativamente a participação de mercado nos últimos anos, vendas de aproximadamente 15 milhões metros em 2003.
    - Nicho de mercado especializado, com poucas empresas.
    - É o segmento que apresenta maior rentabilidade para a Santanense.

## Participação de Mercado do Segmento Vestuário



Fonte: Santanense

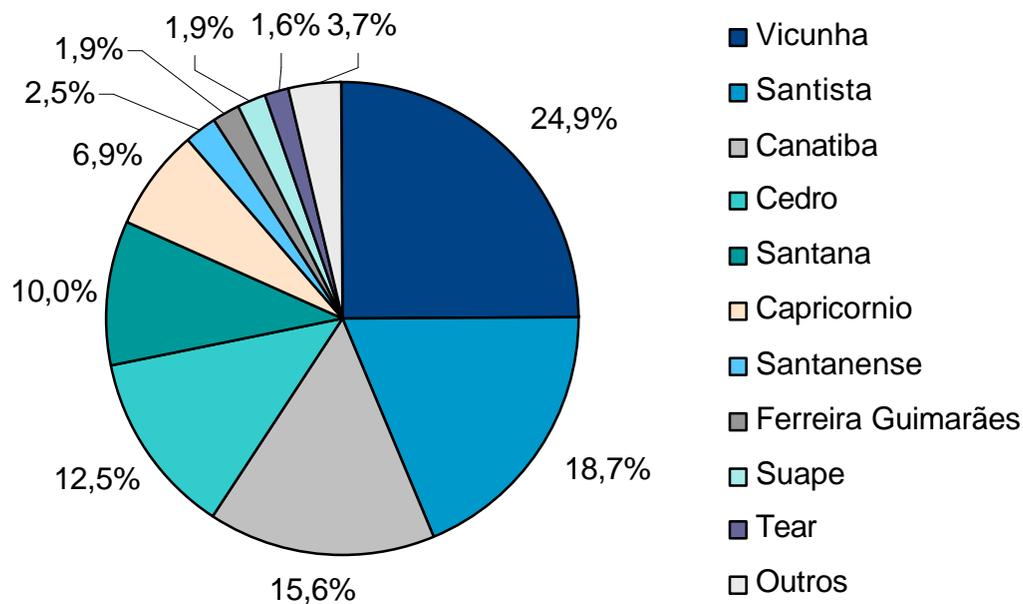
## Participação de Mercado do Segmento Profissional



Fonte: Santanense

## Participação de Mercado do Segmento Índigo

Participação de Mercado (%)



Fonte: Santanense

---

## Premissas Macroeconômicas

**PACTUAL**

---



## Principais Premissas Macroeconômicas

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB	1,4%	1,9%	(0,2%)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Inflação													
IGPM	10,4%	25,3%	8,7%	6,3%	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
IPCA	7,7%	12,5%	9,2%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Taxa de Câmbio													
Nominal													
Final do Ano	2,31	3,55	2,89	3,04	3,14	3,25	3,33	3,40	3,46	3,53	3,60	3,67	3,74
Média	2,35	2,93	3,07	2,96	3,09	3,20	3,29	3,36	3,43	3,50	3,57	3,64	3,71
Taxa de Juros													
CDI - Média													
Nominal	17,4%	19,1%	23,4%	14,9%	12,0%	12,0%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Real (IGPM)	6,3%	(4,9%)	13,5%	8,1%	6,7%	6,7%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Real (IPCA)	9,0%	5,9%	12,9%	8,4%	6,7%	6,7%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
TJLP - Média	9,5%	9,9%	11,5%	9,6%	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%

Fonte: Pactual Research

---

## Premissas da Avaliação Econômico-Financeira da Santanense

**PACTUAL**

---



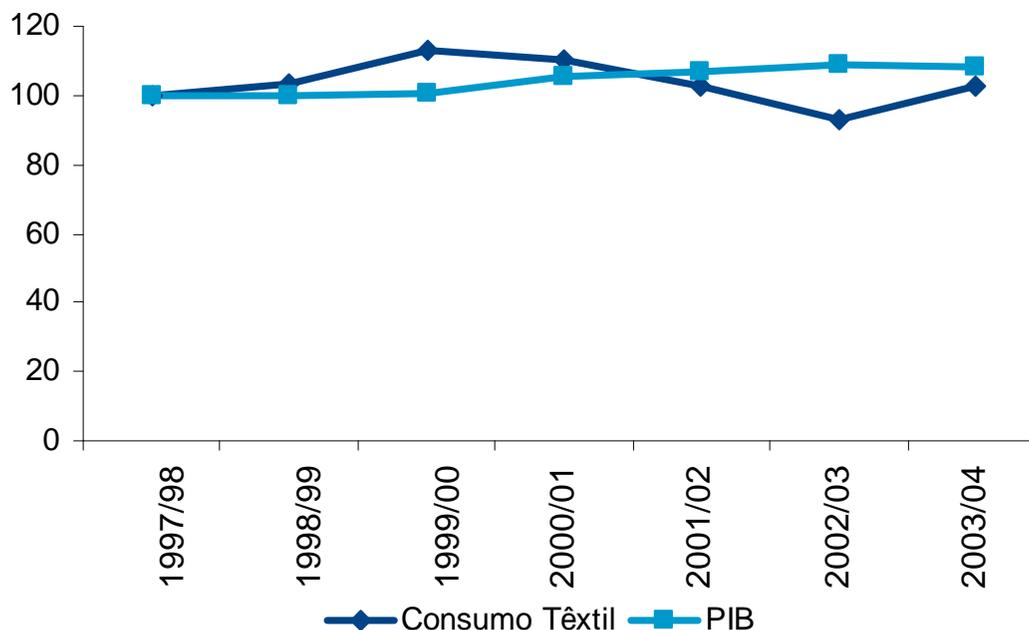
## Metodologia de Fluxo de Caixa Descontado

- Data Base: 31/12/2003.
- Moeda utilizada: Reais constantes.
- Fluxos: Reais constantes.
- Horizonte da projeção: 10 anos, até 2013.
- Valor terminal em 2013: Crescimento na perpetuidade de 0% devido a ocupação integral da capacidade instalada.
- Características da Santanense: Não leva em consideração expansão da capacidade, e contrato de mútuo com a COTEMINAS.
- Dados Operacionais: Baseado em dados históricos até 2003 fornecidos pela Santanense.
- Metodologia: Fluxo de Caixa Livre.
- Taxa de desconto: Custo Médio de Capital Ponderado (WACC).

## Consumo do Setor Têxtil no Brasil

- O crescimento do consumo do setor têxtil foi estimado com base no consumo interno de algodão.
- Foram comparados os crescimentos do consumo de algodão no mercado brasileiro e os crescimentos do PIB desde a safra de 1998/1999 até a safra 2003/2004.
- A partir desta comparação, estimou-se que para cada aumento de 1% de aumento no PIB, o consumo de algodão aumenta em 0,94%.
- Essa relação, associada ao crescimento projetado do PIB no Brasil permite, que a demanda do setor têxtil no Brasil seja estimada.

**Crescimento do Consumo de Algodão no MI e Crescimento do PIB (Base 100)**



Base 100	97/98	98/99	99/00	00/01	'01/02	'02/03	'03/04
Consumo Têxtil	100	103	113	110	103	93	103
PIB	100	100	101	105	107	109	109

Fontes: CONAB e Pactual Research

## Vendas

- Não foi considerada expansão da capacidade da Santanense, que hoje é de 49 milhões de metros.
- O crescimento do volume de vendas da Santanense está atrelado ao crescimento da demanda do setor têxtil, até a ocupação da plena capacidade, previsto para 2005.
- Aumento no volume de vendas de 3% em 2004, o que resulta em aproximadamente 44 milhões de metros vendidos neste ano.

## Índigo

- A Santanense inaugurou a linha de produção de índigo no segundo semestre de 2003.
- Diversificação do portfolio de produtos e as margens mais elevadas auferidas neste segmento foram as principais motivações para o recente investimento no Índigo.
- Como não houve aumento de capacidade de produção decorrente dos recentes investimentos, a Santanense planeja vender Índigo em detrimento do volume de vendas do Vestuário.
- Foram estimadas vendas de aproximadamente 8 milhões de metros para o mercado interno e 1 milhão de metros para exportação em 2004, com base em informações dos executivos da Santanense.
- Devido a maior rentabilidade e a facilidade de exportação do Índigo, a Santanense elevará a participação deste produto no mix de vendas.
- Desta forma, a Santanense atinge a capacidade máxima de produção de Índigo em 2008.
- Da capacidade total de produção do Índigo de 10,2 milhões de metros, a Santanense alocará no máximo 1,44 milhões de metros de Índigo para exportação por ano, com a finalidade de estabelecer relações comerciais de longo prazo.

## Vendas

### Profissional

- A atual estrutura da Santanense permite uma produção máxima de 17,4 milhões de metros por ano.
- Neste segmento a Santanense atua apenas no mercado doméstico.
- Este é o segmento de maior rentabilidade da Santanense.
- Adotou-se a premissa de vendas de aproximadamente 14 milhões de metros em 2004.
- O crescimento do volume de vendas do Profissional acompanhará o crescimento do mercado até atingir a capacidade máxima de produção, o que acontecerá em 2010.

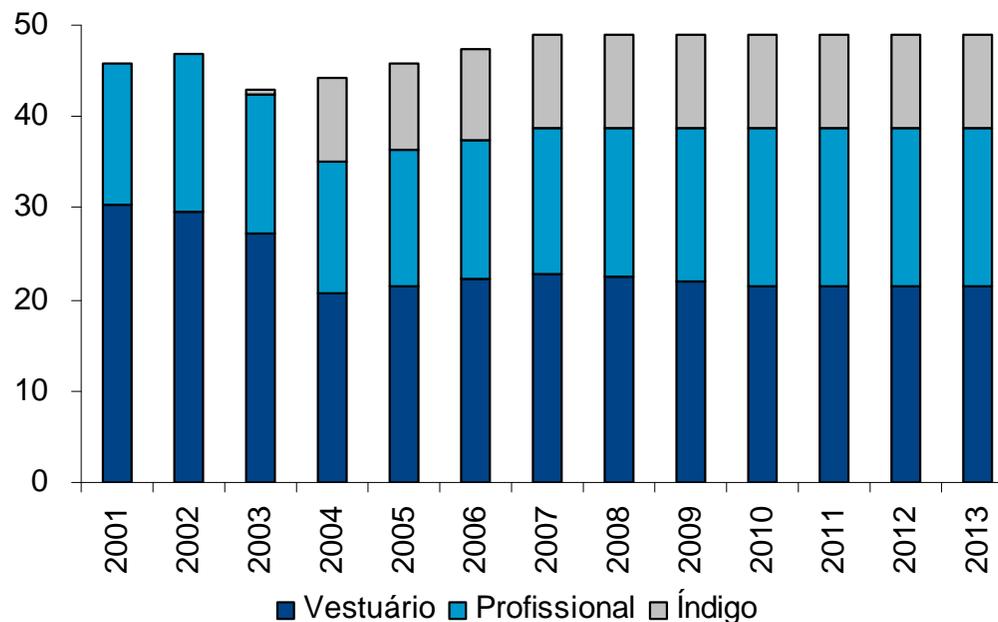
### Vestuário

- Como mencionado anteriormente, a Santanense é uma das líderes de mercado neste segmento.
- O Vestuário é o segmento de menor rentabilidade.
- O crescimento das vendas de produtos com maior valor agregado ocasiona a redução da participação deste segmento no mix de produtos.
- A Santanense planeja exportar aproximadamente 5 milhões de metros de Vestuário em 2004.
- A Santanense deverá manter um volume mínimo de exportações de 6 milhões de metros por ano a partir de 2005, conforme indicação dos executivos da Santanense.
- A Santanense atingirá a capacidade máxima alocada para exportação em 2008.

## Vendas

- O gráfico abaixo apresenta o perfil de vendas da Santanense desde 2001 até 2013, o último ano de projeção.
- O volume de vendas estabiliza-se no patamar de plena capacidade, 45 milhões de metros, a partir de 2005.

**Volume de Vendas (milhões metros)**



Milhões de Metros	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vestuário	30,3	29,6	27,2	20,8	21,5	22,2	22,9	22,5	21,9	21,4	21,4	21,4	21,4
Profissional	15,5	17,2	15,1	14,4	14,9	15,4	15,9	16,4	16,9	17,4	17,4	17,4	17,4
Índigo	0,0	0,0	0,7	9,1	9,4	9,7	10,1	10,1	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2

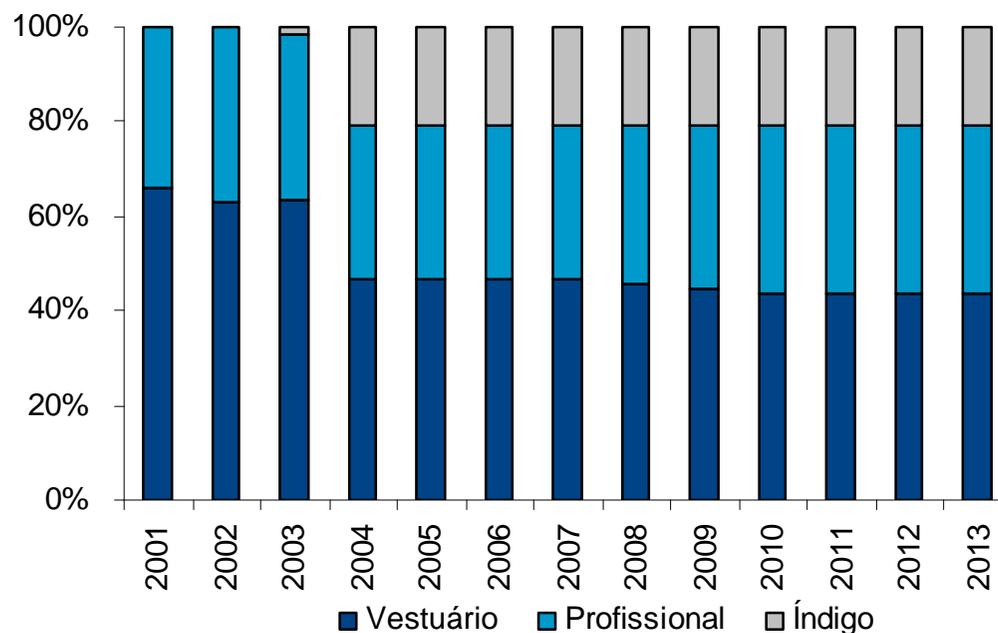
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Mix de Vendas: Segmentos

- Pode ser analisado no gráfico abaixo que a partir de 2010 o mix de vendas se estabiliza em função do alcance das capacidades máximas dos segmentos Profissional e Índigo.

### Mix de Vendas dos Segmentos (%)



	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vestuário	66,2%	63,2%	63,3%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	45,9%	44,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%
Profissional	33,8%	36,8%	35,1%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	33,5%	34,6%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%
Índigo	0,0%	0,0%	1,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,7%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%

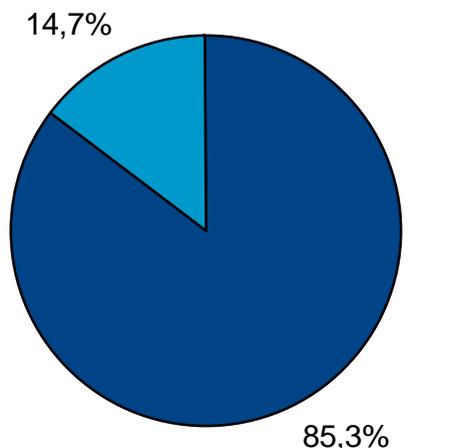
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Mix de Vendas: Mercado Interno x Mercado Externo

- A Santanense deverá manter o volume exportado entre 15% e 25% da produção para reduzir a exposição ao mercado brasileiro e manter os canais de distribuição externos.
- A apreciação cambial, observada desde o primeiro semestre de 2003, reduziu o prêmio de vendas para o mercado externo.
- Para projeção das vendas, não foi adotada hipótese de prêmio de vendas ao exterior, conforme indicação dos executivos da Santanense.

**Projeção do Mix de Vendas entre Mercados (%)**



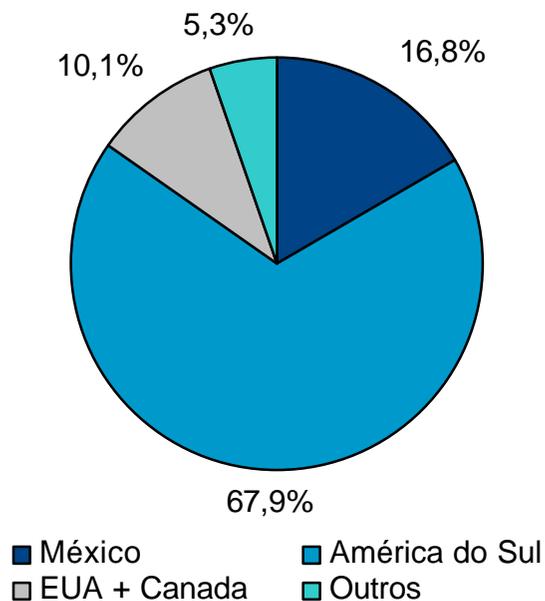
■ Mercado Interno ■ Mercado Externo

*Projeção: Pactual*

## Mix de Vendas: Exportações por Regiões

- A 85% das exportações da Santanense são destinadas à América Latina, sendo o México o principal mercado seguido da Argentina, Peru e Colômbia.

**Exportações por Regiões em 2003 (%)**



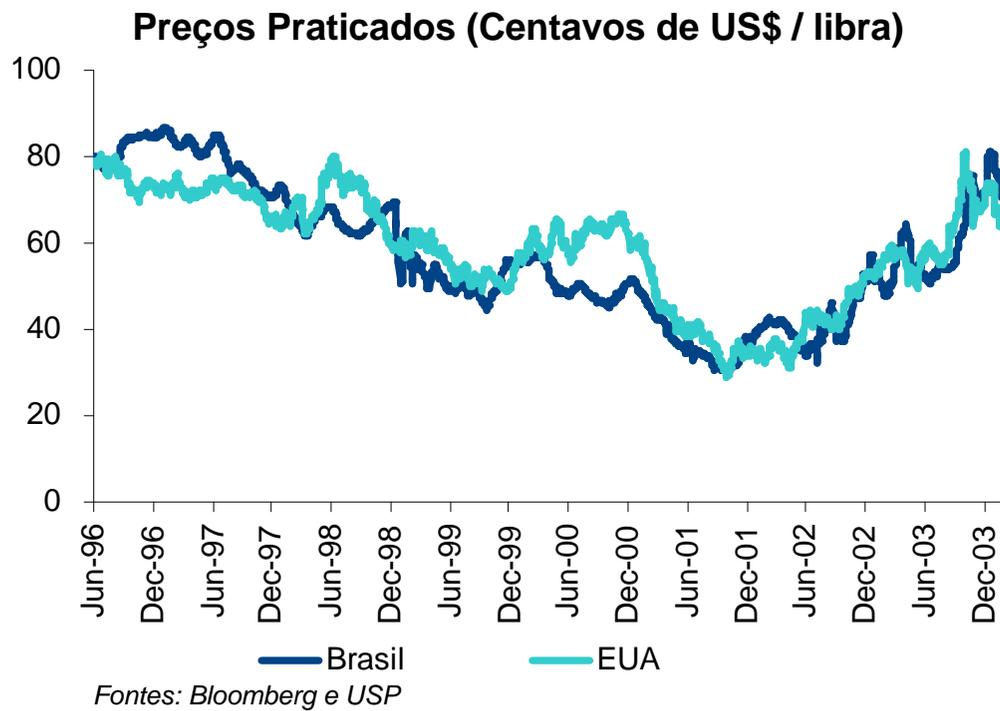
Fonte: Santanense

## Premissas Utilizadas para o Cálculo do Preço de Venda dos Produtos

- A variação do preço de venda da Santanense é uma função da variação do custo do algodão no mercado brasileiro, pois o algodão é a principal linha custo da Santanense.
- Desta forma, é importante introduzir a metodologia de cálculo e as premissas utilizadas na composição do custo do algodão, para se entender a evolução do preço de venda dos produtos da Santanense.
- Após o detalhamento do cálculo do custo do algodão no mercado brasileiro, será demonstrada a relação entre o custo do algodão no mercado brasileiro e o preço de venda dos produtos da Santanense.

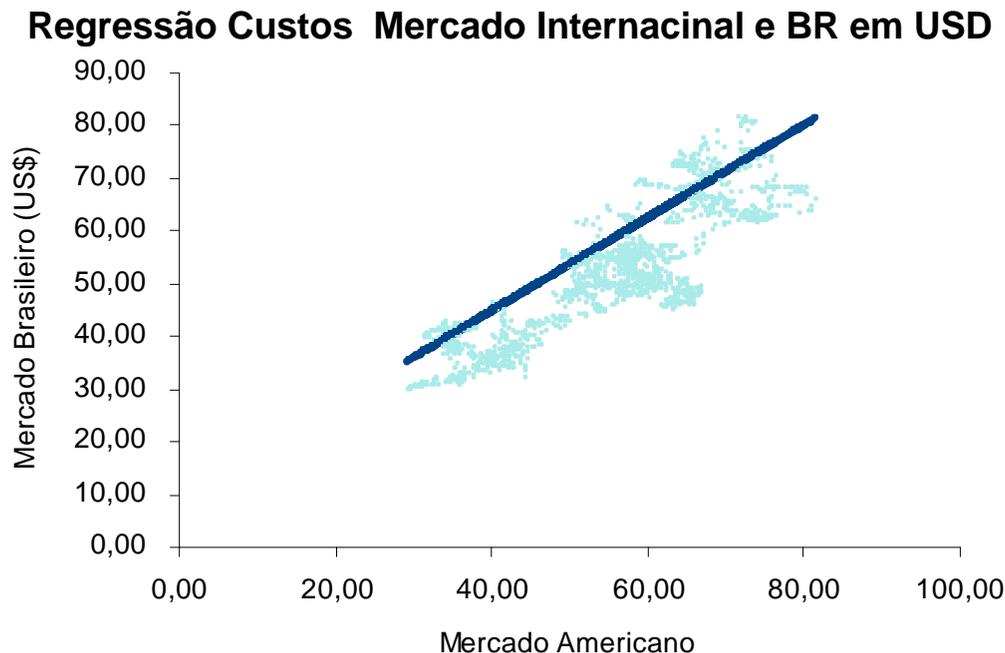
## Relação do Custo do Algodão no Mercado Internacional com o do Mercado Brasileiro

- Observa-se uma elevada correlação entre o custo do algodão no mercado brasileiro e o custo do algodão no mercado internacional, mesmo em períodos de volatilidade na taxa de câmbio.
- A correlação entre os custos do algodão praticados no mercado brasileiro e os custos do algodão praticados no mercado internacional foi estimada em 88%, entre o período de 28/06/1996 e 26/03/2004.
- Adotou-se a premissa de que a relação entre os preços internacionais e os preços domésticos será mantida.



## Cálculo do Custo Normalizado do Algodão no Mercado Brasileiro

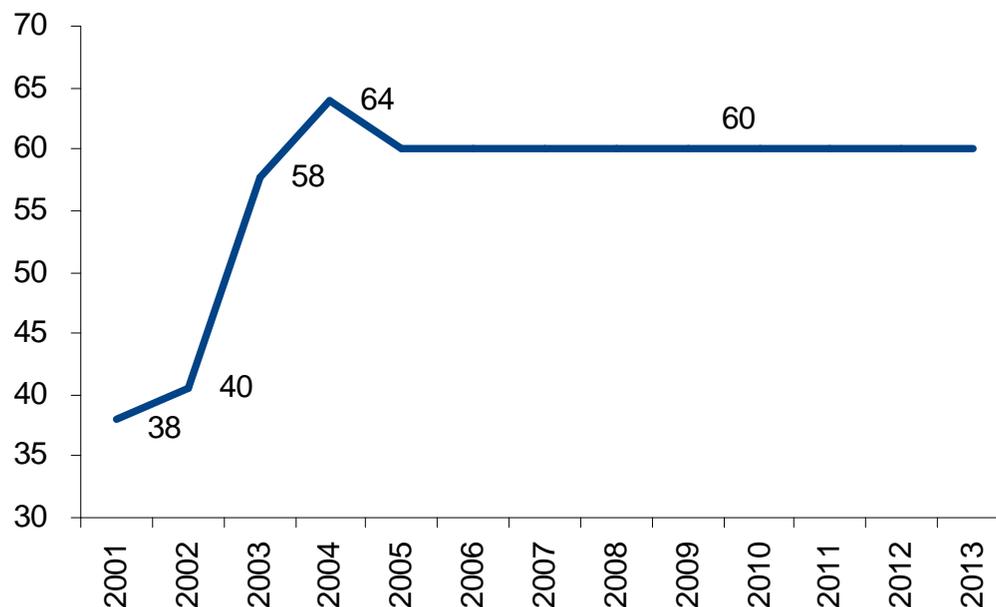
- A relação entre os custos praticados no mercado doméstico e os custos internacionais foi determinada através de regressão linear durante o período de 01/01/1998 e 26/03/2004.
  - $\alpha = 0,0956$ ,  $\beta = 0,88$  e  $R^2 = 0,72$ .
- Foi calculado o custo médio do algodão no mercado internacional entre 28/06/1996 e 26/03/2004, período com maior correlação com os custos de algodão no mercado doméstico.
  - US\$ 0,57 por libra.
- Utilizando os parâmetros da regressão e o custo médio do algodão no mercado internacional, foi calculada a projeção do custo médio do algodão no mercado brasileiro:
  - US\$ 0,60 por libra. ( $\alpha + \beta * 0,57$ )



## Evolução do Custo Médio do Algodão no Mercado Brasileiro

- Como foi demonstrado anteriormente, o custo do algodão no mercado brasileiro ficou acima de US\$ 0,70 por libra durante todo o primeiro trimestre de 2004.
- Apesar deste patamar, o preço está em declínio desde meados de janeiro.
- O mercado futuro de algodão indica um preço médio de US\$ 0,625 para o ano de 2004.
- Utilizando a regressão demonstrada no slide anterior, determina-se como hipótese que o custo do algodão no mercado brasileiro estará em US\$ 0,64 por libra. Este preço foi assumido como sendo o preço médio durante o todo o ano de 2004.
- A partir de 2005, foi utilizado o preço normalizado apresentado anteriormente.

### Evolução do Preço do Algodão (Centavos de US\$ / libra)

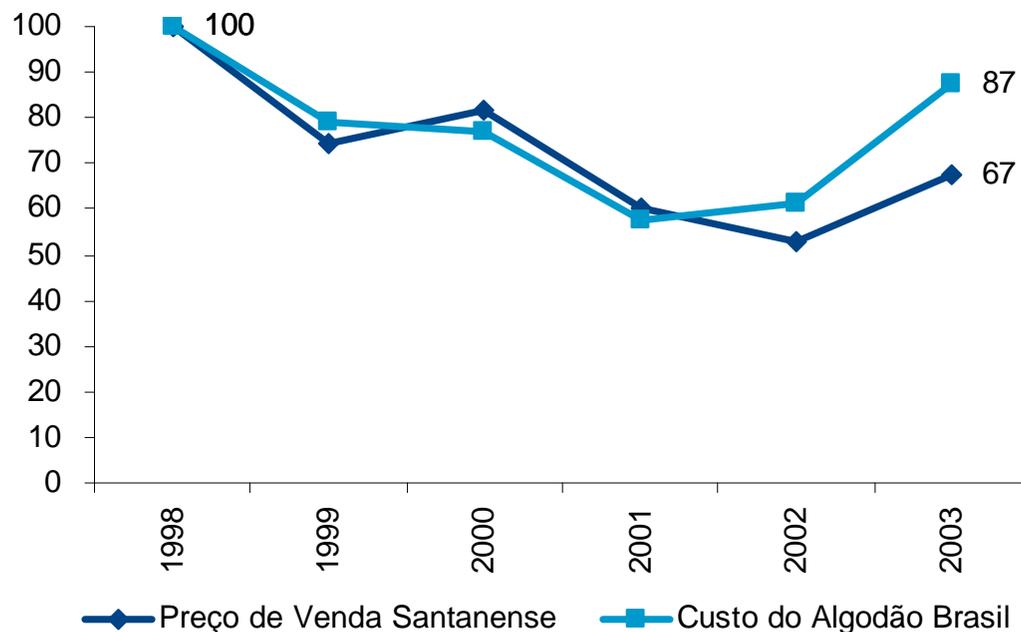


Fonte: USP  
Projeção: Pactual

## Repassse da Santanense da Variação do Custo do Algodão no Mercado Interno

- Como mencionado anteriormente, a variação do preço de venda dos produtos da Santanense é uma função da variação do custo de algodão no mercado brasileiro, devido a importância deste insumo na composição de custo da Santanense.
- Foi analisada a variação do preço médio de venda dos produtos da Santanense em relação à variação do custo médio do algodão no mercado brasileiro desde 1998, como demonstrado no gráfico abaixo.

**Relação da Variação do Preço Médio de Venda da Santanense e do Custo Médio do algodão no Brasil (Base 100)**



Base 100	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Preço de Venda	100	74	82	60	53	67
Custo do Algodão	100	79	77	58	61	87

Fontes: Santanense e USP

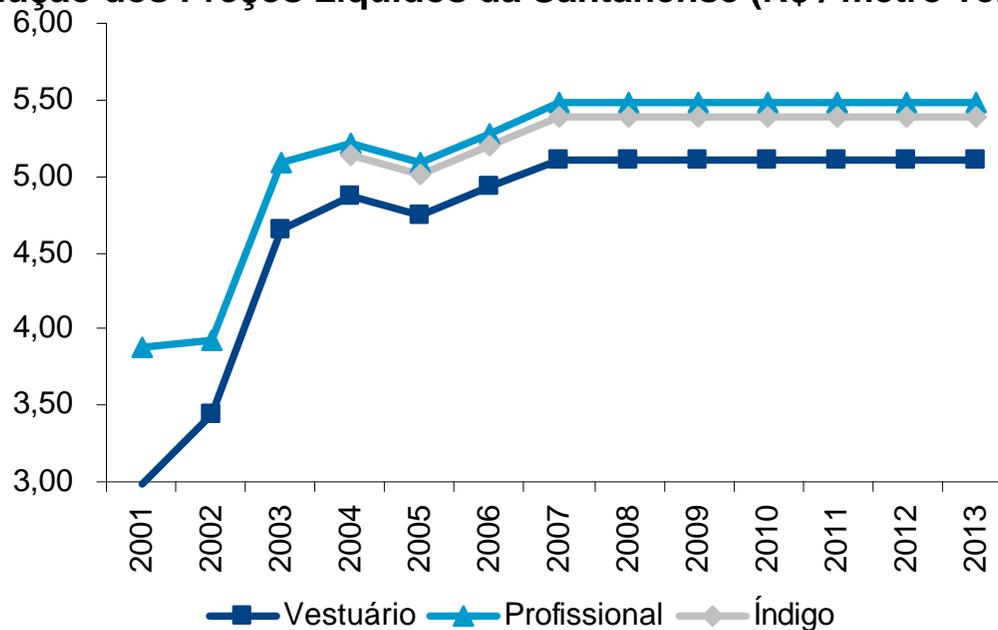
## Repasse da Santanense da Variação do Custo do Algodão no Mercado Interno

- Até 2001, observa-se que os preços médios de venda dos produtos da Santanense acompanham a variação nos custos com algodão.
- Em 2002, quando ocorreu uma forte desvalorização da moeda brasileira, e em 2003, com a estagnação da economia, o custo do algodão evoluiu com mais rapidez do que o preço médio de venda dos produtos Santanense.
- Com base nestas informações, foram adotadas as seguintes premissas para projeção dos preços praticados pela Santanense na venda de seus produtos:
  - Reajustes de preços praticados pela Santanense no mesmo patamar da variação nos custos de algodão a partir de 2004.
  - Recuperação das margens sobre o custo de algodão entre 2005 e 2007 para os níveis praticados em 2001.

## Evolução dos Preços Líquidos por Linha de Produto da Santanense

- O gráfico abaixo apresenta a evolução dos preços médios líquidos de venda da Santanense.
- A relação entre os preços médios de venda da Santanense foi mantida constantes ao longo da projeção.
- A redução do preço de venda da Santanense de 2004 para 2005 ocorre em função da queda projetada do custo do algodão no mercado interno, como explicado anteriormente.
- Entre os anos de 2005 e 2007, foi projetado um aumento dos preços de venda da Santanense, em função da recuperação da margem sobre o custo do algodão, como explicado anteriormente.

**Evolução dos Preços Líquidos da Santanense (R\$ / metro vendido)**



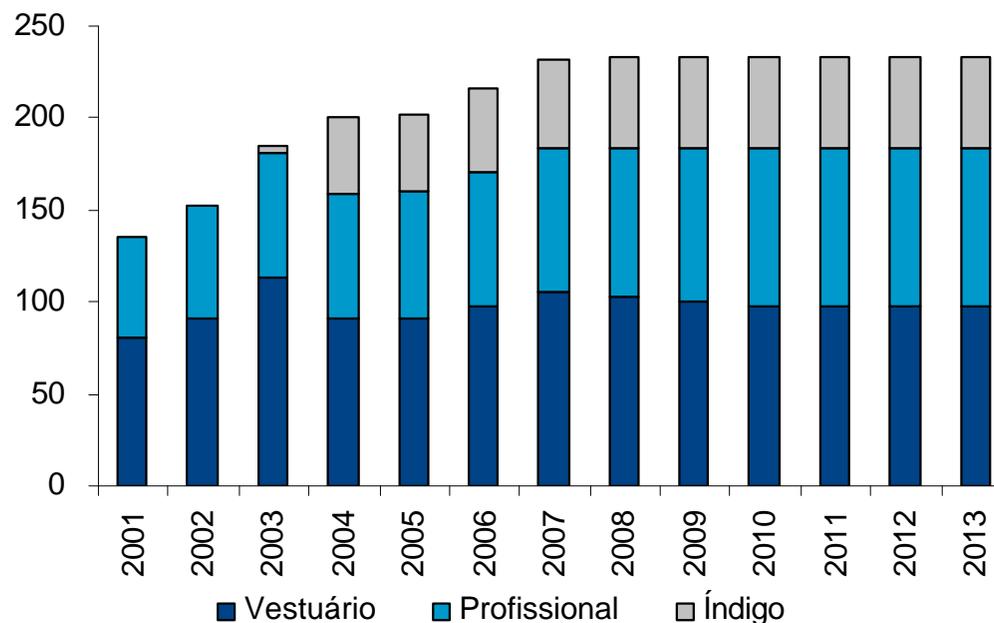
R\$ / metro	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vestuário	2,99	3,43	4,65	4,87	4,75	4,93	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11	5,11
Profissional	3,88	3,93	5,09	5,22	5,10	5,28	5,48	5,48	5,48	5,48	5,48	5,48	5,48
Índigo				5,14	5,01	5,20	5,39	5,39	5,39	5,39	5,39	5,39	5,39

Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Receita Líquida por Linha de Produto

**Evolução da Receita Líquida da Santanense (R\$ milhões)**



R\$ milhões	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vestuário	81,1	91,3	112,7	90,8	91,6	98,1	105,1	103,2	100,5	98,3	98,3	98,3	98,3
Profissional	53,8	61,0	68,5	67,5	68,1	73,0	78,2	80,8	83,4	85,7	85,7	85,7	85,7
Índigo	0,0	0,0	3,3	42,1	42,5	45,5	48,8	49,1	49,3	49,4	49,4	49,4	49,4

Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Impostos e Incentivos

### ▪ ICMS

- Imposto sobre valor agregado, a média histórica da alíquota efetiva é de 10,5% da receita bruta.
- A Santanense realiza um acompanhamento da origem do algodão com a finalidade de não acumular créditos de ICMS.
- O Governo de Minas Gerais concede um benefício fiscal para o setor têxtil, que proporciona as empresas do setor a obtenção de crédito presumido de 41,66% do valor do ICMS das vendas de produtos com algodão. A finalidade deste incentivo é a de compensar o incentivo concedido pelos estados produtores de algodão.

### ▪ CPMF

- Alíquota de 0,38% sobre as movimentações bancárias.
- Estimada com base na receita líquida da Santanense, assumindo que haverá movimentação de todo o caixa que entra na Santanense.

### ▪ PIS e COFINS

- Impostos sobre o valor agregado, alíquota de 1,65% para PIS e 7,6% para COFINS.
- As mudanças na estrutura decorrentes da Medida Provisória 135/03 não deverão impactar a rentabilidade da Santanense, conforme indicação dos executivos da Santanense.

### ▪ Imposto de Renda e Contribuição Social sobre Lucro Líquido

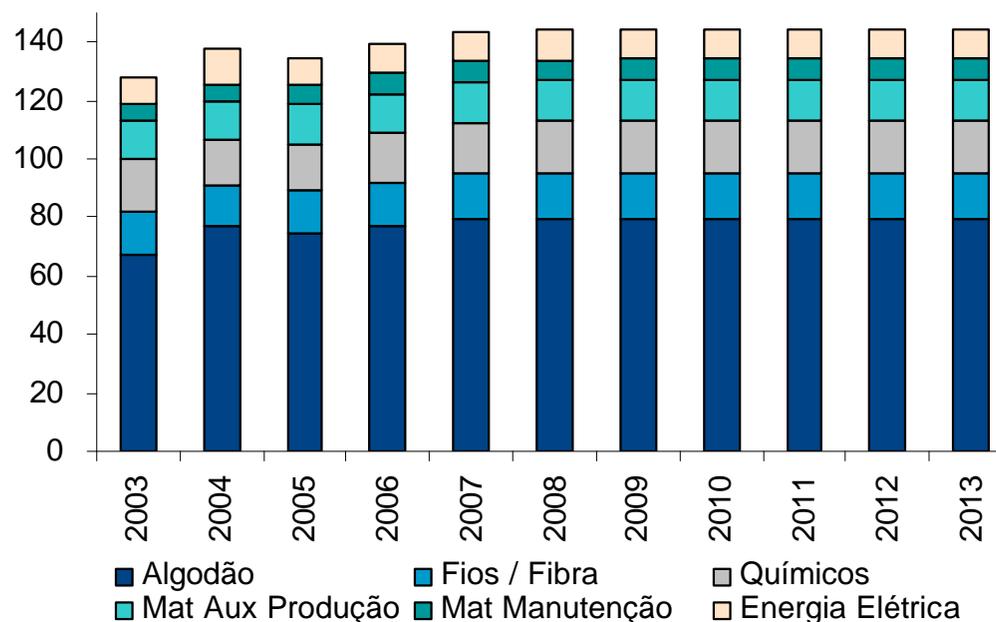
- Alíquota de 25% de IR e 9% de CSLL
- A Portaria 0005/2002 concede a Santanense o direito de isenção do Imposto de Renda da planta de Montes Claros até 2006.

## Custos Variáveis

- Foram consideradas as seguintes categorias de custos variáveis: Algodão, Químicos, Fios / Fibras, Energia Elétrica, Material de Produção e Material de Manutenção.
- A partir dos custos por unidade praticados em 2003, os custos variáveis foram atrelados ao crescimento do volume de vendas e à variação do custos unitários em termos reais.
- A evolução do preço do algodão já foi apresentada anteriormente.
- Os custos com produtos químicos e de fios / fibras foram mantidos constante em Dólar, variando em função da taxa de câmbio e do crescimento do volume de vendas.
- O custo de Energia Elétrica inclui o arrendamento da Energética São João, pois, conforme mencionado anteriormente, não foram considerados eventos decorrentes do acordo de mútuo na avaliação da Santanense.
- Os custos unitários de Energia Elétrica, Material de Produção e Material de Manutenção foram mantidos constantes em termos reais, variando somente em função do volume de vendas.

## Custos Variáveis

### Custos Variáveis (R\$ milhões)



R\$ milhões	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Algodão	67,3	76,9	74,6	77,0	79,6	79,8	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7
Fios / Fibras	14,9	14,1	14,6	15,0	15,5	15,6	15,7	15,8	15,8	15,8	15,8
Químicos	18,0	15,5	16,1	16,6	17,1	17,3	17,4	17,5	17,5	17,5	17,5
Mat Aux Produção	12,6	13,0	13,4	13,9	14,3	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Mat Manutenção	6,0	6,2	6,4	6,6	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Energia Elétrica	8,9	11,6	9,5	9,8	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2

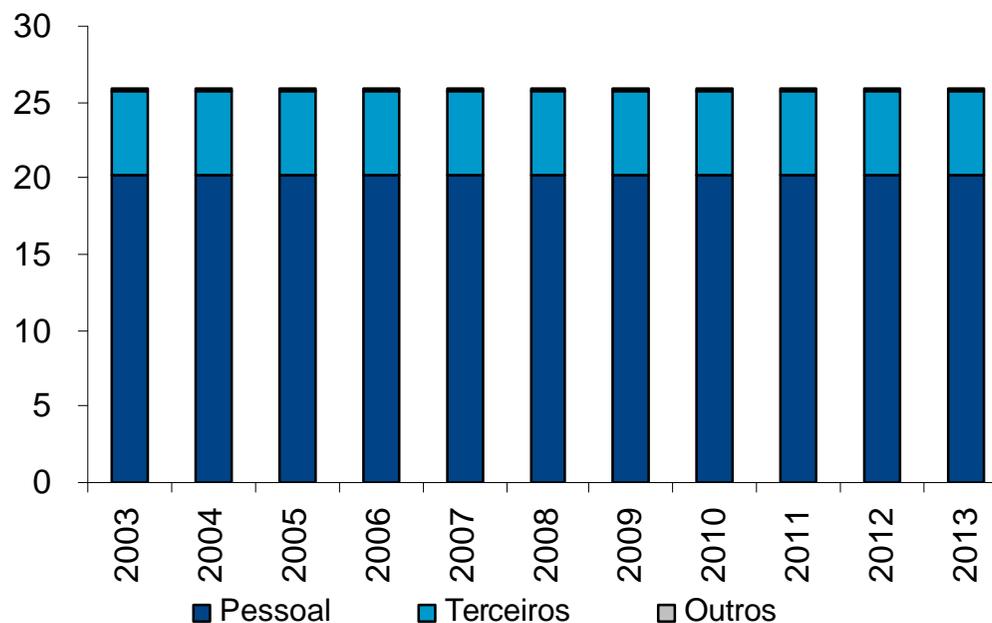
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Custos Fixos

- Os custos fixos são compostos pelos custos de Pessoal, de Serviços de Terceiros e Outros ligados à produção.
- As projeções de cada conta do Custo Fixo basearam-se nas informações de 2003.

**Custos Fixos (R\$ milhões)**



R\$ milhões	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pessoal	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1
Terceiros	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Outros	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

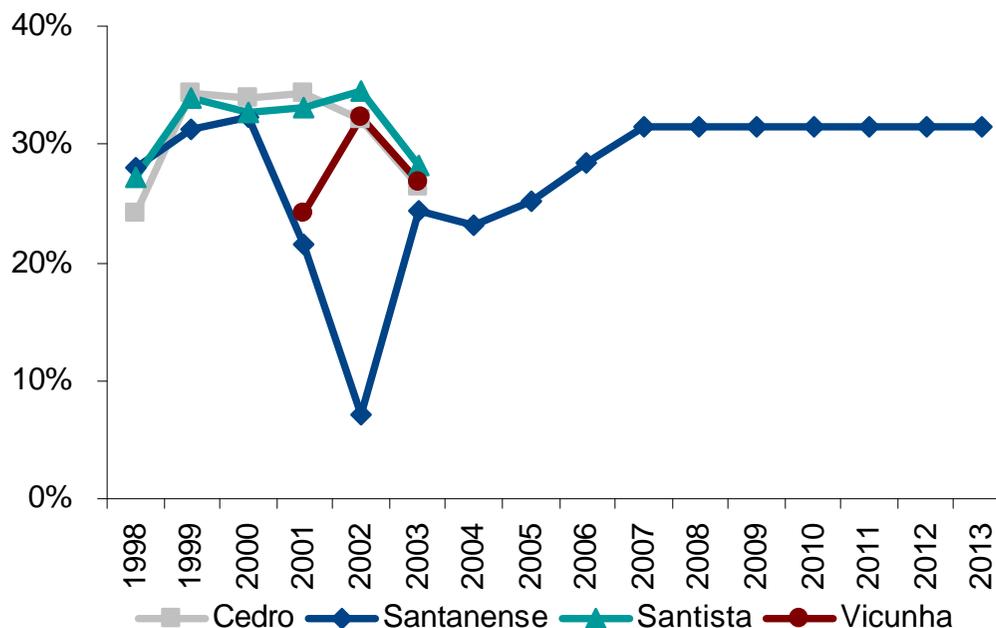
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Análise da Margem Bruta (Excluindo Depreciação e Amortização)

- O desempenho da economia foi o principal fator de deterioração da rentabilidade em 2002 e 2003.
- A Margem Bruta (excluindo depreciação e amortização) projetada da Santanense volta ao patamar histórico em 2007, após o período de recuperação da margem.

**Margem Bruta – Excluindo Depreciação e Amortização (%)**



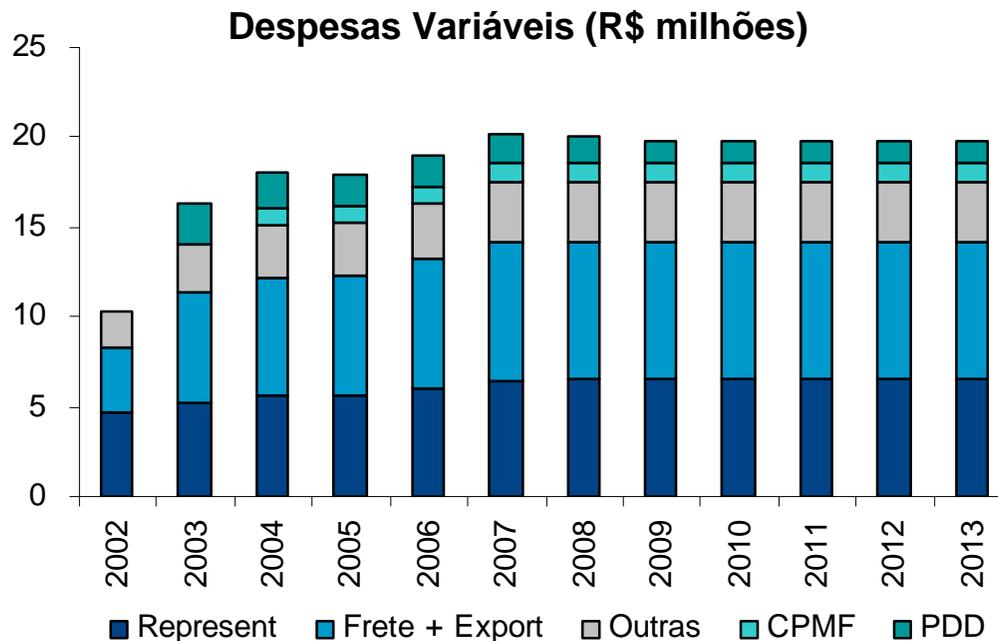
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cedro	24,2%	34,2%	33,9%	34,2%	32,1%	26,4%										
Santanense	28,1%	31,2%	32,4%	21,5%	7,0%	24,4%	23,1%	25,1%	28,3%	31,4%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
Santista	27,3%	33,9%	32,6%	33,2%	34,5%	28,2%										
Vicunha				24,2%	32,3%	26,9%										

Fontes: Empresas

Projeção: Pactual

## Despesas Variáveis

- Fretes, Comissões para Representantes, Provisão para Devedores Duvidosos e CPMF foram considerados como despesas variáveis, em função da Receita Líquida.
- De acordo com executivos da Santanense, o PDD encontra-se em 1% da Receita Líquida. Adotou-se redução linear do percentual sobre à Receita Líquida até 0,5% no ano 5 da projeção, devido ao melhor da carteira de clientes.
- As projeções dessas contas basearam-se em dados de 2003.



R\$ milhões	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Representantes	4,7	5,2	5,6	5,6	6,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Frete + Exportação	3,6	6,1	6,6	6,7	7,1	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Outros	2,0	2,7	2,9	2,9	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
CPMF	0,0	0,0	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
PDD	0,1	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

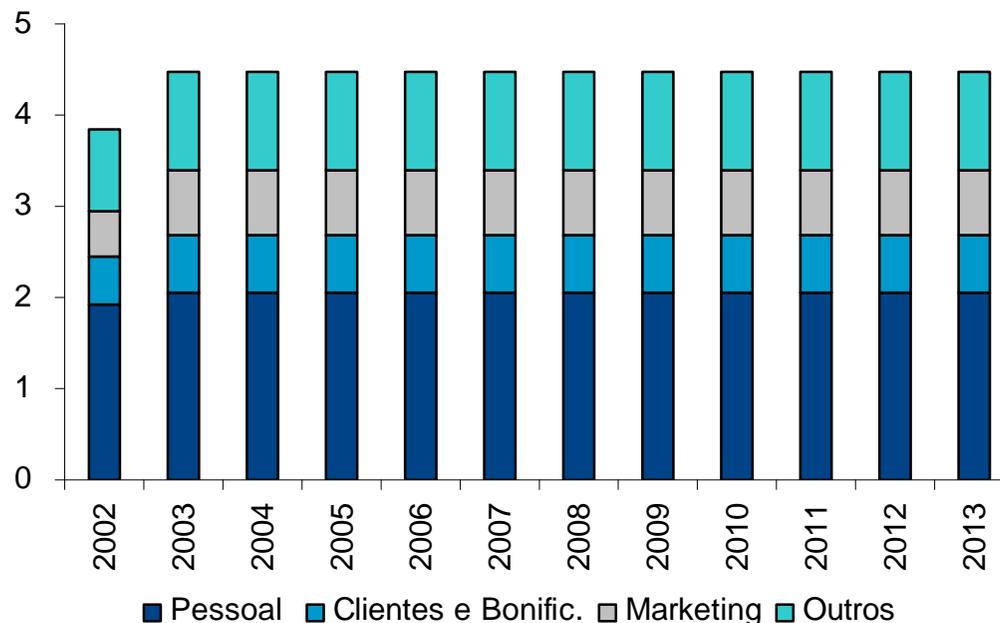
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Despesas Fixas - Comerciais

- As despesas com Pessoal relacionado com Vendas, Bonificações de Empregados e Marketing foram consideradas despesas comerciais fixas.
- Essas despesas foram estimadas com base em dados de 2003 e foram mantidas constantes ao longo da projeção.

**Despesas Fixas - Comerciais (R\$ milhões)**



R\$ milhões	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pessoal	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Clientes e Bonif	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Marketing	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Outros	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

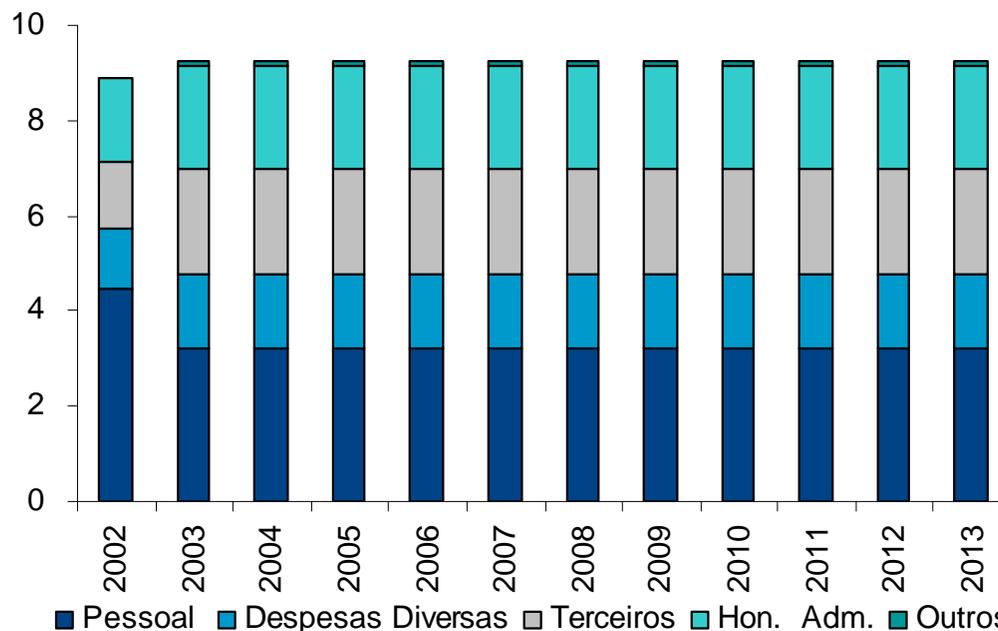
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Despesas Fixas – Gerais e Administrativas

- Os custos com Pessoal e Serviços de Terceiros ligados as despesas administrativas e Honorários dos Administradores estão contabilizados em Despesas Gerais e Administrativas.
- Essas despesas foram baseadas em dados de 2003 e foram mantidas constantes ao longo da projeção.

**Despesas Fixas – Gerais e Administrativas (R\$ milhões)**



R\$ milhões	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pessoal	4,5	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Despesas Diversas	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Terceiros	1,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Hon Administradores	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Outros		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

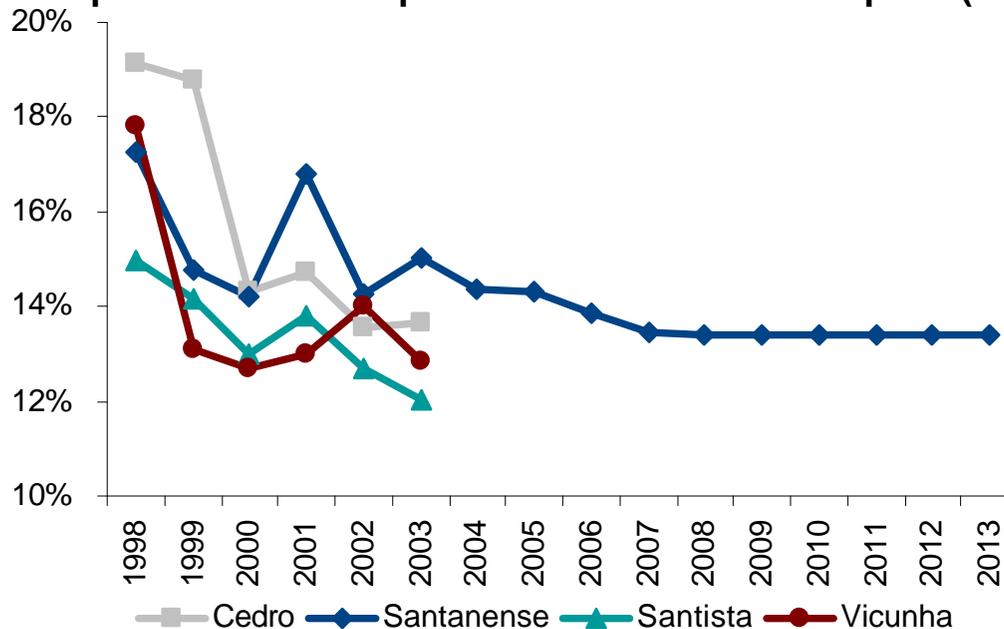
Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Análise das Despesas

- Como pode ser analisado, o total das despesas da Santanense em relação a receita líquida está acima da média das empresas comparáveis do setor.
- Esta relação estabiliza-se aos níveis das empresas comparáveis no médio prazo, em função do aumento da produção e de um mix de vendas mais rentável.
- O gráfico abaixo apresenta a soma das despesas comerciais e gerais e administrativas divididas pela receita líquida da Santanense.

**Despesas G&A + Despesas Vendas / Receita Líquida (%)**



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cedro	19,1%	18,8%	14,3%	14,7%	13,5%	13,6%										
Santanense	17,3%	14,7%	14,2%	16,8%	14,3%	15,0%	14,4%	14,3%	13,9%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Santista	15,0%	14,2%	13,0%	13,8%	12,7%	12,0%										
Vicunha	17,8%	13,1%	12,7%	13,0%	14,0%	12,9%										

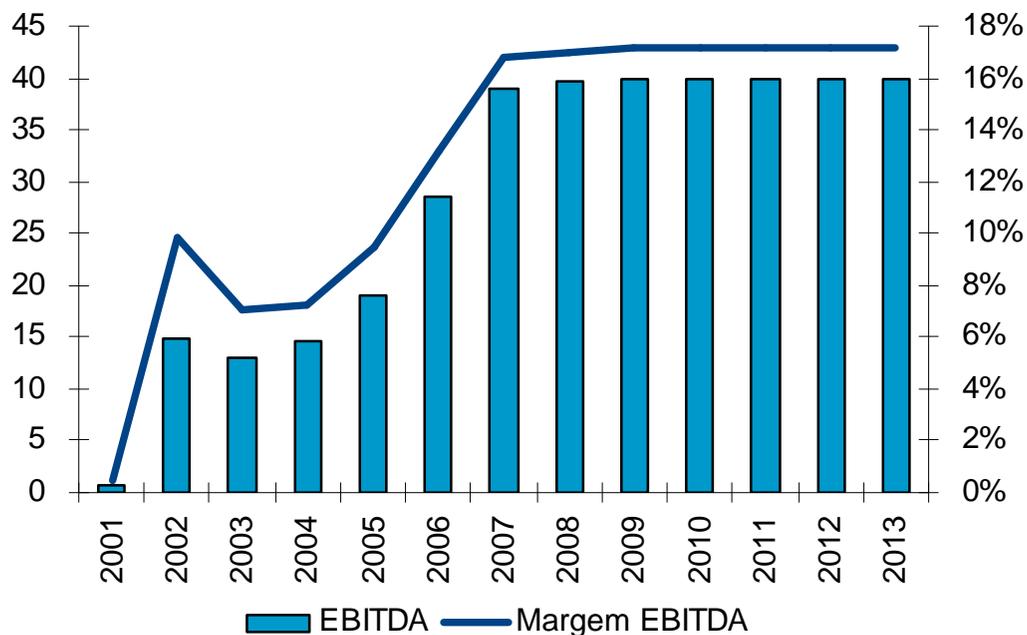
Fontes: Empresas

Projeção: Pactual

## EBITDA

- Melhoria da rentabilidade no médio prazo
  - Substituição de Vestuário por produtos de maior valor agregado.
  - Maior utilização da capacidade.
  - Recuperação das margens sobre o custo de algodão a partir de 2005.
- A Margem Ebitda estabiliza-se em 17% a partir de 2008.

**EBITDA (R\$ milhões) e Margem (%)**



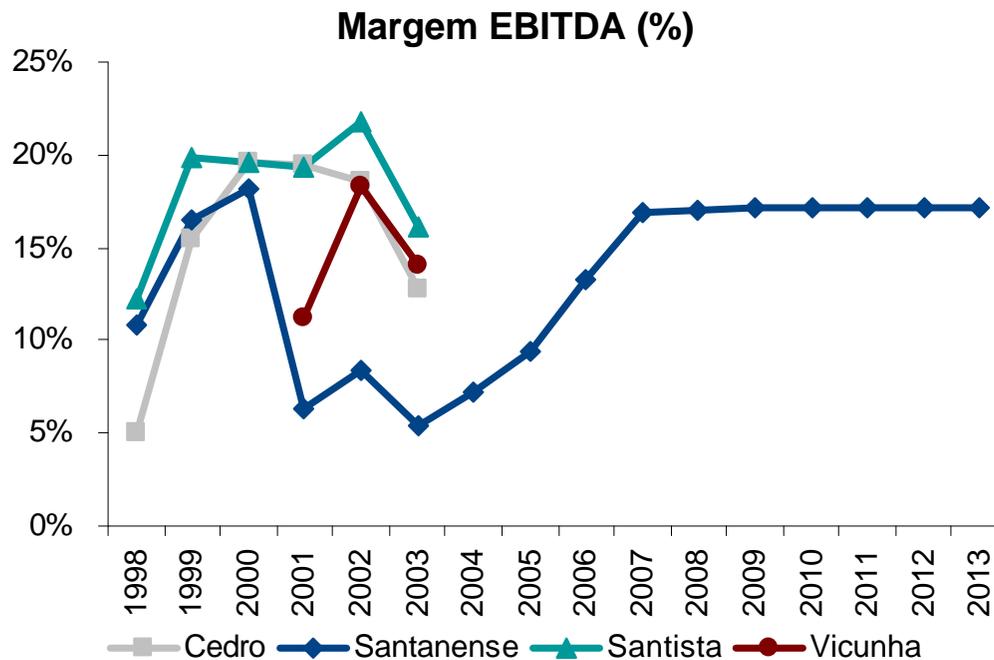
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA (R\$ milhões)	0,6	15,0	13,0	14,5	19,1	28,6	39,1	39,7	39,9	40,0	40,0	40,0	40,0
Margem EBITDA (%)	0,5%	9,8%	7,1%	7,2%	9,4%	13,2%	16,8%	17,0%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%

Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

## Análise da Margem EBITDA

- A rentabilidade da Santanense foi severamente afetada pela conjuntura econômica em 2002 e 2003.
- Recuperação da margem a partir de 2005, a Santanense retorna ao seu nível histórico e ao nível das empresas comparáveis do setor.



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cedro	5,1%	15,5%	19,6%	19,5%	18,6%	12,8%										
Santanense	10,8%	16,5%	18,2%	6,3%	8,4%	5,4%	7,2%	9,4%	13,2%	16,8%	17,0%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Santista	12,3%	19,8%	19,6%	19,4%	21,8%	16,1%										
Vicunha				11,2%	18,3%	14,0%										

Fontes: Empresas

Projeção: Pactual

## Endividamento

- A tabela abaixo apresenta o perfil do endividamento da Santanense em 31/12/2003 detalhando os vencimentos, juros e moeda de cada instrumento.
- O fluxo da amortização do PAES foi considerado como dívida. O saldo desta conta em 31/12/2003 foi de aproximadamente R\$ 9 milhões. A Santanense desembolsará aproximadamente R\$ 1 milhão por ano até 2013, quanto a dívida estará totalmente amortizada.

### Endividamento em 31/12/2003 (R\$ mil)

	Valor	Juros	Vencimento
Em Dólar			
ACC	6.146	7,1%	2.004
Finimp	3.654	Libor + 1,25%	2.006
<b>Total</b>	<b>9.800</b>		
Em Reais			
Capital de Giro (Exclui BNDES)	7.090	109% do CDI	2.004
Capital de Giro - BNDES	21.115	TJLP + 9,625%	2.006
Finame	13.350	TJLP + 5%	2.007
COMPROR	6.188	8,8%	2.004
Conta Garantida + 1 COMPROR	8.018	120% do CDI	2.004
<b>Total</b>	<b>55.761</b>		
<b>Total</b>	<b>65.561</b>		

Fonte: Santanense

## Capital de Giro

- Com a intenção de validar as premissas utilizadas e analisar a atual situação do ciclo operacional da Santanense, foi realizado um estudo comparativo entre as empresas semelhantes do setor.
- Como pode ser analisado, o prazo de Contas a Receber da Santanense está em linha com os das empresas comparáveis.
- Porém o prazo de estoque está abaixo e o prazo de fornecedores acima da média dos números das empresas comparáveis.
- No contexto da recuperação operacional da Santanense, foi assumido que o prazo de fornecedores da Santanense será equacionado e voltará ao patamar histórico de 2001, em torno de 50 dias.
- Para as demais contas de capital de giro foi utilizada a média dos prazos dos dois últimos anos nas contas de capital de giro.

	2001	2002	2003
<b>Prazos de Contas a Receber</b>			
Cedro	49	43	34
Santanense	46	62	64
Santista	85	119	93
Vicunha	42	61	59
<b>Prazos de Estoque</b>			
Cedro	124	146	116
Santanense	72	52	50
Santista	87	100	103
Vicunha	97	114	114
<b>Prazos de Fornecedores</b>			
Cedro	12	14	11
Santanense	45	57	72
Santista	23	15	13
Vicunha	44	42	41
<b>Ciclo Operacional</b>			
Cedro	(87)	(117)	(94)
Santanense	(72)	(48)	(58)
Santista	(25)	4	(23)
Vicunha	(99)	(96)	(96)

*Fonte: Empresas*

## Capital de Giro

- Contas do Ativo:
  - Contas a Receber: Saldo calculado através do prazo de 75 dias da Receita Líquida.
  - Estoque: Saldo calculado através do prazo de 61 dias dos Custos de Produtos Vendidos.
  - Impostos e Contribuições: Saldo calculado através do prazo de 28 dias sobre o total dos impostos da Santanense.
  - Outros: Saldo calculado através do prazo de 5 dias da Receita Líquida.
- Contas do Passivo:
  - Fornecedores: Saldo calculado através do prazo de 76 dias sendo reduzido para 50 dias em 3 anos.
  - Salários e Contribuições: Saldo calculado pelo percentual de 15% do lucro líquido da Santanense.
- As projeções das contas do capital de giro encontram-se na página 51 que apresenta o Balanço Patrimonial Consolidado da Santanense.

## Investimentos

- Investimentos:
  - Como mencionado anteriormente, não foi levado em consideração aumento da capacidade da Santanense, assim projetou-se os investimentos em manutenção.
  - Foi implementada uma análise dos investimentos realizados por empresas comparáveis à Santanense nos últimos conforme demonstrado na tabela abaixo.

### Relação com os Investimentos do Ano (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Média
<b>Cedro</b>									
% sobre Imobilizado Líquido	18,2%	32,5%	12,0%	19,1%	27,1%	17,9%	21,3%	13,2%	20,2%
% sobre Vendas Líquidas	12,2%	29,3%	9,3%	11,7%	16,8%	11,5%	11,5%	6,9%	13,7%
% sobre Depreciação	103,7%	229,0%	97,9%	154,9%	255,0%	165,0%	204,2%	125,8%	166,9%
% sobre EBITDA	77,6%	199,4%	184,1%	75,8%	85,7%	59,0%	61,9%	53,7%	99,6%
<b>Santista</b>									
% sobre Imobilizado Líquido	10,5%	8,8%	6,4%	18,2%	11,1%	21,0%	14,0%	9,4%	12,4%
% sobre Vendas Líquidas	8,3%	7,1%	4,8%	13,5%	6,9%	12,4%	8,0%	4,8%	8,3%
% sobre Depreciação	105,6%	88,7%	56,2%	171,0%	107,2%	182,1%	131,5%	69,0%	113,9%
% sobre EBITDA	64,9%	52,4%	39,4%	68,4%	35,4%	64,1%	36,9%	30,0%	48,9%

Fontes: Empresas

## Investimento

- Para corroborar a tabela anterior, encontrou-se a seguinte informação sobre investimentos em expansão:
  - A Santista investiu entre 2000 e 2003 um total de R\$ 250 milhões, dos quais R\$ 167 milhões foram destinados para manutenção.
  - Esse valor representa 10,3% do Imobilizado Líquido no mesmo ano.
  - Com base nestas informações, projetou-se os investimentos demonstrados abaixo, que encontram-se no patamar de R\$ 12 milhões.
- O investimento de 2013 é igual a depreciação do mesmo ano, pois o fluxo de caixa deste ano será utilizado no cálculo da perpetuidade.

### Projeção dos Investimentos (R\$ milhões) Relações com Investimentos (%)

R\$ milhões	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Média
Investimentos	10	10	11	12	12	12	12	12	12	10	
Relação com Investimentos											
% sobre Imobilizado Líquido	10,4%	11,0%	11,3%	12,1%	11,8%	11,6%	11,5%	11,4%	11,4%	9,5%	11,2%
% sobre Vendas Líquidas	4,9%	5,1%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,2%	4,9%
% sobre Depreciação	105,4%	116,2%	117,2%	121,4%	115,7%	110,6%	105,9%	101,6%	97,7%	144,3%	113,6%
% sobre EBITDA	67,0%	54,5%	37,9%	30,0%	29,6%	29,4%	29,3%	29,3%	29,3%	24,3%	36,1%

Fonte: Pactual

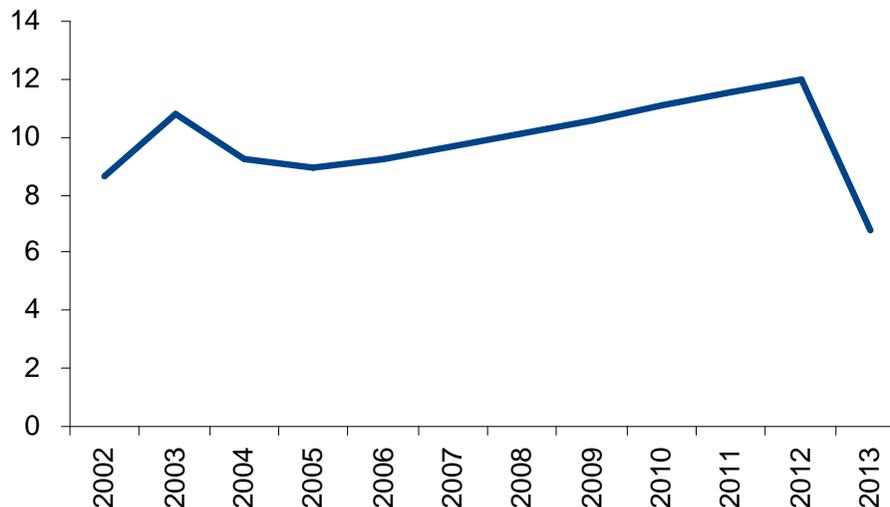
## Depreciação

- O cálculo da depreciação do imobilizado em 31/12/2003 foi baseado nos valores e nas respectivas taxas de depreciação encontradas no Balanço Patrimonial.
- Os novos investimentos foram depreciados utilizando a taxa de depreciação de 4%.
- O gráfico abaixo apresenta a evolução da depreciação da Santanense.

	Imobilizado Líquido (R\$ milhões)	Taxa de Depreciação (%)
Terreno	1,0	0%
Benfeitorias em Terrino	0,8	4%
Obras Civas	23,4	2%
Equipamentos e Instalações Industriais	65,5	5%
Equipamentos de Informática	0,7	20%
Móveis e Utensílios	0,3	10%
Veículos	0,1	20%

Fonte: Empresa

**Depreciação (R\$ milhões)**



R\$ milhões	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Depreciação	8,7	10,8	9,2	8,9	9,2	9,7	10,1	10,6	11,1	11,5	12,0	6,7

Fonte: Santanense

Projeção: Pactual

---

# Resultados da Avaliação Econômico-Financeira da Santanense

**PACTUAL**

---



## Demonstração de Resultado Consolidado

R\$ mil	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>134.856</b>	<b>152.298</b>	<b>184.411</b>	<b>200.486</b>	<b>202.178</b>	<b>216.578</b>	<b>232.010</b>	<b>233.062</b>	<b>233.276</b>	<b>233.452</b>	<b>233.452</b>	<b>233.452</b>	<b>233.452</b>
<b>Custo do Produtos e Serviços Vendidos</b>	<b>(105.799)</b>	<b>(116.570)</b>	<b>(139.472)</b>	<b>(154.255)</b>	<b>(151.444)</b>	<b>(155.224)</b>	<b>(159.107)</b>	<b>(159.709)</b>	<b>(159.848)</b>	<b>(159.962)</b>	<b>(159.962)</b>	<b>(159.962)</b>	<b>(159.962)</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>29.057</b>	<b>35.728</b>	<b>44.939</b>	<b>46.231</b>	<b>50.735</b>	<b>61.354</b>	<b>72.903</b>	<b>73.352</b>	<b>73.429</b>	<b>73.491</b>	<b>73.491</b>	<b>73.491</b>	<b>73.491</b>
Margem Bruta %	21,5%	23,5%	24,4%	23,1%	25,1%	28,3%	31,4%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
<b>Despesas Operacionais</b>													
Despesas Comerciais	(13.624)	(14.073)	(18.445)	(20.472)	(20.607)	(21.756)	(22.988)	(23.064)	(23.079)	(23.092)	(23.092)	(23.092)	(23.092)
Gerais & Administrativas	(9.024)	(7.560)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)	(9.237)
Outros	(5.772)	856	(4.220)	(2.005)	(1.820)	(1.733)	(1.624)	(1.398)	(1.166)	(1.167)	(1.167)	(1.167)	(1.167)
<b>Total</b>	<b>(28.420)</b>	<b>(20.777)</b>	<b>(31.902)</b>	<b>(31.713)</b>	<b>(31.663)</b>	<b>(32.725)</b>	<b>(33.849)</b>	<b>(33.699)</b>	<b>(33.482)</b>	<b>(33.496)</b>	<b>(33.496)</b>	<b>(33.496)</b>	<b>(33.496)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>637</b>	<b>14.951</b>	<b>13.037</b>	<b>14.518</b>	<b>19.072</b>	<b>28.628</b>	<b>39.054</b>	<b>39.654</b>	<b>39.947</b>	<b>39.995</b>	<b>39.995</b>	<b>39.995</b>	<b>39.995</b>
Margem EBITDA %	0,5%	9,8%	7,1%	7,2%	9,4%	13,2%	16,8%	17,0%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Depreciação e Amortização	(3.030)	(9.796)	(13.790)	(9.228)	(8.943)	(9.245)	(9.663)	(10.132)	(10.602)	(11.071)	(11.540)	(12.009)	(6.739)
<b>EBIT</b>	<b>(2.393)</b>	<b>5.155</b>	<b>(753)</b>	<b>5.290</b>	<b>10.129</b>	<b>19.383</b>	<b>29.391</b>	<b>29.521</b>	<b>29.345</b>	<b>28.924</b>	<b>28.455</b>	<b>27.986</b>	<b>33.256</b>
Margem EBIT %	(1,8%)	3,4%	(0,4%)	2,6%	5,0%	8,9%	12,7%	12,7%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	14,2%
Despesas Financeiras	(9.110)	(20.320)	(18.911)	(15.259)	(10.835)	(9.558)	(7.011)	(5.042)	(3.429)	(1.752)	(6)	1.872	4.064
<b>Resultado antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social</b>	<b>(11.561)</b>	<b>(13.884)</b>	<b>(12.472)</b>	<b>(9.969)</b>	<b>(706)</b>	<b>9.825</b>	<b>22.380</b>	<b>24.479</b>	<b>25.916</b>	<b>27.172</b>	<b>28.450</b>	<b>29.858</b>	<b>37.319</b>
(-) IR e CS do exercício	6.501	16	(17.487)	0	0	(1.644)	(4.479)	(4.723)	(4.795)	(4.820)	(4.849)	(5.053)	(6.559)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(5.060)</b>	<b>(13.868)</b>	<b>(29.959)</b>	<b>(9.969)</b>	<b>(706)</b>	<b>8.182</b>	<b>17.901</b>	<b>19.756</b>	<b>21.121</b>	<b>22.352</b>	<b>23.601</b>	<b>24.805</b>	<b>30.760</b>
Margem Líquida %	(3,8%)	(9,1%)	(16,2%)	(5,0%)	(0,3%)	3,8%	7,7%	8,5%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	13,2%

## Balço Patrimonial Consolidado

R\$ mil	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ativo</b>													
Caixa	3.314	4.618	3.851	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Contas a receber	20.171	30.846	38.615	41.294	41.642	44.608	47.786	48.003	48.047	48.083	48.083	48.083	48.083
Estoques	22.778	21.457	20.588	25.582	25.116	25.743	26.387	26.486	26.509	26.528	26.528	26.528	26.528
Impostos e Contribuições	3.136	3.067	2.745	3.006	3.032	3.376	3.828	3.853	3.860	3.863	3.865	3.881	3.998
Perda Receb. de Crédito	(1.563)	(1.659)	(4.040)	(4.392)	(4.429)	(4.745)	(5.083)	(5.106)	(5.111)	(5.114)	(5.114)	(5.114)	(5.114)
Outros	7.136	2.158	2.781	2.932	2.957	3.167	3.393	3.409	3.412	3.414	3.414	3.414	3.414
<b>Ativo Circulante Total</b>	<b>54.972</b>	<b>60.487</b>	<b>64.540</b>	<b>71.422</b>	<b>71.317</b>	<b>75.149</b>	<b>79.311</b>	<b>79.645</b>	<b>79.717</b>	<b>79.774</b>	<b>79.777</b>	<b>79.792</b>	<b>79.910</b>
Contas a Receber de													
Controladas e Ligada	0	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Impostos e Contribuições	5.753	7.824	5.716	6.260	6.313	7.029	7.971	8.023	8.037	8.043	8.048	8.081	8.325
Outros	18.013	18.459	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151	1.151
<b>Ativo RLP Total</b>	<b>23.766</b>	<b>26.296</b>	<b>6.880</b>	<b>7.424</b>	<b>7.477</b>	<b>8.193</b>	<b>9.135</b>	<b>9.187</b>	<b>9.201</b>	<b>9.207</b>	<b>9.212</b>	<b>9.245</b>	<b>9.489</b>
Investimentos	94	94	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Imobilizado Líquido	106.326	100.177	93.785	94.282	95.732	97.324	99.389	100.984	102.111	102.768	102.956	102.675	105.661
Diferido	3.890	2.990	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ativo Permanente Total</b>	<b>110.310</b>	<b>103.261</b>	<b>93.796</b>	<b>94.293</b>	<b>95.743</b>	<b>97.335</b>	<b>99.400</b>	<b>100.995</b>	<b>102.122</b>	<b>102.779</b>	<b>102.967</b>	<b>102.686</b>	<b>105.672</b>
<b>Ativo Total</b>	<b>189.048</b>	<b>190.044</b>	<b>165.216</b>	<b>173.139</b>	<b>174.537</b>	<b>180.677</b>	<b>187.846</b>	<b>189.827</b>	<b>191.040</b>	<b>191.761</b>	<b>191.956</b>	<b>191.724</b>	<b>195.071</b>
<b>Passivo</b>													
Empréstimos de Curto Prazo	0	0	0	69.025	87.785	93.555	90.327	77.763	64.357	50.407	35.854	20.210	1.944
Fornecedores	14.371	23.666	29.647	32.053	27.895	24.927	21.796	21.878	21.897	21.913	21.913	21.913	21.913
Empréstimos e Financiam.	40.389	41.794	43.804	11.560	5.493	1.815	0	0	0	0	0	0	0
Impostos e Contribuições	2.437	1.216	3.983	3.087	3.105	3.347	3.666	3.684	3.689	3.691	3.692	3.153	2.821
Salários e Contrib. Sociais	2.683	2.451	3.616	0	0	1.227	2.685	2.963	3.168	3.353	3.540	3.721	4.614
Outros	44	41	837	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passivo Circulante Total</b>	<b>59.924</b>	<b>69.168</b>	<b>81.887</b>	<b>115.725</b>	<b>124.277</b>	<b>124.872</b>	<b>118.474</b>	<b>106.289</b>	<b>93.111</b>	<b>79.363</b>	<b>64.999</b>	<b>48.996</b>	<b>31.292</b>
Empréstimos e Financiam.	23.410	28.628	21.757	7.309	1.815	0	0	0	0	0	0	0	0
Impostos e Contribuições	8.812	8.147	9.926	8.429	7.474	6.653	5.878	4.923	3.961	2.998	2.033	1.626	1.675
Outros	3.125	4.192	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696	1.696
<b>Passivo ELP Total</b>	<b>35.347</b>	<b>40.967</b>	<b>33.379</b>	<b>17.433</b>	<b>10.986</b>	<b>8.349</b>	<b>7.574</b>	<b>6.619</b>	<b>5.657</b>	<b>4.694</b>	<b>3.729</b>	<b>3.322</b>	<b>3.371</b>
Capital Social	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854	80.854
Reserva de Capital	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460	4.460
Ações em Tesouraria	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)	(109)
Lucros Acumulados	0	(5.296)	(35.255)	(45.224)	(45.930)	(38.158)	(24.711)	(10.578)	3.719	18.033	32.376	47.315	66.778
Reserva de Lucros	8.572	0	0	0	0	409	1.304	2.292	3.348	4.466	5.646	6.886	8.424
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>93.777</b>	<b>79.909</b>	<b>49.950</b>	<b>39.981</b>	<b>39.275</b>	<b>47.456</b>	<b>61.798</b>	<b>76.919</b>	<b>92.272</b>	<b>107.704</b>	<b>123.227</b>	<b>139.406</b>	<b>160.407</b>
<b>Passivo Total</b>	<b>189.048</b>	<b>190.044</b>	<b>165.216</b>	<b>173.139</b>	<b>174.537</b>	<b>180.677</b>	<b>187.846</b>	<b>189.827</b>	<b>191.040</b>	<b>191.760</b>	<b>191.955</b>	<b>191.723</b>	<b>195.070</b>

## Fluxo de Caixa Consolidado

R\$ mil	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Lucro Líquido</b>				<b>(9.969)</b>	<b>(706)</b>	<b>8.182</b>	<b>17.901</b>	<b>19.756</b>	<b>21.121</b>	<b>22.352</b>	<b>23.601</b>	<b>24.805</b>	<b>30.760</b>
Depreciação & Amortização				9.228	8.943	9.245	9.663	10.132	10.602	11.071	11.540	12.009	6.739
Amortização e Deságio				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>(-) Variações do Capital de Giro</b>				<b>(10.676)</b>	<b>(4.036)</b>	<b>(5.329)</b>	<b>(5.517)</b>	<b>45</b>	<b>156</b>	<b>146</b>	<b>187</b>	<b>(375)</b>	<b>445</b>
Ativo Circulante (-)				(7.733)	105	(3.832)	(4.162)	(334)	(72)	(57)	(2)	(16)	(117)
Passivo Circulante (+)				(2.943)	(4.141)	(1.497)	(1.355)	379	228	203	189	(359)	562
(-) Var. Outros Ativos Operacionais				(544)	(53)	(716)	(941)	(52)	(14)	(7)	(5)	(33)	(244)
(+) Var. Outros Passivos Operacionais				(1.497)	(954)	(821)	(776)	(954)	(962)	(964)	(964)	(407)	49
<b>Fluxo de Caixa das Operações</b>				<b>(13.459)</b>	<b>3.193</b>	<b>10.561</b>	<b>20.330</b>	<b>28.927</b>	<b>30.903</b>	<b>32.598</b>	<b>34.359</b>	<b>35.998</b>	<b>37.749</b>
<b>(+) Fluxo de Caixa dos Investimentos</b>				<b>(9.725)</b>	<b>(10.393)</b>	<b>(10.838)</b>	<b>(11.728)</b>	<b>(11.728)</b>	<b>(11.728)</b>	<b>(11.728)</b>	<b>(11.728)</b>	<b>(11.728)</b>	<b>(9.725)</b>
Investimentos em Imobilizado				(9.725)	(10.393)	(10.838)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(9.725)
Venda de Imobilizado				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>				<b>(23.184)</b>	<b>(7.199)</b>	<b>(277)</b>	<b>8.602</b>	<b>17.199</b>	<b>19.175</b>	<b>20.870</b>	<b>22.631</b>	<b>24.270</b>	<b>28.024</b>
<b>(+) Fluxo de Caixa do Endividamento</b>													
Variação da Dívida				(46.692)	(11.560)	(5.493)	(1.815)	0	0	0	0	0	0
<b>Fluxo de Caixa para os Acionistas</b>				<b>(69.876)</b>	<b>(18.759)</b>	<b>(5.770)</b>	<b>6.787</b>	<b>17.199</b>	<b>19.175</b>	<b>20.870</b>	<b>22.631</b>	<b>24.270</b>	<b>28.024</b>
Juros Sobre Capital Próprio				0	0	0	(3.559)	(4.635)	(5.769)	(6.920)	(8.078)	(8.626)	(9.758)
Dividendos				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aumento de Capital				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fluxo de Caixa Total</b>				<b>(69.876)</b>	<b>(18.759)</b>	<b>(5.770)</b>	<b>3.228</b>	<b>12.564</b>	<b>13.406</b>	<b>13.950</b>	<b>14.553</b>	<b>15.644</b>	<b>18.266</b>

## Taxa de Desconto

<b>Análise do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)</b>	
<b>Custo da Dívida antes dos Impostos <sup>1</sup></b>	<b>14,0%</b>
US T-Bond 30 anos (Taxa livre de risco) <sup>2</sup>	5,9%
Beta Desalavancado <sup>3</sup>	0,8
D/E (Dívida / Patrimônio Líquido)	30,0%
Alíquota de IR e CS	34,0%
Beta Alavancado	1,0
Prêmio de Mercado Histórico <sup>4</sup>	5,9%
<b>Custo do Capital (Cost of Equity)</b>	<b>11,5%</b>
Risco Brasil <sup>5</sup>	6,0%
Inflação Americana <sup>6</sup>	1,5%
<b>Custo do Capital</b>	<b>15,8%</b>
<b>WACC</b>	<b>14,3%</b>

<sup>1</sup> Taxa do Constante do CDI + 4%

<sup>2</sup> Média desde 1950

<sup>3</sup> Beta desalavancado: Média de empresas representativas do setor com liquidez

<sup>4</sup> Prêmio histórico de mercado desde 1950

<sup>5</sup> EMBI Brazil - Média Ajustada desde Jan/98

<sup>6</sup> Estimativa do Banco Pactual

## Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado Antes da Reestruturação Societária

- A avaliação não contempla crescimento da perpetuidade, devido ao limite da capacidade que foi alcançado em 2008.
- Segue abaixo a demonstração das contas para o cálculo do Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre.

R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA	14.518	19.072	28.628	39.054	39.654	39.947	39.995	39.995	39.995	39.995
Varição de Capital de Giro	(10.676)	(4.036)	(5.329)	(5.517)	45	156	146	187	(375)	445
Investimento	(9.725)	(10.393)	(10.838)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(11.728)	(9.725)
Impostos	(885)	(1.694)	(3.243)	(6.995)	(7.026)	(6.984)	(6.884)	(6.772)	(9.297)	(11.307)
<b>Fluxo de Caixa da Firma (R\$ mil)</b>	<b>(6.768)</b>	<b>2.949</b>	<b>9.219</b>	<b>14.814</b>	<b>20.944</b>	<b>21.391</b>	<b>21.529</b>	<b>21.681</b>	<b>18.595</b>	<b>19.408</b>

Taxa de desconto - WACC (%)	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%
Valor da Firma (R\$ mil)	107.564	102.622	98.032	93.759	89.771
Dívida Líquida em 31/12/2003	61.710				
VP do PAES	6.699				
Valor da Ações (R\$ mil)	39.155	34.213	29.623	25.350	21.362
Número Total de Ações (mil)	15.110				
Valor por Ação (R\$)	2,59	2,26	1,96	1,68	1,41
Múltiplo VF / EBITDA Implícito (2003)	8,25x	7,87x	7,52x	7,19x	6,89x
Múltiplo VF / EBITDA Implícito (2004)	7,41x	7,07x	6,75x	6,46x	6,18x

## Avaliação por Múltiplos de Empresas Comparáveis Listadas em Bolsa

- Foi utilizado um desconto de 30% no múltiplo de empresas comparáveis da Ásia em função do elevado crescimento implícito e baixa taxa de desconto praticada no continente.
- Para empresas americanas, adotou-se igualmente um desconto de 30% no múltiplo de empresas comparáveis devido a baixa taxa de desconto praticada no mercado americano.

Empresas Seleccionadas	Moeda	Valor Merc. (15/04/04)	Div. Liqu. 2003	Valor Firma	EBITDA 2003	VF / EBITDA
Delta Woodside Inds.	USD	15	56	71	15	4,8x
Kellwood	USD	1.132	95	1.228	170	7,2x
VC Corporation	USD	5.243	477	5.719	732	7,8x
Fountain Set Holdings	HKD	5.001	1.708	6.708	670	10,0x
Texwinca	HKD	8.677	(422)	8.255	756	10,9x
Victory City	HKD	1.817	120	1.936	166	11,7x
Nien Hsing Textile	TWD	20.644	967	21.611	2.534	8,5x
Coteminas	BRL	1.285	87	1.373	355	3,9x
Santista Textil	BRL	410	307	717	145	4,9x
Vicunha Textil	BRL	196	110	306	198	1,5x
Cedro	BRL	82	145	227	40	5,6x

Média EUA - Desconto de 30%	4,6x
Média Ásia - Desconto de 30%	7,2x
Média Brasil	4,0x

### Valor da Ação da Santanense utilizando a projeção de EBITDA de 2004 (R\$)

EUA	(0,07)
Ásia	2,39
Brasil	(0,68)

Fonte: Bloomberg

## Avaliação por Múltiplos de Transações

- Foram selecionadas transações entre empresas comparáveis à Santanense concluídas há menos de 2 anos para o cálculo do múltiplo de transações similares.

Comprador	Alvo	VF / EBITDA	VF / Vendas Líq.	Conclusão
VF Corp	HIS Sportswear	6,3x	0,6x	07/04/2003
VF Corp	Nautica Enterprise	3,8x	0,4x	28/08/2003
Kellwood Co	Gerber Childrenswe	4,5x	0,5x	24/06/2002

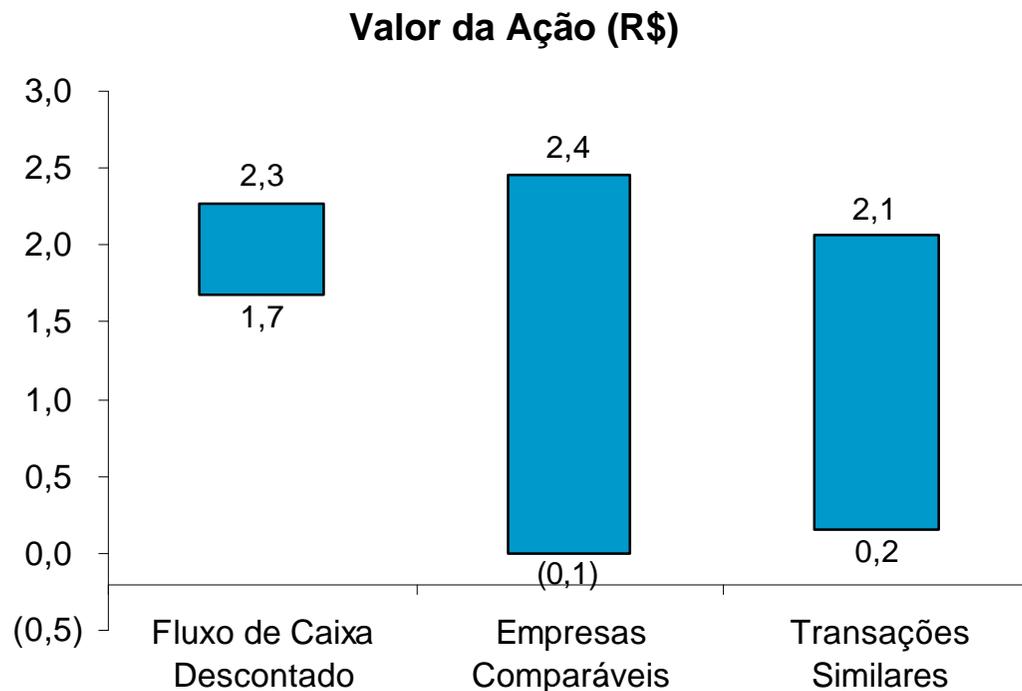
Média	4,9x	0,5x
-------	------	------

	EBITDA 2004	Vendas Líq 2004
Valor da Ação da Santanense	0,16	2,07

Fonte: Bloomberg

## Resumo da Avaliação

- A estrutura de capital alavancada da Santanense distorce o valor estimado da ação quando baseado na comparação com múltiplos de empresas comparáveis com estrutura de capital mais conservadora, pois empresas alavancadas tendem a apresentar múltiplos mais elevados.
- Logo, a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado representa com maior precisão o valor da ação.



**PACTUAL**

