

**Laudo de Avaliação para Oferta Pública de Aquisição  
de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão da**

**Seara Alimentos S.A.**



**Avaliação Elaborada pelo  
Banco Pactual S.A.**



**São Paulo, 05 de novembro de 2004**

# Índice

<b>1.</b>	<b>Introdução</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Qualificações do Avaliador</b>	<b>4</b>
<b>3.</b>	<b>Declarações do Avaliador</b>	<b>5</b>
<b>4.</b>	<b>Considerações Iniciais</b>	<b>6</b>
<b>5.</b>	<b>Descrição da Seara</b>	<b>8</b>
<b>6.</b>	<b>Avaliação da Empresa</b>	<b>10</b>
	<b>Glossário</b>	<b>25</b>

## **1. Introdução**

O presente Laudo de Avaliação da Seara Alimentos S.A. (“Seara” ou “Empresa”) (“Laudo de Avaliação”) foi preparado pelo Banco Pactual S.A. (“Pactual”) conforme solicitação da Cargill Agrícola S.A. (“Cargill”).

O Laudo de Avaliação foi elaborado em conformidade com o disposto no Artigo 8º da Instrução CVM 361 para fins da Oferta Pública de Aquisição de Ações (“Oferta”) de emissão da Empresa, dirigida aos titulares de ações ordinárias e preferenciais em circulação, visando o cancelamento do registro de companhia aberta e a alienação de controle da Companhia.

A avaliação foi realizada com base em informações públicas obtidas junto à Empresa e à CVM, através de seu site na rede mundial de computadores, e com base em discussões mantidas com representantes da Empresa.

Na preparação do Laudo de Avaliação, o Pactual assumiu como exatas e verdadeiras as informações obtidas de fontes públicas e da Empresa. O Pactual não conduziu qualquer processo de auditoria legal, contábil ou qualquer outra nem investigou, de forma independente, as informações disponibilizadas para fins da elaboração do Laudo de Avaliação. Assim sendo, o Pactual não assume qualquer responsabilidade pela veracidade, precisão ou extensão das informações obtidas. Adicionalmente, dado que o Laudo de Avaliação é baseado em projeções financeiras e estimativas, que estão sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão fora do controle do Pactual, este não assume qualquer responsabilidade caso os resultados futuros difiram das projeções apresentadas no Laudo de Avaliação. Destaque-se ainda que o Pactual:

- (1) não conduziu avaliação específica independente de quaisquer ativos ou passivos da Empresa;
- (2) não efetuou qualquer julgamento, modificação, revisão ou análise independente sobre os critérios adotados pela Empresa para a classificação dos ativos e passivos contingentes constantes em suas demonstrações financeiras; e
- (3) não considerou os impactos que a mudança de acionista controlador possa vir a ter na estratégia, gestão e performance financeiro-operacional da Empresa.

Recomendamos que a leitura desse documento seja realizada em conjunto com as demonstrações financeiras da Empresa e suas notas explicativas disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários e na página de informações na rede mundial de computadores da Empresa.

Os Srs. Marcelo Carvalho Cordeiro, Alexandre da Fonseca Dinkelmann e Fábio de Barros Pinheiro foram os responsáveis pela elaboração do presente trabalho.

Banco Pactual S.A.

## 2. Qualificações do Avaliador

Com mais de 20 anos de existência, o Pactual é hoje um dos principais bancos de investimento do Brasil. O Pactual tem como foco principal as áreas de Finanças Corporativas, Pesquisa, Mercado de Capitais, Administração de Recursos de Terceiros, Private Banking, Tesouraria, Investimentos de Médio e Longo Prazos e Sales & Trading / Corretoras.

Na área de Finanças Corporativas, o Pactual possui uma ampla experiência desenvolvida através da assessoria em diversas operações de Fusões e Aquisições. O Pactual conta hoje com uma equipe de especialistas dedicados a oferecer serviços de consultoria para empresas brasileiras e internacionais no que diz respeito a fusões e aquisições, bem como reestruturações corporativas ou financeiras.

Segue abaixo um breve resumo de algumas das transações que contaram com a assessoria do Pactual, sendo que algumas delas envolveram a avaliação de companhias abertas:

- i) Companhia de Tecidos Santanense: no início de 2004 os acionistas da Tecidos Santanense contrataram o Pactual para realizar avaliação econômico financeira da Empresa para subsidiar o aumento de capital anunciado pelos acionistas;
- ii) Manah S.A.: em meados de 1999, o Pactual foi contratado pelos acionistas controladores da Manah para assessorá-los no processo de venda da empresa. Como coordenador do processo, o Pactual foi responsável pela elaboração da avaliação econômico-financeira da Manah. Em abril de 2000, foram concluídas as negociações para a venda da empresa para a o Grupo Bunge, pelo valor de R\$143,8 milhões, vinculado a um aumento de capital na Manah de R\$140 milhões;
- iii) Elevadores Atlas S.A.: no início de 1998, o Pactual foi contratado pela empresa suíça Schindler, segunda maior empresa mundial de elevadores, para assessorá-los na aquisição da Atlas, a maior empresa elevadores da América Latina. Como coordenador do processo, o Pactual foi responsável pela elaboração da avaliação econômico-financeira da Atlas. Em maio de 1999, foram concluídas as negociações com a venda da empresa pelo valor de R\$482 milhões;
- iv) Aumento de capital da Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR): o Pactual foi contratado para coordenar o aumento de capital da CCR através de emissão de ações em bolsa de valores, e realizou a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi concluído em abril de 2004; e
- v) Abertura de capital da América Latina Logística S.A. (ALL): o Pactual foi contratado para coordenar a abertura de capital em bolsa de valores da ALL, e realizou a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa. O processo foi concluído em junho de 2004.



### **3. Declarações do Avaliador**

O Pactual declara, para fins da Instrução CVM 361, que:

3.1.(i) Não possui ações de emissão da Seara sob sua titularidade; (ii) os seus controladores não são titulares de ações de emissão da Seara; e (iii) não detém administração discricionária de qualquer ação de emissão da Seara

3.2. Não existe qualquer conflito de interesse que diminua a independência por parte do Pactual na elaboração do presente Laudo de Avaliação.

3.3. Foi contratado pela Cargill por R\$300.000,00 (trezentos mil reais) a título de honorários pela elaboração do presente Laudo de Avaliação.

3.4. Não recebeu quaisquer honorários profissionais da Cargill, da Seara e/ou de empresas ligadas a ela, direta ou indiretamente, nos últimos doze meses.

3.5. Dentre os critérios de avaliação, o que parece mais adequado à definição do preço justo é o de avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

#### 4. Considerações Iniciais

O presente Laudo de Avaliação tem por objetivo atender o disposto no artigo 4º, parágrafo 4º, da Lei n 6.404/76 e o disposto no artigo 8º da Instrução CVM 361, que estabelece a obrigatoriedade de avaliação da Empresa para definição do seu Preço Justo. Este Laudo de Avaliação deve ser utilizado única e exclusivamente para fins da Oferta.

Na avaliação da Seara foi adotada a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado. Consideramos esta a mais adequada quando comparada com as outras metodologias previstas na Instrução CVM 361. A metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (“Valor Econômico da Companhia por Ação”) é resultado de análise projetiva e criteriosa da operação da Empresa. Consiste na apuração do valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros da empresa, trazidos a valor presente por uma determinada taxa de desconto. Ao valor presente dos fluxos de caixa são acrescidos o valor da perpetuidade deste fluxo.

Existem duas formas de aplicar a metodologia do fluxo de caixa descontado. Na primeira (Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista - FCLA) são projetados os resultados operacionais e as despesas de financiamento do capital de terceiros, chegando-se a um fluxo de caixa livre, disponível integralmente para os acionistas. Nesta modalidade, a taxa de desconto deve refletir apenas o custo de oportunidade do acionista. O resultado obtido da aplicação dessa primeira forma de cálculo do fluxo de caixa descontado é o valor do patrimônio líquido do acionista.

A segunda forma (Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa - FCLE) está baseada em projeções financeiras de resultados operacionais, sem descontar as despesas de financiamento do capital de terceiros. Nesse caso, o fluxo de caixa deverá ser empregado para remuneração do acionista e do capital de terceiros. Este parte da premissa de que a Empresa manterá uma estrutura de capital fixa e, portanto, uma taxa de desconto constante (WACC) para todo o período de análise. Nessa modalidade, a taxa de desconto deve refletir o custo ponderado de capital próprio (acionista) e de terceiros. O resultado obtido da aplicação desta segunda modalidade é o valor econômico-financeiro total dos ativos operacionais, incluindo capital próprio e de terceiros. Para estimar o valor do patrimônio líquido, deve-se deduzir as dívidas existentes.

As duas formas de aplicação do fluxo de caixa descontado conduzem a resultados equivalentes, considerando-se a adoção de hipóteses de custo de financiamentos compatíveis. Para este trabalho utilizamos a primeira forma de aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado..

Entendemos que esta metodologia é a mais apropriada para a avaliação da Seara em comparação ao método mais usual do FCLE.. A metodologia utilizada atende ao disposto no artigo 4º, parágrafo 4º da Lei n 6.404/76, no inciso III do parágrafo 3º do artigo 8º da Instrução CVM nº 361, assim como o estipulado no inciso VI do artigo 4º da referida instrução.que estabelece a forma de definição do Preço Justo da Companhia.

Informamos ainda que:

- Caso a avaliação da Empresa fosse realizada pelo método FCLE e fossem usadas as mesmas premissas, o valor obtido não seria superior ao obtido via método do FCLA;
- Mesmo sendo a Companhia financiada basicamente por capital de terceiros, entende-se o método do FCLA como o mais adequado à avaliação da

Companhia, método este que não resulta em nenhum prejuízo para os acionistas.

Além disso, cumpre ressaltar que, em termos de avaliação, ambos os métodos (FCLA e FCLE) devem chegar a resultados consistentes de valor para a companhia, conforme sabiamente afirma Damodaran no trecho abaixo transcrito:

“Existem dois caminhos para a avaliação por fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc). Embora ambas as abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caminho.

Embora as duas abordagens utilizem definições diferentes de fluxo de caixa e taxas de descontos, produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado em ambas.”<sup>1</sup>

Cumpre, ainda, lembrar declaração de Stowe, Robinson, Pinto e McLeavey em literatura extensamente utilizada, que reafirmam a aplicabilidade tanto do FCLA quanto do FCLE para obtenção do valor de uma companhia para seu acionista:

“O capital próprio pode ser avaliado diretamente utilizando-se o FCLA ou indiretamente calculando-se o valor da firma através do FCLE e posteriormente subtraindo-se o valor da dívida do mesmo.”<sup>2</sup>

Sendo assim, a diferença básica reside na forma de traduzir os ganhos gerados pela introdução de capital de terceiros na Empresa (alavancagem financeira). Vale lembrar que o custo de capital de terceiros tende a ser mais baixo do que o demandado pelos acionistas (custo de capital próprio), não só pela possibilidade de se deduzir o pagamento de juros da base de imposto de renda bem como por seu risco ser mais baixo do que o do capital próprio. Assim, enquanto o FCLA traduz no fluxo de caixa todo o ganho resultante do benefício da alavancagem financeira, o FCLE procura espelhar esse benefício na taxa de desconto (WACC).

Portanto, para se calcular o valor da Empresa pelo FCLA, devemos primeiro projetar o fluxo de caixa futuro disponível para o acionista (isto é, líquido de todos os pagamentos devidos ao capital de terceiros como juros e principal) e, em seguida, descontá-lo pela taxa requerida pelo acionista. Ou seja, esse fluxo de caixa já reflete o custo mais baixo referente ao capital de terceiros.

No caso do FCLE, devemos projetar o fluxo de caixa futuro disponível para a firma (isto é, fluxo de caixa disponível para pagamento de juros e principal referente ao capital de terceiros e, para pagamento de dividendos referente ao capital próprio). O desconto se daria por uma taxa que refletisse o custo ponderado de capital próprio e de terceiros (WACC).

Como já mencionado, a Instrução CVM 361 obriga a apresentação de outras formas de avaliação. Dessa forma também são apresentadas no Laudo de Avaliação duas outras metodologias de avaliação:

---

<sup>1</sup> Damodaran, A. Avaliação de Investimentos – ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

<sup>2</sup> Stowe, J., Robinson, T., Pinto, J. e McLeavey, D. Analysis of Equity Investments: Valuation. Baltimore, EUA: United Book Press, 2002.



- A. Preço médio ponderado de cotação das ações, a qual acreditamos não ser a melhor metodologia de avaliação, pois as ações ordinárias e preferenciais de emissão da Empresa não são negociadas em bolsa com significativa liquidez.
- B. Valor do patrimônio líquido por ação, a qual também acreditamos não ser a melhor metodologia de avaliação, pois reflete apenas o desempenho da Empresa no passado e não leva em consideração as projeções futuras de potencial de retorno do capital.

A avaliação pelo método de fluxo de caixa, assim como por valor patrimonial, foram realizadas com base nas demonstrações financeiras públicas consolidadas de 30.09.2004.

O preço médio ponderado de cotação das ações é baseado nas informações de fechamento de mercado em 05.11.2004.

## 5. Descrição da Seara

### 5.1. Histórico

A Seara Alimentos S.A. foi fundada em 1956, na cidade de Seara, Santa Catarina. A Empresa possui hoje sua sede em Itajaí, Santa Catarina.

No início da década de 80, a Ceval Alimentos S.A., uma grande processadora de soja, adquiriu a Empresa, conservando sua marca e impulsionando a sua capacidade de investimentos.

Em 1997 a Bunge International (renominação mais tarde para Mutual International) assumiu o controle acionário da Ceval e deu início a uma nova reorganização de seus negócios. Como consequência dessa nova reorganização, foi constituída em 22/12/1998, a partir da cisão da divisão de carnes (aves, suínos e carnes processadas) da Ceval, a atual Seara Alimentos S.A. A decisão de criar a Empresa como uma empresa especializada em aves, suínos e carnes processadas, decorreu da percepção dos acionistas da necessidade de concentrar o foco no negócio de carnes, de modo a maximizar os resultados.

A Seara é hoje líder na exportação de cortes de frango e é uma das maiores empresas do país no segmento de aves e carnes processadas. A Empresa lidera também as exportações de carne suína e, no mercado interno, concentra o seu potencial em carnes processadas, através das linhas de presuntos, linguiças, salsichas e mortadelas. Para atingir tal “status” a Empresa conta com 9 parques industriais e mais de 14.000 funcionários.

A Empresa obteve o registro de companhia aberta em 11/03/1999, através da Comissão de Valores Mobiliários - C.V.M., adquirindo assim, o direito de negociar suas ações em Bolsas de Valores. A partir de 29/03/1999, as ações começaram a ser negociadas em Bolsa com códigos SALM3 para as ações Ordinárias e SALM4 para as ações Preferenciais.

No dia 31 de agosto de 2004, a multinacional americana Cargill assinou contrato de compra de ações junto aos controladores da Seara oficializando a sua aquisição, com fechamento sujeito ao cumprimento de diversas condições precedentes.

A composição do capital social, de acordo com o IAN de 31.12.2003, é a de 84.600.000.000 ações, sendo 61.700.000.000 ações ordinárias e 22.900.000.000 ações preferenciais.

	ON	%	PN	%	Total	%
Bevrachtings-Exp	45.887	74,4%	4.492	19,6%	50.379	59,5%
Previ	8.070	13,1%	1.962	8,6%	10.032	11,9%
Outros	7.743	12,5%	16.446	71,8%	24.189	28,6%
<b>Total</b>	<b>61.700</b>	<b>100,0%</b>	<b>22.900</b>	<b>100,0%</b>	<b>84.600</b>	<b>100,0%</b>

*31/12/2003 - milhões de ações*

## 5.2 Demonstrativos Financeiros Históricos

R\$ (mil)	2001	2002	2003	9 meses 2004
<b>Vendas Brutas</b>	<b>1.374.038</b>	<b>1.737.711</b>	<b>2.003.311</b>	<b>1.748.182</b>
% Crescimento		26,5%	15,3%	
<i>Mercado Interno</i>	508.242	484.907	581.483	463.174
<i>Mercado Externo</i>	865.796	1.252.804	1.421.828	1.285.008
(-) Deduções e Impostos	(82.432)	(109.406)	(107.289)	(95.562)
% das Vendas Brutas	6,0%	6,3%	5,4%	5,5%
<b>Vendas Líquidas</b>	<b>1.291.606</b>	<b>1.628.305</b>	<b>1.896.022</b>	<b>1.652.620</b>
% Crescimento	n.a.	26,07%	16,44%	
(-) Custo dos Produtos Vendidos	(852.476)	(1.135.493)	(1.384.565)	(1.198.456)
% Vendas Líquidas	66,00%	69,73%	73,02%	72,52%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>439.130</b>	<b>492.812</b>	<b>511.457</b>	<b>454.164</b>
% Margem	34,00%	30,27%	26,98%	27,48%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(251.123)</b>	<b>(327.123)</b>	<b>(348.392)</b>	<b>(316.804)</b>
% Vendas Líquidas	19,4%	20,1%	18,4%	19,2%
Despesas de Vendas	(188.725)	(268.118)	(307.625)	(256.454)
% Vendas Líquidas	14,6%	16,5%	16,2%	15,5%
% Crescimento		42,1%	14,7%	
Despesas Gerais e Administrativas	(18.814)	(22.273)	(31.454)	(27.210)
% Vendas Líquidas	1,5%	1,4%	1,7%	1,6%
% Crescimento		18,4%	41,2%	
Outras Despesas Operacionais	(43.584)	(36.732)	(9.313)	(33.140)
% Vendas Líquidas	3,4%	2,3%	0,5%	2,0%
% Crescimento		-15,7%	-74,6%	
<b>Lucro Operacional</b>	<b>188.007</b>	<b>165.689</b>	<b>163.065</b>	<b>137.360</b>
% Margem	14,56%	10,18%	8,60%	8,31%
(+) Depreciação e Amortização	19.092	23.700	28.539	23.128
<b>LAJIDA (EBITDA)</b>	<b>207.099</b>	<b>189.389</b>	<b>191.604</b>	<b>160.488</b>
% Margem	16,03%	11,63%	10,11%	9,71%
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>(59.910)</b>	<b>(41.111)</b>	<b>(41.165)</b>	<b>(41.520)</b>
Resultado Não Operacional	(7.007)	(5.281)	(1.784)	354
<b>Lucro antes dos Impostos</b>	<b>121.090</b>	<b>119.297</b>	<b>120.116</b>	<b>96.195</b>
Imposto de Renda e Contribuição Social	(40.960)	(40.319)	(33.396)	(28.621)
Alíquota	33,8%	33,8%	27,8%	29,8%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>80.130</b>	<b>78.978</b>	<b>86.720</b>	<b>67.574</b>
% Margem	6,2%	4,9%	4,6%	4,1%

R\$ (mil)	2001	2002	2003	9 meses 2004
<b>Ativo Total</b>	<b>893.907</b>	<b>1.165.141</b>	<b>1.129.121</b>	<b>1.315.358</b>
<b>Ativos de Curto Prazo</b>	<b>522.869</b>	<b>761.118</b>	<b>700.578</b>	<b>867.731</b>
Caixa e Caixa e Equivalentes	8.377	22.479	59.862	122.123
Aplicações Financeiras (Caixa e )	89.737	105.829	11.069	3.459
Contas a Receber	165.554	265.083	197.079	231.660
Impostos a Recuperar e Outros	40.763	45.773	40.080	50.432
Estoques	208.038	311.755	384.180	432.212
Outros	10.400	10.199	8.308	27.845
<b>Ativos de Longo Prazo</b>	<b>48.894</b>	<b>53.006</b>	<b>46.562</b>	<b>51.172</b>
Impostos Diferidos	18.039	17.316	16.979	18.985
Depósitos Judiciais	6.737	12.684	12.651	17.137
Outros	24.118	23.006	16.932	15.050
<b>Permanente</b>	<b>322.144</b>	<b>351.017</b>	<b>381.981</b>	<b>396.455</b>
Investimentos	556	206	200	200
Imobilizado	321.588	350.811	381.781	396.255
<b>Passivo Total e Patrimônio Líquido</b>	<b>893.907</b>	<b>1.165.141</b>	<b>1.129.121</b>	<b>1.315.358</b>
<b>Passivos de Curto Prazo</b>	<b>451.052</b>	<b>608.373</b>	<b>505.221</b>	<b>665.069</b>
Empréstimos	294.500	442.548	314.217	467.672
Contas a Pagar	59.940	72.961	90.811	101.521
Salários a Pagar	23.608	27.201	31.346	39.599
Dividendos a Pagar	24.584	11.622	15.689	170
Impostos Diferidos	27.070	24.323	22.671	29.367
Outros	21.350	29.718	30.487	26.740
<b>Passivos de Longo Prazo</b>	<b>152.684</b>	<b>208.968</b>	<b>214.063</b>	<b>168.885</b>
Provisões	18.934	28.299	29.671	34.189
Impostos Diferidos	-	-	-	-
Empréstimos	133.750	180.669	184.392	134.696
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>290.171</b>	<b>347.800</b>	<b>409.837</b>	<b>481.404</b>
Capital Social	202.658	202.658	202.658	202.658
Reserva de Capital	26.850	33.933	39.072	43.065
Reserva de Lucros	60.663	111.209	168.107	168.107
Lucros Acumulados	-	-	-	67.574

Obs: Dados relativos a 2001, 2002 e 2003 obtidos nas DFPs da Empresa. Dados do 3Q04 obtidos no ITR de 30.09.2004. Informações consolidadas da Empresa.

## 6. Avaliação da Empresa – Valor Econômico

A data base utilizada na avaliação da Empresa é 30.09.2004, de onde se inicia a projeção em R\$ nominais até o final de 2013. A partir de 2014 estima-se o valor do negócio através do cálculo de sua perpetuidade. O fluxo de caixa foi convertido para dólares americanos de acordo com a taxa de câmbio média projetada para cada período. A conversão foi feita para que exista coerência entre a taxa de desconto calculada e o fluxo de caixa a ser descontado (ambos em dólar nominal). Ademais, a Empresa possui aproximadamente 70% de suas receitas atrelada a exportações. A avaliação utilizou informações consolidadas da Empresa.

Descontamos o fluxo de caixa da companhia à taxa de 16.12% a.a, com 3.14% de crescimento na perpetuidade, com base no último fluxo de caixa projetado para a Empresa. O crescimento de 3.14% na perpetuidade é a média, ponderada pelos volumes vendido no mercado doméstico e externo, da inflação projetada para o Brasil e os Estados Unidos em 2013. A perpetuidade foi calculada seguindo a fórmula abaixo, sendo o resultante trazido a valor presente pela taxa de desconto de 16.12% aa.

Perpetuidade = Fluxo Caixa 2013 \* (1+ crescimento da perpetuidade) / (CAPM – crescimento da perpetuidade)

$$\text{Perpetuidade em US\$ (mil)} = 43.557 * (1 + 3,14\%) / (16,12\% - 3,14\%) = 346,094$$

$$\text{Perpetuidade em US\$ (mil)} = \text{Valor Presente de } 346,094 \text{ descontado a } 16,12\% \text{ a.a.} = 74,715$$

Para a conversão para Reais do valor presente do fluxo de caixa descontado em dólares americanos, foi utilizada a taxa de câmbio (Ptax média diária) dos últimos 12 meses até 05 de novembro de 2004: R\$/US\$2,953. Consideramos que o uso da média diária dos 12 meses reduz significativamente a volatilidade de curto prazo da taxa de câmbio a que os cálculos estariam expostos caso se utilizasse a taxa de câmbio verificada em data específica qualquer.

### 6.1 Premissas Macroeconômicas

As seguintes premissas macroeconômicas foram utilizadas na Avaliação. Tais premissas foram, em sua grande parte, fornecidas pelo Departamento Econômico do Pactual. Outras informações foram fornecidas por fontes de mercado, conforme abaixo.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Premissas Macroeconômicas</b>										
Crescimento Real do PIB - Brasil (1)	5,00%	4,00%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
TJLP - Nominal (1)	9,75%	9,00%	8,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
IPCA (1)	7,20%	6,10%	5,00%	4,00%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
CDI Médio (1)	16,40%	17,30%	16,00%	15,00%	13,50%	12,80%	12,00%	11,50%	11,00%	11,00%
Dolar Final do Período (1)	2,95	3,08	3,19	3,27	3,33	3,40	3,47	3,53	3,60	3,67
Desvalorização Cambial (1)	4,9%	4,5%	3,4%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dólar Médio (1)	2,93	3,02	3,14	3,23	3,30	3,37	3,43	3,50	3,57	3,64
Inflação Americana (1)	2,20%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Libor (2)	2,63%	3,43%	4,03%	4,52%	5,03%	5,24%	5,57%	5,83%	6,03%	6,20%
Crescimento do PIB Mundial (3)	4,40%	3,80%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
'(1) Banco Pactual										
'(2) Bloomberg										
'(3) Projeção média FMI, CSFB, JP Morgan, Barclays										

## 6.2 Premissas Operacionais

Três pontos valem ressaltar nesse momento. O primeiro é que acreditamos que a Empresa encontra-se em um mercado maduro onde o crescimento dos volumes vendidos tendem a acompanhar a evolução do PIB. O segundo é que temos visto uma certa dificuldade de empresas nesse setor repassarem 100% da inflação, mais especificamente nos últimos anos. O terceiro é que as projeções assumem que o embargo imposto pela Rússia a carne suína brasileira será suspenso em poucas semanas. Dessa forma, as projeções não contemplam nenhum impacto significativo na performance da Empresa no período projetado. Entretanto, se o embargo não for suspenso no curtíssimo prazo, este deverá afetar significativa e negativamente a performance da Empresa.

De uma maneira geral, as premissas operacionais de crescimento e preço foram elaboradas da seguinte maneira:

- Dividimos a projeção em mercado doméstico e internacional
- Cada um desses mercados foi dividido em frango, porco e industrializados
- Projetamos os seis mercados resultantes em termos de volume e preço para atingirmos as vendas brutas

**6.2.1 Volume:** Para o último trimestre de 2004, atualizamos o volume vendido até setembro de 2004. Para 2005 os volumes foram fornecidos pela Empresa com base em seu orçamento interno. De 2006 em diante, para projetarmos os volumes vendidos, correlacionamos os volumes internos ao crescimento do PIB local projetado e os volumes externos ao crescimento do PIB mundial projetado para o período na razão de 100%, com exceção de industrializados no mercado externo, o qual trabalhamos com um crescimento mais agressivo nos primeiros anos da projeção. Segundo informações da Empresa, a venda de industrializados para o mercado externo aumentará significativamente no curto e médio prazo.

Crescimento do Volume	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Volume</b>										
Crescimento do Volume no Mercado Doméstico										
Frango	-13,4%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<i>Correlação com o PIB Brasil</i>			<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>
Porco	-20,5%	0,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<i>Correlação com o PIB Brasil</i>			<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>
Industrializado	1,5%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<i>Correlação com o PIB Brasil</i>			<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>
Crescimento do Volume no Mercado Internacional										
Frango	8,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Correlação com o PIB Mundial</i>			<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>
Porco	6,9%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Correlação com o PIB Mundial</i>			<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>
Industrializado	95,7%	324,6%	6,0%	4,5%	4,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Correlação com o PIB Mundial</i>			<i>2,0x</i>	<i>1,5x</i>	<i>1,5x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>	<i>1,0x</i>

**6.2.2 Preço:** Os preços realizados no terceiro trimestre de 2004 e os projetados no ano de 2005 foram fornecidos pela Empresa com base em suas informações gerenciais e seu orçamento interno, respectivamente. De 2006 em diante, correlacionamos os preços dos produtos no mercado interno e externo às inflações projetadas para o Brasil e Estados Unidos respectivamente. Cabe destacar que:

- Mercado Interno: Em 2006, 2007 e 2008 há um repasse de 90% da inflação brasileira. Isso é devido à dificuldade de repasse da inflação ao preço visto nos últimos anos nesse setor (ver anexo com histórico dos anos de 1999 a 2003), o que não difere da indústria de alimentos em geral no Brasil. Estamos confortáveis com tal premissa dada a realidade vivida no setor nesses últimos anos. Consideramos ser razoável, a partir de 2009, assumir um repasse de 100%. A manutenção indefinida no tempo de repasse abaixo dos níveis de inflação não seria tecnicamente recomendável, uma vez que não é razoável se trabalhar com a premissa de perpetuação de queda real de preços, sob pena de se reduzir indevidamente o valor da Empresa.
- Mercado Externo: De 2006 em diante há um repasse de 100% da inflação americana aos preços praticados no mercado internacional.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Crescimento Preço</b>										
<b>Preço</b>										
Crescimento do Preço Médio no Mercado Doméstico										
Frango	5,5%	3,0%	4,5%	3,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
% da IPCA			90%	90%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
Porco	28,5%	3,0%	4,5%	3,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
% da IPCA			90%	90%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
Industrializado	8,7%	5,0%	4,5%	3,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
% da IPCA			90%	90%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
Crescimento do Preço Médio no Mercado Internacional										
Frango	11,5%	0,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
% da Inflação Americana			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Porco	28,7%	2,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
% da Inflação Americana			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Industrializado			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
% da Inflação Americana			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

### 6.2.3. Outras Premissas da Projeção

**6.2.3.1 Deduções e Impostos Indiretos:** As projeções de deduções e impostos indiretos foram feitas assumindo-se o percentual médio da receita bruta dos últimos 2 anos de 5,41% (em 2003 as deduções da Empresa representaram 5,36% da receita bruta e nos 9 primeiros meses de 2004 esse percentual foi de 5,47%). Para as deduções, só tivemos acesso aos valores agregados, conforme disponibilizado na CVM.

**6.2.3.2 Margens de Lucro Bruto:** Com base em discussões mantidas com a Empresa e como o *mix* de produtos não muda significativamente ao longo da projeção, a margem de lucro bruto consolidada é mantida igual à praticada nos primeiros 9 meses de 2004 até 2008. A variação apresentada na projeção em 2009 ocorre exclusivamente em função da melhoria do preço no mercado doméstico, anteriormente explicada. Vale ressaltar que não tivemos acesso às margens de lucro bruto por linha de produto ou por mercado de atuação da Empresa.

**6.2.3.3 Contas do Balanço:** Na projeção do balanço patrimonial utilizamos o comportamento histórico recente deste nos anos de 2003 e 2004. Acreditamos que a média dos 2 últimos anos melhor reflete a realidade atual da Empresa. Não é recomendável utilizar dados muito antigos, pois perde-se aderência às práticas mais recentes da Empresa. As seguintes premissas foram adotadas:

- ❑ Contas a pagar, contas a receber e estoques: média do número de dias de giro dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do número de dias de giro em 2003 e 2004
- ❑ Impostos a Recuperar: percentual da receita bruta dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do percentual da receita bruta de 2003 e 2004
- ❑ Outros ativos de curto prazo: percentual da receita líquida dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do percentual da receita líquida de 2003 e 2004
- ❑ Outros ativos de longo prazo: percentual da receita líquida dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do percentual da receita líquida de 2003 e 2004
- ❑ Impostos Diferidos: percentual da receita bruta dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do percentual da receita bruta de 2003 e 2004
- ❑ Salários a Pagar: percentual dos custos dos produtos vendidos dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do percentual dos custos dos produtos vendidos de 2003 e 2004
- ❑ Outros passivos de curto prazo: percentual dos custos dos produtos vendidos dos 9 primeiros meses do ano de 2004 utilizada para o último trimestre. De 2005 em diante média do percentual dos custos dos produtos vendidos de 2003 e 2004
- ❑ Provisões: projetado como percentual do passivo total

	2001	2002	2003	9 meses 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Contas do Balanço Patrimonial</b>														
Contas a Receber	46	59	37	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Estoques	88	99	100	97	97	99	99	99	99	99	99	99	99	99
Contas a Pagar	25	23	24	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
Impostos a Recuperar (% da Receita Bruta)	2,97%	2,63%	2,00%	2,16%	2,16%	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%	2,08%
Outros Ativos de Curto Prazo (% da Receita Líquida)	0,81%	0,63%	0,44%	1,26%	1,26%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%
Outros Ativos de Longo Prazo (% da Receita Líquida)	1,87%	1,41%	0,89%	0,75%	0,75%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%
Impostos Diferidos (% da Receita Bruta)	1,31%	1,00%	0,85%	0,81%	0,81%	0,83%	0,83%	0,83%	0,83%	0,83%	0,83%	0,83%	0,83%	0,83%
Salários a Pagar (% do COGS)	2,77%	2,40%	2,26%	2,48%	2,48%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%	2,37%
Impostos Diferidos (% da Receita Bruta)	1,97%	1,40%	1,13%	0,95%	0,95%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%	1,04%
Outros Passivos de Longo Prazo (% do COGS)	2,50%	2,62%	2,20%	1,67%	1,67%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%	1,94%
Provisões	2,12%	2,43%	2,63%	2,60%	2,60%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%

**6.2.3.4 Despesas Fixas:** As despesas fixas foram discutidas com a Empresa e projetadas crescendo a um determinado percentual do crescimento das vendas líquidas projetadas. Existe na projeção dessas contas alavancagem operacional, a qual impacta positivamente a margem EBITDA. Para o último trimestre de 2004 anualizamos o realizado nos 9 primeiros meses do ano com um incremento de 10%. Em discussões com a Empresa, verificou-se que o último trimestre tende a apresentar níveis maiores de despesas em função de, entre outros, ações promocionais em pontos de vendas. Ademais, o quarto trimestre de 2004 tende a seguir o terceiro trimestre de 2004 o qual já apresentou patamares acima da média dos 6 primeiros meses do ano.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Despesas Fixas</b>										
Despesas de Vendas		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Despesas Gerais e Administrativas		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Outras Despesas Operacionais		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

**6.2.3.5 Investimentos:** A Empresa possui pouca capacidade ociosa. Dessa forma existe a necessidade de investimentos ao longo do período de projeção. Com base em discussões com a Empresa, projetamos investimentos de R\$65 milhões para 2004, sendo R\$30 milhões no último trimestre. A Empresa informou que investimentos da ordem US\$22 milhões em 2005 seriam necessários. De 2006 em diante os investimentos projetados crescem à razão de 50% dos crescimentos dos volumes vendidos. No cálculo da perpetuidade igualamos os investimentos à despesa de depreciação.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Investimentos - Capex</b>										
Capex	65.000	66.371	70.583	74.954	77.845	80.640	83.536	86.518	89.607	92.806
Múltiplo da Depreciação	2,01x	2,06x	1,99x	1,93x	1,85x	1,77x	1,71x	1,66x	1,62x	1,58x
Capex US\$	22.184	22.000	22.501	23.211	23.584	23.958	24.339	24.721	25.109	25.503
Crescimento do Volume		2,28%	3,15%	1,61%	1,59%	1,59%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%

**6.2.3.6 Projeção das Dívidas:** As dívidas da Empresa podem ser divididas em três categorias principais: as relacionadas ao financiamento de equipamentos, as relacionadas a capital de giro e as relacionadas a mecanismos de exportação.

- ❑ Dívidas relacionadas a financiamento de equipamentos: Essas dívidas foram totalmente amortizadas conforme seus respectivos prazos de pagamento
- ❑ Dívidas relacionadas a capital de giro: Essas dívidas foram mantidas em seus valores de 30.09.2004. Considera-se a rolagem de tais valores dado que tais financiamentos são recorrentes e necessários à operação da Empresa
- ❑ Dívidas relacionadas a mecanismos de exportação: Essas dívidas também foram mantidas em seus valores de 30.09.2004. Considera-se a rolagem de tais valores dado que tais mecanismos de financiamento fazem parte do negócio da Empresa
- ❑ Assumimos que novas dívidas são emitidas ao longo do período de projeção no montante de R\$15 milhões/ano



	9 meses 2004	4Q 2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Denominado em R\$ (mil)</b>											
<b>Crédito Rural (Capital de Giro)</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>	<b>201.900</b>
Juros	4.432	17.727	17.727	17.727	17.727	17.727	17.727	17.727	17.727	17.727	17.727
Juros %	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%	8,78%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900	201.900
<b>FCO (Capital de Giro)</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>	<b>20.000</b>
Juros	560	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240
Juros %	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
<b>Exim (TJLP + 2.0%) (Equipamentos)</b>	<b>50.139</b>	<b>25.070</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros	1.271	1.601	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros %	13,52%	12,77%	12,27%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	(25.070)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	50.139	25.070	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Exim (14,33) (Equipamentos)</b>	<b>10.000</b>	<b>5.000</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros	269	358	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros %	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	(5.000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	10.000	5.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Nova Dívida</b>	-	-	<b>15.000</b>	<b>30.000</b>	<b>45.000</b>	<b>60.000</b>	<b>75.000</b>	<b>90.000</b>	<b>105.000</b>	<b>120.000</b>	<b>120.000</b>
Juros	-	1.168	3.240	5.063	6.379	7.776	9.110	10.091	11.138	12.623	1.495
Juros %	-	15,57%	14,40%	13,50%	12,15%	11,52%	10,80%	10,35%	9,90%	7,28%	7,45%
(+) Dívida Nova	-	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	-	-	15.000	30.000	45.000	60.000	75.000	90.000	105.000	120.000	135.000
<b>Denominado em US\$</b>											
<b>Empresas Ligadas (Libor + 1.25%)</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>	<b>20.060</b>
Juros	195	939	1.059	1.157	1.260	1.303	1.368	1.420	1.460	1.460	1.495
Juros %	3,88%	4,68%	5,28%	5,77%	6,28%	6,49%	6,82%	7,08%	7,28%	7,28%	7,45%
Libor +	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060	20.060
<b>ACC (0.05%) (Exportação)</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>	<b>9.992</b>
Juros	1	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Juros %	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992	9.992
<b>Pre Pagamento de Exportação (Libor + 4.11%)</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>	<b>73.249</b>
Juros	1.235	5.524	5.962	5.141	5.516	5.672	5.910	6.102	6.248	6.373	6.373
Juros %	6,74%	7,54%	8,14%	7,02%	7,53%	7,74%	8,07%	8,33%	8,53%	8,70%	8,70%
Libor +	4,11%	4,11%	4,11%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249	73.249
<b>Financiamento de Importações (Euribor + 1.25%)</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>	<b>1.972</b>
Juros	19	92	104	114	124	128	134	140	144	144	147
Juros %	3,88%	4,68%	5,28%	5,77%	6,28%	6,49%	6,82%	7,08%	7,28%	7,28%	7,45%
Libor +	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972	1.972
<b>Exim (Cesta + 3.8%) (Equipamentos)</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>	<b>1.858</b>
Juros	63	238	229	219	219	219	219	219	219	219	219
Juros %	13,55%	12,80%	12,30%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%
Libor +	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858
<b>Linha de Crédito (Libor + 1.5%) Capital de Giro</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>	<b>11.131</b>
Juros	115	549	616	670	727	751	787	816	838	857	857
Juros %	4,13%	4,93%	5,53%	6,02%	6,53%	6,74%	7,07%	7,33%	7,53%	7,70%	7,70%
Libor +	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
(+) Dívida Nova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Amortização	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Final do Período</b>	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131	11.131

### 6.3. Projeções da Avaliação

#### 6.3.1 Mercado Doméstico – Volume e Preços

As vendas e preços unitários são apresentadas em R\$ e em US\$. A conversão para dólares americanos (dólar médio do ano) foi feita única e exclusivamente para verificar o comportamento dos preços do mercado local na moeda norte americana. A linha “Outros” refere-se a produtos comercializados pela Empresa e que não constituem seu negócio principal (“core business”) tais como venda de matrizes, venda de ração, etc.

R\$ (mil)	9 meses 2004	4Q 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Volume (Tons)</b>												
<b>Mercado Doméstico</b>												
Frango	28.599	9.533	38.132	40.039	41.440	42.890	44.392	45.945	47.553	49.218	50.940	52.723
% crescimento			-13,4%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Porco	7.139	2.380	9.519	9.519	9.852	10.197	10.554	10.923	11.305	11.701	12.110	12.534
% crescimento			-20,5%	0,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Industrializado	88.073	29.358	117.431	123.302	127.618	132.084	136.707	141.492	146.444	151.570	156.875	162.365
% crescimento			1,5%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Total</b>	<b>123.811</b>	<b>41.270</b>	<b>165.081</b>	<b>172.859</b>	<b>178.910</b>	<b>185.171</b>	<b>191.652</b>	<b>198.360</b>	<b>205.303</b>	<b>212.488</b>	<b>219.926</b>	<b>227.623</b>
% crescimento			-3,9%	4,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Preço Médio (R\$/Kg)</b>												
<b>Mercado Doméstico</b>												
Frango	2,63	3,15	2,76	2,85	2,97	3,08	3,18	3,29	3,40	3,52	3,65	3,77
% crescimento			5,5%	3,0%	4,5%	3,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Porco	1,55	1,60	1,56	1,61	1,68	1,74	1,79	1,86	1,92	1,99	2,06	2,13
% crescimento			28,5%	3,0%	4,5%	3,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Industrializado	3,75	4,30	3,89	4,08	4,27	4,42	4,56	4,72	4,89	5,06	5,23	5,42
% crescimento			8,7%	5,0%	4,5%	3,6%	3,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Total</b>	<b>3,37</b>	<b>3,88</b>	<b>3,50</b>	<b>3,66</b>	<b>3,83</b>	<b>3,96</b>	<b>4,09</b>	<b>4,23</b>	<b>4,38</b>	<b>4,53</b>	<b>4,69</b>	<b>4,86</b>
% crescimento			6,3%	10,3%	4,7%	4,5%	3,6%	3,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Preço Médio (US\$/Kg)</b>												
<b>Mercado Doméstico</b>												
Frango	0,89	1,08	0,93	0,94	0,95	0,95	0,96	0,98	0,99	1,01	1,02	1,04
% crescimento			0,0%	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Porco	0,52	0,55	0,53	0,53	0,54	0,54	0,54	0,55	0,56	0,57	0,58	0,59
% crescimento			32,4%	1,1%	0,5%	0,6%	0,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Industrializado	1,26	1,47	1,31	1,35	1,36	1,37	1,38	1,40	1,42	1,45	1,47	1,49
% crescimento			11,9%	3,1%	0,5%	0,6%	0,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Total</b>	<b>1,13</b>	<b>1,32</b>	<b>1,19</b>	<b>1,21</b>	<b>1,22</b>	<b>1,23</b>	<b>1,24</b>	<b>1,26</b>	<b>1,28</b>	<b>1,30</b>	<b>1,31</b>	<b>1,33</b>
% crescimento			14,8%	1,7%	0,5%	0,6%	0,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Vendas Brutas (R\$)</b>												
<b>Mercado Doméstico</b>												
Frango	75.302	30.029	105.331	113.915	123.208	132.111	141.042	151.088	161.849	173.377	185.726	198.954
% crescimento			-8,7%	8,1%	8,2%	7,2%	6,8%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Porco	11.037	3.807	14.844	15.290	16.537	17.732	18.931	20.279	21.723	23.271	24.928	26.704
% crescimento			2,2%	3,0%	8,2%	7,2%	6,8%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Industrializado	330.595	126.238	456.833	503.658	544.744	584.107	623.595	668.010	715.589	766.557	821.155	879.642
% crescimento			10,3%	10,3%	8,2%	7,2%	6,8%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
<b>Sub-Total</b>	<b>416.934</b>	<b>160.074</b>	<b>577.008</b>	<b>632.864</b>	<b>684.489</b>	<b>733.951</b>	<b>783.568</b>	<b>839.377</b>	<b>899.162</b>	<b>963.205</b>	<b>1.031.809</b>	<b>1.105.299</b>
% crescimento			6,0%	9,7%	8,2%	7,2%	6,8%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Outros	46.240	15.413	61.653	65.414	68.685	71.432	73.932	76.520	79.198	81.970	84.839	87.809
% crescimento			64,9%	6,1%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Total</b>	<b>463.174</b>	<b>175.488</b>	<b>638.662</b>	<b>698.278</b>	<b>753.174</b>	<b>805.383</b>	<b>857.500</b>	<b>915.897</b>	<b>978.360</b>	<b>1.045.175</b>	<b>1.116.648</b>	<b>1.193.108</b>
% crescimento			nm	9,8%	9,3%	7,9%	6,9%	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
<b>Vendas Brutas (US\$)</b>												
<b>Mercado Doméstico</b>												
Frango	25.330	10.249	35.579	37.760	39.277	40.910	42.730	44.889	47.157	49.539	52.042	54.672
% crescimento			-5,9%	6,1%	4,0%	4,2%	4,4%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Porco	3.713	1.299	5.012	5.068	5.272	5.491	5.735	6.025	6.329	6.649	6.985	7.338
% crescimento			-5,3%	1,1%	4,0%	4,2%	4,4%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Industrializado	111.207	43.085	154.291	166.949	173.659	180.877	188.922	198.467	208.495	219.029	230.096	241.721
% crescimento			13,6%	8,2%	4,0%	4,2%	4,4%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
<b>Sub-Total</b>	<b>140.250</b>	<b>54.633</b>	<b>196.931</b>	<b>209.776</b>	<b>218.208</b>	<b>227.277</b>	<b>237.387</b>	<b>249.381</b>	<b>261.981</b>	<b>275.217</b>	<b>289.123</b>	<b>303.731</b>
% crescimento			10,4%	6,5%	4,0%	4,2%	4,4%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Outros	15.554	5.261	20.815	21.683	21.896	22.120	22.398	22.734	23.075	23.421	23.773	24.129
% crescimento			69,8%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Total</b>	<b>155.804</b>	<b>59.893</b>	<b>217.973</b>	<b>231.459</b>	<b>240.104</b>	<b>249.397</b>	<b>259.785</b>	<b>272.115</b>	<b>285.056</b>	<b>298.639</b>	<b>312.895</b>	<b>327.860</b>
% crescimento			14,3%	6,2%	3,7%	3,9%	4,2%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%

### 6.3.2. Mercado Externo – Volume e Preços

As vendas e preços unitários são apresentadas em R\$ e em US\$.

R\$ (mil)	9 meses 2004	4Q 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Volume (Tons)</b>												
<b>Mercado externo</b>												
Frango	254.221	84.740	338.961	355.909	366.587	377.584	388.912	400.579	412.597	424.974	437.724	450.855
% crescimento			8,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Porco	67.725	22.575	90.300	90.300	93.009	95.799	98.673	101.633	104.682	107.823	111.058	114.389
% crescimento			6,9%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Industrializado	3.003	1.001	4.004	17.000	18.020	18.831	19.678	20.269	20.877	21.503	22.148	22.813
% crescimento			95,7%	324,6%	6,0%	4,5%	4,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Total</b>	<b>324.949</b>	<b>108.316</b>	<b>433.265</b>	<b>463.209</b>	<b>477.616</b>	<b>492.214</b>	<b>507.263</b>	<b>522.481</b>	<b>538.156</b>	<b>554.300</b>	<b>570.929</b>	<b>588.057</b>
% crescimento		nm	8,2%	6,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Preço Médio (US\$/Kg)</b>												
<b>Mercado externo</b>												
Frango	1,29	1,30	1,29	1,30	1,32	1,34	1,36	1,38	1,40	1,42	1,44	1,46
% crescimento			11,5%	0,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Porco	1,51	1,65	1,54	1,58	1,60	1,63	1,65	1,68	1,70	1,73	1,75	1,78
% crescimento			28,7%	2,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Industrializado	0,95	0,70	0,89	0,78	0,79	0,80	0,82	0,83	0,84	0,85	0,87	0,88
% crescimento			13,1%	-12,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Total</b>	<b>1,33</b>	<b>1,37</b>	<b>1,34</b>	<b>1,34</b>	<b>1,35</b>	<b>1,37</b>	<b>1,40</b>	<b>1,42</b>	<b>1,44</b>	<b>1,46</b>	<b>1,48</b>	<b>1,50</b>
% crescimento			14,4%	-0,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Preço Médio (R\$/Kg)</b>												
<b>Mercado externo</b>												
Frango	3,83	3,86	3,84	3,92	4,14	4,32	4,49	4,64	4,81	4,97	5,15	5,33
% crescimento			8,7%	2,3%	5,5%	4,5%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Porco	4,49	4,91	4,59	4,77	5,03	5,26	5,45	5,64	5,84	6,05	6,26	6,48
% crescimento			25,5%	3,8%	5,5%	4,5%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Industrializado	2,83	2,08	2,65	2,35	2,48	2,59	2,69	2,79	2,88	2,98	3,09	3,20
% crescimento			10,2%	-11,0%	5,5%	4,5%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Total</b>	<b>3,95</b>	<b>4,07</b>	<b>3,98</b>	<b>4,03</b>	<b>4,25</b>	<b>4,44</b>	<b>4,61</b>	<b>4,77</b>	<b>4,93</b>	<b>5,11</b>	<b>5,28</b>	<b>5,47</b>
% crescimento		2,8%	12,2%	1,2%	5,5%	4,5%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Vendas Brutas (US\$)</b>												
<b>Mercado externo</b>												
Frango	327.169	110.162	437.331	462.682	483.711	505.696	528.680	552.708	577.829	604.091	631.547	660.251
% crescimento			19,8%	5,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Porco	102.224	37.249	139.473	142.674	149.159	155.938	163.025	170.435	178.181	186.279	194.746	203.597
% crescimento			36,4%	2,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Industrializado	2.862	701	3.563	13.260	14.266	15.132	16.050	16.780	17.542	18.340	19.173	20.045
% crescimento			121,3%	272,2%	7,6%	6,1%	6,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Total</b>	<b>432.255</b>	<b>148.112</b>	<b>580.367</b>	<b>618.616</b>	<b>647.136</b>	<b>676.766</b>	<b>707.755</b>	<b>739.922</b>	<b>773.552</b>	<b>808.710</b>	<b>845.466</b>	<b>883.892</b>
% crescimento			23,8%	6,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Vendas Brutas (R\$)</b>												
<b>Mercado externo</b>												
Frango	972.607	327.491	1.300.098	1.395.842	1.517.335	1.633.051	1.745.068	1.860.330	1.983.204	2.114.195	2.253.838	2.402.704
% crescimento		nm	17,4%	7,4%	8,7%	7,6%	6,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Porco	303.892	110.733	414.625	430.426	467.890	503.572	538.114	573.657	611.547	651.939	695.000	740.905
% crescimento		nm	34,1%	3,8%	8,7%	7,6%	6,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Industrializado	8.509	2.083	10.592	40.003	44.752	48.866	52.979	56.478	60.208	64.185	68.424	72.944
% crescimento		nm	115,7%	277,7%	11,9%	9,2%	8,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
<b>Total</b>	<b>1.285.008</b>	<b>440.307</b>	<b>1.725.315</b>	<b>1.866.271</b>	<b>2.029.976</b>	<b>2.185.489</b>	<b>2.336.161</b>	<b>2.490.464</b>	<b>2.654.959</b>	<b>2.830.319</b>	<b>3.017.262</b>	<b>3.216.552</b>
% crescimento			21,3%	8,2%	8,8%	7,7%	6,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%

### 6.3.3. Demonstrativo de Resultados

R\$ (mil)	4Q 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Vendas Brutas</b>	<b>615.795</b>	<b>2.363.977</b>	<b>2.564.548</b>	<b>2.783.151</b>	<b>2.990.872</b>	<b>3.193.661</b>	<b>3.406.361</b>	<b>3.633.319</b>	<b>3.875.494</b>	<b>4.133.910</b>	<b>4.409.660</b>
% Crescimento		18,0%	8,5%	8,5%	7,5%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Mercado Interno	175.488	638.662	698.278	753.174	805.383	857.500	915.897	978.360	1.045.175	1.116.648	1.193.108
Mercado Externo	440.307	1.725.315	1.866.271	2.029.976	2.185.489	2.336.161	2.490.464	2.654.959	2.830.319	3.017.262	3.216.552
(-) Deduções e Impostos	(33.320)	(128.882)	(138.767)	(150.596)	(161.835)	(172.808)	(184.317)	(196.598)	(209.702)	(223.685)	(238.606)
% das Vendas Brutas	5,4%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
<b>Vendas Líquidas</b>	<b>582.474</b>	<b>2.235.094</b>	<b>2.425.781</b>	<b>2.632.555</b>	<b>2.829.037</b>	<b>3.020.852</b>	<b>3.222.044</b>	<b>3.436.721</b>	<b>3.665.792</b>	<b>3.910.225</b>	<b>4.171.054</b>
% Crescimento		17,88%	8,53%	8,52%	7,46%	6,78%	6,66%	6,66%	6,67%	6,67%	6,67%
<b>Vendas Líquidas - US\$</b>	<b>195.935</b>	<b>751.848</b>	<b>804.078</b>	<b>839.232</b>	<b>876.049</b>	<b>915.187</b>	<b>957.277</b>	<b>1.001.327</b>	<b>1.047.430</b>	<b>1.095.683</b>	<b>1.146.185</b>
(-) Custo dos Produtos Vendidos	(422.402)	(1.620.858)	(1.759.141)	(1.909.091)	(2.051.576)	(2.190.678)	(2.334.135)	(2.489.652)	(2.655.597)	(2.832.671)	(3.021.623)
% Vendas Líquidas	72,52%	72,52%	72,52%	72,52%	72,52%	72,52%	72,44%	72,44%	72,44%	72,44%	72,44%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>160.072</b>	<b>614.236</b>	<b>666.640</b>	<b>723.464</b>	<b>777.460</b>	<b>830.174</b>	<b>887.909</b>	<b>947.069</b>	<b>1.010.194</b>	<b>1.077.554</b>	<b>1.149.431</b>
% Margem	27,48%	27,48%	27,48%	27,48%	27,48%	27,48%	27,56%	27,56%	27,56%	27,56%	27,56%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(116.161)</b>	<b>(432.965)</b>	<b>(467.457)</b>	<b>(504.681)</b>	<b>(539.884)</b>	<b>(574.109)</b>	<b>(609.871)</b>	<b>(647.888)</b>	<b>(688.305)</b>	<b>(731.274)</b>	<b>(776.958)</b>
% Vendas Líquidas	19,9%	19,4%	19,3%	19,2%	19,1%	19,0%	18,9%	18,9%	18,8%	18,7%	18,6%
Despesas de Vendas	(94.033)	(350.487)	(378.894)	(409.576)	(438.616)	(466.869)	(496.408)	(527.829)	(561.251)	(596.804)	(634.623)
% Vendas Líquidas	16,1%	15,7%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,4%	15,4%	15,3%	15,3%	15,2%
% Crescimento		13,9%	8,1%	8,1%	7,1%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Despesas Gerais e Administrativas	(9.977)	(37.187)	(39.408)	(41.759)	(43.941)	(46.026)	(48.172)	(50.419)	(52.771)	(55.234)	(57.814)
% Vendas Líquidas	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
% Crescimento		18,2%	6,0%	6,0%	5,2%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Outras Despesas Operacionais	(12.151)	(45.291)	(49.155)	(53.345)	(57.327)	(61.214)	(65.291)	(69.641)	(74.283)	(79.236)	(84.521)
% Vendas Líquidas	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% Crescimento		386,3%	8,5%	8,5%	7,5%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
<b>Lucro Operacional</b>	<b>43.911</b>	<b>181.271</b>	<b>199.183</b>	<b>218.784</b>	<b>237.576</b>	<b>256.065</b>	<b>278.039</b>	<b>299.180</b>	<b>321.889</b>	<b>346.279</b>	<b>372.474</b>
% Margem	7,54%	8,11%	8,21%	8,31%	8,40%	8,48%	8,63%	8,71%	8,78%	8,86%	8,93%
(+) Depreciação e Amortização	7.634	30.762	32.274	35.517	38.809	42.154	45.477	48.773	52.049	55.311	58.564
<b>LAJIDA (EBITDA)</b>	<b>51.545</b>	<b>212.033</b>	<b>231.457</b>	<b>254.301</b>	<b>276.385</b>	<b>298.219</b>	<b>323.515</b>	<b>347.953</b>	<b>373.938</b>	<b>401.590</b>	<b>431.037</b>
% Margem	8,85%	9,49%	9,54%	9,66%	9,77%	9,87%	10,04%	10,12%	10,20%	10,27%	10,33%
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>(20.237)</b>	<b>(56.917)</b>	<b>(53.676)</b>	<b>(53.961)</b>	<b>(51.507)</b>	<b>(54.110)</b>	<b>(57.230)</b>	<b>(60.581)</b>	<b>(63.674)</b>	<b>(66.453)</b>	<b>(69.385)</b>
Resultado Não Operacional	-	354	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lucro antes dos Impostos</b>	<b>23.674</b>	<b>124.708</b>	<b>130.860</b>	<b>135.639</b>	<b>149.347</b>	<b>158.936</b>	<b>171.134</b>	<b>183.856</b>	<b>197.630</b>	<b>212.832</b>	<b>229.257</b>
Imposto de Renda e Contribuição Soci-	(8.049)	(42.401)	(44.493)	(46.117)	(50.778)	(54.038)	(58.186)	(62.511)	(67.194)	(72.363)	(77.947)
Alíquota	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>15.625</b>	<b>82.308</b>	<b>86.368</b>	<b>89.522</b>	<b>98.569</b>	<b>104.898</b>	<b>112.949</b>	<b>121.345</b>	<b>130.436</b>	<b>140.469</b>	<b>151.310</b>
% Margem	2,7%	3,7%	3,6%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%

obs: utilizamos o dólar médio para conversão das receitas líquidas em dólares americanos.

**6.3.4. Resultado das Projeções das Vendas:** A projeção assume que o atual mix de produtos da Empresa assim como sua atual estratégia de vendas não serão modificados substancialmente: a Empresa direcionará aproximadamente 70% de suas vendas ao mercado internacional.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Volume Breakdown</b>													
<b>Mercado Doméstico</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Frango	37,2%	37,6%	25,6%	23,1%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Porco	6,1%	5,6%	7,0%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Industrializados	56,7%	56,7%	67,4%	71,1%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%	71,3%
<b>Externo</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Frango	74,6%	69,3%	78,4%	78,2%	76,8%	76,8%	76,7%	76,7%	76,7%	76,7%	76,7%	76,7%	76,7%
Porco	25,4%	30,5%	21,1%	20,8%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Industrializados	0,0%	0,1%	0,5%	0,9%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Frango	57,7%	58,7%	62,6%	63,0%	62,2%	62,1%	62,1%	62,0%	61,9%	61,9%	61,8%	61,8%	61,7%
Porco	16,7%	22,2%	16,9%	16,7%	15,7%	15,7%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Industrializados	25,6%	19,2%	20,6%	20,3%	22,1%	22,2%	22,3%	22,4%	22,4%	22,5%	22,6%	22,6%	22,7%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Interno	45,1%	33,6%	30,0%	27,6%	27,2%	27,3%	27,3%	27,4%	27,5%	27,6%	27,7%	27,8%	27,9%
Externo	54,9%	66,4%	70,0%	72,4%	72,8%	72,7%	72,7%	72,6%	72,5%	72,4%	72,3%	72,2%	72,1%

**6.3.5 Balanço**

R\$ (mil)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ativo Total</b>	<b>1.335.519</b>	<b>1.432.044</b>	<b>1.540.895</b>	<b>1.647.378</b>	<b>1.751.738</b>	<b>1.858.162</b>	<b>1.969.568</b>	<b>2.085.789</b>	<b>2.207.286</b>	<b>2.334.546</b>
<b>Ativos de Curto Prazo</b>	<b>863.384</b>	<b>920.190</b>	<b>989.200</b>	<b>1.054.774</b>	<b>1.118.792</b>	<b>1.185.268</b>	<b>1.256.871</b>	<b>1.333.274</b>	<b>1.414.802</b>	<b>1.501.798</b>
Caixa e Caixa e Equivalentes	107.141	107.141	107.141	107.141	107.141	107.141	107.141	107.141	107.141	107.141
Aplicações Financeiras (Caixa e /	3.459	3.459	3.459	3.459	3.459	3.459	3.459	3.459	3.459	3.459
Contas a Receber	234.982	253.587	275.203	295.743	315.795	336.827	359.269	383.215	408.768	436.035
Impostos a Recuperar e Outros	51.147	53.398	57.949	62.275	66.497	70.926	75.651	80.694	86.074	91.816
Estoques	438.410	481.964	523.047	562.085	600.195	639.499	682.107	727.573	776.087	827.855
Outros	28.244	20.642	22.401	24.073	25.705	27.417	29.244	31.193	33.273	35.493
<b>Ativos de Longo Prazo</b>	<b>53.064</b>	<b>58.686</b>	<b>63.462</b>	<b>68.224</b>	<b>72.876</b>	<b>77.660</b>	<b>82.699</b>	<b>88.048</b>	<b>93.721</b>	<b>99.742</b>
Impostos Diferidos	19.254	21.312	23.128	24.855	26.540	28.307	30.194	32.206	34.354	36.645
Depósitos Judiciais	17.137	17.495	18.760	20.186	21.581	22.948	24.342	25.801	27.324	28.915
Outros	16.673	19.879	21.574	23.184	24.756	26.404	28.164	30.041	32.044	34.181
<b>Permanente</b>	<b>419.071</b>	<b>453.168</b>	<b>488.234</b>	<b>524.379</b>	<b>560.070</b>	<b>595.234</b>	<b>629.997</b>	<b>664.467</b>	<b>698.763</b>	<b>733.006</b>
Investimentos	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Imobilizado	418.871	452.968	488.034	524.179	559.870	595.034	629.797	664.267	698.563	732.806
<b>Passivo Total e Patrimônio Líquido</b>	<b>1.335.519</b>	<b>1.432.044</b>	<b>1.540.895</b>	<b>1.647.378</b>	<b>1.751.738</b>	<b>1.858.162</b>	<b>1.969.568</b>	<b>2.085.789</b>	<b>2.207.286</b>	<b>2.334.546</b>
<b>Passivos de Curto Prazo</b>	<b>192.868</b>	<b>216.215</b>	<b>234.631</b>	<b>252.130</b>	<b>269.213</b>	<b>286.868</b>	<b>305.971</b>	<b>326.353</b>	<b>348.103</b>	<b>371.312</b>
Empréstimos										
Contas a Pagar	102.977	113.571	123.251	132.450	141.431	150.692	160.733	171.446	182.878	195.077
Salários a Pagar	40.167	41.710	45.265	48.644	51.942	55.343	59.031	62.965	67.164	71.644
Dividendos a Pagar	170	170	170	170	170	170	170	170	170	170
Impostos Diferidos	22.431	26.678	28.952	31.113	33.223	35.435	37.796	40.315	43.004	45.872
Outros	27.123	34.086	36.992	39.753	42.448	45.228	48.241	51.456	54.888	58.549
<b>Passivos de Longo Prazo</b>	<b>645.623</b>	<b>647.079</b>	<b>677.177</b>	<b>704.314</b>	<b>729.714</b>	<b>755.208</b>	<b>780.910</b>	<b>806.897</b>	<b>833.170</b>	<b>859.743</b>
Provisões	34.189	34.904	37.427	40.271	43.054	45.782	48.563	51.475	54.512	57.688
Impostos Diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos	611.434	612.175	639.751	664.043	686.660	709.427	732.347	755.423	778.658	802.055
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>497.029</b>	<b>568.750</b>	<b>629.087</b>	<b>690.934</b>	<b>752.811</b>	<b>816.085</b>	<b>882.687</b>	<b>952.539</b>	<b>1.026.013</b>	<b>1.103.491</b>
Capital Social	202.658	202.658	202.658	202.658	202.658	202.658	202.658	202.658	202.658	202.658
Reserva de Capital	43.065	43.065	43.065	43.065	43.065	43.065	43.065	43.065	43.065	43.065
Reserva de Lucros	168.107	168.107	168.107	168.107	168.107	168.107	168.107	168.107	168.107	168.107
Lucros Acumulados	83.199	154.920	215.257	277.104	338.981	402.255	468.857	538.709	612.183	689.661

### 6.3.6 Fluxo de Caixa para o Acionista

O fluxo de caixa é projetado em Reais e depois convertido para dólares americanos de acordo com a taxa de câmbio projetada em cada período.

O fluxo de caixa considera todo o caixa disponível para a distribuição aos acionistas da Empresa a partir de 30.09.2004. Isto é, na hipótese de haver distribuição de caixa aos acionistas após 30.09.2004, deverá ser deduzido o montante distribuído do valor das ações da Companhia.

R\$ (mil)	4Q04 Projetado	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Perpetuidade
	12/31/2004	12/31/2005	12/31/2006	12/31/2007	12/31/2008	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014
<b>Lucro Líquido (com JCP)</b>	<b>15.625</b>	<b>101.014</b>	<b>118.706</b>	<b>135.291</b>	<b>147.918</b>	<b>162.623</b>	<b>176.088</b>	<b>191.021</b>	<b>207.464</b>	<b>225.141</b>	<b>225.141</b>
Depreciação e Amortização (+)	7.634	32.274	35.517	38.809	42.154	45.477	48.773	52.049	55.311	58.564	-
Capex (-)	(30.250)	(66.371)	(70.583)	(74.954)	(77.845)	(80.640)	(83.536)	(86.518)	(89.607)	(92.806)	-
Varição no Capital de Giro (+)	(17.057)	(38.367)	(52.847)	(49.993)	(48.803)	(50.877)	(54.759)	(58.458)	(62.413)	(66.633)	(66.633)
Nova Dívida/Amortização/Varição Cambial	9.066	742	27.575	24.292	22.617	22.767	22.920	23.076	23.235	23.397	-
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>(14.982)</b>	<b>29.293</b>	<b>58.368</b>	<b>73.445</b>	<b>86.040</b>	<b>99.349</b>	<b>109.486</b>	<b>121.169</b>	<b>133.989</b>	<b>147.663</b>	<b>158.508</b>
<b>Fluxo de Caixa - US\$</b>	<b>(4.966)</b>	<b>9.710</b>	<b>18.607</b>	<b>22.743</b>	<b>26.066</b>	<b>29.517</b>	<b>31.900</b>	<b>34.622</b>	<b>37.545</b>	<b>40.577</b>	<b>43.557</b>
<b>Valor Terminal - US\$</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>346.094</b>

O lucro líquido do fluxo de caixa para o acionista difere do lucro líquido do demonstrativo de resultados porque no lucro líquido do fluxo de caixa consideramos a adição do juros sobre capital próprio.

R\$ (mil)	4Q 2004	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lucro Líquido	15.625	82.308	86.368	89.522	98.569	104.898	112.949	121.345	130.436	140.469	151.310
Juros Sobre Capital Próprio	-	-	14.647	29.184	36.722	43.020	49.675	54.743	60.585	66.995	73.831
<b>Lucro Líquido + Juros Sobre Capital</b>	<b>15.625</b>	<b>82.308</b>	<b>101.014</b>	<b>118.706</b>	<b>135.291</b>	<b>147.918</b>	<b>162.623</b>	<b>176.088</b>	<b>191.021</b>	<b>207.464</b>	<b>225.141</b>

O fluxo de caixa considerado acima foi descontado por 9 anos e 1 trimestre, ou seja, descontamos o fluxo de caixa assumindo setembro de 2004 como data base do fluxo.

### 6.4. Taxa de Desconto

A taxa de desconto é a taxa de retorno que deve ser obtida para compensar adequadamente os acionistas da empresa pelo risco que incorrem ao investir na mesma. A taxa de desconto apropriada para utilização na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa é de 16.12% a.a. conforme mostrado abaixo. Tal taxa de desconto considera a estrutura de capital média da Seara ao longo da projeção.

A taxa de desconto normalmente é calculada pelo CAPM (Capital Asset Price Model): taxa que os investidores exigem para investir em ativos com risco equivalente. O cálculo tem por base a seguinte fórmula:

$$\text{Custo de Capital} = R_f + R_s + (B \cdot R_m)$$

Não utilizamos o WACC na nossa avaliação pois este não é utilizado em avaliações por fluxo de caixa para o acionista. O WACC (custo médio ponderado de capital) é somente utilizado quando da avaliação pela

metodologia de fluxo de caixa para a empresa, ou seja, o fluxo de caixa operacional antes do resultado financeiro da empresa.

<b>Taxa de Desconto</b>	
Dívida/Patrimônio Líquido	77%
Título Americano 30 anos (Livres de Risco)	5,89%
Beta Desalavancado	0,53
D/E (Dívida/PL)	77%
Taxa de Imposto	34%
Beta Alavancado	0,80
Prêmio de Mercado Histórico US	5,85%
Custo de Capital US nominal	10,54%
Risco Brasil	5,58%
<b>Custo de Capital Nominal Brasil</b>	<b>16,12%</b>

Consideramos no cálculo da Taxa de Desconto a estrutura média de capital da Empresa ao longo do período de projeção, conforme tabela abaixo:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dívida/Patrimônio Líquido	123%	108%	102%	96%	91%	87%	83%	79%	76%	73%
									<b>Estrutura Média</b>	<b>77%</b>

**Rf:** Taxa livre de risco no mercado americano. Assumimos taxa média anual dos Treasuries de 30 anos nos últimos 50 anos.

**Rs: Taxa de risco soberano, ou risco-país.** Assumimos risco-Brasil 557,8bps, representativo do spread do Embi Br JPMBZ S sobre o título do Governo Americano de prazo similar, calculado como a média diária nos últimos 12 meses (em 5 de novembro de 2004). Consideramos que com essa metodologia, reduzimos significativamente a volatilidade de curto prazo do risco-Brasil.

**B:** O beta é calculado através da análise de regressão entre a variação dos preços da ação versus o mercado, i.e. a volatilidade da ação ou o risco sistêmico do ativo. No caso da Empresa, tendo em vista a baixa liquidez do ativo, utilizamos beta de empresas comparáveis os quais foram desalavancados e posteriormente alavancados de acordo com a estrutura de capital média da Empresa ao longo do período de projeção.

<b>Beta Desalavancado</b>	
Seara	0,10
Perdigão	0,41
Sadia	0,33
Tyson	0,87
ADM	0,50
<b>Média</b>	<b>0,53</b>

**Rm:** Prêmio de risco para o mercado acionário. É a diferença entre o retorno do mercado acionário e o retorno da taxa livre de risco. Assumimos um prêmio de risco de 5,85%, que é a média do excesso de retorno do mercado acionário americano sobre os T-Bonds de 10 anos entre 1950 e 2003.

## **6.5. Valor das Ações**

O valor presente obtido do fluxo de caixa mencionado em 6.3.6 foi de US\$103.1 milhões. Quando este valor é adicionado ao valor da perpetuidade, obtém-se o montante de US\$177.9 milhões para a totalidade das ações da Empresa.

Com base no valor acima mencionado, obtivemos um valor por lote de mil das ações (Ordinárias e Preferenciais) da Empresa de:

Valor para as ações da Empresa: US\$ 2,10

O valor foi convertido para reais pela taxa de câmbio de R\$/US\$ 2,953 representativa da média diária da PTAX dos últimos 12 meses. A taxa média dos últimos 12 meses foi utilizada para reduzir a volatilidade de curto prazo da taxa de câmbio.

Valor para as ações da Empresa: R\$525,291 milhões

Se dividirmos esse valor pelo número total de ações da Empresa de 84,6 bilhões de ações temos:

Valor: R\$6,21 por lote mil/ações

## **6.6. Outras Metodologias de Avaliação**

### **6.6.1 Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações**

Destacamos aqui o preço médio ponderado pelo volume do ativo, assim como os preços de negociação das ações da Empresa desde 06/11/2003. A liquidez do ativo é muito reduzida, dado o reduzido montante em circulação no mercado. A média ponderada pelo volume transacionado da SALM3 no período (de 06 de novembro de 2003 a 05 de novembro de 2004) mencionado é de R\$5,79/mil ações e da SALM4 é de R\$5,60/mil ações.

Até o fechamento desse Laudo de Avaliação, o último negócio com ações ON foi em 04/11/2004, ao preço de R\$5,50/mil ações. Para as ações PN o último negócio ocorreu em 05/11/2004, ao preço de R\$5,45/mil ações.



<b>Ordinárias</b>	<b>Quantidade de Negócios</b>	<b>Quantidade de Ações</b>	<b>Volume R\$</b>
Novembro 2003	61	88.500.000	377.918
Dezembro 2003	41	139.900.000	621.554
Janeiro 2004	55	98.800.000	573.842
Fevereiro 2004	57	131.900.000	760.609
Março 2004	97	145.400.000	1.090.553
Abril 2004	53	75.800.000	549.749
Maio 2004	32	98.200.000	648.152
Junho 2004	40	26.900.000	158.594
Julho 2004	47	55.500.000	352.547
Agosto 2004	101	165.600.000	1.047.600
Setembro de 2004	120	1.141.400.000	6.409.265
Outubro de 2004	45	270.300.000	1.486.812
Novembro de 2004	9	4.900.000	26.993
<b>Total</b>	<b>758</b>	<b>2.443.100.000</b>	<b>14.104.188</b>

<b>Preferenciais</b>	<b>Quantidade de Negócios</b>	<b>Quantidade de Ações</b>	<b>Volume R\$</b>
Novembro 2003	138	370.800.000	1.570.555
Dezembro 2003	293	1.132.200.000	4.935.051
Janeiro 2004	788	1.306.600.000	7.673.078
Fevereiro 2004	444	1.081.100.000	6.350.590
Março 2004	485	4.980.800.000	31.843.012
Abril 2004	295	638.100.000	3.966.013
Maio 2004	252	1.119.000.000	5.564.831
Junho 2004	473	1.095.400.000	5.206.133
Julho 2004	657	1.764.000.000	9.064.390
Agosto 2004	1.108	1.552.300.000	8.469.200
Setembro de 2004	1.081	4.882.700.000	26.533.882
Outubro de 2004	318	677.200.000	3.648.455
Novembro de 2004	95	264.900.000	1.431.342
<b>Total</b>	<b>6.427</b>	<b>20.865.100.000</b>	<b>116.256.532</b>

\*última cotação em 05 de novembro de 2004

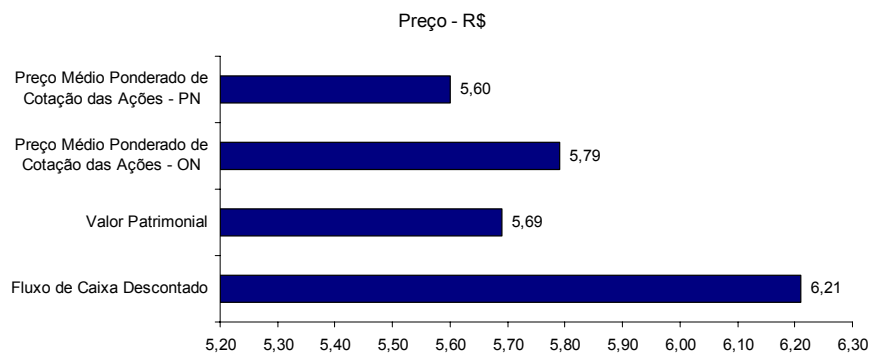
### 6.6.2 Valor do Patrimônio Líquido por Ação

A tabela abaixo indica o cálculo do valor patrimonial da Empresa com base em dados do último ITR disponível (30.09.2004):

<b>Setembro de 2004</b>	
Valor Patrimonial - R\$ (mil)	481.404
Número de Ações	84.600
Preço por Lote de Mil Ações - R\$	5,69

O resumo das avaliações pelos três métodos considerados é mostrado na tabela abaixo.

<b>Resumo das Metodologias de Avaliação</b>	<b>R\$</b>
Fluxo de Caixa Descontado	6,21
Valor Patrimonial	5,69
Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações - ON	5,79
Preço Médio Ponderado de Cotação das Ações - PN	5,60



## Glossário

ACC: significa “Adiantamento de Contrato de Câmbio”, que é um financiamento concedido aos exportadores brasileiros na fase pré-embarque das mercadorias a serem exportadas;

CAPM: significa *Capital Asset Pricing Model* (modelo de precificação de ativos);

CDI: significa “Certificado de Depósito Interbancário”, que é um depósito interbancário que os bancos usam para aplicar os seus recursos excedentes ou para captar dinheiro de outros bancos com o objetivo de melhorar sua posição de liquidez;

EBITDA: significa lucro antes do resultado financeiro, dos impostos, da depreciação e da amortização;

Embi JPEMBZ S: Índice calculado pelo banco norte americano JP Morgan que mede o prêmio de risco do Brasil;

Exim: significa financiamento à exportação de bens e serviços por meio de instituições financeiras credenciadas;

FCO: significa Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste;

IPCA: significa Índice de Preços ao Consumidor Amplo calculado pelo IBGE;

ITR: significa informações financeiras trimestrais de resultado;

Libor: significa *London Interbank Offered Rate*, que é a taxa interbancária do mercado de Londres;

PIB: significa Produto Interno Bruto;

TJLP: significa Taxa de Juros de Longo Prazo. Utilizada pelo BNDES na concessão de empréstimos;

T-Bond: significa título do tesouro americano;

WACC: significa *Weighted Average Cost of Capital* (custo médio ponderado de capital);