

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

**ECISA- ENGENHARIA, COMÉRCIO E
INDÚSTRIA S/A**



avaliação realizada por

M. Banco Modal S.A.
W

Rio de Janeiro, 04 de fevereiro de 2005

Índice

1. Introdução.....	3
2. Qualificações do Avaliador	5
3. Resumo da Avaliação	6
4. Ecisa.....	7
4.1. Informações sobre a Ecisa e seu mercado de atuação	7
4.2. Indicadores Econômico Financeiros	11
4.3. Capital Social e Estrutura Societária.....	11
5. Avaliação	12
5.1. Avaliação Econômica pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado	13
5.1.1. Premissas adotadas para a Projeção de Fluxo de Caixa	14
5.1.2. Taxa de desconto	20
5.2. Avaliação pelo Valor de Mercado.....	23
5.3. Avaliação pelo Valor Patrimonial	25
6. Declarações do Avaliador.....	26
7. Anexo I - Termos Utilizados no Laudo de Avaliação.....	27
8. Anexo II – Projeção do DRE.....	28
9. Anexo III – Projeção do Fluxo de Caixa	29
10. Anexo IV – Cálculo WACC.....	30
11. Anexo V – Cálculo do Preço por Ação	31
12. Anexo VI – Cálculo Prêmio Brasil.....	32

1. Introdução

A elaboração do presente “Laudo de Avaliação da Companhia para Oferta Pública de Aquisição de Ações” foi contratada ao Banco Modal S.A. pela **Ecisa – Engenharia, Comércio e Indústria S/A (“Ecisa”)**.

Este laudo de avaliação foi elaborado de acordo com o disposto no Artigo 8^o da Instrução CVM 361/02 para a determinação do valor justo por ação para efeito de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”) de emissão da **Ecisa**, dirigida aos titulares de ações ordinárias e preferenciais em circulação, visando o cancelamento do registro de que trata o artigo 21 da Lei n^o 6.385/76 nos termos do parágrafo 4^o do Artigo 4^o da Lei n^o 6.404/76 e da Instrução CVM n^o 361/02.

Os Acionistas devem realizar suas próprias análises quanto à conveniência e oportunidade de aderirem à OPA e devem consultar seus próprios consultores jurídicos e financeiros a fim de estabelecerem suas próprias opiniões sobre a OPA, de forma independente.

A avaliação do **Banco Modal S.A. (“Modal”)** foi elaborada com base em informações fornecidas por administradores da **Ecisa**, bem como outras informações públicas disponíveis, incluindo demonstrativos financeiros auditados. Algumas informações financeiras históricas disponibilizadas pela administração da **Ecisa** eram de natureza gerencial e não auditadas. Algumas estimativas e projeções aqui contidas, especialmente aquelas cuja ocorrência dependem de eventos futuros e incertos (incluindo, por exemplo, projeções de receitas, custos, margens de rentabilidade e despesas operacionais) foram baseadas na opinião da administração da **Ecisa**, as quais o **Modal** assume terem sido elaboradas de boa-fé, a partir de premissas capazes de refletir as melhores estimativas atualmente disponíveis. A partir destas informações, o **Modal** considerou os seguintes critérios de avaliação:

- a) Valor econômico por ação da **Ecisa**, calculado pelo método de Fluxo de Caixa Descontado;
- b) Valor do patrimônio líquido por ação da **Ecisa** apurado nas últimas informações periódicas enviadas à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”);
- c) Preço médio ponderado da cotação das ações da **Ecisa** na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), calculado a partir de 13/02/2003 (“**Valor de Mercado**”).

As informações aqui contidas refletem as condições financeiras e contábeis da **Ecisa**, bem como as de mercado, vigentes na data. Quaisquer alterações dessas condições poderão afetar os resultados aqui apresentados.

O **Modal** tomou as devidas cautelas e agiu com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pela **Ecisa** sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. O **Modal** manterá a verificação quanto à suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do laudo de avaliação e do edital. O **Modal** não realizou nenhuma avaliação independente dos ativos e passivos da **Ecisa** e não verificou, de forma independente, as informações aqui contidas.

Não há garantias de que quaisquer das estimativas ou projeções utilizadas no presente Laudo de Avaliação serão efetivamente alcançadas. Os resultados finais verificados poderão ser diferentes das projeções, e estas diferenças poderão ser significativas. Os resultados finais também poderão ser influenciados pelas condições de mercado.

2. Qualificações do Avaliador

A atuação do departamento de *Investment Banking* do **Modal** está voltada para serviços relacionados à assessoria financeira em: (i) finanças corporativas nos processos de fusões e aquisições, privatizações, reestruturações, abertura e fechamento de capital, desde a estruturação e avaliação econômico-financeira até a conclusão da operação; e (ii) no mercado de capitais, nas atividades de emissão e distribuição primária e secundária de títulos e valores mobiliários, estruturação de empréstimos sindicalizados e financiamentos, além de produtos e serviços inerentes às atividades de banco de investimento.

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

- **Fechamento de Capital da Trilux Participações S.A.:** no início de 2001, o **Modal** assessorou a Trilux Participações S.A. no processo de fechamento de capital da companhia, atuando como intermediário, além de ter realizado a avaliação do valor econômico financeiro da empresa.
- **Reorganização Societária da Eriline Celular S.A.:** no final de 2000, o **Modal** assessorou a Eriline Celular S.A. na reorganização societária do grupo, realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da sua participação de 11% no capital total da Tess S.A., operadora de telefonia móvel da banda B do interior de São Paulo.
- **Alienação da Participação da Construtora Queiroz Galvão S.A. na Companhia de Telecomunicações ASQ (atual ATL – Telecom Leste S.A.):** em meados de 1998, o **Modal** assessorou a Construtora Queiroz Galvão S.A. na alienação de 34,5% de participação na Companhia de Telecomunicações ASQ (atual ATL – Telecom Leste S.A.), realizando a avaliação do valor econômico-financeiro da empresa.

3. Resumo da Avaliação

Preço da OPA e Justificativa da Escolha do Critério Utilizado

O **Modal** entende que o critério de avaliação mais adequado à definição do preço justo para a realização da OPA de emissão da Ecisa – Engenharia, Comércio e Indústria S/A (**Ecisa**) é o método do **Valor Econômico** da companhia, obtido a partir da análise do fluxo de caixa descontado.

O preço sugerido é de **R\$ 209,66 por ação**, obtido a partir do custo médio ponderado de capital (do inglês “WACC” - Weighted Average Cost of Capital) de 11,22% para o período de projeção e 10,07% para a perpetuidade.

Tendo em vista que o objetivo da OPA é o cancelamento do registro de companhia aberta junto a CVM, e a ofertante dispõe-se a adquirir 2,11% das ações ordinárias e 24,11% das ações preferenciais da emissora, que representam 5,05% do capital total da **Ecisa** e, assim sendo, pretende estimular os acionistas a vender suas ações, o critério do Valor Econômico foi considerado o mais adequado, uma vez que:

a) É o método que considera riscos futuros para a companhia e traz o potencial de criação de valor efetivo para os acionistas.

b) O valor encontrado utilizando o método de Valor Econômico é:

- 122,41% da média ponderada das cotações das ações ordinárias, calculada a partir de 13/02/2003 até 31/01/2005, e 139,77% da cotação do último negócio antes da publicação do fato relevante, ocorrida em 30/09/2004;
- 179,20% da média ponderada das cotações das ações preferenciais, calculada a partir de 13/02/2003 até 31/01/2005, e 144,59% da cotação do último negócio da publicação do fato relevante, ocorrida em 26/10/2004; e,
- 107,75% do valor patrimonial em 30/09/2004.

A avaliação por **Valor de Mercado** foi elaborada, porém, em virtude da reduzida liquidez em bolsa, este critério de avaliação foi considerado não apropriado.

c) O critério da avaliação patrimonial foi elaborado e considerado não apropriado, já que não reflete um valor de realização econômica dos ativos da empresa e desconsidera qualquer perspectiva futura de criação de valor para os acionistas.

Ecisa

Comparação entre os métodos de avaliação	Avaliação	Preço por ação
Fluxo de Caixa Descontado	R\$ 136,16 milhões	R\$209,66 / ação
Valor patrimonial em 30/09/2004	R\$ 126,37 milhões	R\$ 194,58 / ação
Média Ponderada do Valor de Mercado das Ações ordinárias de 13/02/2003 até 31/01/2005	R\$ 111,23 milhões	R\$ 171,28 / ação
Média Ponderada do Valor de Mercado das Ações Preferenciais de 13/02/2003 até 31/01/2005	R\$ 75,98 milhões	R\$ 117,00 / ação

Fonte: Ecisa, Economática e Banco Modal S.A.

Nas próximas páginas discutiremos detalhadamente os três métodos de avaliação considerados, bem como as projeções adotadas a fim de calcular o Valor Econômico sugerido como preço da OPA. Inicialmente mostraremos um breve histórico da empresa e do setor de atuação.

4. Ecisa

4.1. Informações sobre a Ecisa e seu mercado de atuação

Fundada em 1949, a **Ecisa** prestou serviços no campo da construção civil para clientes do setor público e privado, adquirindo experiência nos mais variados tipos de obra. Adotando uma política de diversificação de atividades, a **Ecisa** executou obras de estradas, viadutos e vias elevadas, túneis, metrô, pontes, represas, portos, dragagens, fundações, construções habitacionais, comerciais, escolares e hospitalares, obras de saneamento, etc.

No exterior, a **Ecisa** executou com sucesso, o porto e a rede de águas pluviais de Assunção, no Paraguai, e a Rodovia Morogoro-Dodoma, com 260 km de extensão, na Tanzânia.

Atualmente, a **Ecisa** é empreendedora de shopping centers, mercado em que já atua desde 1971, com a inauguração da 1ª etapa do Conjunto Nacional de Brasília, no Distrito Federal. Hoje a carteira de empreendimentos da **Ecisa** é composta por 6 shopping centers, tendo participação no Shopping Center Recife, no Norteshopping, no Shopping Campo Grande, no Shopping Del Rey, no Shopping Iguatemi Caxias e no Shopping Villa-Lobos, conforme demonstrado no quadro abaixo:

Ecisa**Participação atual da Ecisa por empreendimento**

Empreendimento	Participação
Norteshopping	51,00%
Shopping Center Recife	30,83%
Shopping Campo Grande	65,50%
Shopping Villa-Lobos	26,85%
Shopping Del Rey	35,00%
Shopping Iguatemi Caxias	45,50%

Fonte: Ecisa

Segue abaixo uma breve descrição dos empreendimentos da companhia.

- Os empreendimentos**NorteShopping**

O NorteShopping é hoje um referencial de comércio, cultura e lazer para os habitantes dos 24 bairros dentro da sua área de influência. O shopping foi inaugurado em julho de 1986, tem uma ABL de 64.047m², 320 lojas e 4.000 vagas de estacionamento.

Recife

O Shopping Center Recife foi o primeiro shopping do Nordeste do país. O shopping foi inaugurado em outubro de 1980, tem uma área bruta locável (ABL) de 81.816m², 465 lojas e 5.000 vagas de estacionamento.

Campo Grande

O shopping Campo Grande é o único da capital de Mato Grosso do Sul. É um shopping completo, possui um mix que conta com as melhores marcas nacionais. É o centro de entretenimento para uma população de alto poder aquisitivo. Foi inaugurado em outubro de 1989, tem ABL de 54.000m², 175 lojas e 2.100 vagas de estacionamento.

Villa-Lobos

O shopping Villa-Lobos é o primeiro de São Paulo ancorado por superlojas especializadas (megastores). Foi inaugurado em abril de 2000, tem ABL de 25.714m², 204 lojas e 1.551 vagas de estacionamento.

Del Rey

Localizado em Belo Horizonte, o shopping Del Rey é o maior e mais conhecido da cidade. É situado em local estratégico, na via que interliga as rodovias estaduais e federais, e com forte poder de atração regional e fácil acesso. Foi inaugurado em outubro de 1991, tem ABL de 51.118m², 210 lojas e 2.363 vagas de estacionamento.

Iguatemi Caxias

O shopping Iguatemi Caxias está localizado na segunda maior cidade e pólo industrial do Rio Grande do Sul. Foi inaugurado em novembro de 1996, tem ABL de 28,329m², 104 lojas e 1.700 vagas de estacionamento.

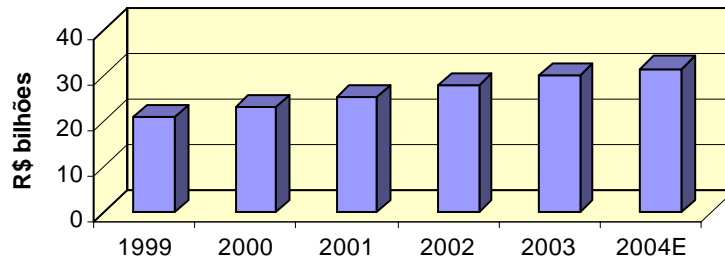
Mercado Brasileiro de Shopping Center

O setor nasceu no Brasil nos anos 60, engatinhou na década seguinte, e explodiu nos anos 80, justamente a chamada “década perdida”. No final do século, manteve o ritmo de crescimento, traçando caminhos diversificados, com a exploração de novos mercados e a introdução de formatos de varejo diferentes.

O empreendimento comercial Shopping Center tem se apresentado como uma estrutura alternativa do setor de comércio e serviços em diversos países. No Brasil, particularmente, essa atividade vinha apresentando elevado crescimento, entretanto, com a estagnação da economia nos últimos anos e a crescente competição no setor, os empreendedores são obrigados a cada vez mais aumentar investimentos para a manutenção do nível de receita.

Observa-se no gráfico abaixo a evolução do faturamento consolidado do setor.

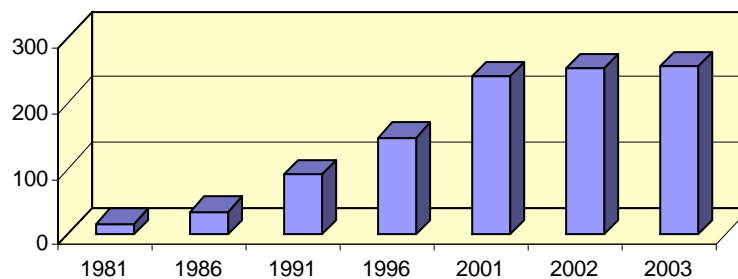
Faturamento Anual da Industria



Fonte: ABRASCE

Hoje, o Brasil é o décimo país do mundo em número de shopping centers construídos, contando com 231 shoppings em operação e 23 em construção.

Evolução do Número de Shoppings



Fonte: ABRASCE

4.2. Indicadores Econômico Financeiros

A evolução dos principais indicadores econômico financeiros da **Ecisa** pode ser observada no quadro a seguir:

Ecisa

Demonstrativo de resultados (R\$ mil)	31/dez/01	31/dez/02	31/dez/03	30/set/04
Receita líquida	56.124	54.300	59.240	45.897
Lucro bruto	36.591	39.325	43.284	33.863
<i>Margem Bruta</i>	65%	72%	73%	74%
(-) Despesas com vendas	(3.916)	(252)	(2.784)	(1.531)
(-) Despesas gerais e administrativas	(30.184)	(24.370)	(23.352)	(16.894)
(-/+) Outras rec./ desp.oper	-	-	-	-
(=) Resultado da atividade	2.491	14.703	17.148	15.438
(-/+) Resultado da Equivalência Patrimonial	238	621	1.958	2.430
(-/+) Desp. / Rec. Financeiras	(32.470)	(48.322)	(12.761)	(6.215)
(=) Resultado operacional	(29.740)	(32.997)	6.345	11.653
(+/-) Rec. / desp. não operacionais	502	3.873	1.339	1.166
(=) Resultado antes de impostos	(29.238)	(29.125)	7.684	12.819
(-) Imposto de Renda e C. Social	-	-	(2.398)	(6.353)
(-) Participações nos lucros (empregados)	-	-	(101)	-
(=) Lucro / Prejuízo líquido	(29.238)	(29.125)	5.185	6.466
Lucro / Prejuízo por ação (R\$/ação)	(45,02196)	(44,84688)	7,98371	9,95647
Ativo Total	258.021	237.078	207.731	200.615
Patrimônio Líquido	149.288	117.537	119.899	126.365
Exigível Total / Patrimônio Líquido	0,70	0,99	0,69	0,55
Endividamento líquido	85.838	107.392	64.136	47.612

Fonte: Ecisa / CVM

Os indicadores financeiros foram extraídos das Demonstrações Financeiras da empresa disponíveis na **CVM**.

Para a elaboração do laudo de avaliação econômico-financeira, estamos utilizando as demonstrações financeiras da controladora, englobando os resultados das demais sociedades onde a controladora participa através de equivalência patrimonial, em virtude das participações e dos seus respectivos resultados não serem significativos quando em comparação com os dados da própria controladora.

4.3. Capital Social e Estrutura Societária.

O capital social da **Ecisa**, totalmente subscrito e integralizado, é de R\$19.912.046,00 (dezenove milhões, novecentos e doze mil e quarenta e seis reais) representado por 649.425 ações, sendo 562.768 ações ordinárias e 86.657 ações preferenciais.

A estrutura societária da **Ecisa** é a que se segue:

Ecisa

Composição Acionária em 30/set/2004

	Ações Ordinárias	(%)	Ações Preferenciais	(%)	Total	(%)
DYL Emp. e Participações S/A	277.487	49,31%	33.577	38,75%	311.064	47,90%
Richard Paul Matheson	273.037	48,52%	31.411	36,25%	304.448	46,88%
Diretores e Conselheiros	294	0,05%	488	0,56%	782	0,12%
Adayl de Barros Stewart	3	0,00%	0	0,00%	3	0,00%
Genesio Souto da Costa	129	0,02%	306	0,35%	435	0,07%
Hugo Matheson Drummond	4	0,00%	0	0,00%	4	0,00%
Jeronimo Rocha Bonan	72	0,01%	9	0,01%	81	0,01%
Salazar Lourenco da Costa	86	0,02%	173	0,20%	259	0,04%
Ações em Tesouraria	23	0,01%	287	0,33%	310	0,05%
Ações em Circulação	11.927	2,11%	20.894	24,11%	32.821	5,05%
Total de ações	562.768	100,00%	86.657	100,00%	649.425	100,00%

Fonte: Ecisa

A quantidade de ações em circulação no mercado, de emissão da **Ecisa**, que será objeto da oferta pública é de 11.927 ações ordinárias e de 20.894 ações preferenciais.

Essas ações em circulação representam 2,11% do capital em ações ordinárias, 24,11% do capital em ações preferenciais e 5,05% do capital total.

5. Avaliação

A **Ecisa** foi avaliada através das metodologias de Fluxo de Caixa Descontado, Valor Patrimonial por Ação e Valor de Mercado da companhia. Acreditamos que a metodologia que melhor reflete o valor da companhia é o Fluxo de Caixa Descontado por contemplar as expectativas de desempenho futuro da companhia e os riscos associados a empresa e ao mercado.

A seguir desenvolveremos as premissas adotadas para a avaliação por cada método adotado. Iniciaremos com a avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, seguida pelo Valor de Mercado da companhia e por último pelo Valor Patrimonial da Ação.

5.1. Avaliação Econômica pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado

A metodologia do fluxo de caixa descontado é fundamentada no conceito de que o valor de uma companhia está diretamente relacionado aos montantes e às épocas nas quais os fluxos de caixa operacionais livres estarão disponíveis para distribuição. Portanto, para o acionista, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que, espera, sejam gerados no futuro pelo negócio, descontados ao seu valor presente, para refletir o tempo, o custo de oportunidade e o risco associado a esta distribuição.

Para calcular o fluxo de caixa futuro gerado pelas operações de uma empresa, projeta-se as demonstrações de resultados. A partir desta projeção, calcula-se os resultados antes das despesas financeiras e pagamento de impostos, adicionam-se às despesas com depreciação (por se tratar de despesas que não geram saídas de caixa), e subtraem-se os investimentos, a necessidade de capital de giro projetados e os impostos pagos para se chegar ao fluxo de caixa livre para a firma. Outros itens com efeito sobre o fluxo de caixa da empresa também são considerados quando apropriado.

É importante ressaltar, entretanto, que o lucro líquido apurado nas projeções de resultado não deve ser comparado ao lucro líquido contábil a ser apurado futuramente nos exercícios subsequentes. Isto se deve ao fato, entre outras razões, de que o lucro líquido efetivo sofre impacto de fatores não operacionais, os quais não são considerados nas projeções.

Os demonstrativos de resultados futuros são projetados somente para calcular o fluxo de caixa projetado da empresa avaliada. Nesta etapa da avaliação, o que se pretende apurar é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza para todos os provedores de capital.

Os fluxos de caixa anuais projetados são descontados pelo custo médio ponderado do capital (WACC). Posteriormente os fluxos de caixa descontados são somados para obter-se o valor do negócio.

Para que seja encontrado o valor econômico líquido da empresa avaliada, e conseqüentemente o valor de mercado de suas ações, do valor do negócio calculado é deduzida a dívida na data-base da avaliação. São deduzidos, ainda, eventuais contingências e/ou outros pagamentos extraordinários não operacionais identificados.

5.1.1. Premissas adotadas para a Projeção de Fluxo de Caixa

As informações contidas neste Laudo de Avaliação baseiam-se em informações fornecidas por administradores da **Ecisa**, bem como outras informações públicas disponíveis, incluindo demonstrativos financeiros auditados. O **Modal** tomou as devidas cautelas e agiu com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pela **Ecisa** sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

As estimativas e projeções aqui contidas, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo projeções de receitas, custos, margens de rentabilidade e lucro, entre outros) foram discutidas e aprovadas pela administração da **Ecisa**. Não há, entretanto, qualquer garantia que tais estimativas ou projeções utilizadas nessa avaliação sejam efetivamente alcançadas. Os resultados reais futuramente verificados poderão divergir significativamente das projeções aqui realizadas.

As projeções operacionais e financeiras foram baseadas nas seguintes informações:

- Demonstrações financeiras referentes aos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2000, 2001, 2002 e 2003 disponíveis na **CVM**.
- Informações e dados gerenciais fornecidos pela administração da empresa.
- Informações públicas sobre o setor de atuação da empresa.
- Perspectivas de evolução dos mercados de atuação da empresa.
- Discussões com a administração da empresa sobre o desempenho passado e as expectativas e planos para o futuro dos negócios.

Segue abaixo o conceito utilizado na projeção de cada item do demonstrativo de resultado e do fluxo de caixa.

- **Receitas**

As receitas são provenientes basicamente da locação de área nos seis shoppings de propriedade da companhia. O crescimento da receita depende tanto de fatores conjunturais da economia como o nível de renda do trabalhador e inflação, bem como do nível de maturidade dos shoppings e dos seus competidores. Considerando a atual situação econômica do país e a maturidade da companhia, essas receitas foram projetadas com um crescimento anual real de 1,5% de acordo com as projeções da administração. As premissas utilizadas para a projeção da receita da companhia foram baseadas tanto em perspectivas de crescimento do mercado, nível de renda da população quanto no nível de maturidade da companhia.

Historicamente o crescimento das receitas da **Ecisa** não tem apresentado correlação direta com o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Conforme indicado no quadro abaixo.

	2001	2002	2003
Crescimento anual da receita	4,42%	-3,55%	9,87%
Crescimento do PIB	1,31%	1,93%	0,54%
IPCA	7,67%	12,53%	9,20%
Crescimento real da receita (IPCA)	-3,02%	-14,29%	0,62%
IGPM	10,37%	25,30%	8,70%
crescimento real da receita (IGPM)	-5,39%	-23,02%	1,08%

É importante ressaltar que essa é uma projeção otimista e que esse crescimento não foi atingido nos últimos três anos.

- **Deduções da Receita**

Considera-se para as deduções da receita uma alíquota média de 5% para Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), já deduzindo as despesas permitidas por lei, e 1,65% para alíquota de Programa de Integração Social (PIS).

- **Custos da Prestação dos Serviços**

Foi realizada uma análise histórica dos custos relacionados a prestação dos serviços segregando os principais itens. Esses custos incluem auditoria fixa, auditoria temporária, superintendência dos shoppings, condomínio de vacância, fundo de vacância, entre outros. Essa linha foi projetada como um percentual sobre a receita bruta, a partir de uma média histórica, descontando-se eventuais distorções.

- **Despesas com Comercialização**

Estas despesas contemplam baixas de perdas com inadimplência de aluguéis e perdas com aluguéis não comercializados. A partir de uma análise histórica, foi projetado como um percentual sobre a receita líquida.

- **Despesas Gerais e Administrativas**

Honorários da Diretoria

A empresa projeta aumento real de 4% ao ano para honorários da diretoria e salários. A administração da empresa considera que os salários tanto de seus executivos quanto de seus funcionários encontra-se defasado em relação ao mercado. Nessa linha, é opção da companhia adotar uma política de aumentos reais anuais pequenos com intuito de não penalizar o fluxo de caixa gerado em um ano específico.

Cabe ainda ressaltar que os honorários da diretoria e salários representam aproximadamente 10% das Despesas Gerais e Administrativas. O restante das despesas não foram projetadas com crescimento real.

Salários

Os salários dos funcionários seguem um plano de carreira da companhia, sofrendo reajustes reais de 4% ao ano.

Conservação e Manutenção

Foi utilizado para a projeção desse item os valores estimados pela administração da empresa.

Depreciações e Amortizações

As depreciações projetadas foram calculadas a partir de estimativas de taxa média de depreciação e do ativo fixo imobilizado bruto, ajustado anualmente por investimentos de expansão e manutenção.

Despesas Tributárias

Os itens que englobam essas linhas são IPTU sobre o prédio da administração central e o imposto de renda sobre os juros dos empréstimos em dólar remetidos para o exterior.

Diversas

As despesas diversas são compostas basicamente por serviços prestados por terceiros como serviços de planejamento, consultoria financeira, consultoria de RH, serviços de engenharia e além dessas o aluguel do escritório central.

- Receitas Financeiras

Resultado da variação cambial diferida apropriada de acordo com os pagamentos dos empréstimos em moeda estrangeira.

- Despesas Financeiras

Despesas com juros e CPMF.

- **Equivalência Patrimonial**

O resultado de equivalência patrimonial é proveniente dos ajustes dos investimentos nas fazendas Agropastoril Sapucaia Ltda., Agropastoril Rio Corda Ltda., das empresas de administração do estacionamento do shopping Campo Grande e Villa-Lobos, e da empresa de geração de energia (EMCE).

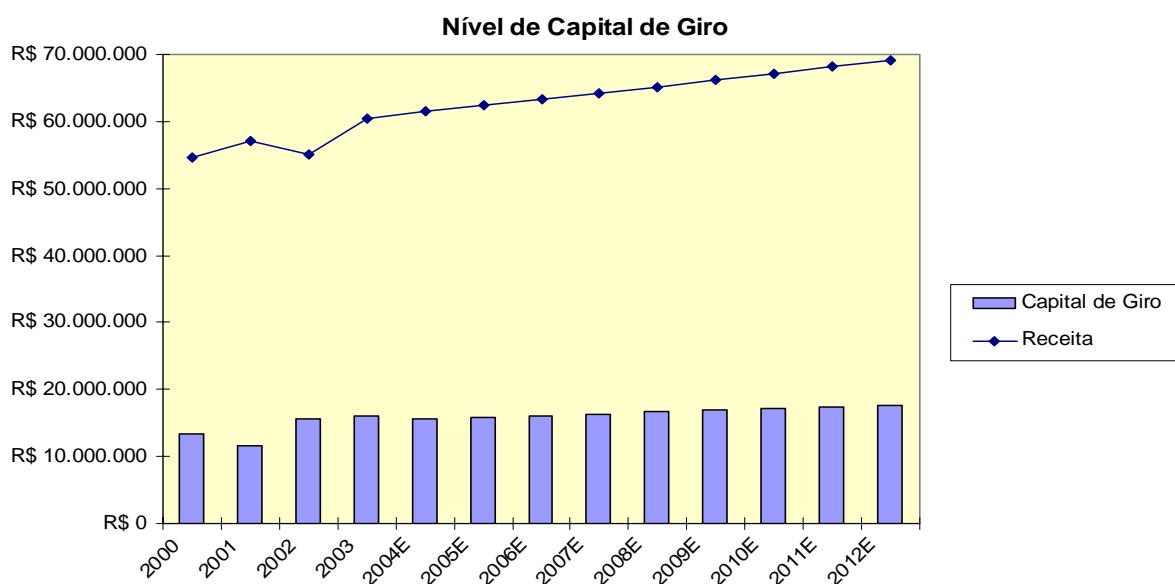
Entende-se que a conta de equivalência patrimonial é relevante dado que a Ecisa é, no sentido econômico, uma empresa de participações.

- **Imposto de Renda e Contribuição Social**

Considerou-se o cálculo do Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social (CS) com base nas alíquotas atualmente vigentes de 25% para IR e 9% para CS.

- **Capital de Giro**

O nível de capital de giro utilizado para a projeção é de 100 dias de receita líquida. Esse patamar é calculado com base na média do nível de capital de giro da companhia nos últimos três anos e projetado como um percentual da receita. Como observado no gráfico abaixo.



- **Investimentos em Expansão (CAPEX discricionário)**

Em virtude da **Ecisa** não estar mobilizada para o cumprimento dos seus planos de investimento em novos empreendimentos e em expansão dos shoppings centers de sua propriedade, e pelo motivo destes planos não fazerem parte das questões prioritárias na gestão da companhia, optamos por considerar inexistentes os planos de investimento.

- **Investimentos em Manutenção (CAPEX não discricionário)**

Os investimentos em manutenção dos ativos da companhia seguem o plano de investimento e manutenção fornecido pela companhia. É importante ressaltar que esses investimentos de manutenção tem como objetivo a manutenção da competitividade operacional e o nível de receita de cada shopping.

- **Dívida Líquida**

O cálculo da dívida líquida foi efetuado com base nos números contabilizados nas Demonstrações Financeiras de 30/09/2004.

Em R\$'000	
Total de Disponibilidades	11.048
Total de Dívida	58.660
Dívida Líquida	47.612

Fonte: CVM

- **Premissas para o cálculo da taxa de desconto**

Moeda

A unidade monetária escolhida para a expressão de valores foi o Real (R\$). Os valores são projetados em moeda constante, ou seja, não foi adotado procedimento de reajuste de inflação dos valores projetados ao longo dos anos.

Horizonte de projeção

É considerado neste caso um horizonte de projeção de 8 anos e três meses, projetado a partir de Outubro de 2004 se estendendo até o final de 2012, e ao fim deste período é calculado uma perpetuidade considerando-se constantes do fluxos de caixa gerados a partir de 2012.

5.1.2. Taxa de desconto

Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

A determinação da taxa de desconto é uma etapa fundamental da avaliação econômica. A taxa de desconto deve refletir o custo de oportunidade do capital para os provedores de capital (capital próprio e de terceiros), ponderado pela participação relativa de cada um deles no capital total da empresa. Este custo de oportunidade para o investidor iguala-se ao retorno esperado para investimentos na mesma classe de risco.

Foi utilizado o WACC como parâmetro apropriado para calcular a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa da companhia. O WACC considera os diversos componentes de financiamento da empresa incluindo dívida e capital próprio.

O custo do capital próprio para a **Ecisa** pode ser calculado utilizando-se o modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).

$$\text{CAPM} = \text{Ke} = \text{Rf} + (\text{E}(\text{Rm}) - \text{Rf}) * \beta + \text{Rb}$$

,onde:

Ke – custo de capital próprio;
Rf – retorno médio livre de risco;
Rb - risco associado ao Brasil;
Rm - retornos da carteira de mercado;
(E[Rm] - Rf) - prêmio de risco do mercado de longo prazo
β - Beta

Para quantificar o retorno médio livre de risco (Rf), foi considerado o retorno médio observado do T-Note de 10 anos norte-americano nos últimos dez anos. Desta forma, foi utilizado um valor de Rf de 5,46 % (Fonte: Bloomberg).

Para quantificar o risco associado ao Brasil (Rb), considera-se o retorno médio observado do C-Bond acima do T-Bond com maturidade de 10 anos, de maio/2004 a novembro/2004.

O Beta é definido como a covariância dos retornos de uma ação em relação aos retornos da carteira de mercado, ou seja, o coeficiente de risco específico da ação de uma empresa em relação ao mercado acionário como um todo. O índice é calculado através da análise de regressão entre a variação dos preços da ação versus o Ibovespa, ou seja, a volatilidade da ação ou o risco sistêmico do ativo. No caso da **Ecisa**, tendo em vista a pequena liquidez do ativo, considera-se que a taxa adequada é menor que o risco sistêmico do mercado ($\beta=1$) devido a previsibilidade do fluxo de caixa da companhia. Portanto, o Beta de 0,85 estimado pelo **Modal** é adequado, levando-se em consideração a baixa liquidez da ação no mercado e a previsibilidade das receitas da companhia.

É importante ressaltarmos que o Beta estimado pelo **Modal** é o beta desalavancado do mercado de empresas comparáveis do setor de construção civil a **Ecisa** no mercado americano (0,51), estimado pela Stern School of Business, da New York University (Damodaran, 2002), alavancado pela estrutura de capital ótima para a empresa.

$$\beta_l = \beta_u(1 + (1-t) \times (D/E))$$

$$\beta_l = 0,51(1 + (1-0,34) \times (50\%/50\%))$$

$$\beta_l = 0,85$$

,onde:

β_l – Beta estimado;

β_u - Beta desalavancado;

t – alíquotas de I.R e C.S.;

D – participação do capital de terceiros na estrutura de capital da empresa;

E – participação do capital próprio na estrutura de capital da empresa

Para o prêmio de risco do mercado acionário de longo prazo ($E[R_m] - R_f$), foi adotado 4,82% utilizando uma média do retorno apurado pelo mercado acionário americano sobre a taxa paga pelo título do governo entre 1928 e 2003 (Stocks sobre T-bonds de 10 anos).

Considera-se por fim que a inflação média de curto prazo nos Estados Unidos seguirá a média histórica do Consumer Price Index (CPI) de 2000 a 2004 de 2,43% ao ano. A inflação de longo prazo foi estimada, seguindo a média histórica do CPI de 1994 a 2004, em 2,45% ao ano.

Perpetuidade

A partir do 8º ano de projeção considera-se um fluxo normalizado para a composição da perpetuidade. A taxa de crescimento utilizada para a perpetuidade é de 0,5%. Na perpetuidade, um nível de investimento de manutenção menor do que o projetado para os oito primeiros anos, o que resulta numa taxa de crescimento de receita mais baixa. A perpetuidade é descontada a valor presente por um WACC de longo prazo.

5.2. Avaliação pelo Valor de Mercado

Conforme colocamos anteriormente, o mercado de ações subavalia a empresa, em grande parte pela pequena liquidez do ativo em bolsa.

Destacamos aqui o preço médio ponderado pelo volume dos ativos, assim como os preços de negociação das ações da companhia desde 13/Fevereiro/2003, como segue:

ECIS3

Desde então foram realizados negócios em apenas 11 dias, com um volume total transacionado de R\$ 438.472,06. O último negócio, antes da publicação do Fato Relevante anunciando a oferta para fechamento de capital da empresa, ocorreu em 30/Setembro/2004, tendo sido negociadas 2 ações.

O preço médio ponderado pelo volume transacionado entre 13/Fevereiro/2003 e 31/Janeiro/2005 foi de R\$ 171,28 /ação.

Cotações
 Ecisa ON (ECIS3)
 Em R\$ Real

Data	Q Negs	Q Tits	Volume R\$	Cotação (Fechamento)	Preço Médio Ponderado por Volume
16/05/03	1	3	270,00	90,00	
14/10/03	2	6	360,00	60,00	
16/10/03	3	39	2.377,00	60,00	
11/11/03	1	7	364,00	52,00	
18/03/04	1	1	195,00	195,00	
19/05/04	1	1.000	176.000,00	176,00	
08/09/04	1	1.294	219.967,06	169,99	
16/09/04	1	7	1.183,00	169,00	
29/09/04	1	1	156,00	156,00	
30/09/04	1	2	300,00	150,00	
10/12/04	2	200	37.300,00	186,50	
Total	15	2.560	438.472,06		171,28

Fonte: Bovespa

ECIS4

Desde então foram realizados negócios em apenas 25 dias, com um volume total transacionado de R\$ 212.711,21. O último negócio, antes da publicação do Fato Relevante anunciando a oferta para fechamento de capital da empresa, ocorreu em 26/Outubro/2004, tendo sido negociadas 600 ações.

A média ponderada pelo volume transacionado entre 13/Fevereiro/2003 e 31/Janeiro/2005 foi de R\$117,00 /ação.

Cotações
 Ecisa PN (ECIS4)
 Em R\$ Real

Data	Q Negs	Q Tits	Volume R\$	Cotação (Fechamento)	Preço Médio Ponderado por Volume
16/05/03	2	24	1.080,00	45,00	
27/05/03	1	10	400,00	40,00	
29/05/03	3	30	1.110,00	37,00	
05/06/03	1	1	40,00	40,00	
20/06/03	1	1	40,00	40,00	
10/07/03	1	10	399,00	39,90	
16/07/03	6	200	7.002,00	35,01	
23/07/03	1	4	140,00	35,00	
14/08/03	2	20	899,90	50,00	
15/08/03	1	10	476,00	47,60	
18/08/03	1	3	108,06	36,02	
20/08/03	10	230	8.848,45	37,01	
25/08/03	2	13	545,00	45,00	
27/08/03	1	10	480,00	48,00	
29/09/03	1	2	96,00	48,00	
10/10/03	1	10	500,00	50,00	
24/11/03	1	10	600,00	60,00	
16/02/04	2	12	2.220,00	185,00	
09/03/04	1	1	219,99	219,99	
17/03/04	1	1	169,99	169,99	
14/07/04	1	5	825,00	165,00	
30/07/04	1	605	98.596,85	162,97	
29/09/04	1	3	464,97	154,99	
30/09/04	1	3	450,00	150,00	
26/10/04	2	600	87.000,00	145,00	
Total	46	1.818	212.711,21		117,00

Fonte: Bovespa

5.3. Avaliação pelo Valor Patrimonial

Valores em R\$ mil	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	30/09/2004
Patrimônio líquido	149.288	117.537	119.899	126.365
Capital Social	19.912	19.912	19.912	19.912
Reservas de Capital	842	593	524	524
Reservas de Reavaliação	96.783	87.637	78.912	73.390
Reservas de Lucro	1.846	1.846	2.105	2.105
Lucros acumulados	29.905	7.549	18.446	30.434

Fonte: Ecisa

Foi concluído que as ações da **Ecisa** avaliadas pelo Valor Patrimonial da companhia têm o valor de R\$194,58/ação.

Valor do Patrimônio Líquido em 30/09/2004	R\$ 126.365.448
Número de ações	649.425
Valor Patrimonial por ação (VPA)	R\$194,58/ação

Fonte: Ecisa, *Economática, Modal*

Conforme colocado anteriormente, foi descartada a avaliação por este método tendo em vista que o Valor Patrimonial reflete apenas os resultados passados da companhia, não contemplando expectativas futuras de criação de valor para o acionista e tampouco o valor de realização econômica dos ativos.

6. Declarações do Avaliador

O **Modal**, seus controladores e/ou pessoas a eles vinculadas, não são titulares de qualquer ação de emissão da **Ecisa**.

Foram utilizados três critérios de avaliação no presente Laudo:

- a) Valor econômico por ação da **Ecisa**, calculado pelo método de Fluxo de Caixa Descontado;
- b) Valor do patrimônio líquido por ação da **Ecisa** apurado nas últimas informações periódicas enviadas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- c) Preço médio ponderado da cotação das ações da **Ecisa** na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA) de 13/02/2003 até 31/01/2005 (“**Valor de Mercado**”).

Declaramos que entre os critérios de avaliação apresentados neste documento, o do **fluxo de caixa descontado** é considerado pelo **Modal** o mais adequado à definição de preço justo.

O **Modal** não tem qualquer conflito de interesse que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções na elaboração deste Laudo de Avaliação.

O custo deste Laudo de Avaliação será de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais).

De acordo com o § 6º do Artigo 8º da Instrução CVM 361/02, o **Modal**, declara ter recebido da **Ecisa**, nos últimos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento do registro da presente OPA, a quantia de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais), a título de remuneração por serviço de avaliação econômico-financeira, prestado em março de 2004.

Os Srs. Eduardo de Abreu Borges, Gregor Rodrigues Martins Einsiedler e Leonardo Antunes foram os responsáveis pela elaboração do presente trabalho.

Banco Modal S.A.

José Antônio Mourão

Eduardo de Abreu Borges

7. Anexo I - Termos Utilizados no Laudo de Avaliação

EBITDA: Earnings Before Interest , Taxes, Depreciation and Amortization, significa a soma do lucro operacional antes das despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização.

EBIT: do inglês, Earnings Before Interest and Taxes, significa, com relação um período, a soma do lucro operacional antes das despesas financeiras e impostos.

Capex: do inglês, Capital Expenditures, ou Investimentos em manutenção e/ou expansão de capacidade.

WACC: do inglês, Weighted Average Cost of Capital, ou Custo Médio Ponderado de Capital (taxa de desconto).

DCF: do inglês, Discounted Cash Flow, ou Fluxo de caixa descontado.

CAPM: do inglês, Capital Asset Pricing Model, ou Modelo de Precificação de Ativos.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

8. Anexo II – Projeção do DRE – R\$mil

DRE	2004 (Out - Dez)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Perpetuidade
Receita Bruta	15.357	62.348	63.284	64.233	65.196	66.174	67.167	68.174	69.197	70.235
Deduções da Receita	(1.021)	(4.146)	(4.208)	(4.271)	(4.336)	(4.401)	(4.467)	(4.534)	(4.602)	(4.671)
Receita Líquida	14.336	58.202	59.075	59.961	60.861	61.774	62.700	63.641	64.595	65.564
Custo da Prestação dos Serviços	(4.049)	(16.438)	(16.685)	(16.935)	(17.189)	(17.447)	(17.708)	(17.974)	(18.244)	(18.517)
Resultado Bruto	10.287	41.764	42.391	43.027	43.672	44.327	44.992	45.667	46.352	47.047
Despesas/Receitas Operacionais	(6.133)	(25.461)	(25.323)	(25.192)	(25.068)	(24.953)	(24.846)	(24.746)	(24.655)	(21.590)
Com Vendas	(708)	(2.875)	(2.918)	(2.962)	(3.007)	(3.052)	(3.097)	(3.144)	(3.191)	(3.239)
Gerais e Administrativas	(5.930)	(23.532)	(23.351)	(23.178)	(23.011)	(22.852)	(22.699)	(22.555)	(22.417)	(19.305)
Hon. Da Diretoria	(145)	(603)	(627)	(652)	(679)	(706)	(734)	(763)	(794)	(826)
Salários e Encargos Sociais	(324)	(1.348)	(1.402)	(1.458)	(1.517)	(1.577)	(1.640)	(1.706)	(1.774)	(1.845)
Conservação e Manutenção	(72)	(291)	(294)	(297)	(300)	(303)	(306)	(309)	(312)	(315)
Depreciações e Amortizações	(4.471)	(17.620)	(17.358)	(17.100)	(16.846)	(16.596)	(16.349)	(16.107)	(15.867)	(12.650)
Despesas Tributárias	(14)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)
Diversas	(903)	(3.613)	(3.613)	(3.613)	(3.613)	(3.613)	(3.613)	(3.613)	(3.613)	(3.613)
Financeiras	(117)	(474)	(481)	(488)	(495)	(503)	(510)	(518)	(526)	(534)
Result. Equivalência Patrimonial	622	1.420	1.428	1.436	1.445	1.453	1.462	1.470	1.479	1.488
Resultado Operacional	4.154	16.303	17.068	17.835	18.604	19.374	20.146	20.921	21.697	25.457
Resultado não Operacional	262	1.048	1.048	4.430	2.292	1.048	1.048	1.048	1.048	1.048
Resultado Antes de IR e CS	4.416	17.351	18.116	22.265	20.895	20.422	21.194	21.969	22.745	26.505
Provisão p/ IR e CS	(1.501)	(5.899)	(6.159)	(7.570)	(7.104)	(6.943)	(7.206)	(7.469)	(7.733)	(9.012)
Participação nos lucros (empregados)	(29)	(116)	(117)	(118)	(120)	(121)	(122)	(123)	(125)	(126)
Lucro/Prejuízo do Exercício	2.886	11.335	11.839	14.577	13.671	13.358	13.866	14.376	14.887	17.367

9. Anexo III – Projeção do Fluxo de Caixa – R\$mil

FLUXO DE CAIXA	2004 (Out - Dez)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Perpetuidade
EBIT (Lucro antes de Juros e Impostos)	4.518	17.765	18.536	22.691	21.328	20.861	21.639	22.420	23.203	26.969
(-) Impostos sobre EBIT Pagos	(2.119)	(8.106)	(8.366)	(9.734)	(9.210)	(8.125)	(8.226)	(8.490)	(8.754)	(9.068)
	-									
NOPLAT(Lucro Oper. Líq. menos Impostos)	2.399	9.659	10.170	12.958	12.117	12.735	13.413	13.930	14.449	17.901
(+/-) Variação no Kgiro	(91)	235	239	242	246	249	253	257	261	265
(-)Capex de expansão/manutenção	3.494	15.203	14.977	14.754	14.535	14.319	14.107	13.897	13.691	4.832
(+) Depreciação & Amortização	(4.471)	(17.620)	(17.358)	(17.100)	(16.846)	(16.596)	(16.349)	(16.107)	(15.867)	(12.650)
	-									
FLUXO DE CAIXA LIVRE	3.468	11.841	12.313	15.062	14.183	14.762	15.403	15.883	16.365	25.454

Utilizando o DRE exposto no Anexo II, calculamos o EBIT da seguinte maneira:

$$\text{EBIT} = \text{Resultado Antes do I.R e C.S.} + \text{Participação nos Lucros (Empregados)} - \text{Resultado Financeiro} - \text{Despesas Tributárias}$$

10. Anexo IV – Cálculo WACC

WACC na projeção

Custo de Capital Próprio (Equity):

Risk Free (Rf)	5,46%	(T-Note 10) média de 10 anos
Inflação US (i)	2,43%	(CPI média anual de 2000 a 2004)
Rf-i	2,96%	
Beta Alav.	0,85	
Rm - Rf	4,82%	(Ibbotson Series)
Pr	5,15%	(Prêmio Brasil)

KeRb% (Brasil)

Ke atual	12,21%
----------	--------

Custo de Capital de Terceiros (Kd):

Dívida de Longo Prazo	15,50%
IR	34,00%
	10,23%

Estrutura de Capital

Capital próprio	50,00%
Capital de Terceiros	50,00%

WACC na projeção

Custo Médio de Capital	12,21%
Custo Médio de Dívida	10,23%
WACC (Real em Reais)	11,22%

WACC na perpetuidade

Custo de Capital Próprio (Equity):

Risk Free (Rf)	5,46%	(T-Note 10) média de 10 an
Inflação US (i)	2,45%	(CPI média anual de 1994 a
Rf-i	2,94%	
Beta Alav.	0,85	
Rm - Rf	4,82%	(Ibbotson Series)
Pr	4,80%	(Prêmio Brasil)

KeRb% (Brasil)

Ke atual	11,84%
----------	--------

Custo de Capital de Terceiros (Kd):

Dívida de Longo Prazo	9,00%
IR	34,00%
	5,94%

Estrutura de Capital

Capital próprio	70,00%
Capital de Terceiros	30,00%

WACC na perpetuidade

Custo Médio de Capital	11,84%
Custo Médio de Dívida	5,94%
WACC (Real em Reais)	10,07%

11. Anexo V – Cálculo do Preço por Ação

FLUXO DE CAIXA	2004 (Out - Dez)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Valor da Perpet.
Fluxo de caixa	3.468	11.841	12.313	15.062	14.183	14.762	15.403	15.883	16.365	267.408
Fluxo de caixa descontado (Data Base: 30/09/2004)	3.377	10.367	9.693	10.661	9.027	8.448	7.925	7.348	6.807	110.119

g (cresc. na perpet.)	0,50%
------------------------------	--------------

WACC na projeção	11,22%
-------------------------	---------------

WACC na perpetuidade	10,07%
-----------------------------	---------------

R\$ mil

Fluxo Descontado	73.654
-------------------------	---------------

Perpetuidade	110.119
---------------------	----------------

Dívida Líquida	(47.612)
-----------------------	-----------------

Valor total	136.161
--------------------	----------------

Total de ações	649.425
-----------------------	----------------

Preço p/ ação	R\$209,66
----------------------	------------------

Memória de Cálculo da Perpetuidade

Matematicamente, para se calcular o valor presente de um fluxo de caixa perpétuo, que cresce a taxas constantes, utilizamos a seguinte fórmula:

$$VP = \frac{A_1}{(i-g)}$$

onde:

VP = Valor presente

A₁ = Primeiro Fluxo da perpetuidade

g = taxa de crescimento dos fluxos da perpetuidade

i = taxa de desconto

Aplicando-se esta fórmula no fluxo de caixa livre da perpetuidade demonstrado no Anexo III, temos que:

$$\text{Valor da Perpetuidade} = \frac{25.454,32 \times (1 + 0,50\%)}{(10,06651\% - 0,50\%)} = 267.408$$

onde:

Fluxo de Caixa Livre da Perpetuidade = R\$ 25.454,32 mil

Taxa de crescimento (g) = 0,5%

Primeiro Fluxo da Perpetuidade = 25.454,32 x (1 + 0,50%)

WACC da Perpetuidade (i) = 10,06651% = aproximadamente 10,07%

12. Anexo VI – Cálculo Prêmio Brasil

Conforme o especificado na seção 5.1.2 do Laudo de Avaliação, para quantificar o risco associado ao Brasil (Rb), considera-se o retorno médio observado do C-Bond acima do T-Bond de dez anos, calculado a partir de maio/2004 a novembro/2004.

