Laudo de Avaliação da BACRAFT S/A INDÚSTRIA DE PAPEL

Novembro de 2005

Inter-link Consultoria de Mercado de Capitais Ltda.
Rua Padre Garcia Velho, 73, cj. 103 – 05421-030 São Paulo-SP BRASIL – FONE(011) 3032-0820

1. Introdução 3

2. Apresentação da Companhia 4

2.1. Histórico 4
2.2. Mercado de atuação e processo de comercialização 4
2.3. Desempenho Econômico-financeiro 5

3. Método de Avaliação 6

3.1. Valor Patrimonial da Ação 6
3.2. Preço Médio Ponderado de cotações das ações na Bovespa 6

4. Projeções Econômico-financeiras 7

5. Resultado da Avaliação pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado 13

5.1. Modelo de Fluxo Livre de Caixa para o Acionista (FCFE) 14
5.2. Modelo de Fluxo de Capital Livre para a Empresa (FCFF) 16
5.3 Faixa de preço pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado 17

6. Qualificações e Declarações do Avaliador 18

6.1. Inter-link Consultoria de Mercado de Capitais 18
6.2. Analista Responsável 18
6.3. Declarações do Avaliador nos termos do artigo 8.o da Instrução CVM 361/2002 19

7. Referências Bibliográficas 19

1. Introdução

O objetivo deste Laudo de Avaliação é determinar o valor econômico da BACRAFT S/A INDÚSTRIA DE PAPEL, CNPJ/MF 15.195.464/0001-78, em cumprimento ao disposto no artigo 8o. da Instrução CVM 361/2002, tendo em vista a Oferta Pública de Aquisição das Ações da Companhia, tendo como ofertante, sua controladora KIMBERLY-CLARK BRASIL IND. COM. PROD. HIGIENE LTDA., CNPJ/MF 02.290.277-0001/21, objetivando o **cancelamento do registro de companhia aberta.**

A avaliação foi elaborada com base nas demonstrações financeiras e informações anuais enviadas à Comissão de Valores Mobiliários - CVM e divulgadas publicamente, assim como nas informações fornecidas pelos administradores da BACRAFT e da KIMBERLY.

As estimativas e projeções contidas neste trabalho são resultados da análise que a Inter-link desenvolveu a partir dos resultados históricos e das informações prestadas pelos administradores da BACRAFT e da KIMBERLY, informações estas julgadas como de boa fé.

Conforme será apresentado detalhadamente no item 3. deste laudo, o Método de Avaliação escolhido foi o do Fluxo de Caixa Descontado, tendo resultado a faixa de Valor Econômico por Ação de R$ 6,49 (modelo FCFE) a R$ 6,72 (modelo FCFF).

Destaca-se que esta avaliação não representa uma recomendação de venda das ações, ficando a decisão de aderir à oferta de responsabilidade exclusiva dos acionistas aos quais a Oferta Pública de Aquisições de Ações-OPA está direcionada.

2. Apresentação da Companhia

2.1. Histórico

A BACRAFT é uma companhia aberta com sede e foro em Santo Amaro da Purificação - Bahia. Tem por objeto social a produção e comercialização de papéis em geral, produzindo papéis sanitários, principalmente Papel Higiênico da marca Confortex, distribuídos nas regiões Norte-Nordeste do Brasil. A atual capacidade instalada é da ordem de 33 mil toneladas/ano, tendo como principais matérias-primas celulose e aparas de papel.

O projeto industrial foi aprovado em 1965 pela SUDENE e a companhia iniciou suas atividades em 1972. Em 1999, o controle da BACRAFT passou da NEMOFEFFER S/A para a KLABIN KIMBERLY S/A, uma *joint venture*. Em 2003, a KIMBERLY-Clark do Brasil adquiriu os 50% das ações da KLABIN KIMBERLY detidas pela KLABIN S/A . Em 2004, a empresa KLABIN KIMBERLY, controladora da BACRAFT, teve sua denominação alterada para KIMBERLY-CLARK BRASIL INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE PRODUTOS DE HIGIENE LTDA.

2.2. Mercado de atuação e processo de comercialização

Amparada por uma filial em Recife, a comercialização é feita diretamente pela BACRAFT, sendo a produção colocada junto a grandes atacadistas e supermercadistas. A companhia está bem posicionada no mercado Norte-Nordeste, tendo apenas uma concorrente, de menor porte. Os concorrentes instalados no Sul-Sudeste deparam-se com elevados custos de frete que dificultam a penetração na região da BACRAFT. O consumo de papel higiênico da região Norte-Nordeste corresponde a 22% do mercado nacional (Gazeta Mercantil apud BACRAFT 2005). A marca Confortex da BACRAFT tem um *market share* da ordem de 13% do mercado nacional (A/C Nielsen apud BACRAFT 2005).

2.3. Desempenho Econômico-financeiro

A companhia vem incorrendo em seguidos prejuízos ao longo dos últimos anos. Segundo os administradores da companhia, o fato se deve basicamente ao excesso de capacidade instalada relativamente à demanda regional. Para reverter este quadro, foi dado início a um processo de redução dos custos de operação, ao mesmo tempo em que se procura colocar os excedentes de produção no mercado internacional, principalmente suprindo as unidades do acionista controlador nos Estados Unidos da América.

Apesar desse quadro, a companhia não apresenta relevante endividamento bancário porque recebeu um aporte de R$ 30 milhões por parte do acionista controlador, com o objetivo de reestruturar seu passivo. O referido aporte está contabilizado como adiantamento para futuro aumento de capital.

Nos primeiros nove meses do ano de 2005, a BACRAFT apresentou receita líquida de R$ 27,2 milhões apresentando crescimento de 31,7 % relativamente ao mesmo período do ano anterior. Contudo, o prejuízo líquido acumulado em set/2005 foi de R$ 3,1 milhões, superior ao prejuízo de R$ 2 milhões verificado no mesmo período do ano anterior. Comparativamente, houve uma queda da margem bruta, decorrente do aumento do custo da matéria-prima (aparas) e demais custos fixos.

3. Método de Avaliação

Com base na Instrução CVM 361/2002, análise do valor das ações objeto da Oferta Pública de Aquisição-OPA, deve considerar três metodologias, a saber: 1) Valor Patrimonial da Ação; 2) Preço Médio Ponderado de cotações das ações na Bovespa; 3) Fluxo de Caixa Descontado. Considerando-se as explicações a seguir, relativas as opções 1) e 2), foi utilizada a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, desenvolvida posteriormente, nos itens 4 . e 5.

3.1. Valor Patrimonial da Ação

A avaliação da companhia pelo Método do Valor Patrimonial fica prejudicada, pois, desde 2004, em função dos prejuízos acumulados, o patrimônio líquido está negativo.

De acordo com as Demonstrações Financeiras de 2002, 2003 e 2004 e ITR (Informações Trimestrais) referente ao 3o. trimestre de 2005, a evolução do valor patrimonial da ação foi a seguinte:

	2002	2003	2004	Set 2005
Patrimônio Líquido – R$ mil	8.627	6.256	(2.986)	(6.107)
No. de ações - mil	1.845	1.845	1.845	1.845
Valor Patrimonial da Ação- R$	4,67	3,39	(1,62)	(3,31)

3.2. Preço Médio Ponderado de cotações das ações na Bovespa

A BACRAFT não é listada na Bovespa.

4. Projeções Econômico-financeiras

A partir das análises retrospectivas e das informações obtidas junto aos administradores da companhia, foram desenvolvidas projeções de contas patrimoniais, resultados e fluxos de caixa, para os anos 2005 a 2009, quando a companhia atingiria a plena capacidade, sem novos investimentos, a não ser os de manutenção do imobilizado.

Os números do exercício 2005 foram estimados a partir dos resultados parciais até 30/set/22005, acrescidos das projeções para o 4º. trimestre. Para os exercícios de 2006-2009, foram adotadas diversas premissas, desenvolvidas com base em análise fundamentalista setorial e econômico-financeira. Referidas premissas estão sistematizadas na primeira planilha a seguir (PREMISSAS).

A companhia obteve o direito à isenção de imposto de renda incidente sobre o lucro da exploração pelo prazo de dez anos a partir de 1998, incentivo que se aplica à produção que exceder a 8,5 mil toneladas. Tendo isso em consideração e a compensação dos prejuízos acumulados, a alíquota de IR + CS projetada vai progressivamente crescendo.

As contas de Balanço Patrimonial e de Resultados projetadas para o período 2005-2009 estão nas planilhas subseqüentes, denominadas BALANÇO PATRIMONIAL e RESULTADO. Os valores estão em milhares de reais(R$ mil).

Considerando-se ser viável o planejamento dos administradores, projetou-se uma recuperação das margens de lucratividade. Apesar da recuperação projetada, não havendo aumento de capital, apenas a partir de 2009 haveria a reversão da situação de patrimônio líquido negativo.

Finalmente, na planilha FLUXO DE CAIXA, encontra-se o fluxo de caixa projetado em milhares de reais, que passa a ser positivo a partir de 2006.

PREMISSAS	2006	UNIT	2007	UNIT	2008	UNIT	2009	UNIT
PERIODO	360	dias	360	dias	360	dias	360	dias
VENDAS LÍQUIDAS	50000	$	55000	$	58000	$	60000	$
IMPOSTOS DEDUÇÕE	15	%	15	%	24	%	34	%
CPV	85	%	85	%	85	%	85	%
DESPESAS DE VEND.	10	%	10	%	10	%	10	%
DESP.GER & ADM	1,6	%	1,6	%	1,6	%	1,6	%
OUTRAS REC/DESP	0	%	0	%		%		%
RESULTADO NÃO OP	0	$	0	$		$		$
IR + CS	10	%	10	%	24	%	34	%
EQUIVALÊNCIA PAT.	0	$	0	$		$		$
PARTICIPAÇÕES		%		%		%		%
NUMBER OF SHARES	1845	No.	1845	No.	1845	No.	1845	No.
ADIANT.CL/PARTES	0	dv	0	dv	0	dv	0	dv
CAIXA GIRO	2	dv	2	dv	2	dv	2	dv
ESTOQUES GIRO	35	dc	35	dc	35	dc	35	dc
CLIENTES GIRO	45	dv	45	dv	45	dv	45	dv
DESPESAS PRE-PAG	0	dv	0	dv	0	dv	0	dv
INVESTIMENTOS ADI		$		$		$		$
INVESTIMENTOS VEN		$		$		$		$
INVESTIMENTOS BAI		$		$		$		$
IMOBILIZADO ADIC.	1500	$	1800	$	2000	$	2000	$
IMOBILIZADO VENDA		$		$		$		$
IMOBILIZADO BAIX		$		$		$		$
DEPRECIAÇÃO ANUA	10	%	10	%	10	%	10	%
AMORTIZAÇÃO ANUA		%		%		%		%
FORNECEDORES GIR	48	dc	45	dc	45	dc	45	dc
SALÁRIOS A PAGAR	5	dc	5	dc	5	dc	5	dc
IMPOSTOS A PAGAR	1	dv	1	dv	1	dv	1	dv
AMORTIZAÇÃO EMPR	335	$	0	$	0	$		$
AMORTIZAÇÃO EMPR	0	$	0	$		$		$
EMPR LP ADICIONAL		$		$		$		$
APLIC FINANC BAIXA		$	0	$		$		$
SUBSCRIÇÃO		$		$		$		$
PREJUIZO ACUMULA		$	0	$	0	$	0	$
INFLAÇÃO ÍNDICE		%		%		%		%
INVEST.CP JUROS a	10,0	%	7,0	%	7,0	%	7,0	%
INVEST.LP JUROS aa	10,0	%	10,0	%	10,0	%	10,0	%
EMPREST.CP JUROS	15,0	%	12,0	%	12,0	%	12,0	%
EMPREST LP JUROS	12,0	%	12,0	%	13,0	%	12,0	%

BALANÇO PATRIMONIAL

CONTAS	2004	%	2005 E	%	2006 P	%	2007 P	%	2008 P	%	2009 P	%
ATIVO CIRCULANTE	8.772	26,5	9.920	30,0	12.329	35,4	14.707	39,8	17.155	43,7	19.328	46,7
CAIXA E BANCOS	321	1,0	283	0,9	278	0,8	306	0,8	322	0,8	333	0,8
APLICAÇÕES FINANCE	0	0,0	0	0,0	870	2,5	2.181	5,9	3.989	10,2	5.736	13,8
CLIENTES	4.217	12,7	5.037	15,2	6.250	17,9	6.875	18,6	7.250	18,5	7.500	18,1
DESPESAS ANTECIPA		0,0		0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
ESTOQUES	3.575	10,8	3.800	11,5	4.132	11,9	4.545	12,3	4.793	12,2	4.958	12,0
OUTROS CRÉDITOS C	659	2,0	800	2,4	800	2,3	800	2,2	800	2,0	800	1,9
REALIZÁVEL A LP	397	1,2	337	1,0	371	1,1	408	1,1	449	1,1	493	1,2
DEPÓSITOS COMPULS	314	0,9	337	1,0	371	1,1	408	1,1	449	1,1	493	1,2
OUTROS CREDITOS L	83	0,3	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
ATIVO PERMANENTE	23.906	72,3	22.807	69,0	22.125	63,5	21.796	59,1	21.690	55,2	21.595	52,1
INVESTIMENTOS	251	0,8	251	0,8	251	0,7	251	0,7	251	0,6	251	0,6
IMOBILIZADO	21.903	66,2	21.092	63,8	20.410	58,6	20.081	54,4	19.975	50,8	19.880	48,0
DIFERIDO	1.752	5,3	1.464	4,4	1.464	4,2	1.464	4,0	1.464	3,7	1.464	3,5
ATIVO TOTAL	33.075	100,0	33.064	100,0	34.825	100,0	36.910	100,0	39.293	100,0	41.416	100,0

(continua...)

PASSIVO CIRCULANTE	5.982	18,1	8.209	24,8	8.790	25,2	9.521	25,8	10.639	27,1	11.570	27,9
FORNECEDORES	3.696	11,2	5.300	16,0	5.667	16,3	5.844	15,8	6.163	15,7	6.375	15,4
EMPRESTIMOS CP	0	0,0	335	1,0	26	0,1	29	0,1	33	0,1	37	0,1
SALÁRIOS A PAGAR	506	1,5	700	2,1	590	1,7	649	1,8	685	1,7	708	1,7
IMPOSTOS A PAGAR	132	0,4	74	0,2	139	0,4	153	0,4	161	0,4	167	0,4
OUTRAS CONTAS	1.648	5,0	1.800	5,4	1.800	5,2	1.800	4,9	1.800	4,6	1.800	4,3
IR A PAGAR		0,0		0,0	175	0,5	201	0,5	532	1,4	819	2,0
DIVIDENDOS A PAGAI		0,0		0,0	393	1,1	845	2,3	1.266	3,2	1.664	4,0
PARTICIPAÇÕES A PA		0,0		0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
		0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
PASSIVO EXIGÍVEL LP	30.079	90,9	30.063	90,9	30.063	86,3	30.063	81,4	30.063	76,5	30.063	72,6
EMPRESTIMOS LP	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
OUTROS DEBITOS LP	30.079	90,9	30.063	90,9	30.063	86,3	30.063	81,4	30.063	76,5	30.063	72,6
RESULTADOS FUTUR	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	(2.986)	-9,0	(5.208)	-15,8	(4.028)	-11,6	(2.673)	-7,2	(1.409)	-3,6	(217)	-0,5
CAPITAL SOCIAL	16.740	50,6	16.740	50,6	16.740	48,1	16.740	45,4	16.740	42,6	16.740	40,4
RESERVAS	278	0,8	278	0,8	(21.948)	-63,0	(21.948)	-59,5	(21.948)	-55,9	(21.948)	-53,0
LUCRO/PREJACUM.	(20.004)	-60,5	(22.226)	-67,2	1.180	3,4	2.535	6,9	3.799	9,7	4.991	12,1
PASSIVO TOTAL	33.075	100,0	33.064	100,0	34.825	100,0	36.910	100,0	39.293	100,0	41.416	100,0

RESULTADO	2004	%	2005 e	%	2006 P	%	2007 P	%	2008 P	%	2009 P	%
VENDAS BRUTAS	37.171	128,7	45.000	112,5	57.500	115,0	63.250	115,0	71.920	124,0	80.400	134,0
VENDAS LÍQUIDAS	28.871	100,0	40.000	100,0	50.000	100,0	55.000	100,0	58.000	100,0	60.000	100,0
(-)CPV	24.834	86,0	36.000	90,0	42.500	85,0	46.750	85,0	49.300	85,0	51.000	85,0
= LUCRO BRUTO	4.037	14,0	4.000	10,0	7.500	15,0	8.250	15,0	8.700	15,0	9.000	15,0
(-)DESP.VENDAS	5.859	20,3	6.400	16,0	5.000	10,0	5.500	10,0	5.800	10,0	6.000	10,0
(-)GER.& ADM.	682	2,4	700	1,8	800	1,6	880	1,6	928	1,6	960	1,6
= EBIT	(2.504)	-8,7	(3.100)	-7,8	1.700	3,4	1.870	3,4	1.972	3,4	2.040	3,4
(-)DESP.FINANC.	188	0,7	420	1,1	26	0,1	3	0,0	3	0,0	4	0,0
(+)REC.FINANC.	201	0,7	450	1,1	74	0,1	140	0,3	249	0,4	373	0,6
(+/-)RESULT.FINANC.	13	0,0	30	0,1	48	0,1	137	0,2	246	0,4	369	0,6
(+/-)Outros operac.	1	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
(-)AMORTIZAÇÃO					0		0		0		0	
= LUCRO OPERACIONAL	(2.490)	-8,6	(3.070)	-7,7	1.748	3,5	2.007	3,6	2.218	3,8	2.409	4,0
(+/-)NÃO OPERACIONAL	(1)	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
(+/-)CM		0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
= LUCRO antes IR/CS	(2.491)	-8,6	(3.070)	-7,7	1.748	3,5	2.007	3,6	2.218	3,8	2.409	4,0
(-)IR -CS	6.751	23,4	0	0,0	175	0,3	201	0,4	532	0,9	819	1,4
= LUCRO após IR/CS	(9.242)	-32,0	(3.070)	-7,7	1.573	3,1	1.807	3,3	1.685	2,9	1.590	2,7
(+/-)Equivalência Pat.		0,0		0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
(-)PARTICIPAÇÕES		0,0		0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
= LUCRO LÍQUIDO	(9.242)	-32,0	(3.070)	-7,7	1.573	3,1	1.807	3,3	1.685	2,9	1.590	2,7
LPA	(5,01)		(1,66)		0,85		0,98		0,91		0,86	

FLUXO DE CAIXA

	2005 estimado	2006 P	2007 P	2008 P	2009 P
1.FONTES					
Adiant.Clientes	0	0	0	0	0
EBIT	(3.100)	1.700	1.870	1.972	2.040
Depreciação	2.200	2.182	2.129	2.106	2.095
Amortização	0				
Empréstimos LP	0	0	0	0	0
Resgate Aplicações	0	0	0	0	0
Subscrição	0	0	0	0	0
Venda Imobilizado	0	0	0	0	0
Fornecedores INCR./(D	1.604	367	177	319	213
Salários a pagar INCR	194	(110)	59	35	24
Impostos a pagar INCR	(58)	65	14	8	6
TOTAL Fontes de Caixa	840	4.204	4.249	4.440	4.377
2.USOS					
Imposto de Renda	0	0	175	201	532
Participações Estatutá	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0
Redução Empr.CP	(335)	335	0	0	0
Redução Empr.LP	0	0	0	0	0
Imobilizado	1.000	1.500	1.800	2.000	2.000
Clientes INCR./(DECR.)	820	1.213	625	375	250
Estoques INCR./(DECR	225	332	413	248	165
Despesas pré INCR./(D	0	0	0	0	0
TOTAL Usos de Caixa	1.710	3.380	3.013	2.824	2.947
(=)FLUXO DE CAIXA L	(870)	824	1.236	1.617	1.429

5. Resultado da Avaliação pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Damodaran, 1997, no contexto de avaliação do fluxo de caixa descontado, existem modelos alternativos e a escolha do modelo freqüentemente tem muito mais conseqüências de longo alcance do que os dados de entrada do modelo. Nesse sentido, com base nas perspectivas obtidas junto à companhia avaliada, foi feita uma análise prévia do modelo mais adequado, tendo em vista as seguintes hipóteses básicas:

a) a companhia encontra-se em processo de recuperação, compreendendo aumento de vendas para exportação e redução significativa dos custos de operação;
b) a partir de 2007 a empresa entra em processo de estabilização, com crescimento próximo ao do PIB brasileiro, até o final de 2009;
c) o endividamento da empresa será irrelevante, considerando-se o adiantamento para futuro aumento de capital já como capital próprio;
d) a partir de 2009, se não ocorrerem novos investimentos, a companhia atinge sua capacidade, não podendo crescer mais do que 1% aa.

Os modelos pré-selecionados foram: Fluxo Caixa Livre para o acionista – FCFE (do inglês *Free Cashflow to Equity*), e o Fluxo de Capital Livre para a empresa – FCFF (do inglês, *Free Cashflow to Firm*). As diferenças entre os modelos são os fluxos de caixa associados às dívidas, o que no caso da companhia em análise não será relevante. Assim, optou-se por priorizar o cálculo do valor através do FCFE e secundariamente confirmar o valor através do cálculo via FCFF.

5.1. Modelo de Fluxo Livre de Caixa para o Acionista (FCFE)

Foi utilizado o modelo FCFE (Damodaran, 1997) de dois estágios, ou seja:

a) um período de crescimento mais acelerado (2005-2009) e

b) crescimento estável, da ordem de 1% aa, após esse período.

A fórmula do cálculo do VALOR é a seguinte: PV do FCFE (2005-09) + PV da Perpetuidade(Pn),

Onde:

- PV significa Valor Presente, obtido aplicando-se a Taxa de Desconto(r), cuja fórmula será apresentada posteriormente.

- Perpetuidade(Pn) é obtida através da fórmula Pn= FCFE n+1/(r-g), sendo g a taxa de crescimento estável após 2009, para sempre.

Ainda de acordo com Damodaran(1997, 2005) a **Taxa de Desconto** no Modelo FCFE é calculada através da fórmula:

Custo do Capital Próprio(*Cost of Equity*)= Taxa Livre de Risco +Beta(Retorno líquido do Mercado Maduro)+ Prêmio de Risco

Dois cálculos são possíveis:

a) Adotando-se como Taxa Livre de Risco o rendimento dos US T-bonds, de acordo com Damodaran(2005):

Taxa de Desconto(r)=4,3% + 0.6(4%)+ 3,7%=10.4%

b) Simplificando, se fosse adotada como Taxa Livre de Risco a taxa real Selic esperada para 2007(fonte: Focus/Bacen set 2005):

Taxa de Desconto (r)=9%+0,6(4%)=11.4 (sem prêmio de risco adicional para o grupo Kimberly)

Considerando-se os resultados a) e b), adotou-se a Taxa de Desconto de: **10.7%.**

Fontes dos dados:

1.T-Bonds USA 10 anos.
2.Selic esperada para 2007: Focus/Bacen set 2005.
2.Beta (desalavancado) e retorno do mercado maduro(USA) foram extraídos das pesquisas Damodaran (www.damodaran.com)
3.Prêmio de Risco(Brasil): EMBI Brasil

Resultados Obtidos no Modelo FCFE:

Das projeções de FCFE 2005-09 (vide projeções no item 4) e a perpetuidade, trazidas a valor presente, obteve-se os seguintes valores:

A- Fluxos de caixa	2005	2006	2007	2008	2009
FCFE - R$ mil	(870)	824	1.236	1.617	1.429
Fator de desconto	1	1,107	1,225	1,356	1,501
VP FCFE–R$ mil	(870)	745	1.008	1.192	952

B- Cálculo da Perpetuidade

A Perpetuidade(Pn) é obtida através da fórmula Pn= FCFE n+1/(r-g), sendo r a taxa de desconto e g a taxa de crescimento estável, no caso:

Pn=(1.429 x 1,01)/(0,107-0,01)
Pn=1443/.097
Pn=14.879

C-Resultado Final

Somatória dos VP FCFE (quadro A)		3.027
Perpetuidade (B)	14.879	
VP Perpetuidade (fator de desconto 1,662)		8.952
VALOR TOTAL – R$mil		**11.979**

5.2. Modelo de Fluxo de Capital Livre para a Empresa (FCFF)

Para este cálculo, foi adotada planilha de cálculo ***FCFF stable*** disponível em www.damodoran.com.
O EBIT foi normalizado(R$ 2000mil/ano), tendo como base a média 2008-09. Os demais dados foram extraídos e adaptados das projeções 2005-09 (item 4.).

EBIT	$2.000,00
Taxa média IR =	28%

Imobilizado	$2.000,00
Depreciação =	$2.100,00
Variação Capital Giro =	$350,00
Endividamento =	0,00%
Custo do capital p(cost of equity) =	10,70%

Taxa de crescimento esperada = 1%

Esta foi a saída do Modelo FCFF:

EBIT (1- taxa IR) =	$1.440,00
- (Gasto Imobilizado-Depreciação)	($100,00)
- Variação no Capital de Giro	$350,00
FCFF =	$1.190,00

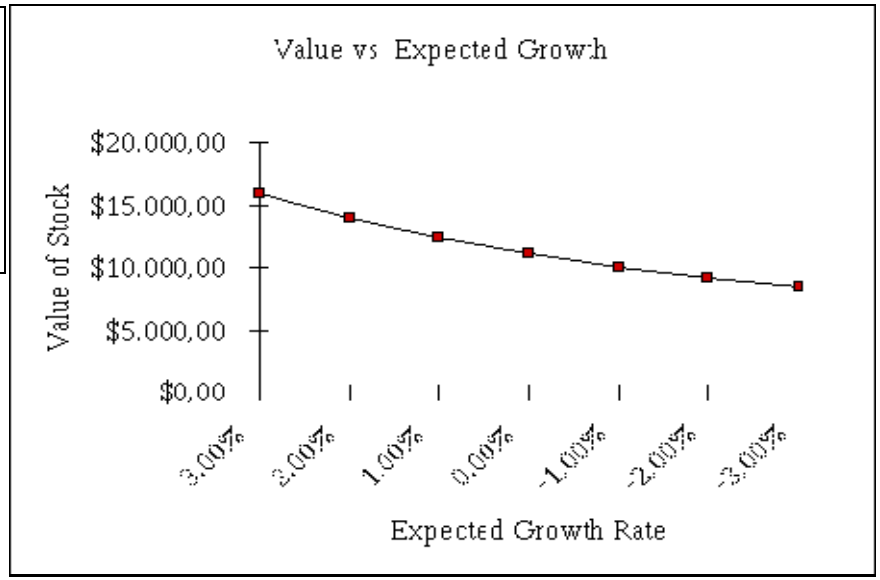
Custo do *Equity* =	**10,70%**
Custo do End.	**12,00%**
Custo do Capital =	**10,70%**

Resultados Obtidos no Modelo FCFF

Valor da Firma	**R$12.390,72 mil**

Sensibilidade ao crescimento na perpetuidadade

Taxa de Cresc.	*Valor*
3,00%	$15.918,18
2,00%	$13.951,72
1,00%	$12.390,72
0,00%	$11.121,50
-1,00%	$10.069,23
-2,00%	$9.182,68
-3,00%	$8.425,55



5.3 Faixa de preço pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado

Considerando-se os resultados obtidos nos itens 5.1.(FCFE) e 5.2.(FCFF), tem-se a faixa do Valor Econômico:

Método	FCFE	FCFF
R$ mil	11.979	12.391
n. ações mil	1.845	1.845
R$ por ação	**6,49**	**6,72**

6. Qualificações e Declarações do Avaliador

6.1. Inter-link Consultoria de Mercado de Capitais

A Inter-Link Consultoria de Mercado de Capitais Ltda, CNPJ no. 86.685.047/0001-51, foi fundada em 1994 por Maria Cecilia Rossi, após acumular mais de dez anos de experiência na área de mercado de capitais, nos setores público e privado. De acordo com o Contrato Social atualizado em 26/ago/2005, a Inter-link tem por objeto social da sociedade, entre outros, os serviços técnicos de natureza econômico-financeira, nos termos da legislação vigente e das disposições previstas na Resolução no. 1536/85 do Conselho Federal de Economia. Estão incluídos nessa atividade, sem limitar, os serviços de perícias, laudos de avaliação de ativos para abertura e fechamento de capital de empresas.

Conforme disposto no artigo 8º. da Instrução CVM 361/2002, comprova a experiência da Inter-link na elaboração de laudo de avaliação o trabalho executado para a companhia Mehir Holding (relatório de viabilidade econômico-financeira para abertura de capital de empresa em fase de constituição), cuja oferta pública foi registrada na CVM em 2001, tendo como líder o Banco Itaú-BBA.

6.2. Analista Responsável

A responsável pela avaliação é Lucy Aparecida de Sousa, analista certificada e registrada junto à CVM, com experiência no mercado de Capitais desde 1980. Trabalhou como Analista de Investimento no Unibanco (1980-86) e como Analista de Investimento e Gerente de *Underwriting* no Citibank (1986-91). Nessas duas instituições elaborou projeções de resultados para companhias abertas, bem como avaliações para companhias abertas e fechadas. No período 1993-95 atuou como consultora independente, tendo participado de equipes que fizeram avaliações no Programa de Desestatização do Governo Federal, destacando-se as seguintes avaliações: Embraer e participações minoritárias da Petroquisa. Desde 1996 é Consultora Associada da Inter-link Consultoria de Mercado de Capitais, desenvolvendo projetos especiais nas áreas de regulamentação do mercado de capitais, avaliação de companhias e abertura e

fechamento de capital. Atualmente é Vice-Presidente da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - Apimec-SP (Gestão 2005-6) e foi Diretora da Apimec-SP na gestão 2003-4.

A Analista é Doutora em Economia pela Unicamp, pós-graduada em Economia pela PUC-SP e graduada em Economia e Ciências Sociais pela USP. É professora universitária, ministrando as disciplinas de Mercado de Capitais e Economia de Empresas, para graduação e pós-graduação. Para fins de aperfeiçoamento na área de avaliação, fez parte do grupo restrito de alunos do Prof. PHD Aswart DAMODARAN no Seminário Avançado em Finanças Corporativas: *Advanced Topics in Valuation,* ministrado em São Paulo, em 2005.

6.3. Declarações do Avaliador nos termos do artigo 8.o da Instrução CVM 361/2002

A Inter-link Consultoria de Mercado de Capitais, responsável pela elaboração do Laudo de Avaliação, declara que:

(i) dentre os critérios de avaliação constantes do Laudo de Avaliação, considerou o critério do fluxo de caixa descontado o mais adequado à definição do preço justo;

(ii) não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções; e

(iii) o Laudo de Avaliação teve o custo de R$ 20.000,00, o qual foi suportado integralmente pela Ofertante.

7. Referências Bibliográficas

BACRAFT (2005) “Confortex 2005” Estudo de mercado.

DAMODARAN, Aswath (1997) **Avaliação de Investimentos:** ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro:Qualitymark.

DAMODARAN, Aswath (2005) Seminário Avançado em Finanças Corporativas: *Advanced Topics in Valuation*. São Paulo: *Alliance Corporate Education*.Apostila.