Laudo de Avaliação conforme Instrução CVM n° 361

Vigor Alimentos S.A.

15 de agosto de 2013

CONFIDENCIAL

Nota Importante

1. O Banco Bradesco BBI S.A. (“Bradesco BBI” ou “Avaliador”) foi contratado pela FB Participações S.A. (“FB” ou “Ofertante”), na qualidade de acionista controlador da Vigor Alimentos S.A. (“Vigor” ou “Companhia”), para preparar um laudo de avaliação (“Laudo de Avaliação”) da Companhia, no contexto da oferta pública de permuta de ações de emissão da Vigor por ações de emissão da JBS S.A. (“JBS”) conforme fato relevante emitido pela Companhia em 24/07/2013 (“OPA”), nos termos da Instrução CVM nº 361/02, conforme alterada (“ICVM-361”).
2. Este Laudo de Avaliação foi preparado exclusivamente em português e, caso venha a ser traduzido para outro idioma, a versão em português deverá prevalecer para todos os efeitos. Este Laudo de Avaliação foi preparado para uso exclusivamente no contexto da OPA nos termos da ICVM-361, não devendo ser utilizado para quaisquer outros propósitos, incluindo, sem limitação, para fins do artigo 8º da Lei nº 6.404/76. Este Laudo de Avaliação não deve ser utilizado para qualquer outra finalidade que não no contexto da OPA sem a autorização prévia e por escrito do Bradesco BBI.
3. A data base utilizada para este Laudo de Avaliação é 30/06/2013.
4. A Companhia foi avaliada de forma independente (“*Stand Alone*”) e o eventual sucesso ou insucesso da OPA não foi considerado no resultado deste Laudo de Avaliação. O Bradesco BBI não expressa qualquer opinião sobre os efeitos positivos ou negativos que eventualmente possam ser gerados para a Companhia e/ou seus acionistas como consequência da OPA e não assume qualquer responsabilidade em relação ao seu resultado.
5. O Bradesco BBI não fez e não faz qualquer recomendação, explícita ou implícita, a respeito dos termos e condições da OPA.
6. O presente Laudo de Avaliação não levou em consideração quaisquer avaliações prévias da Companhia ou de quaisquer valores mobiliários de sua emissão, efetuadas pelo Bradesco BBI ou por qualquer outra instituição, no contexto de quaisquer operações, ofertas ou negociações passadas envolvendo a Companhia.
7. Este Laudo de Avaliação não constitui um julgamento, opinião ou recomendação à administração ou acionistas da Companhia ou a qualquer terceiro quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão de realização ou de aceitação da OPA. Este Laudo de Avaliação, incluindo suas análises e conclusões, (i) não constitui uma recomendação para qualquer membro do Conselho de Administração ou acionista da Companhia ou da própria Companhia, tampouco de quaisquer de suas controladoras, controladas ou coligadas sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à OPA; e (ii) não poderá ser utilizado para justificar o direito de voto de qualquer pessoa sobre qualquer assunto, inclusive acionistas da Companhia.
8. O Bradesco BBI, seus administradores, empregados, consultores, agentes ou representantes não fazem, nem farão, expressa ou implicitamente, qualquer declaração ou garantia em relação à precisão ou completude de quaisquer das Informações Disponibilizadas (definidas a seguir) pela Companhia ou por terceiros por ela contratados (incluindo estudos, projeções ou previsões, ou, ainda, premissas ou estimativas nas quais tais projeções e previsões se basearam) utilizadas para a elaboração deste Laudo de Avaliação. Além disso, o Bradesco BBI não assume nenhuma obrigação de conduzir, e não conduziu, nenhuma inspeção física das propriedades ou instalações da Companhia. O Bradesco BBI não é um escritório de contabilidade e não prestou serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA. O Bradesco BBI não é um escritório de advocacia e não prestou serviços legais, regulatórios, tributários ou fiscais em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA.
9. Ademais, o Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar relacionada à exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência, razoabilidade e precisão das Informações Disponibilizadas (definidas a seguir), as quais são de única e exclusiva responsabilidade da Companhia. O Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade pela verificação independente e não verificou independentemente, quaisquer informações, sejam públicas ou privadas, relacionadas à Companhia, incluindo sem limitação, quaisquer informações financeiras, estimativas ou projeções consideradas para a preparação deste Laudo de Avaliação. Nada contido neste Laudo de Avaliação será interpretado ou entendido como sendo uma declaração do Bradesco BBI quanto ao passado ou ao futuro da Companhia.

Nota Importante (continuação)

10. As informações demográficas, macroeconômicas, regulatórias, do mercado de ações e dos mercados de atuação da Companhia mencionadas neste Laudo de Avaliação, quando não disponibilizadas pela Companhia ou pelos seus Representantes Indicados (definidos a seguir), foram baseadas, dentre outras, em fontes públicas reconhecidas e consideradas confiáveis.

11. As informações contidas neste Laudo de Avaliação refletem as condições financeiras da Companhia em 30/06/2013, e de acordo com as Informações Disponibilizadas (definidas a seguir), de forma que qualquer alteração nestas condições posteriormente a esta data ou nas Informações Disponibilizadas (definidas a seguir) poderá alterar os resultados ora apresentados. O Bradesco BBI não está obrigado, a qualquer tempo, a atualizar, revisar, reafirmar ou revogar qualquer informação contida neste Laudo de Avaliação, no todo ou em parte, ou a fornecer qualquer informação adicional relacionada a este Laudo de Avaliação.

12. Para fins da avaliação por valor econômico, como faculta o art. 8º da ICVM-361 e conforme o Anexo III, Inciso XII alínea "a" itens 1 e 2, alínea "b" e alínea "c" item 1 da mesma instrução, a Companhia foi avaliada de acordo com a metodologia do fluxo de caixa descontado ("FCD"), pelo preço médio ponderado de cotação das ações da Companhia ("VWAP"), com base nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à 24/07/2013, data de publicação do fato relevante ("Fato Relevante") e entre a 25/07/2013 e 14/08/2013, data deste Laudo de Avaliação, e pelo valor do patrimônio líquido por ação da Companhia apurado em 30/06/2013. Para fins de cálculo do valor das ações representativas do capital social da Companhia ("Valor do Equity"), do valor econômico-financeiro total da Companhia ("Valor da Firma"), foram descontadas as dívidas líquidas e outros ajustes de ativos e passivos da Companhia em 30/06/2013 ("Dívida Líquida" e "Ajustes", respectivamente). Não foram utilizados outros métodos de avaliação, particularmente aqueles descritos nos itens 2 e 3 da alínea "c" e alínea "d" do Inciso XII do Anexo III da ICVM-361 (respectivamente, múltiplos de mercado, múltiplos de transações comparáveis e outros critérios).

13. Os trabalhos de avaliação econômico-financeira, mais especificamente aqueles cuja abordagem utilizada é o FCD, pressupõem premissas específicas e um nível de subjetividade cujas limitações são descritas a seguir: (i) algumas das considerações descritas neste Laudo de Avaliação são baseadas em eventos futuros e incertos que fazem parte da expectativa da administração da Companhia e, portanto, estes eventos futuros podem não ocorrer e os resultados apresentados neste documento poderão diferir dos números reais; e (ii) os fatores que podem resultar em diferenças entre os fluxos de caixa projetados e os resultados reais incluem mudanças no ambiente externo, alterações no ambiente interno da Companhia e diferenças de modelagem financeira. O método de FCD não antecipa mudanças nos ambientes interno e externo em que a empresa está inserida, exceto aquelas apontadas neste Laudo de Avaliação.

14. Nos termos do Anexo III da ICVM-361, as informações constantes no Laudo de Avaliação foram baseadas nas demonstrações financeiras revisadas da Vigor. O trabalho de avaliação do Bradesco BBI utilizou como base documentos disponibilizados pela Companhia e, adicionalmente, (a) em determinadas informações e/ou documentos gerenciais relativos à Companhia, fornecidos por sua administração ou por terceiros por ela contratados ("Representantes Indicados") por escrito ou por meio de discussões mantidas com os Representantes Indicados, e (b) em informações disponíveis ao público em geral. As seguintes informações ou documentos foram disponibilizados pela Companhia ao Bradesco BBI, até 14/08/2013 (em conjunto, as "Informações Disponibilizadas"): (i) informações e demonstrações financeiras e operacionais históricas da Companhia; (ii) estrutura societária da Companhia; (iii) planos de negócios da Companhia ("Planos de Negócios" e individualmente "Plano de Negócios"); e (iv) demais informações públicas. Na elaboração deste Laudo de Avaliação, o Bradesco BBI também levou em consideração outros aspectos que entendeu necessários, incluindo o julgamento das condições econômicas, monetárias e de mercado.

15. As Informações Disponibilizadas (especificamente o Plano de Negócios) utilizadas foram discutidas com os representantes da Companhia durante o processo de elaboração do Laudo de Avaliação. Dado que a análise e os valores são baseados em previsões de resultados futuros, informados pela administração da Companhia, eles não necessariamente indicam a realização de resultados financeiros reais e futuros para a Companhia, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os utilizados neste Laudo de Avaliação.

Nota Importante (continuação)

16. O Bradesco BBI presume e confia na exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência, razoabilidade e precisão de todas as Informações Disponibilizadas, seja por escrito ou por meio de discussão com os Representantes Indicados, seja por se encontrarem publicamente disponíveis. Não fez parte de nosso trabalho nenhum procedimento de auditoria, *due diligence* ou consultoria tributária, e tampouco foram efetuadas investigações sobre os títulos de propriedade da empresa envolvida neste Laudo de Avaliação, nem verificações da existência de ônus ou gravames sobre eles.

17. O Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade pela exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência, razoabilidade e precisão das Informações Disponibilizadas, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas. O Bradesco BBI foi assegurado pela Companhia de (i) que todas as Informações Disponibilizadas são completas, corretas e suficientes, (ii) que todas as Informações Disponibilizadas foram preparadas de forma razoável e que refletem as melhores estimativas e avaliações na época em que foram disponibilizadas e o melhor juízo por parte da administração da Companhia quanto ao seu desempenho financeiro futuro e (iii) que, desde a data da entrega das Informações Disponibilizadas e até o presente momento, a Companhia não tem ciência de qualquer informação que impacte materialmente o negócio, a situação financeira, os ativos, os passivos, as perspectivas de negócio, as transações comerciais ou o número de ações emitidas pela Companhia, assim como não têm ciência de qualquer outro fato significativo que pudesse alterar o seu desempenho futuro, as Informações Disponibilizadas, ou torná-las incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materiais ou que poderia causar um efeito material nos resultados e análises neste Laudo de Avaliação.

18. O Bradesco BBI não assumiu a responsabilidade de conduzir ou conduziu (i) qualquer avaliação ou reavaliação dos ativos e passivos contabilizados ou não (contingentes ou não) da Companhia; (ii) revisão ou auditoria das demonstrações financeiras e dos documentos que embasaram a elaboração das análises contidas neste Laudo de Avaliação; (iii) auditoria técnica das operações da Companhia; (iv) avaliação da solvência ou valor justo da Companhia, de acordo com qualquer legislação estadual ou federal relacionada à falência, insolvência ou questões similares; ou (v) qualquer inspeção física das propriedades, instalações ou ativos da Companhia. O Bradesco BBI não presta serviços de auditoria, de contabilidade, de consultoria geral ou estratégica, de assessoria jurídica e a elaboração deste Laudo de Avaliação pelo Bradesco BBI não inclui qualquer serviço ou aconselhamento desta natureza.

19. As estimativas e projeções presentes neste Laudo de Avaliação são intrinsecamente sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão além do controle da Companhia, assim como do Bradesco BBI, especialmente aqueles cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos. Assim, o Bradesco BBI não será responsável de qualquer forma caso os resultados futuros da Companhia difiram dos resultados apresentados no Plano de Negócios e/ou neste Laudo de Avaliação. Não há nenhuma garantia de que os resultados futuros da Companhia corresponderão às projeções financeiras utilizadas como base para a análise feita neste Laudo de Avaliação, e, nesse sentido, as diferenças entre as projeções utilizadas e os resultados financeiros da Companhia poderão ser relevantes. Os resultados futuros da Companhia também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado.

20. Os resultados reais futuramente verificados podem divergir significativamente daqueles sugeridos neste Laudo de Avaliação. Dessa forma, o Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar caso os resultados futuros sejam diferentes das estimativas e projeções apresentadas neste Laudo de Avaliação e não presta qualquer declaração ou garantia em relação a tais estimativas e projeções. O Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade em relação às estimativas e projeções contidas no Plano de Negócios, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas. Ademais, o Bradesco BBI não assume qualquer obrigação de aconselhar qualquer pessoa acerca de qualquer mudança em qualquer fato ou matéria que afete o presente Laudo de Avaliação, de que tenha tomado conhecimento posteriormente à data deste documento que afete o presente Laudo de Avaliação.

Nota Importante (continuação)

21. A elaboração deste Laudo de Avaliação é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e que não é suscetível a uma análise parcial ou descrição resumida. O Bradesco BBI não atribui importância específica a determinados fatores considerados neste Laudo de Avaliação, mas, pelo contrário, realizou uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores aqui considerados. Desse modo, este Laudo de Avaliação deve ser analisado como um todo e a análise de partes selecionadas, sumários ou aspectos específicos deste Laudo de Avaliação, sem o conhecimento e análise deste Laudo de Avaliação em sua totalidade, pode resultar num entendimento incompleto e incorreto da análise realizada pelo Bradesco BBI e das conclusões deste Laudo de Avaliação. As conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação referem-se unicamente à operação da OPA e não são extensivas a quaisquer outras questões ou operações, presentes ou futuras, relativas à Companhia ou ao setor que atuam.

22. Avaliações de empresas e setores elaborados também pelo Bradesco BBI poderão tratar premissas de mercado de modo diferente da abordagem contida neste Laudo de Avaliação, de forma que os departamentos de pesquisa e outros departamentos do Bradesco BBI e empresas relacionadas podem utilizar em suas análises, relatórios e publicações, estimativas, projeções e metodologias diferentes daquelas utilizadas neste Laudo de Avaliação, podendo tais análises, relatórios e publicações conter conclusões diversas das descritas neste Laudo de Avaliação.

23. Este Laudo de Avaliação não é e não deve ser utilizado como (i) uma opinião sobre a adequação ("*Fairness Opinion*") da OPA; (ii) uma recomendação relativa a quaisquer aspectos da OPA; (iii) um laudo de avaliação emitido para quaisquer fins que não aqueles previstos na ICVM-361 e, se a OPA for eventualmente registrada na *U.S. Securities and Exchange Commission* ("SEC") e/ou divulgada nos Estados Unidos da América em razão de regras emitidas pela SEC, aqueles previstos nas leis e regulamentação aplicáveis dos Estados Unidos da América; ou (iv) uma opinião sobre a adequação ou uma determinação do preço justo da OPA. Este Laudo de Avaliação não foi compilado ou elaborado visando ao cumprimento de qualquer dispositivo legal ou regulamentar no Brasil ou no exterior, exceto por aqueles aplicáveis à OPA.

24. Este Laudo de Avaliação busca indicar somente o intervalo de valor razoável para as ações no âmbito da OPA, nas datas-base utilizadas em cada metodologia, nos termos da ICVM-361, e não avalia qualquer outro aspecto ou implicação da OPA ou qualquer contrato, acordo ou entendimento firmado com relação à OPA. Este Laudo de Avaliação não trata dos méritos da OPA se comparada a outras estratégias comerciais que podem estar disponíveis para a Companhia e/ou para seus acionistas, nem trata da eventual decisão comercial dos mesmos de realizar e/ou aceitar a OPA. Os resultados apresentados neste Laudo de Avaliação referem-se exclusivamente à OPA e não se aplicam a qualquer outra questão ou operação, presente ou futura, relativa à Companhia ou ao grupo econômico do qual fazem parte ou aos setores em que atuam.

Índice

I. Sumário executivo 07

II. Informações sobre o Avaliador 11

III. Informações sobre a Companhia 18

IV. Avaliação da Companhia 28

Anexos

A. Custo médio ponderado do capital (WACC) 40

B. Dívida financeira líquida e outros ajustes 42

C. Glossário 44

Seção I

Sumário executivo

Sumário executivo

Metodologias de avaliação e resumo dos resultados

Contexto e metodologias de avaliação

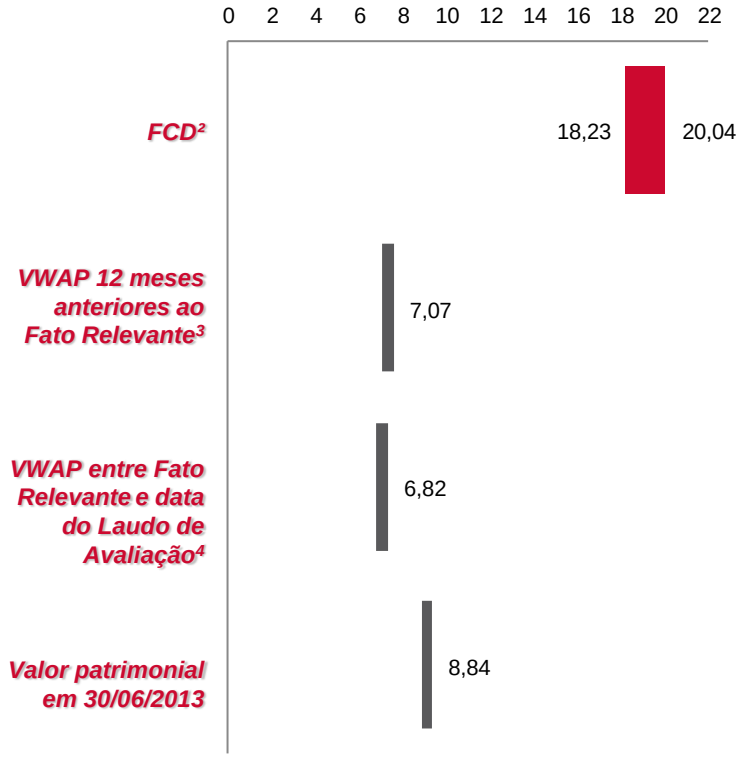
- Conforme disposições constantes da ICVM-361, o Bradesco BBI conduziu a avaliação das ações de emissão da Companhia de acordo com as seguintes metodologias:

Valor econômico (FCD)[1]	• Calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado ("FCD")
Valor de mercado histórico das ações (VWAP)	• Preço médio histórico ponderado das ações da Companhia em bolsa de valores
Valor patrimonial	• Valor do patrimônio líquido por ação em 30/06/2013

- A avaliação por valor econômico foi considerada pelo Bradesco BBI como a mais adequada na definição do preço justo, pois captura o desempenho futuro esperado da Companhia, em linha com seu Plano de Negócios
  - Adicionalmente, o valor de mercado histórico das ações não reflete corretamente o valor da Companhia em função da reduzida liquidez[5]
- O resumo da avaliação, de acordo com as metodologias acima elencadas, é demonstrado no gráfico ao lado

Resumo da avaliação da Companhia por diferentes metodologias

R$ por ação



Fonte: Bradesco BBI
Nota: (1) Detalhes da avaliação na seção IV; (2) Intervalo de preço por ação respeita o limite da variação máxima de até 10% (dez por cento) entre os pontos mínimo e máximo, conforme definido na ICVM-361; (3) De 25/07/12 a 24/07/13; (4) De 25/07/13 a 14/08/13'''; (5) Nos últimos 12 meses anteriores à data do Fato Relevante, a Companhia apresentou volume médio diário negociado de R$15.703, enquanto as ações ordinárias da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A ("Usiminas"), ações que apresentam o menor volume médio diário negociado nos últimos 12 meses entre as companhias do Índice Ibovespa, apresentou volume médio diário negociado de R$5,7 milhões no mesmo período

Bradesco BBI

Sumário executivo

Metodologias de avaliação conforme ICVM-361

Comparação das metodologias de avaliação e sua aplicabilidade

Metodologia	Descrição e informações utilizadas	Considerações
Fluxo de caixa descontado ("FCD")	• Análise fundamentalista com base nas projeções econômico-financeiras de longo prazo da Companhia • Análise suportada pelo Plano de Negócios de longo prazo da Companhia	• Reflete as melhores estimativas da administração da Companhia quanto ao seu desempenho e resultados futuros • Captura as perspectivas de crescimento de longo prazo da administração da Companhia • Identifica os principais fatores de criação de valor e permite avaliar a sensibilidade de valor a esses fatores conforme Plano de Negócios da Companhia • Projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas
Valor de mercado histórico das ações	• Valor médio diário da cotação de mercado ponderado pelo volume negociado • Valor histórico ponderado das ações em bolsa de valores em determinado período	• Reflete expectativas de valor de mercado para a Companhia. • O valor de mercado das ações pode ser afetado por fatores não necessariamente relacionados ao desempenho da Companhia, como por exemplo: liquidez das ações, re-balanceamento de portfólios por investidores, custos de transação, tributação, entre outros – Ações da Companhia tem seu valor de mercado negativamente impactados pela falta de liquidez conforme, nota 5 da página 8 • Metodologia objetiva
Valor patrimonial	• Valor por ação com base no valor contábil do patrimônio líquido da Companhia	• Não captura perspectivas futuras de geração de valor aos acionistas, à medida em que reflete somente o desempenho histórico da Companhia • Valor contábil que não reflete necessariamente a perspectiva econômica de geração de valor • Sensível a padrões contábeis utilizados • O valor dos ativos, líquidos do valor dos passivos, mesmo que atualizados, pode não refletir adequadamente a expectativa de geração de caixa da Companhia

Bradesco BBI favoreceu a metodologia de fluxo de caixa descontado por acreditar que esta é a que melhor captura o desempenho futuro esperado da Companhia, em linha com seu Plano de Negócios

Fonte: Bradesco BBI

Sumário executivo

Breve sumário das premissas de análise pela metodologia de fluxo de caixa descontado

Principais premissas utilizadas no FCD

- Data base de avaliação: 30/06/2013
- Projeções financeiras com base no Plano de Negócios da Companhia até 2022
- Período de projeção: 30/06/2013 a 31/12/2022
- Moeda: R$ nominais
- WACC: estimado com base no *Capital Asset Pricing Model* - CAPM, em US$ nominais e convertido a R$ nominais pela expectativa do diferencial de inflação de longo prazo entre Brasil e EUA
- Valor terminal: calculado com base no fluxo de caixa livre da Companhia normalizado para o ano de 2022, levando-se em consideração um crescimento nominal na perpetuidade de 4,5% a.a.
- Valor da Firma (FV): somatória do valor presente dos fluxos de caixa livres projetados adicionado do valor presente do valor terminal

Destaques das projeções financeiras consolidadas[1]

R$ milhões

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Receita líquida	3.498,1	4.061,6	4.848,4	5.725,7	6.680,9
Lucro Bruto	902,8	1.102,9	1.332,6	1.600,4	1.891,7
Margem bruta	*25,8%*	*27,2%*	*27,5%*	*28,0%*	*28,3%*
EBITDA	245,2	315,5	413,6	544,4	697,0
Margem EBITDA	*7,0%*	*7,8%*	*8,5%*	*9,5%*	*10,4%*
EBIT	194,5	252,7	336,1	449,2	581,1
Margem EBIT	*5,6%*	*6,2%*	*6,9%*	*7,8%*	*8,7%*
FCL	24,8	223,9	169,5	294,5	383,0

Principais premissas do Plano de Negócios da Companhia

- Receita líquida cresce a uma taxa média (CAGR) de 17,6% a.a. de 2013 a 2017, com base no Plano de Negócios da Companhia. A partir de 2017, crescimento da receita começa a se estabilizar até atingir 4,5% em 2022, refletindo expectativa da Companhia
- Margem bruta: a partir de 2013, assumiu-se a recuperação da margem bruta, refletindo expectativa da Companhia quanto à normalização dos preços em relação a seus concorrentes e a mudança do portfólio de produtos para itens de maior valor agregado
- Margem EBITDA: melhora de margem EBITDA a partir de 2013, refletindo retomada de rentabilidade e ganhos operacionais
- Investimento em ativo fixo (CAPEX): contempla o investimento na expansão da capacidade produtiva e da estrutura logística, conforme planos de expansão da Companhia, além de investimentos para a manutenção dos ativos imobilizados
- Alíquota de IR/CSLL[2]: 34%

Custo médio ponderado de capital (WACC)[3]

Apuração do WACC	
Taxa Livre de Risco - Rf	2,7% a.a.
Beta ajustado - β	0,75
USA - *Market Risk Premium* (%) - MRP	6,7% a.a.
Risco Brasil - Z	2,3% a.a.
Diferencial de inflação - Brasil x USA	2,5% a.a.
Custo de capital próprio nominal = Ke	**12,7% a.a.**
Custo de capital de terceiros em R$	13,4% a.a.
Alíquota IR e CSLL no Brasil	34,0%
Custo de capital de terceiros nominal = Kd X (1 - T)	**8,9% a.a.**
Valor do *Equity* / Valor da Firma = E	89,0%
Dívida Líquida / Valor da Firma = D	11,0%
WACC nominal em R$	**12,3% a.a.**

Fonte: Companhia e Bradesco BBI
Nota: (1) Considera projeções de 100% da Vigor, Itambé e Dan Vigor; (2) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre Lucro Líquido; (3) Detalhamento do cálculo do WACC e suas respectivas premissas encontram-se no Anexo A do Laudo de Avaliação

Bradesco BBI

Seção II

Informações sobre o Avaliador

Informações sobre o Avaliador

Credenciais do Bradesco BBI

Ano	Cliente	Objeto da avaliação	Contexto	Indústria
2013	Anhanguera	Anhanguera / Kroton Educacional	*Fairness Opinion* para o acordo de associação entre Anhanguera e Kroton	Educação
2012	JBS (1)	VIGOR	Laudo de avaliação para a OPA de permuta de ações de JBS e Vigor	Alimentos
2011	**GFV Participações** (1)	Marisol	Laudo de avaliação para a OPA de fechamento de capital da Marisol	Varejo
2011	Kroton Educacional	UNOPAR	Relatório de avaliação para o conselho de administração da Kroton na aquisição da Unopar	Educação
2011	LAN (1)	TAM	Laudo de avaliação para a OPA de permuta de ações entre TAM e LAN	Transportes aéreos
2011	**Folhapar** (1)	UOL	Laudo de avaliação para a OPA de fechamento de capital da UOL	Mídia
2011	oi **Telemar Norte Leste**	**Telemar Norte Leste** **Tele Norte Leste Participações** **Brasil Telecom**	Assessoria ao Comitê Especial Independente na reorganização societária do Grupo Oi	Telecomunicações
2010	CEMIG	Light	Laudo de avaliação para aquisição de participação na Light	Energia
2010	CETIP	grv	Laudo de avaliação para aquisição de controle acionário	Financeiro
2009	Braskem	QUATTOR	Laudo de avaliação para aquisição de controle acionário	Petroquímica
2009	MELHORAMENTOS (1)	**Melpaper S.A.**	Laudo de avaliação para oferta pública de aquisição de ações da Melpaper S.A.	Papel e Celulose
2009	CEMIG	Light	Laudo de avaliação para aquisição de participação da AG Concessões na Light	Energia

Fonte: Bradesco BBI
Nota: (1) Laudos de avaliação de acordo com ICVM-361

Informações sobre o Avaliador

Credenciais do Bradesco BBI (cont.)

Ano	Cliente	Objeto da avaliação	Contexto	Indústria
2009	CEMIG	Light	Laudo de avaliação para aquisição de participação da Equatorial Energia na Light	Energia
2009	VCP Votorantim	ARACRUZ	Assessoria ao Comitê Especial Independente na transação de incorporação da Aracruz	Papel e Celulose
2009	AGRA INCORPORADORA, Klabin Segall, ABYARA	AGRE	Fusão das três companhias para criação da AGRE	Imobiliário
2009	Telemig Celular	vivo	Assessoria ao Comitê Especial Independente na transação de incorporação da Telemig pela Vivo	Telecomunicações
2009	Telemig Celular	Telemig Celular	Assessoria ao Comitê Especial Independente na transação de incorporação da Telemig Celular Participações	Telecomunicações
2009	Braskem	Petroquímica Triunfo	Laudo de avaliação para incorporação da Petroquímica Triunfo	Petroquímica
2009	IPU Participações[1]	ABYARA	Laudo de avaliação para OPA para oferta a minoritários decorrente de aquisição de controle	Imobiliário
2009	AGRA INCORPORADORA	ABYARA	Laudo de avaliação para aquisição de controle acionário da Abyara	Imobiliário
2008	BERTIN[1]	Leco	Laudo de avaliação para OPA de fechamento de capital da Leco	Alimentos
2008	BERTIN[1]	VIGOR	Laudo de avaliação para OPA de fechamento de capital da Vigor	Alimentos
2008	BOVESPA	BM&F BOVESPA A Nova Bolsa	Laudo de avaliação na fusão das companhias	Serviços Financeiros
2008	USIMINAS	UNIGAL	Laudo de avaliação para o aumento da participação da Nippon Steel na Unigal	Siderurgia
2007	CPM	CPM Braxis	Laudo de avaliação na fusão das companhias	Tecnologia da Informação

Fonte: Bradesco BBI
Nota: (1) Laudos de avaliação de acordo com ICVM-361

Informações sobre o Avaliador

Profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

Renato Ejnisman *Diretor Gerente,* *Bradesco BBI*	Renato Ejnisman é responsável pela área de banco de investimento do Bradesco BBI desde fevereiro de 2011. Possui mais de 14 anos de experiência em bancos de investimento e, antes do Bradesco BBI trabalhou, no Bank of America e na McKinsey & Company. No Bradesco BBI foi responsável pela cobertura dos setores de *private equity*, varejo, saúde e papel e celulose. Liderou e participou de diversas transações de fusões e aquisições, renda variável, emissões de dívida e oferta pública de ações com empresas de diversos setores. Renato é formado em física pela Universidade de São Paulo e possui um Ph.D em Física pela University of Rochester.
Cyrille Brunotte *Superintendente Executivo,* *Agronegócios*	Cyrille Brunotte é Superintendente Executivo responsável pela cobertura dos setores de transporte, logística, química e petroquímica e agronegócios no Bradesco BBI, desde outubro de 2010. Possui mais de 20 anos de experiência no mercado financeiro na Europa, Estados Unidos e Brasil. No Brasil, Cyrille liderou a execução de diversas transações de destaque nos setores de energia elétrica, petroquímica e açúcar e etanol, entre outros. Antes disso, atuou como diretor do Credit Agricole Securities USA, New York, responsável pela área de fusões e aquisições. Foi também responsável pelo departamento de banco de investimento do Credit Agricole no Brasil. Cyrille possui um mestrado em administração pela HEC Paris.
Alessandro Farkuh *Superintendente Executivo,* *Responsável pela área de Fusões e Aquisições*	Alessandro Farkuh, Responsável pela área de Fusões e Aquisições do Bradesco BBI, ingressou no banco em Novembro de 2007. Possui mais de 13 anos de experiência no mercado financeiro, tendo foco em Fusões e Aquisições desde 2001. Atuou também em projetos de fundo de *private equity* e planejamento financeiro para companhias brasileiras e multinacionais de médio e grande porte. Antes do Bradesco BBI trabalhou na Cicerone Capital, PricewaterhouseCoopers Corporate Finance e Exxel Fund, entre outros. Alessandro é formado em Administração de Empresas e possui especialização em Mercado Financeiro pela FIA – FEA/USP.
Rafael Beran Bruno *Superintendente Executivo,* *Fusões e Aquisições*	Rafael Beran Bruno, Superintendente Executivo na área de Fusões e Aquisições do Bradesco BBI, ingressou no banco em junho de 2011. Possui mais de 10 anos de experiência no mercado financeiro, com foco principal em operações de fusões e aquisições. Antes de se juntar ao Bradesco BBI, atuou na área de banco de investimento do Santander, Banco ABN AMRO e Banco Brascan, onde concluiu operações em diversos setores. Atuou também como consultor na Value Partners e Advisia. Rafael é formado em Administração de Empresas pela FGV-SP e possui Mestrado em Finanças pela London Business School.
Ricardo Urada *Associado,* *Alimentos e Bebidas*	Ricardo Urada, Associado da área de banco de investimento do Bradesco BBI, ingressou no banco em julho de 2011. Possui mais de 7 anos de experiência em banco de investimento, principalmente com foco em fusões e aquisições. Antes do Bradesco BBI trabalhou no Barclays Capital, no Banco Santander e no Banco ABN AMRO. O Sr. Urada participou de transações de fusões e aquisições e renda variável em diversos setores, incluindo alimentos e bebidas, petroquímico, energia, papel e celulose, mineração, logística e agronegócio. O Sr. Urada é formado em Administração de Empresas pela EAESP-FGV.
Sylvio Ribeiro *Associado*	Sylvio Ribeiro, Associado de banco de investimentos do Bradesco BBI, ingressou no banco em agosto de 2011, onde é responsável pela execução de transações de fusões e aquisições e renda variável. Anteriormente ao Bradesco BBI, trabalhou mais de 4 anos em consultoria estratégica, integrando o time da Bain & Company por 3 anos, onde realizou diversos projetos em empresas nacionais e multinacionais de grande porte, em diversos setores, como aviação, bens de consumo, varejo, *private equity*, serviços financeiros e telecomunicações no Brasil. Sylvio é formado em Administração pela EAESP/FGV.
Thiago Prando *Analista*	Thiago Prando, Analista de banco de investimentos do Bradesco BBI, ingressou no banco em agosto de 2010. Está envolvido principalmente em execução e suporte à originação em operações de renda variável e fusões e aquisições. Thiago participou de transações em diversos setores, como imobiliário, energia e saúde. Anteriormente, trabalhou na área de *Equity Research* do Banco Santander no segmento de Análise Quantitativa. Graduado em Administração pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo - USP.
Mário Vasconcelos *Analista*	Mário Vasconcelos, Analista de banco de investimentos do Bradesco BBI, ingressou no banco em maio de 2013, onde atua na execução de operações de fusões e aquisições e renda variável. Anteriormente ao Bradesco BBI, trabalhou na área de fusões e aquisições do Banco Votorantim. Mário é formado em Administração de Empresas pela FGV-EAESP.

Fonte: Bradesco BBI

Informações sobre o Avaliador

Declarações do Bradesco BBI, em atendimento ao disposto na ICVM-361

- Em atendimento ao disposto no Anexo III, item IV, da ICVM-361, declaramos que na data deste Laudo de Avaliação, o Bradesco BBI, diretamente ou através de suas controladoras, controladas ou pessoas a eles vinculadas, não possui ações de emissão da JBS ou da Vigor ou de qualquer de suas controladas, incluindo derivativos neles referenciados, seja em nome próprio ou sua administração discricionária.
- O Bradesco BBI não possui conflito de interesses com a Companhia e seus respectivos acionistas controladores e administradores, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração do Laudo de Avaliação. Pelos serviços referentes à preparação do Laudo de Avaliação, independentemente do sucesso ou insucesso da OPA, o Bradesco BBI receberá, da FB Participações, uma remuneração fixa de R$800.000,00 (oitocentos mil reais) líquida de impostos. Nos termos do contrato de prestação de serviços celebrado entre Bradesco BBI e FB Participações, a FB Participações concordou em ressarcir o Bradesco BBI e empresas relacionadas de quaisquer perdas ou responsabilidades imputadas ao Bradesco BBI por terceiros, em consequência da assessoria por ele prestada referente à elaboração deste Laudo de Avaliação.
- Na data deste Laudo de Avaliação, além do relacionamento referente à OPA, o Bradesco BBI e/ou demais instituições financeiras integrantes de seu conglomerado financeiro, mantém relacionamento comercial com a JBS, suas controladas, coligadas, incluindo as seguintes operações financeiras, que não impactam na análise realizada na elaboração deste Laudo de Avaliação:
  - Nota de crédito à exportação junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$523.000.000,00 (quinhentos e vinte e três milhões de reais);
  - Pré-pagamento de exportação junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$678.750.000,00 (seiscentos e setenta e oito milhões e setecentos e cinquenta mil reais);
  - ACC junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$485.500.000,00 (quatrocentos e oitenta e cinco milhões e quinhentos mil reais);
  - Finame junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$41.000.000,00 (quarenta e um milhões de reais);
  - Fiança junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$12.600.000,00 (doze milhões e seiscentos mil reais);
  - Nota promissória rural junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$7.500.000,00 (sete milhões e quinhentos mil reais);
  - *Leasing* junto ao Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R$1.200.000,00 (um milhão e duzentos mil reais);
  - O Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico figuram como debenturistas, no valor total de aproximadamente R$415.000.000,00 (quatrocentos e quinze milhões de reais);
  - O Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, também possui em contratos e/ou acordos comerciais referentes a cobrança, pagamento a fornecedores, cartões corporativos, seguros e folha de pagamentos

Informações sobre o Avaliador

Declarações do Bradesco BBI, em atendimento ao disposto na ICVM-361

- No curso normal de suas atividades, o Bradesco BBI poderá vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários da JBS, Vigor, suas controladas, coligadas, e suas respectivas controladoras, em nome próprio ou em nome de seus clientes e, consequentemente, poderá, a qualquer tempo, deter posições compradas ou vendidas com relação aos referidos valores mobiliários. Não obstante o relacionamento anteriormente descrito, o Bradesco BBI não possui outras informações comerciais e creditícias de qualquer natureza relativas a JBS, suas controladas, coligadas que possam impactar o Laudo de Avaliação. Em atendimento ao previsto no art. 8º, §6º e no Anexo III, item X, d, 5, ambos da ICVM-361, o Bradesco BBI declara que recebeu remuneração por serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados da FB Participações, da JBS ou da Vigor nos 12 (doze) meses anteriores à data deste Laudo de Avaliação, no valor total de aproximadamente R$8,0 milhões (oito milhões de reais), líquida de impostos.
- O Bradesco BBI declara que a FB Participações, a JBS ou a Vigor, seus acionistas controladores e seus administradores não direcionaram, interferiram, limitaram, dificultaram nem praticaram quaisquer atos que tenham comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das conclusões ora apresentadas, nem tampouco determinaram ou restringiram a capacidade do Bradesco BBI de determinar de forma independente as metodologias por ele utilizadas para alcançar as conclusões apresentadas no Laudo de Avaliação, ou restringiram a capacidade do Bradesco BBI de determinar as conclusões apresentadas no Laudo de Avaliação

Informações sobre o Avaliador

Declarações do Bradesco BBI, em atendimento ao disposto na ICVM-361 (cont.)

- O processo de aprovação interna dos laudos e relatórios de avaliação emitidos pelo Bradesco BBI compreende sua revisão por profissionais da Diretoria Jurídica do Bradesco BBI bem como um processo formal de revisão, discussão e eventual aprovação pelo Comitê de Avaliações e *Fairness Opinions*, composto por profissionais da área de banco de investimento. Durante as reuniões do Comitê de Avaliações e *Fairness Opinions* são discutidas e justificadas as principais premissas e metodologias utilizadas na elaboração das avaliações. A reunião do Comitê de Avaliações e *Fairness Opinions* que aprovou, por unanimidade, a emissão deste Laudo de Avaliação ocorreu no dia 14 de agosto de 2013.

- Para fins de atendimento ao disposto no artigo 8º, § 3º, da ICVM-361, o Bradesco BBI declara que os responsáveis pela elaboração do Laudo de Avaliação são os seguintes profissionais:

São Paulo, 15 de agosto de 2013

Renato Ejnisman	Cyrille Brunotte	Alessandro Farkuh

Seção III

Informações sobre a Companhia

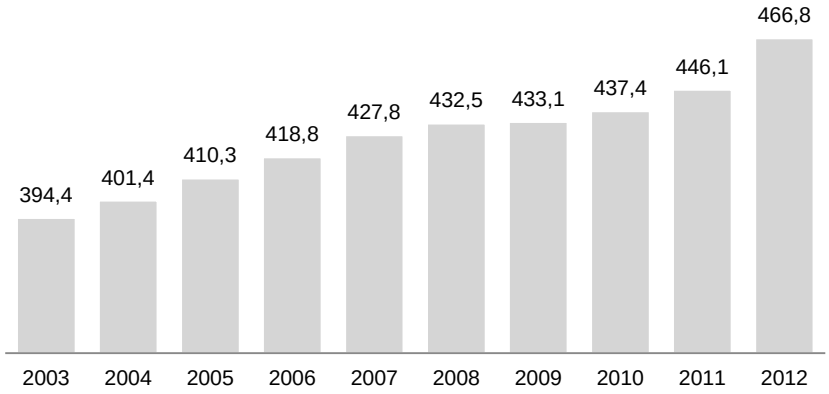
Informações sobre o setor de atuação da Companhia

Visão geral do setor lácteo no mundo

- De acordo com dados da FAO, o consumo de leite no mundo teve, no período 2001-2009, um crescimento médio anual de 2,6%, enquanto, no Brasil, o crescimento anual médio do consumo de leite foi de 4,1% durante o mesmo período, o que ilustra o potencial do setor
- Além disso, segundo a USDA, em 2012 o Brasil fechou o ano como responsável por 7,5% do consumo mundial, com um valor de 25,2 milhões de toneladas de leite consumidas

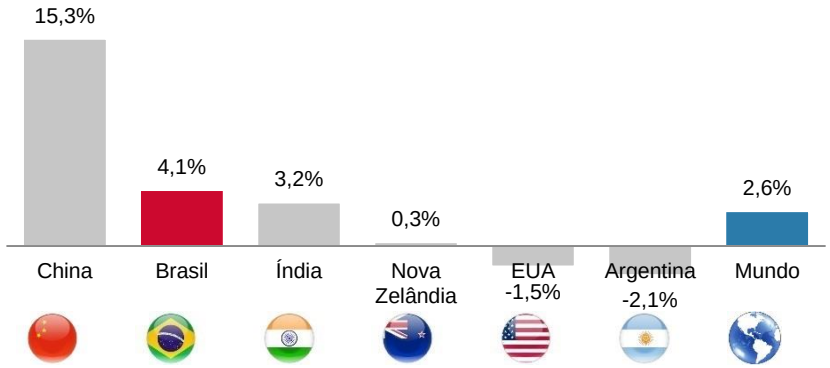
Produção mundial de leite[1]

Milhões de toneladas



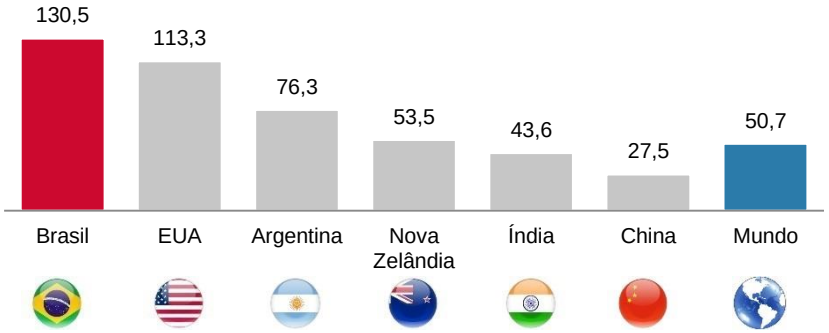
CAGR do consumo de leite

2001-2009



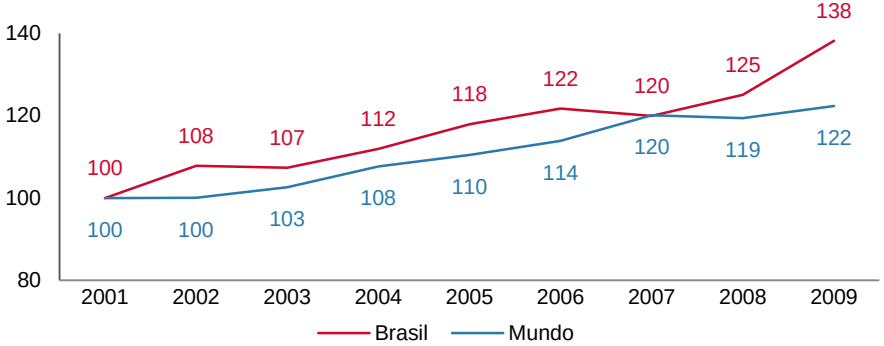
Consumo per capita de leite fluido dos maiores consumidores

Kg/habitante/ano



Curva de crescimento do consumo de leite

Base 100 (2001)



Fonte: Milkpoint; FAO
Nota: (1) Considera países selecionados: Canadá, México, EUA, Argentina, Brasil, UE, Rússia, Ucrânia, Índia, China, Japão, Austrália e Nova Zelândia

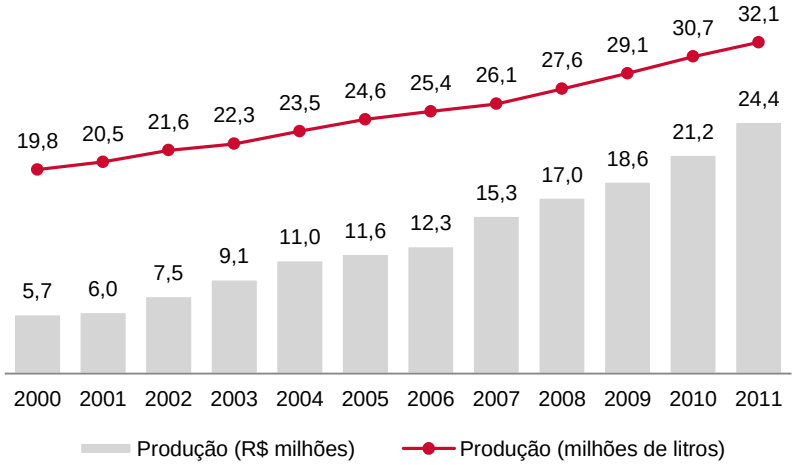
Informações sobre o setor de atuação da Companhia

Visão geral do setor lácteo no Brasil

- Brasil apresenta condições favoráveis ao crescimento da produção de leite e derivados, com amplo crescimento do rebanho de gado leiteiro, aumento da produtividade, forte crescimento do consumo e preços atrativos aos produtores

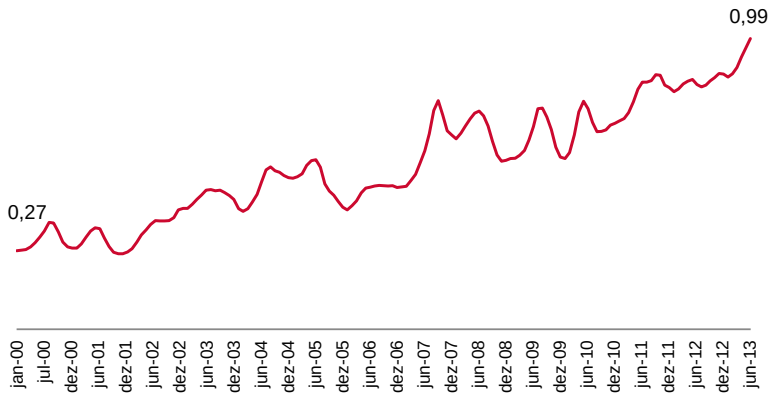
Produção anual de leite no Brasil

R$ milhões; milhões de litros



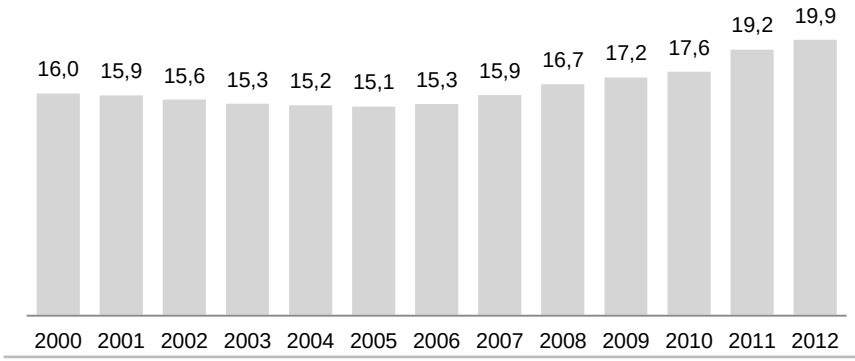
Preços médios recebidos pelos agricultores

R$ / litro



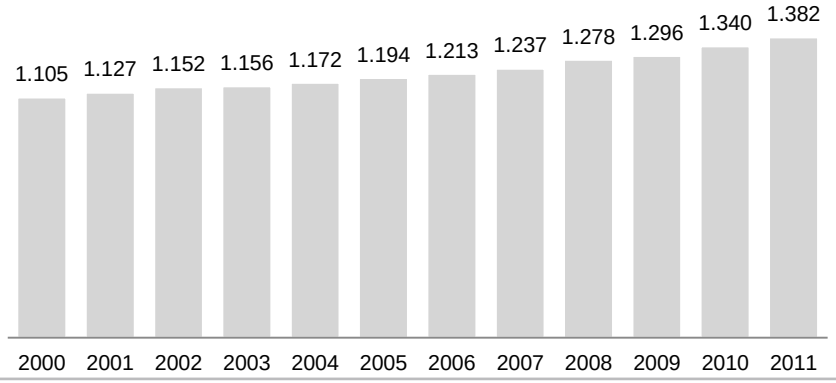
Rebanho brasileiro de vacas leiteiras

Milhões de cabeças



Produtividade brasileira na produção de leite

Litros / vaca ordenhada



Fonte: Ipeadata; DEPEC; ESALQ

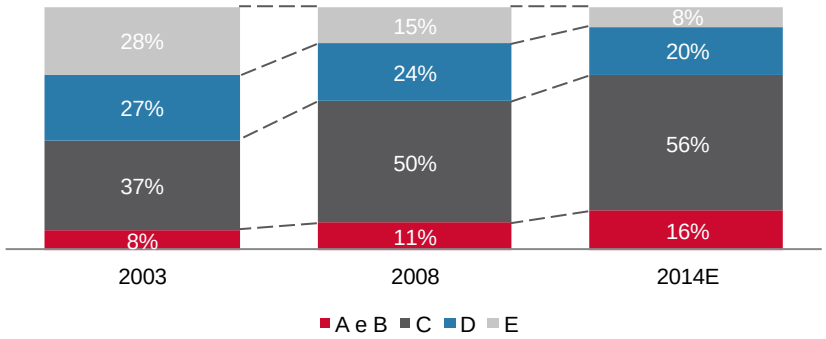
Informações sobre o setor de atuação da Companhia

Visão geral do setor lácteo no Brasil (cont.)

- Mercado brasileiro ainda tem como principal destino para o leite o consumo final do produto *in natura*. Porém, o aumento do poder aquisitivo da população e a migração de classes sociais deve impulsionar o consumo de produtos derivados do leite, que apresentam maior valor agregado

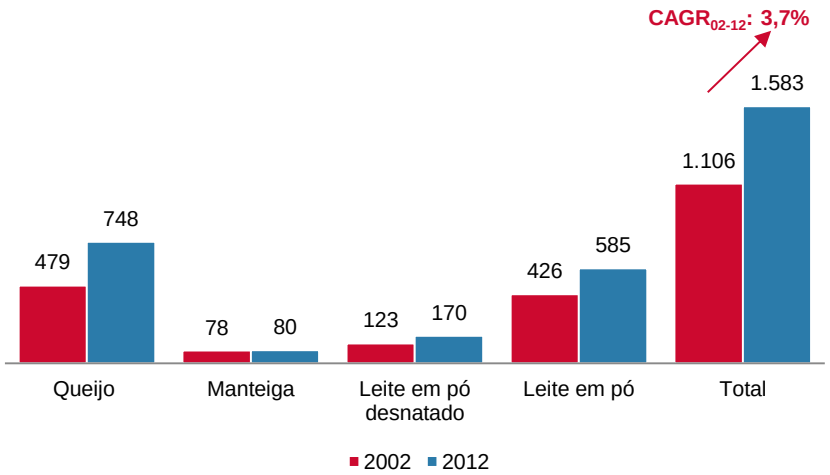
Participação das classes sociais no Brasil

% da população



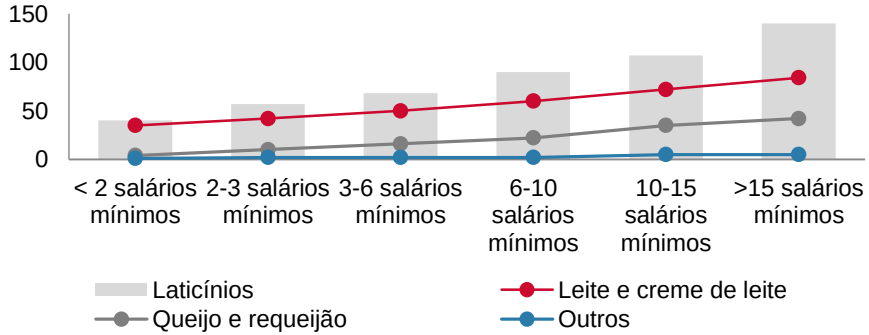
Consumo de produtos derivados de leite

Milhões de toneladas



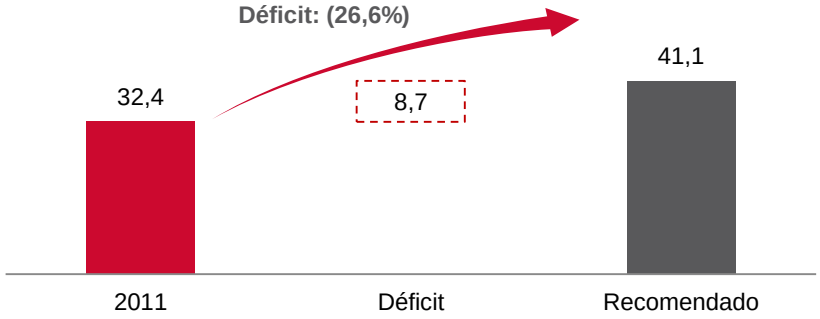
Consumo de leite por faixa salarial[1]

(Litro / habitantes / ano)[2]



Déficit de consumo de leite no Brasil[3]

Milhões de litros / ano



Fonte: Ipeadata; DEPEC; EMBRAPA; IBGE; Ministério Brasileiro da Saúde

Nota: (1) Baseado no salário mínimo brasileiro, de R$678; (2) Medida internacional, que converte todo tipo de laticínio (manteiga, iogurte, requeijão, etc.) em litros de leite; (3) De acordo com o Ministério Brasileiro da Saúde

Bradesco BBI

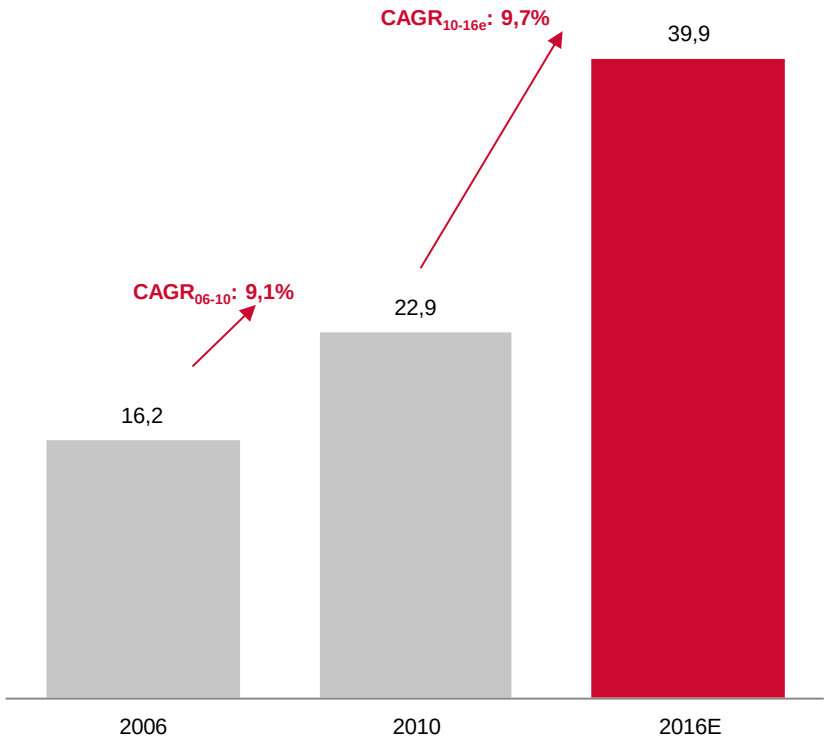
Informações sobre o setor de atuação da Companhia

Visão geral do setor lácteo no Brasil (cont.)

- O mercado de produtos lácteos deverá crescer a uma taxa de crescimento anual composta de 9,7% e atingir aproximadamente R$40 bilhões em 2016

Evolução do mercado de produtos lácteos

R$ bilhões



Abertura por grupo e categorias do mercado de produtos lácteos

R$ milhões

Grupo	Categorias	2010	2016E	CAGR 2010-2016
Lácteos	Queijos especiais e parmesão	2.565	5.630	14,0%
	Iogurtes	4.138	7.331	10,0%
	Indulgências	1.988	3.522	10,0%
	Achocolatado	1.129	1.893	9,0%
	Requeijão e *cream cheese*	1.058	1.544	6,5%
	Creme de leite	1.139	1.571	5,5%
	Manteiga	1.084	1.495	5,5%
	Total lácteos	**13.101**	**22.986**	**9,8%**
Resfriados	Margarina	3.251	4.483	5,5%
	Massas frescas	267	368	5,5%
	Total resfriados	**3.518**	**4.851**	**5,5%**
Mercearia[1]	Sucos	3.523	7.733	14,0%
	Molhos	1.030	1.927	11,0%
	Macarrão instantâneo	1.046	1.442	5,5%
	Maionese	726	1.001	5,5%
	Total Mercearia	**6.325**	**12.103**	**11,4%**
	Total	**22.944**	**39.940**	**9,7%**

Fonte: AC Nielsen, Abia, Euromonitor (relatório não disponível em fontes públicas)
Nota: (1) Produtos que possuem ingredientes lácteos na sua composição

Bradesco BBI

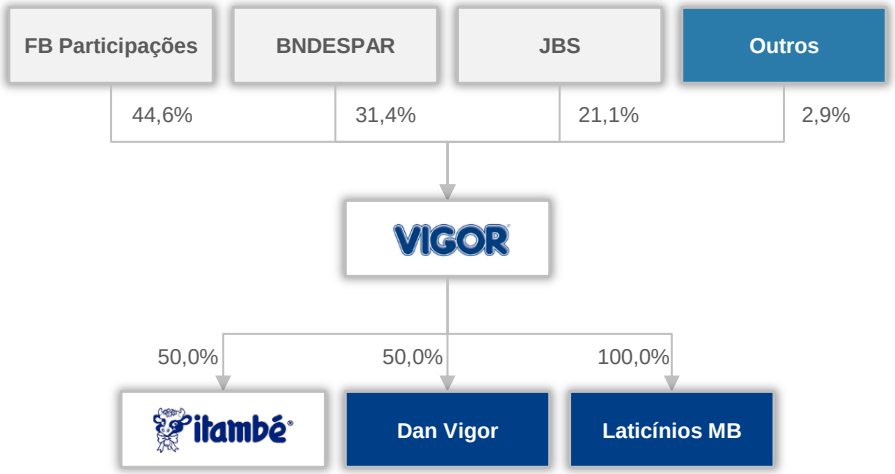
Informações sobre a Companhia

Visão geral da Vigor

Destaques

- Fundada em 1917, atua na produção e comercialização de produtos lácteos, gorduras e óleos vegetais, massas e sucos
- Atualmente, é uma das maiores empresas de produtos lácteos do Brasil, com posição relevante em diversas categorias de produtos nas quais atua
- Possui em seu portfólio marcas fortes e reconhecidas, com foco em diferentes classes socio-econômicas
  - Danúbio, Faixa Azul e Serrabella: marcas *premium*, com foco nas classes A e B
  - Vigor e Leco: marcas tradicionais, com foco abrangente
- Possui sete unidades produtivas localizadas nos estados de São Paulo, Minas Gerais, Paraná e Goiás, sete centros de distribuição e quatro postos de captação de leite
- Participação relevante nos maiores mercados consumidores brasileiros, com forte presença na região sudeste, principalmente no estado de São Paulo

Estrutura acionária[1] simplificada



Histórico – Principais eventos da Companhia

1917 a 1982
- Inicia as atividade em 1917
- Em 1982 atinge capacidade instalada de 1,0 milhão de litros/dia e adquire a Leco

1984 a 1986
- Em 1984 Vigor e Leco se tornam companhias abertas
- Em 1986 criação da Dan Vigor (*joint venture* com a Arla)

1990 a 1995
- Capacidade instalada atinge 1,5 milhão de litros/dia em 1990
- Em 1995 adquire a Refino de Óleos Brasil

1998
- Obtém registro junto à SEC e NYSE aderindo ao programa de ADR

2007
- Controle indireto da Vigor é adquirido pela Bertin S/A
- Adquire a Serrabella

2009
- Fechamento de capital da Vigor e da Leco
- Combinação das atividades da JBS e da Bertin, e consequentemente da Vigor

2012
- Reestruturação societária, na qual a Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor se torna subsidiária integral da Vigor
- JBS realiza leilão voluntário de troca de ações, oferecendo a seus acionistas a oportunidade de trocarem aproximadamente 5% de suas ações da JBS por ações da Vigor

2013
- Em 28 de junho de 2013, após aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, a Companhia passou a deter 50% do capital social e o controle da Itambé Alimentos S/A

Fonte: Companhia; CVM
Nota: (1) Estrutura acionária em 30/06/2013

Bradesco BBI

Informações sobre a Companhia

Visão geral da Vigor (cont.)

Destaques

- Companhia atua em três segmentos principais de negócios:
  - Lácteos: compreende a produção de derivados de leite, tendo como principais produtos iogurtes, leite fermentado, leite UHT, requeijão, queijos, manteiga, bebidas lácteas, entre outros
  - Gordurosos ou *spreads*: compreende a produção de derivados de óleo vegetal, em especial margarina, maionese, cremes vegetais, entre outros
  - Outros: compreende a produção de massas, sucos, molhos e outros produtos processados
- Portfólio diversificado de produtos soma mais de 367 itens em 18 categorias
- Segundo dados da AC Nielsen, em 2012 a Companhia detinha participação de mercado relevante em diversas categorias, tais como:
  - Produtos Vigor consolidado: 7,3%
  - Lácteos: 5,3%
  - Queijos: 14,1%
  - Iogurtes naturais: 15,0%
- Com intuito de reforçar sua estratégia de expansão nacional e consolidação do setor, a Vigor fechou em 28/06/13 um acordo com a Cooperativa Central dos Produtores Rurais de Minas Gerais Ltda. ("CCPR") pelo qual foi criada a Itambé Alimentos S/A ("Itambé"), na qual a Vigor detém uma participação de 50%
- A Itambé reforça a presença da Vigor na região sudeste e centro-oeste, notadamente Minas Gerais e Goiás, estados onde estão localizadas as 31 cooperativas que fornecem leite para a Itambé
  - Conta com 5 fábricas, sendo quatro em Minas Gerais e uma em Goiás
  - Processamento de cerca de 3,0 milhões de litros de leite/dia

Estratégia

- A estratégia da Companhia é continuar a crescer, expandir o portfólio de marcas e produtos e alcançar uma posição de liderança na indústria brasileira de alimentos, aproveitando as oportunidades de consolidação do setor no país e o crescimento do mercado nacional
- Os principais elementos da estratégia da Vigor compreendem:
  - Intensificação dos investimentos de marketing nas marcas e produtos
  - Aumento do portfólio de marcas e produtos com maior valor agregado
  - Ampliação da rede de distribuição e capilaridade
  - Investimentos em logística
  - Busca de excelência operacional

Principais marcas

Vigor

Itambé

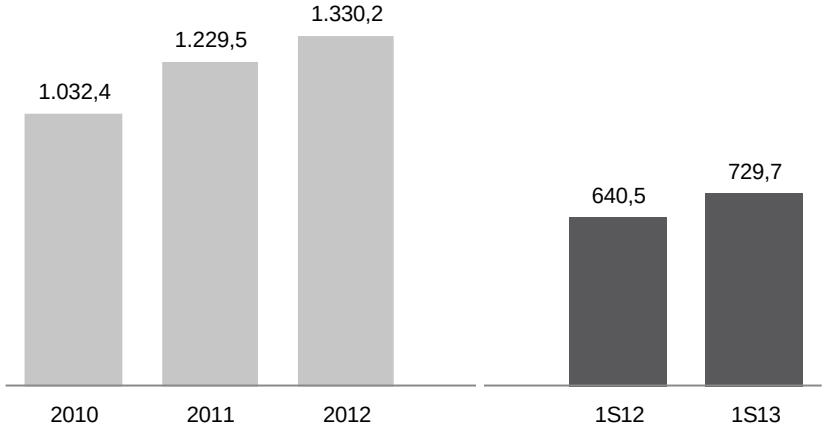
Fonte: Companhia; AC NIelsen

Informações sobre a Companhia

Resultados da Companhia até o primeiro semestre de 2013 ainda não consolidavam os números de Itambé

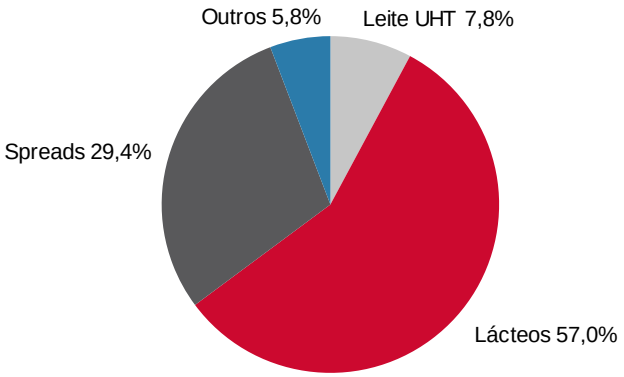
Evolução da receita líquida

R$ milhões



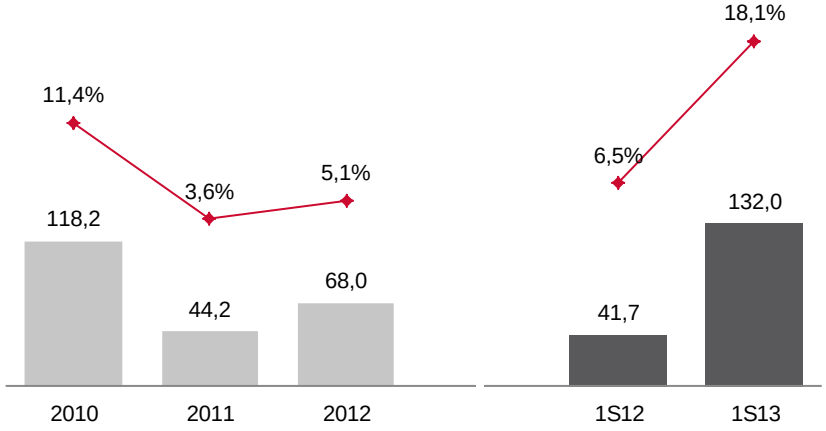
Vendas por categoria[1]

% da receita líquida – 1S13



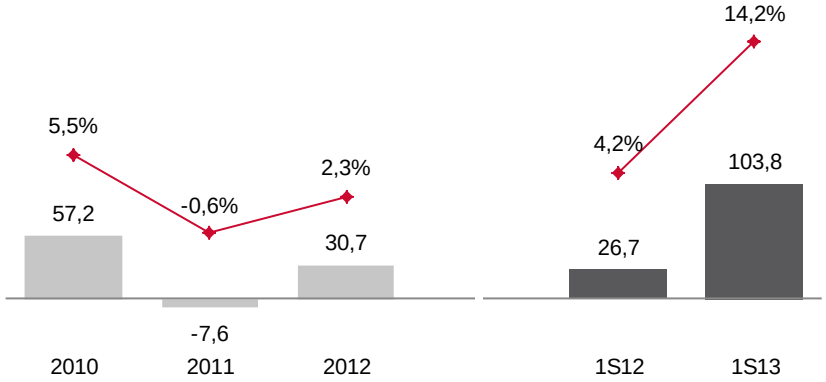
EBITDA e margem EBITDA[2]

R$ milhões; % da receita líquida



Lucro líquido e margem líquida[2]

R$ milhões; % da receita líquida



Fonte: Companhia

*Nota: (1) **Leite UHT** inclui Leite UHT integral, semi-desnatado e desnatado, **lácteos** inclui iogurtes líquidos e batidos, petit suisse, leite fermentado, sobremesas, queijos parmesão, queijos finos, requeijão, fondue e cremes, **spreads** inclui margarinas, manteigas, maionese, blends e óleos e **outros** inclui chantilly spray, achocolatado, sucos e massas; (2) Em 1S13, a companhia auferiu receita não recorrente no valor de R$114,3 milhões, decorrente do "Ganho de barganha aquisição Itambé" (nota 24 da DFP de 30/06/2013)*

Bradesco BBI

Informações sobre a Companhia

Destaques financeiros da Companhia - Demonstrativo de resultados

Demonstrativo de resultados

R$ milhões

	2010	2011	2012	1S12	1S13
Receita líquida	**1.032,4**	**1.229,5**	**1.330,2**	**640,5**	**729,7**
Crescimento anual		*19,1%*	*8,2%*		*13,9%*
Custos de produtos vendidos	(689,6)	(917,6)	(935,5)	(450,2)	(505,0)
Lucro Bruto	**342,8**	**311,9**	**394,7**	**190,3**	**224,7**
Margem Bruta (%)	*33,2%*	*25,4%*	*29,7%*	*29,7%*	*30,8%*
Despesas operacionais	(241,7)	(281,3)	(342,4)	(155,8)	(101,8)
Despesas gerais e administrativas	(68,8)	(77,6)	(74,2)	(33,8)	(46,4)
Despesas com vendas	(168,8)	(206,5)	(267,3)	(125,3)	(170,0)
Outras receitas / (despesas)	(4,1)	2,8	(0,9)	0,6	113,0
Resultado de equivalência patrimonial				2,8	1,6
Resultado da atividade (EBIT)	**101,2**	**30,6**	**52,3**	**34,6**	**122,8**
Margem EBIT (%)	*9,8%*	*2,5%*	*3,9%*	*5,4%*	*16,8%*
Resultado financeiro	(48,8)	(58,1)	(7,8)	4,4	(24,3)
Lucro operacional	**52,4**	**(27,5)**	**44,5**	**38,9**	**98,6**
Resultado não operacional	-	-	-	-	-
LAIR	**52,4**	**(27,5)**	**44,5**	**38,9**	**98,6**
IR e CS	(2,0)	(1,5)	(23,4)	(6,7)	
IR diferido	6,8	21,4	9,6	(5,6)	5,3
Lucro líquido	**57,2**	**(7,6)**	**30,7**	**26,7**	**103,8**
Margem Líquida (%)	*5,5%*	*-0,6%*	*2,3%*	*4,2%*	*14,2%*

Fonte: Companhia

Bradesco BBI

Informações sobre a Companhia

Destaques financeiros da Companhia – Balanço patrimonial consolidado

Ativo

R$ milhões

	31/12/10	31/12/11	31/12/12	30/06/2013
Ativo total	**1.015,5**	**1.187,0**	**1.907,6**	**3.963,5**
Circulante	**328,6**	**706,9**	**526,3**	**1.320,9**
Disponibilidades	14,5	321,7	93,0	384,7
Clientes	139,6	149,1	182,3	417,9
Estoques	75,4	111,4	113,0	309,0
Impostos a recuperar	88,4	111,7	129,5	184,3
Despesas antecipadas	1,0	1,4	0,5	8,4
Outros	9,8	11,7	8,0	16,5
Realizável a longo prazo	**265,9**	**52,6**	**20,4**	**36,4**
Crédito com empresas ligadas	215,5	-	0,5	1,1
Depósitos, cauções e outros	50,4	52,5	19,8	21,1
Impostos a recuperar	0,1	0,2	-	14,2
Permanente	**421,0**	**427,5**	**1.361,0**	**2.606,2**
Investimentos em controladas[1]	-	-	23,6	25,2
Intangível	5,4	5,4	459,1	1.290,3
Imobilizado	415,7	422,1	878,3	1.290,7

Passivo

R$ milhões

	31/12/10	31/12/11	31/12/12	30/06/2013
Passivo total	**1.015,5**	**1.187,0**	**1.907,6**	**3.963,5**
Circulante	**283,7**	**307,0**	**305,8**	**873,1**
Fornecedores	88,1	108,7	134,2	263,3
Empréstimos e financiamentos	152,8	136,6	105,9	484,3
Debentures	-	-	-	0,1
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	28,9	43,8	54,3	85,4
Imposto de renda e Contribuição Social a pagar	2,0	1,8	0,0	4,8
Instrumentos financeiros derivativos	-	-	-	5,0
Outros passivos circulantes	11,9	16,1	11,4	30,3
Exigível a longo prazo	**646,4**	**549,6**	**377,6**	**1.242,2**
Empréstimos e financiamentos	267,1	189,8	82,7	287,9
Debentures	-	-	-	404,4
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	312,9	255,6	249,5	259,8
Imposto de renda e contribuição social diferidos	7,6	48,5	40,6	282,6
Provisão para riscos processuais	55,8	55,6	4,4	4,8
Outros	3,0	0,2	0,4	2,7
Participação de minoritários[2]	-	-	-	**524,7**
Patrimônio líquido	**85,4**	**330,4**	**1.224,3**	**1.323,5**
Capital social	104,0	354,0	1.191,4	1.191,4
Reserva de capital	0,9	0,9	30,7	23,4
Ajustes de avaliação patrimonial	159,7	155,4	-	-
Ajustes acumulados de conversão	(5,2)	(2,6)	2,3	4,9
Prejuízos acumulados	(174,1)	(177,3)	-	103,8

Fonte: Companhia
Nota: (1) Referente à participação de 50% da Vigor na Dan Vigor Ind. Com. Lat. LTDA; (2) Referente à participação de 50% da Vigor na Itambé

Bradesco BBI

Seção IV

Avaliação da Companhia

Avaliação da Companhia

Metodologias de avaliação conforme ICVM-361

Comparação das metodologias de avaliação e sua aplicabilidade

Metodologia	Descrição e informações utilizadas	Considerações
Fluxo de caixa descontado ("FCD")	• Análise fundamentalista com base nas projeções econômico-financeiras de longo prazo da Companhia • Análise suportada pelo Plano de Negócios de longo prazo da Companhia	• Reflete as melhores estimativas da administração da Companhia quanto ao seu desempenho e resultados futuros • Captura as perspectivas de crescimento de longo prazo da administração da Companhia • Identifica os principais fatores de criação de valor e permite avaliar a sensibilidade de valor a esses fatores conforme Plano de Negócios da Companhia • Projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas
Valor de mercado histórico das ações	• Valor médio diário da cotação de mercado ponderado pelo volume negociado • Valor histórico ponderado das ações em bolsa de valores em determinado período	• Reflete expectativas de valor de mercado para a Companhia. • O valor de mercado das ações pode ser afetado por fatores não necessariamente relacionados ao desempenho da Companhia, como por exemplo: liquidez das ações, re-balanceamento de portfólios por investidores, custos de transação, tributação, entre outros – Ações da Companhia tem seu valor de mercado negativamente impactados pela falta de liquidez conforme nota 5 da página 8 • Metodologia objetiva
Valor patrimonial	• Valor por ação com base no valor contábil do patrimônio líquido da Companhia	• Não captura perspectivas futuras de geração de valor aos acionistas, à medida em que reflete somente o desempenho histórico da Companhia • Valor contábil que não reflete necessariamente a perspectiva econômica de geração de valor • Sensível a padrões contábeis utilizados • O valor dos ativos, líquidos do valor dos passivos, mesmo que atualizados, pode não refletir adequadamente a expectativa de geração de caixa da Companhia

Bradesco BBI favoreceu a metodologia de fluxo de caixa descontado por acreditar que esta é a que melhor captura o desempenho futuro esperado da Companhia, em linha com seu Plano de Negócios

Fonte: Bradesco BBI

Seção IV

A. Valor econômico por fluxo de caixa descontado

Valor econômico por FCD

Principais premissas

Principais premissas adotadas na avaliação por FCD

- Data base de avaliação: 30/06/2013
- Projeções financeiras com base no Plano de Negócios da Companhia até 2022, incluindo as projeções financeiras da Itambé Alimentos S.A.
- Período de projeção: 30/06/2013 a 31/12/2022
- Moeda: R$ nominais
- WACC: estimado com base no *Capital Asset Pricing Model* - CAPM, em US$ nominais e convertido a R$ nominais pela expectativa do diferencial de inflação de longo prazo entre Brasil e EUA
- Valor terminal: calculado com base no fluxo de caixa livre da Companhia normalizado para o ano de 2022, levando-se em consideração um crescimento nominal de 4,5% a.a.
- Valor da Firma (FV): somatória do valor presente dos fluxos de caixa livres projetados adicionado do valor presente do valor terminal

Considerações sobre o Plano de Negócios da Companhia

- O Plano de Negócios da Companhia leva em consideração crescimento, rentabilidade e investimentos estimados pela Companhia
  - Receita líquida cresce a uma taxa média (CAGR) de 17,6% a.a. de 2013 a 2017, com base no Plano de Negócios da Companhia. O crescimento estimado para o período de 2013 a 2017 reflete:
    - A expansão estimada do mercado de lácteos nos próximos anos, que espera-se crescer a taxas maiores do que o PIB brasileiro, dado o baixo consumo per capita de leite no Brasil e o aumento do poder aquisitivo das classes socioeconômicas mais baixas
    - Investimentos na expansão produtiva através de CAPEX para atender a demanda crescente de mercado
    - Aumento da participação da Vigor fora do estado de São Paulo, como consequência dos investimentos em marketing e o forte reconhecimento da marca
    - A partir de 2015, o crescimento se estabilizaria em níveis próximos ao crescimento do PIB
    - A expectativa de que o mercado de produtos lácteos deverá crescer a uma taxa maior do que o PIB brasileiro é suportada pelo crescimento histórico de 2006 a 2010 de 9,1% do mercado de lácteos e pelas estimativas de mercado elaboradas por fontes externas conforme mostrado na página 22 deste Laudo de Avaliação
  - A partir de 2017, crescimento da receita começa a estabilizar até atingir 4,5% em 2022, refletindo expectativa da Companhia

Fonte: Companhia; Bradesco BBI

Valor econômico por FCD

Principais premissas (cont.)

Considerações sobre o Plano de Negócios da Companhia (cont.)

- O Plano de Negócios da Companhia leva em consideração o crescimento de rentabilidade
  - Margem bruta: a partir de 2013, assumiu-se a recuperação da margem bruta, refletindo expectativa da Companhia quanto à normalização dos preços em relação a seus concorrentes
  - Mudança no portfólio de produtos, com aumento da participação de produtos com maior valor agregado e com melhores margens
  - O preço do leite vem crescendo substancialmente. Por se tratar de uma *commodity*, assume-se que os maiores preços levarão a maiores investimentos tanto em crescimento da produção quanto em aumento da produtividade, o que, por sua vez, acarretaria um aumento da oferta de leite, causando uma queda ou estabilização do seu preço
- CAPEX: contempla o investimento na manutenção e expansão da capacidade produtiva e da estrutura logística, conforme planos da Companhia
  - 2013E: R$152 milhões
  - 2014E: R$116 milhões
  - 2015E: R$172 milhões
  - 2016E: R$144 milhões
  - 2017E: R$174 milhões
- A Companhia acredita que tais investimentos na expansão da capacidade produtiva seriam suficientes para suportar o crescimento estimado da receita líquida
- O Plano de Negócios da Companhia considera ágio de R$875,7 milhões, contabilizados no balanço patrimonial de 30/06/2013 da Companhia, referente à aquisição da Laticínios Serrabella Ltda. (2008) e da Laticínios MB (2012) e à capitalização da S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor (2012)
  - Utilização da amortização do ágio de acordo com a Instrução Normativa SRF nº 011, de 10/02/1999
- Compensação de ressarcimento de créditos da contribuição para PIS/PASEP e COFINS, de acordo com a Instrução Normativa SRF nº 600, de 28/12/2005, da Receita Federal
  - Utilização de créditos ordinários referentes à geração de PIS/PASEP e COFINS sobre frete, embalagem e insumos, conforme premissas da administração

Fonte: Companhia; Bradesco BBI

Valor econômico por FCD

Projeções financeiras da Companhia

Projeções financeiras e cálculo do fluxo de caixa livre ("FCL")

R$ milhões

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Perpetuidade
Receita líquida	3.498,1	4.061,6	4.848,4	5.725,7	6.680,9	7.226,1	7.749,7	8.240,3	8.686,6	9.077,5	9.486,0
Crescimento		*16,1%*	*19,4%*	*18,1%*	*16,7%*	*8,2%*	*7,2%*	*6,3%*	*5,4%*	*4,5%*	*4,5%*
Custo de produtos vendidos	(2.595,3)	(2.958,7)	(3.515,8)	(4.125,3)	(4.789,2)	(5.180,1)	(5.555,4)	(5.907,1)	(6.227,0)	(6.507,2)	(6.800,0)
Lucro Bruto	902,8	1.102,9	1.332,6	1.600,4	1.891,7	2.046,1	2.194,3	2.333,3	2.459,6	2.570,3	2.686,0
Margem Bruta	25,8%	27,2%	27,5%	28,0%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%
Despesas operacionais	(677,7)	(810,4)	(947,1)	(1.089,6)	(1.234,4)	(1.335,2)	(1.431,9)	(1.522,6)	(1.605,0)	(1.677,2)	(1.752,7)
Outras (despesas) receitas	20,1	23,1	28,0	33,6	39,7	43,0	46,1	49,0	51,7	54,0	56,4
EBITDA	245,2	315,5	413,6	544,4	697,0	753,9	808,5	859,7	906,3	947,1	989,7
Margem EBITDA	7,0%	7,8%	8,5%	9,5%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
(+) EBIT	194,5	252,7	336,1	449,2	581,1	654,5	699,5	741,5	779,2	811,5	848,0
(-) IR/CSLL	(66,1)	(85,9)	(114,3)	(152,7)	(197,6)	(222,5)	(237,8)	(252,1)	(264,9)	(275,9)	(288,3)
(+) Depreciação	50,7	62,8	77,5	95,2	115,9	99,4	109,0	118,3	127,1	135,5	141,6
(+) Amortização ágio[1]	29,4	42,8	59,2	59,5	59,5	47,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+/-) Variação capital de giro	(51,6)	(54,5)	(68,5)	(72,4)	(72,7)	(57,5)	(55,2)	(51,7)	(47,0)	(41,2)	(43,0)
(-) CAPEX	(152,1)	(116,5)	(171,7)	(143,8)	(174,3)	(166,4)	(158,6)	(150,8)	(142,9)	(135,5)	(141,6)
(+) Outros - créditos ordinários[2]	20,0	122,5	51,3	59,5	71,0	79,5	88,6	156,0	171,6	118,8	124,2
FCL	**24,8**	**223,9**	**169,5**	**294,5**	**383,0**	**434,2**	**445,5**	**561,2**	**623,1**	**613,2**	**640,8**

Cálculo do Valor econômico das ações da Companhia de acordo com o fluxo de caixa livre ("FCL")

R$ milhões

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Perpetuidade
Número de dias do período	180	360	360	360	360	360	360	360	360	360	-
Fator do período	1,030	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	-
Fator acumulado	1,030	1,123	1,262	1,418	1,593	1,790	2,011	2,259	2,538	2,851	0,2236
Valor presente do fluxo explícito	**12,1**	**199,3**	**134,3**	**207,7**	**240,4**	**242,6**	**221,6**	**248,4**	**245,5**	**215,1**	**-**
Valor presente do fluxo perpetuidade	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**2.865,5**
Somatório do fluxo explícito	**1.967,2**										
Somatório do fluxo perpetuidade	**2.865,5**										

Premissas macroeconômicas – DEPEC (13/08/2013)

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
PIB real (a.a.)	2,3%	2,5%	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
IPCA (a.a.)	5,8%	5,6%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
IGP-M (a.a.)	5,0%	5,0%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Selic (média ano)	8,0%	9,3%	9,1%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%

Fonte: Companhia; DEPEC Bradesco; Bradesco BBI
Nota: (1) Compensação do ágio de R$875,7 milhões, contabilizados no balanço patrimonial de 30/06/2013 da Companhia; (2) Compensação de ressarcimento de créditos da contribuição para PIS/PASEP e COFINS, de acordo com a Instrução Normativa SRF nº 600, de 28/12/2005, da Receita Federal

Bradesco BBI

Valor econômico por FCD

Resumo da avaliação[1]

Cálculo do valor econômico das ações da Companhia

R$ milhões, exceto quando indicado

	30/06/2013
Valor da firma para 100% de Vigor Alimentos[2] e Dan Vigor	4.832,7
Fluxo explícito	1.967,2
Fluxo perpetuidade	2.865,5
(-) Dívida líq. ajustada[3] para 100% de Vigor Alimentos e Dan Vigor	(1.022,3)
(-) 50% do *Equity* de Itambé	(920,5)
(-) 50% do *Equity* de Dan Vigor[4]	(25,2)
Valor do *Equity* excluindo participações de minoritários	**2.864,6**
Quantidade de ações (milhões)	149,7
Preço por ação (R$/ação)	**19,13**

Valor da Firma		**4.832,7**	
Dívida líquida e ajustes		1.968,0	
Valor do *Equity*	2.728,6	2.864,6	3.000,7
	-4,75%[5]		+4,75%[5]
Número de ações (milhões)		149,7	
Preço por ação (R$/ação)	**18,23**	**19,13**	**20,04**
	-4,75%[5]		+4,75%[5]

- O Valor do *Equity* da Itambé foi baseado em avaliação por fluxo de caixa descontado, na qual foram empregadas as seguintes premissas e valores
  - WACC: 12,3%
  - Crescimento na perpetuidade: 4,5%
  - Data base da projeção: 30/06/13
  - Valor da Firma: R$2.016,3 milhões
  - Dívida líquida: R$175,3 milhões
  - Valor do Equity: R$1.841,0 milhões

- A avaliação por fluxo de caixa descontado da Companhia, conforme permitido pelo item XII, "c", 1, da Instrução CVM 361/02, é sensível às premissas utilizadas (como, por exemplo, variações na taxa de desconto utilizada, crescimento na perpetuidade, crescimento de receitas, entre outras variáveis), e, dessa forma, variações nas premissas utilizadas podem acarretar diferenças significativas no valor por ação estimado. Assim, com o objetivo de incluir uma faixa de valores simétrica em relação ao ponto médio da avaliação, capaz de amenizar o potencial impacto da variação das premissas relevantes utilizadas, optamos por estabelecer 4,75% como parâmetro de sensibilidade. Portanto, a sensibilidade de 4,75%, para mais ou para menos, em relação ao ponto médio da avaliação é, na opinião do Avaliador, a que melhor atinge o objetivo de amenizar os possíveis impactos das variáveis utilizadas, estando em linha com o limite máximo de variação de até 10% (dez por cento) entre os pontos mínimo e máximo, conforme definido na ICVM-361

Fonte: Companhia; Bradesco BBI
Nota: (1) Utilizou-se WACC nominal em Reais de 12,3% e crescimento nominal na perpetuidade de 4,5% ao ano; (2) Consolida 100% de Itambé; (3) Inclui 100% do caixa líquido da Dan Vigor; (4) Considera 50% do valor do patrimônio liquido da Dan Vigor em 30/06/13; (5) Intervalo de preço por ação respeita o limite da variação máxima de até 10% (dez por cento) entre os pontos mínimo e máximo, conforme definido na ICVM-361

Bradesco BBI

Seção IV

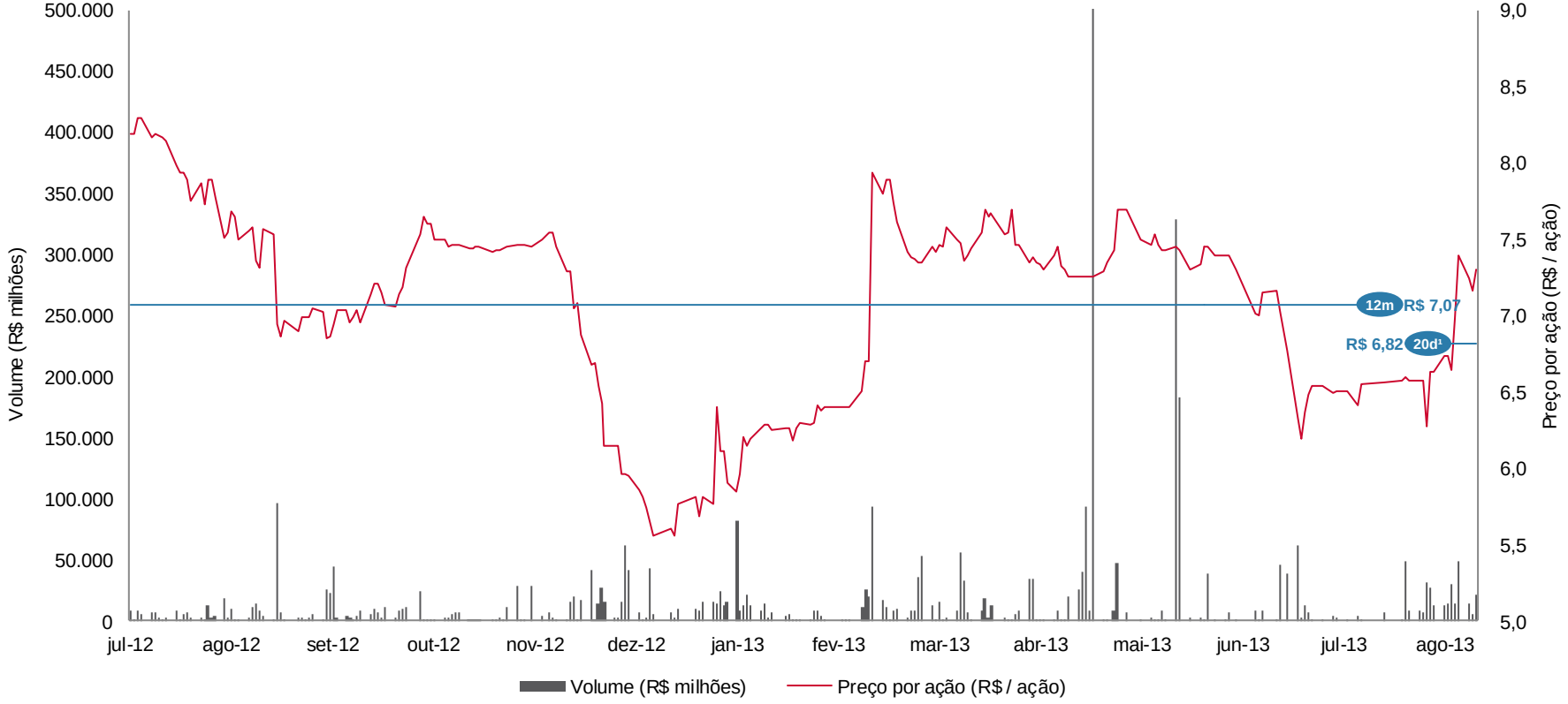
B. Valor de mercado

Valor de mercado

Preço médio ponderado das ações (VWAP)

Gráfico de preço e volume das ações da Vigor (VIGR3)

Períodos	Intervalo	VWAP *(R$/ação)*	Volume médio diário *(R$)*
12 meses anteriores ao Fato Relevante	25/07/12 a 24/07/13	7,07	15.703
Data entre Fato Relevante e Laudo de Avaliação	25/07/13 a 14/08/13	6,82	20.516



Fonte: Economática (14/08/2013)
Nota: (1) Data entre Fato Relevante e Laudo de Avaliação

Seção IV

C. Valor patrimonial

Valor patrimonial

Cálculo do valor patrimonial das ações da Companhia

Cálculo do valor patrimonial das ações da Companhia

R$ milhões, exceto quando indicado

	30/06/13
Ativo total	**3.963,5**
Passivo total	**2.640,0**
Patrimônio líquido[1]	**1.323,5**
Número de ações[2]	149.714.345
Valor patrimonial por ação (R$/ação)	**8,84**

Fonte: Companhia; Bradesco BBI
Nota: (1) O valor patrimonial de Vigor foi baseado no valor contábil de seu patrimônio líquido, de acordo com suas demonstrações financeiras com data-base de 30/06/2013; (2) Número atualizado de 149.714.345 ações informado pela Companhia em 30/06/2013

Anexos

A. Custo médio ponderado do capital (WACC)

Custo médio ponderado do capital (WACC)

Cálculo da taxa de desconto

Cálculo do WACC nominal em reais para o FCD

Apuração do WACC		Comentários
Taxa Livre de Risco - Rf	2,7%	*Yield* do *US T-Bond* 10 Anos
Beta ajustado - β	0,75	Cálculo baseado no Beta ajustado da Companhia, com base em empresas comparáveis[1]
USA - *Market Risk Premium* (%) - MRP	6,7%	*Spread* médio anual entre S&P 500 e *US T-Bond* (últimos 50 anos)
Risco Brasil – Z[2]	2,3%	EMBI[3] - *Emerging Markets Bonds Index Plus* ou Índice de Títulos de Mercados Emergentes
Diferencial de Inflação - Brasil x USA	2,5%	Expectativa de projeções de inflação brasileira sobre a inflação americana no longo prazo
Custo capital próprio nominal = Ke	**12,7%**	**= ((Taxa Livre de Risco + (Beta x EUA - *Mkt Risk Premium*) + Risco Brasil) x (1+ Dif. Infl. BR. x EUA)**
Custo capital de terceiros em R$	13,4%	Custo médio ponderado da dívida financeira da Vigor[4]
Taxa IR e CSLL no Brasil	34,0%	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre Lucro Líquido
Custo capital terceiros nominal = Kd X (1 - T)	**8,9%**	**= Custo capital de terceiros líquido de IR e CSLL**
Valor do *Equity* / Valor da Firma = E	89,0%	Estrutura alvo apurada com base na relação média E/(D+E) (E = Valor de ações em bolsa e D = Dívida Financeira Líquida), com base na estrutura alvo de capital de longo prazo, de acordo com o Plano de Negócios da Companhia
Dívida Líquida / Valor da Firma = D	11,0%	
WACC nominal em R$	**12,3%**	**= (E x Ke) + (D x (Kd x (1 - T))**

Fonte: Bloomberg (14/08/13); Relatórios públicos de mercado; Companhia; DEPEC (13/08/13); IBBOTSON (2013)
Nota:(1) Média dos betas ajustados desalavancados de empresas comparáveis (Dean Food – Estados Unidos, Fromageries – França, Dairy Crest Group – Reino Unido, Nestlé – Suíça, Danone – França, BRF – Brasil, JBS – Brasil, Saputo – Canadá, Minerva – Brasil e Marfrig – Brasil) realavancando pela estrutura de capital média das comparáveis do setor. Desta forma, o cálculo do beta ajustado considera empresas atuantes no mercado de lácteos e proteínas nos Estados Unidos, Europa e Brasil. Como o beta é um parâmetro que mensura o risco não diversificável, escolhemos para o cálculo do beta empresas de capital aberto que, assim como a Vigor, possuem exposição ao mercado de lácteos tanto no Brasil quanto no mundo. Mais detalhes na página 43; (2) Para o cálculo da taxa de desconto, optamos por somar o prêmio de risco país (Z) ao retorno sem risco (Rf) ao invés de incluí-lo na multiplicação pelo Beta Ajustado. O prêmio de risco país (Z) é diversificável, uma vez que investidores podem alocar seus portfólios de forma a diluir sua exposição ao risco de um país em particular. Desta forma o Beta (β), que é um parâmetro de risco não diversificável, incide somente sobre o prêmio de risco de mercado (MRP, não diversificável) e não sobre o prêmio de risco país (Z, diversificável). Nossa opção por considerar o risco país (Z) como diversificável, e assim não o somando ao MRP e posteriormente multiplicando o resultado da somatória pelo Beta Ajustado, parte da premissa de que investidores estrangeiros podem investir no mercado de capitais brasileiro e de que investidores domésticos podem investir no mercado de capitais internacional e, portanto, ambos podem diversificar a exposição ao risco pais (Z) em seus portfólios; (3) EMBI é um índice que busca expressar o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem em um determinado país; (4) Maiores detalhes na página 42 deste

Custo médio ponderado do capital (WACC)

Detalhamento do custo médio ponderado da dívida financeira da Companhia

Cálculo do custo médio ponderado da dívida financeira

R$ milhões, exceto quando indicado

Tipo da dívida	Custo	Custo médio	Saldo em 30/06/13[1]	Participação (%)
Capital de Giro	CDI + 2,05% a 16,08% a.a.	18,2%	301,7	36,7%
FGPP	5,5% a.a.	5,5%	50,4	6,1%
FCO	10% a.a.	10,0%	0,7	0,1%
FINAME	2,5% a 8,7% a.a.	5,6%	13,5	1,6%
Progeren	TJLP+ 3,35% a.a.	8,4%	50,7	6,2%
Debentures	11,8% a.a.	11,8%	404,4	49,2%
Custo médio ponderado		**13,4%**	**821,4**	**100,0%**

Fonte: Companhia
Nota: (1) valores ajustados de acordo com a participação da Companhia em suas controladas e coligadas, conforme indicado no ITR da Companhia

Custo médio ponderado do capital (WACC)

Memória de cálculo do Beta Ajustado da Companhia

Cálculo do Beta Ajustado da Companhia

Companhia	País	Valor de Mercado (em milhões, moeda local)	Dívida Líquida (em milhões, moeda local)	Beta Alavancado - Lβm	Relação Dívida Líquida/Valor do *Equity*	Tributação Marginal no país de origem	Beta Desalavancado – Uβm
Dean Foods Company	Estados Unidos	USD 2.057	USD 1.214	0,73	59%	40%	0,54
Fromageries Bel S.A.	França	EUR 1.993	EUR 57	0,39	3%	33%	0,38
Dairy Crest Group plc	Reino Unido	GBP 694	GBP 72	0,70	10%	30%	0,65
Saputo Inc.	Canadá	CAD 9.183	CAD 1.700	0,25	19%	36%	0,22
Nestle S.A.	Suíça	CHF 208.645	CHF 25.137	0,23	12%	21%	0,21
Danone S.A.	França	EUR 37.515	EUR 7.938	0,36	21%	33%	0,32
Minerva S.A.	Brasil	BRL 1.303	BRL 1.500	1,55	115%	34%	0,88
BRF S.A.	Brasil	BRL 42.217	BRL 7.383	0,54	17%	34%	0,48
Marfrig Alimentos S.A.	Brasil	BRL 3.511	BRL 10.846	1,53	309%	34%	0,50
JBS S.A.	Brasil	BRL 19.625	BRL 15.679	1,18	80%	34%	0,77
Mediana Bruta							**0,49**
Mediana Ajustada[1]							**0,66**

$$U\beta m = \frac{L\beta m}{[1 + (1 - T) \times (D/E)]}$$

Beta Vigor	**Brasil**	**0,66**	**20%**	**34%**	**0,75**

Mediana Ajustada dos Betas desalavancados de empresas comparáveis

Mediana da relação Dívida Líquida / Valor do *Equity* das empresas comparáveis

Alíquota de tributação marginal aplicável para a Vigor (Brasil)

Beta alavancado para a Vigor (Lβm)

Fonte: Bloomberg (14/08/13)
Nota: (1) mediana ajustada de acordo com a metodologia empregada pela Bloomberg, onde o Beta Ajustado = Beta bruto x (2/3) + 1x(1/3). Este ajuste decorre de evidencias empíricas que sugerem que os Betas para a maioria das empresas, ao longo do tempo, tendem a mover-se em direção ao Beta médio, que é 1. Isto pode ser explicado pelo fato de que o mix de produtos e base de cliente das empresas se diversifica "a medida que elas se tornam maiores (Finanças Corporativas: Teoria e Prática, Aswath Damodaran)

Bradesco BBI

B. Dívida financeira líquida e outros ajustes

Dívida financeira líquida e outros ajustes

Detalhamento da dívida financeira líquida e outros ajustes utilizados no cálculo do valor das ações

- Todos os valores de dívida financeira líquida e ajustes da dívida líquida se basearam nas demonstrações financeiras auditadas da Vigor de 30/06/2013

Cálculo da dívida financeira líquida e outros ajustes da Vigor

R$ milhões

Dívida financeira líquida	30/06/2013
Empréstimos e financiamentos	772,2
Curto prazo	484,3
Longo prazo	287,9
Debêntures	404,4
Curto prazo	0,1
Longo prazo	404,4
Instrumentos financeiros derivativos	5,0
Disponibilidades	(384,7)
Caixa e equivalente de caixa	(384,7)
Dívida líquida financeira	**796,9**
Ajustes da dívida líquida	
Provisões para contingências[1]	4,8
Parcelamento Lei 11.941/09[2]	264,8
Depósitos judiciais[3]	(21,1)
Dívida líquida ajustada	**1.045,4**

Cálculo da dívida financeira líquida e outros ajustes da Dan Vigor

R$ milhões

Dívida financeira líquida	30/06/2013
Empréstimos e financiamentos	-
Disponibilidades	(23,1)
Caixa e equivalente de caixa	(23,1)
Dívida líquida financeira	**(23,1)**

Cálculo da dívida financeira líquida e outros ajustes da Itambé

R$ milhões

Dívida financeira líquida	30/06/2013
Empréstimos e financiamentos	344,7
Curto prazo	306,5
Longo prazo	38,2
Instrumentos Financeiros derivativos	5,0
Disponibilidades	(174,4)
Caixa e equivalente de caixa[4]	(174,4)
Dívida líquida ajustada	**175,2**

Nota:

(1) Conforme as notas explicativas às demonstrações financeiras auditadas da Vigor, a Companhia e suas controladas são partes envolvidas em processos judiciais de natureza trabalhista, tributária e cível em andamento, os quais envolvem responsabilidades contingentes. Os processos encontram-se em fase de defesa administrativa e/ou em trâmite na esfera judicial. Com base no posicionamento da administração, apoiado na opinião de seus assessores jurídicos internos e externos, a administração da Companhia e de suas controladas mantêm provisão para contingências em montantes considerados suficientes para fazer face a eventuais perdas que possam advir de desfechos desfavoráveis, conforme a seguir: trabalhista – R$ 1.874 mil, cíveis – R$517 mil, fiscais e previdenciários – R$2.418 mil

(2) Valor do REFIS faz parte do total de obrigações fiscais, trabalhistas e sociais em 30/06/2013. Conforme as notas explicativas às demonstrações financeiras auditadas da Vigor, o total de REFIS se refere ao parcelamento de débitos segundo a Lei 11.941 de 27/05/2009. Em novembro de 2009, a Vigor aderiu ao parcelamento de débitos previstos na Lei n° 11.941, de 27/05/2009, e fez a opção de liquidar valores correspondentes a multas e a juros moratórios, inclusive relativos a débitos inscritos na Dívida Ativa da União, com a utilização de créditos decorrentes de prejuízo fiscal e base negativa da CSLL próprios. O valor de cada prestação devida é acrescido de juros correspondentes à variação da taxa Selic do período

(3) Conforme as notas explicativas às demonstrações financeiras auditadas da Vigor, a Companhia mantém um valor de R$21.056 mil referente à depósitos, cauções e outros para fazer face às provisões para contingências explicitadas nesta Nota 1

(4) Inclui recebimento de R$60 milhões a serem pagos pela Vigor

Fonte: Companhia

C. Glossário

Glossário

Principais termos utilizados

Termo	Definição
Beta; β	Coeficiente que quantifica o risco não diversificável a que um ativo está sujeito. O índice é determinado por meio de uma regressão linear entre a série de variações no preço do ativo e a série de variações no preço da carteira de mercado
Bradesco	Banco Bradesco S.A.
Bradesco BBI	Banco Bradesco BBI S.A.
CAGR	Do inglês: *Compound Annual Growth Rate*, taxa composta de crescimento anual
CAPEX	Do inglês: *Capital Expenditures*, custos de investimento em capital fixo
CAPM	Do inglês: *Capital Asset Pricing Model*, modelo de precificação de ativos através da relação entre o risco (medido pelo Beta) e o retorno esperado desses ativos
CSLL	Contribuição Social sobre Lucro Líquido
DEPEC Bradesco	Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Banco Bradesco
Due diligence	Processo de diligência usualmente realizado para verificação de eventuais passivos ou contingências fiscais, tributárias e de outras natureza
Dívida líquida	Dívida total menos caixa e equivalentes de caixa
EBIT	Do inglês: *Earnings Before Interest and Taxes*, equivalente a lucro antes de juros, resultado de equivalência patrimonial e impostos (LAJIR)
EBITDA	Do inglês: *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*, equivalente a lucro antes de juros, impostos, resultado de equivalência patrimonial, depreciação e amortizações (LAJIDA)
EMBI	Do inglês: *Emerging Markets Bond Index*, índice que engloba a diferença entre a média dos títulos de dívida soberanos de um determinado país emergente denominados em dólares norte-americanos e títulos do Tesouro norte-americano. Utilizado para medir o risco de investimento em um determinado país

Glossário

Principais termos utilizados (cont.)

Termo	Definição
Fairness Opinion	Carta de opinião emitida por um avaliador independente usualmente sobre os aspectos econômico-financeiros de uma transação societária
FCD	Fluxo de caixa descontado
FCL	Fluxo de caixa livre
FAO	*Food and Agriculture Organization of the United Nations* ou Organização das Nações Unidas para Alimentação e Agricultura
IR	Imposto de Renda
Leite Fluido	Leite fluido é o produto normal, fresco, integral oriundo da ordenha completa e ininterrupta de vacas sadias
MRP	Do inglês: *Market Risk Premium*, prêmio por risco de mercado é o retorno adicional exigido por investidores para compensar o risco adicional incorrido em investimentos em ações quando comparado a investimentos livres de risco
Private equity	Fundos que captam recursos para adquirir empresas ou participações minoritárias, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento
Risco Brasil	Prêmio exigido por investidores pelo risco adicional incorrido ao investirem no Brasil em relação a um investimento livre de risco
Stand Alone	Avaliação de forma independente e sem considerar sinergias
Taxa Livre de Risco	Taxa de retorno obtida por investimento em um ativo sem risco. O parâmetro tipicamente utilizado é a taxa de juros dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos da América
US$; Dólares	Dólares dos Estados Unidos da América
USDA	*United States Department of Agriculture* ou Departamento de Agricultura dos Estados Unidos
US T-Bond	*United States Treasury Bond* ou Título de renda fixa emitido pelo Governo dos Estados Unidos
Valor da Firma ou FV	Do inglês: *Firm Value*
Valor do *Equity*	Do inglês: *Equity Value*
VWAP	Do inglês: *Volume Weighted Average Price*, equivalente ao preço médio ponderado pelo volume negociado
WACC	Do inglês: *Weighted Average Cost of Capital*, equivalente a custo médio ponderado de capital