



LAUDO DE AVALIAÇÃO

RJ-0477/09-01

1/2 VIAS



LAUDO: **RJ-0477/09-01**

DATA BASE: 30 de setembro de 2009.

SOLICITANTE: **JBS S.A.**, com sede à Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.391, 2º Andar, Jardim Paulistano, na Cidade e Estado de São Paulo, inscrita no CNPJ/MF sob o nº. 02.916.265/0001-60, doravante denominada JBS.

OBJETO: **BERTIN S.A.**, com sede à Av. Brigadeiro Faria Lima 2012, andar 5 conjunto 53, sala 02, Jardim Paulistano, na Cidade e Estado de São Paulo, inscrita no CNPJ/MF sob o nº. 09.112.489/0001-68, doravante denominada **BERTIN**.

OBJETIVO: Determinação do valor econômico das ações de **BERTIN** para fins de incorporação de ações por **JBS** nos termos do artigo 252 da lei nº. 6.404, de 15.12.1976 (Lei das S/A).



SUMÁRIO EXECUTIVO

A APSIS CONSULTORIA EMPRESARIAL Ltda. foi nomeada para avaliar o valor econômico das ações de **BERTIN** para fins de incorporação de ações por **JBS** nos termos do artigo 252 da lei nº. 6.404, de 15.12.1976 (lei das S/A).

O valor econômico de BERTIN foi calculado com base na rentabilidade, calculada pela metodologia do fluxo de caixa descontado. Esta metodologia define a rentabilidade da empresa como sendo o seu valor operacional, equivalente ao valor descontado do fluxo de caixa líquido futuro. Este fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescidos dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduzidos investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada etc.).

ESTIMATIVAS

A partir do Fluxo de Caixa Líquido projetado para os próximos 10 anos, com base em um cenário conservador, e do valor residual deste fluxo a partir de então (considerando uma taxa de crescimento na perpetuidade de 3,0% ao ano), descontamos estes valores a valor presente, utilizando taxa de desconto real de 9,0% a.a.

VALOR FINAL ENCONTRADO

Com base nos estudos apresentados realizados pela APSIS, na data-base de 30 de setembro de 2009, os avaliadores concluem os seguintes valores para BERTIN:

VALOR ECONÔMICO DA BERTIN S.A. (Milhares de R\$)	
crescimento na perpetuidade	3,0%
taxa de desconto (a.a.)	9,0%
FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL	5.990.956
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	11.681.140
VALOR OPERACIONAL DA BERTIN S.A.	17.672.095
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(4.109.766)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	0,0
VALOR ECONÔMICO DA BERTIN S.A.	13.562.329



ÍNDICE

1.INTRODUÇÃO-----	4
2.PRINCÍPIOS E RESSALVAS -----	5
3.LIMITAÇÕES DE RESPONSABILIDADE -----	6
4.METODOLOGIA -----	7
5.ANÁLISE DE MERCADO -----	9
6.CARACTERIZAÇÃO DA BERTIN -----	13
7.MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA-----	16
8.CONCLUSÃO -----	23
9.RELAÇÃO DE ANEXOS -----	24



1. INTRODUÇÃO

A APSIS CONSULTORIA EMPRESARIAL Ltda. doravante denominada APSIS, com sede na Rua São José, no.90, grupo 1.802, na Cidade do Rio de Janeiro, no Estado do Rio de Janeiro, inscrita no CNPJ/MF 27.281.922/0001-70, foi contratada para foi nomeada para avaliar o valor econômico das ações de BERTIN para fins de incorporação de ações por JBS nos termos do artigo 252 da lei nº. 6.404, de 15.12.1976 (lei das S/A).

Na elaboração deste trabalho foram utilizados dados e informações fornecidas por terceiros, na forma de documentos e entrevistas verbais com o cliente. As estimativas utilizadas neste processo estão baseadas nos documentos e informações, os quais incluem, entre outros, os seguintes:

- Projeções plurianuais da BERTIN;
- Demonstrações financeiras da BERTIN na data base.

A equipe da APSIS responsável pela realização deste trabalho é constituída pelos seguintes profissionais:

- AMILCAR DE CASTRO
gerente de projetos
- ANA CRISTINA FRANÇA DE SOUZA
engenheira civil
pós-graduada em ciências contábeis (CREA/RJ 91.1.03043-4)
- CESAR DE FREITAS SILVESTRE
contador (CRC/RJ 44779/O-3)
- CLAUDIO MARÇAL DE FREITAS
contador (CRC/RJ 55029/O-1)
- FLAVIO LUIZ PEREIRA
contador (CRC/RJ 022016/O-9)
- GABRIEL ROCHA VENTURIM
gerente de projetos
- LUIZ PAULO CESAR SILVEIRA
engenheiro mecânico
mestrado em administração de empresas (CREA/RJ 89.1.00165-1)
- MARGARETH GUIZAN DA SILVA OLIVEIRA
engenheira civil (CREA/RJ 91.1.03035-3)
- RICARDO DUARTE CARNEIRO MONTEIRO
engenheiro civil
pós-graduado em engenharia econômica (CREA/RJ 30137-D)
- SÉRGIO FREITAS DE SOUZA
economista (CORECON/RJ 23521-0)



2. PRINCÍPIOS E RESSALVAS

O presente relatório obedece criteriosamente os princípios fundamentais descritos a seguir.

- O presente laudo atende às especificações e aos critérios estabelecidos pela NB 5676 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT) e pelo USPAP (*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*), além das exigências impostas por diferentes órgãos, tais como: Ministério da Fazenda, Banco Central, Banco do Brasil, CVM (Comissão de Valores Mobiliários), SUSEP (Superintendência de Seguros Privados), RIR/99 etc.
- Os consultores e avaliadores não têm inclinação pessoal em relação à matéria envolvida neste relatório e tampouco dela auferem qualquer vantagem.
- Os honorários profissionais da APSIS não estão, de forma alguma, sujeitos às conclusões deste relatório.
- O relatório foi elaborado pela APSIS e ninguém, a não serem os seus próprios consultores, preparou as análises e respectivas conclusões.
- Assumem-se como corretas as informações recebidas de terceiros, sendo que as fontes das mesmas estão contidas no referido relatório.

- No melhor conhecimento e crédito dos consultores, as análises, opiniões e conclusões expressas no presente relatório são baseadas em dados, diligências, pesquisas e levantamentos verdadeiros e corretos.
- O relatório apresenta todas as condições limitativas impostas pelas metodologias adotadas, que afetam as análises, opiniões e conclusões contidas no mesmo.
- A APSIS assume total responsabilidade sobre a matéria de Engenharia de Avaliações, incluídas as implícitas, para o exercício de suas honrosas funções, precipuamente estabelecidas em leis, códigos ou regulamentos próprios.
- Para efeito de projeção partimos do pressuposto da inexistência de ônus ou gravames de qualquer natureza, judicial ou extrajudicial, atingindo o ativo objeto do trabalho em questão, que não os listados no presente relatório.
- O laudo foi elaborado com a estrita observância dos postulados constantes dos Códigos de Ética Profissional do CONFEA - Conselho Federal de Engenharia, Arquitetura e Agronomia e do Instituto de Engenharia Legal.



3. LIMITAÇÕES DE RESPONSABILIDADE

- Para elaboração deste relatório, a APSIS utilizou informações e dados históricos auditados por terceiros ou não auditados e dados projetados não auditados, fornecidos por escrito ou verbalmente pela administração da empresa ou obtidos das fontes mencionadas. Assim, a APSIS assumiu como verdadeiros os dados e informações obtidos para este relatório e não tem qualquer responsabilidade com relação a sua veracidade.
- O escopo deste trabalho não incluiu auditoria das demonstrações financeiras ou revisão dos trabalhos realizados por seus auditores.
- Nosso trabalho foi desenvolvido unicamente para o uso do solicitante, visando ao objetivo já descrito. Portanto, este relatório não deverá ser publicado, circulado, reproduzido, divulgado ou utilizado para outra finalidade que não a já mencionada, sem aprovação prévia e por escrito da APSIS.
- Não nos responsabilizamos por perdas ocasionais ao solicitante, a seus acionistas, diretores, credores ou a outras partes como consequência da utilização dos dados e informações fornecidas pela empresa e constante neste relatório.
- As análises e as conclusões contidas neste relatório baseiam-se em diversas premissas, realizadas na presente data, de projeções operacionais futuras, tais como: valores praticados pelo mercado, preços de venda, volumes, participações de mercado, receitas, impostos, investimentos, margens operacionais etc. Assim, os resultados futuros podem vir a ser diferentes de qualquer previsão ou estimativa contida neste relatório.



4. METODOLOGIA

ABORDAGEM DA RENDA: FLUXO DE CAIXA

Esta metodologia define a rentabilidade da empresa como sendo o seu valor operacional, equivalente ao valor descontado do fluxo de caixa líquido futuro. Este fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescidos dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduzidos investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada etc.).

O período projetivo do fluxo de caixa líquido é determinado levando-se em consideração o tempo que a empresa levará para apresentar uma atividade operacional estável, ou seja, sem variações operacionais julgadas relevantes. O fluxo é então trazido a valor presente, utilizando-se uma taxa de desconto, que irá refletir o risco associado ao mercado, empresa e estrutura de capital.

FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO

Para o cálculo do fluxo de caixa líquido utilizamos como medida de renda o Capital Investido, onde:

FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO DO CAPITAL INVESTIDO

Lucro antes de itens não-caixa, juros e impostos (EBITDA)

(-) Itens não-caixa (depreciação e amortização)

(=) Lucro líquido antes dos impostos (EBIT)

(-) Imposto de Renda e Contribuição Social (IR/CSSL)

(=) Lucro líquido depois dos impostos

(+) Itens não-caixa (depreciação e amortização)

(=) Fluxo de caixa bruto

(-) Investimentos de capital (CAPEX)

(+) Outras entradas

(-) Outras saídas

(-) Variação do capital de giro

(=) Fluxo de caixa líquido

VALOR RESIDUAL

Ao término do período projetivo, é considerada a perpetuidade, ou Valor Residual da Empresa, que contempla todos os fluxos a serem gerados após o último ano da projeção e seus respectivos crescimentos. O Valor Residual geralmente é estimado pelo Modelo de Crescimento Constante, o qual assume que, após o fim do período projetivo, o lucro líquido terá um crescimento perpétuo constante. Este modelo calcula o valor da perpetuidade no último ano do período projetivo através do Modelo de Progressão Geométrica, transportando-o, em seguida, para o primeiro ano da projeção.



TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto a ser utilizada para calcular a valor presente dos rendimentos determinados no fluxo de caixa projetado representa a rentabilidade mínima exigida pelos investidores, considerando que a empresa será financiada parte por capital próprio, o que exigirá uma rentabilidade maior que a obtida numa aplicação de risco padrão, e parte por capital de terceiros.

Esta taxa é calculada pela metodologia WACC - *Weighted Average Cost of Capital*, modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor de mercado dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros), descrito a seguir.

VALOR DA EMPRESA

O fluxo de caixa líquido do Capital Investido é gerado pela operação global da empresa, disponível para todos os financiadores de capital, acionistas e demais investidores. Sendo assim, para a determinação do valor dos acionistas, é necessária a dedução do endividamento geral com terceiros.

Outro ajuste necessário é a inclusão dos ativos não operacionais, ou seja, aqueles que não estão consolidados nas atividades de operação da empresa, sendo acrescidos ao valor operacional encontrado.

Custo do capital próprio	$Re = Rf + \text{beta} \cdot (Rm - Rf) + Rp$
Rf	Taxa livre de risco - baseado na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 30 anos, líquida da inflação americana de longo prazo
Rp	Risco País - representa o risco de se investir num ativo no país em questão em comparação a um investimento similar em um país considerado seguro.
Rm	Risco de mercado - mede a valorização de uma carteira totalmente diversificada de ações para um período de 30 anos.
Rs	Prêmio de risco pelo tamanho - mede o quanto o tamanho da empresa a torna mais arriscada.
beta	Ajusta o risco de mercado para o risco de um setor específico
beta alavancado	Ajusta o beta do setor para o risco da empresa.

Custo do capital de terceiros	$Rd = Rf (*) + \text{alfa} + Rp$
Rf (*)	Taxa livre de risco - baseado na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 10 anos, líquida da inflação americana
Alfa	Risco Específico - representa o risco de se investir na empresa em análise.

Taxa de desconto	$WACC = (Re \times We) + Rd (1 - t) \times Wd$
Re =	Custo do capital próprio
Rd =	Custo do capital de terceiros
We =	Percentual do capital próprio na estrutura de capital
Wd =	Percentual do capital de terceiros na estrutura de capital
T =	Taxa efetiva de imposto de renda e contribuição social da companhia



5. ANÁLISE DE MERCADO

O Brasil é uma das maiores potências do mundo na produção de proteína animal, devido a vantagens competitivas como baixos custos e capacidade significativa de crescimento. A indústria brasileira de carne bovina e demais proteínas vem ocupando durante muitos anos posição de destaque no cenário mundial, influenciado principalmente pelo nível de competitividade do País tanto na criação de animais para abate como na produção de carne bovina, leite e derivados, já que fatores geográficos, políticos, econômicos, além da modernização das técnicas de produção, deram suporte para que o País progredisse nestes mercados.

A indústria de carne bovina brasileira

No setor de carne bovina, o Brasil se tornou um líder mundial na produção, explicado em parte pelo fato de possuir o segundo maior rebanho bovino do mundo, ficando atrás apenas da Índia, o maior rebanho comercializável, além de possuir um custo de produção de gado abaixo da média mundial, o que tem permitido a indústria brasileira produzir grandes volumes de carne a um custo competitivo.

O rebanho bovino brasileiro é maior do que o dos Estados Unidos, Argentina e Austrália juntos, tradicionais produtores de gado. Um rebanho numeroso é importante para aumentar a oferta de gado para o abate, o que reduz o custo de produção de carne. Em relação à produção de carne bovina, o Brasil é o segundo maior produtor com 9,5

milhões de toneladas produzidas em 2007, ficando atrás apenas dos Estados Unidos, que produziram neste mesmo ano cerca de 12 milhões de toneladas. Esta posição, apesar do maior rebanho é explicada pela baixa taxa de desfrute do País – índice usualmente utilizado na indústria que mede a quantidade de gado abatido no país durante um ano em relação ao seu rebanho total. O nível mais baixo desta taxa em relação aos demais países produtores, indica que o Brasil ainda tem espaço para aumentar o seu volume de abate, favorecendo assim as empresas do setor. No quesito exportação, o Brasil também lidera. No ano de 2007 foram exportadas cerca de 2,2 milhões de toneladas.

O Brasil é o país com maior vantagem competitiva do mundo na produção de gado, o que reflete em menor custo na produção de carne bovina. Esta competitividade é influenciada principalmente pela vasta disponibilidade de terra no Brasil, e a preço baixo, mão-de-obra barata, técnicas avançadas de criação, alimentação via pastagem e sem hormônio, clima favorável e grande mercado consumidor, o que permite a otimização da carcaça e de seus subprodutos.

Sendo o preço da terra fundamental para a dinâmica do preço do gado bovino, devido à necessidade de espaço para a criação de forma extensiva, o grande território brasileiro disponibiliza uma vasta área para o crescimento do rebanho bovino em comparação com mercados desenvolvidos, como a União Européia (U.E.) e os EUA. O Brasil ainda possui a menor taxa de utilização de terras (<17%), enquanto que na



maioria das economias desenvolvidas o aproveitamento do território é superior a 50%, evidenciando que o País possui espaço para aumentar o seu rebanho.

Outro ponto que merece destaque é o fato do gado brasileiro ser alimentado em sua maioria através de capim, com pouca utilização de ração, composta eminentemente por grãos, o que reduz o preço de criação. A recente utilização de grãos para produção de biocombustível, no entanto, fez com que o preço da soja e da farinha de soja subisse consideravelmente nos últimos meses, fazendo com que criadores que alimentam seu rebanho com ração perdessem competitividade em custo.

As condições climáticas do Brasil, com média de temperatura de 25 ° C, ausência de furacões, terremotos ou neve, também sustentam a competitividade do País na criação de bovinos.

Outro fator importante para a competitividade brasileira é o forte mercado consumidor interno, que permite maximizar a utilização da carcaça do boi entre as exportações e as vendas no mercado doméstico. Desta forma, o produtor pode distribuir cortes mais baratos no mercado doméstico e distribuir carnes mais nobres para o mercado externo. Além disso, o mercado interno também é um importante receptor de subprodutos (fígado, coração, língua, pâncreas, intestino, estômago, gordura, osso e couro), o que gera economias de escala na produção.

A população brasileira é estimada em 190 milhões de habitantes, que consomem 75 a 80% da produção nacional de carne bovina, com o restante sendo exportado, ao contrário da Austrália, que exporta 81% da sua produção. Desta forma, o mercado local tem mais facilidade para absorver produtos e subprodutos da indústria que não são atraentes para a exportação.

Além de possibilitar um melhor aproveitamento da carcaça, o mercado consumidor também pode ser uma “válvula de escape” para a parte da produção de carne que eventualmente pode deixar de ser exportada, em caso de embargos e restrições sanitárias. Mesmo com um grande mercado consumidor, entretanto, a indústria de carne bovina pode ser favorecida com o aumento do consumo per capita, atualmente muito abaixo do consumo registrado em outros países.

Com a criação de gado de forma extensiva, o Brasil ganha em competitividade por estar menos exposto ao risco sanitário, diferentemente dos países que alimentam seus rebanhos com ração animal, além deste tipo de produção ser fundamental para que sejam produzidas carnes com menor teor de gordura e sem hormônios e outros produtos químicos. O hormônio do crescimento é usualmente utilizado no confinamento nos países desenvolvidos. Desta forma, a carne mais saudável é um importante *driver* para o desenvolvimento do setor, uma vez que esta qualidade pode ser usada como estratégia de marketing para incrementar as vendas do setor.



Outra característica da indústria brasileira é a sua fragmentação. Os oito principais produtores controlam cerca de 20 a 25% do total da capacidade de abate do País. A título de comparação, nos EUA os três maiores produtores de carne de bovino, JBS, Tyson e Cargill, controlam aproximadamente 90% da capacidade de abate.

Mesmo com enorme vantagem competitiva, o setor de carne bovina brasileiro sofreu redução de margens nos últimos anos, explicada principalmente pela redução da oferta de gado, fazendo com que muitas unidades produtivas trabalhassem muito abaixo da capacidade de produção.

Devido a embargos à carne brasileira no início da década, houve excesso de oferta de carne bovina internamente, o que provocou uma redução do abate de gado, e por consequência, diminuiu a demanda por esta matéria-prima, chegando assim o problema para o criador.

Com o preço do gado muito baixo, muitos fazendeiros tiveram que reduzir custos. Para tal, promoveram uma onda de abate de animais acima do desejado e antes mesmo que eles completassem o período para serem abatidos, inclusive de matrizes (fêmeas utilizadas para reprodução). Esta política de abate fez com que ao longo do tempo o nascimento de animais fosse insuficiente para sustentar as necessidades da indústria frigorífica.

O cenário projetado para o setor depende fundamentalmente de qual será a dinâmica do comércio internacional, principalmente relacionada

por questões sanitárias, de como e quando se estabelecerá o equilíbrio entre a oferta e demanda de carne bovina, de como será o desempenho econômico das economias emergentes como a China e outros países asiáticos que estão aumentando seus consumos de carne, e claro, de como estará o mundo devido a tormenta enfrentada pela crise financeira mundial.

Em relação à demanda, o nível de consumo de países asiáticos acima de suas respectivas capacidades de oferta é um *driver* importante para o setor bovino brasileiro. Adicionalmente, a redução da produção de carne nos principais países consumidores, juntamente com o crescimento do consumo em países emergentes e a abertura novos mercados, estão criando importantes oportunidades de crescimento para o setor.

Outra situação esperada para o setor é a consolidação. As dificuldades impostas pela mudança de cenário no Brasil trouxeram dificuldades para os principais *players* da indústria, é de se esperar que as pequenas empresas do setor venham ter dificuldades financeiras, abrindo espaço para a consolidação do setor devido ao excesso de ativos com preços atrativos.

Em relação às cotas e tarifas de importação aplicadas por muitos países em relação à carne brasileira, assim como barreiras sanitárias, a expectativa é de que elas diminuam gradualmente ao longo do tempo. No curto e médio-prazo, no entanto, essas restrições comerciais devem



continuar a desempenhar um papel importante no comércio global, definindo o fluxo de produtos e o preço artificial nos mercados. Esta hipótese é sustentada pela percepção dos principais países de que a melhor opção econômica para os consumidores é o fim das barreiras e o aumento do comércio global.

A indústria de carne bovina na Argentina

Com 51,3 milhões de cabeças de gado em 2007, a Argentina possui o quarto maior rebanho no mundo para fins comerciais. Atualmente, a Argentina é a quarta maior exportadora de carne bovina no mundo, com uma participação de 7% no total das exportações mundiais de carne bovina, apenas atrás do Brasil, Austrália e EUA.

De acordo com dados da Oficina Nacional de Controle Comercial Agropecuário (ONCCA, na sigla em espanhol), que controla o setor agropecuário na Argentina, o abate chegou a quase 15 milhões de cabeças em 2007, contra 13 milhões em 2006.

As exportações argentinas de carne bovina chegaram a 539 mil toneladas em 2007, 4,6% inferior ao total em 2006. Já a receita das exportações, de US\$ 1,28 milhão, foi 6,8% superior à receita obtida em 2006 devido ao aumento de preços nos cortes resfriados.

A indústria de carne bovina nos EUA

Os Estados Unidos são o maior produtor de carne bovina do mundo apesar de possuírem o terceiro maior rebanho comercial do mundo, com 96,9 milhões de cabeças. É também o maior consumidor de carne bovina, com uma média de 12,8 milhões de toneladas consumidas ao ano. O país tem um grande consumo de carne de segunda (dianteiro) e um consumo menor de cortes nobres. Com isso, destaca-se nas exportações da carne nobre enquanto é o maior importador de carne de segunda do mundo.

De acordo com dados da Informa Economics, que presta serviços de pesquisa e análise no setor agrícola em nível mundial, foram abatidas 34,3 milhões de cabeças de gado nos Estados Unidos em 2007. A produção de carne bovina respondeu por 22% do total mundial no último exercício e a mesma média é esperada para o ano de 2008.

A indústria de carne bovina australiana

A Austrália possui um rebanho de 28,4 milhões de cabeças de gado e é atualmente o segundo maior exportador de carne bovina do mundo.

Segundo o USDA, aproximadamente 65% da produção australiana de carne bovina em 2007 foi destinada à exportação, constituindo o principal fornecedor para o mercado asiático.



6. CARACTERIZAÇÃO DA BERTIN

A Bertin é uma das líderes no mercado mundial de bovinos e também possui presença relevante no mercado de laticínios e couros. Fundada em 1977, a empresa possui atualmente 38 unidades produtivas, com plantas localizadas no Brasil, Uruguai, Paraguai e China, abrangendo um quadro total de 28 mil colaboradores diretos.

Com uma capacidade de produção de 16.450 cabeças de gado/dia (2009E) e 21.400 peles/dia (2009E), a empresa exporta seus produtos para mais de 110 países.

Vista aérea de uma das unidades da Bertin



Importante *player* no mercado de proteína mundial, a Bertin possui um *market share* de 8,6% no mercado interno e 22,7% de exportações de

bovinos, e no mercado de couros, detém uma fatia de 20,0% do mercado interno e 30,0% das exportações.

Em 2008 a Bertin registrou um faturamento líquido de cerca de R\$ 6,6 bilhões e um EBITDA de R\$ 694 milhões, com margem EBITDA de 10,5%. Do total da receita líquida, cerca de 68% veio do segmento de bovinos, 13% de couros, 12% lácteos e 7% de outros segmentos.

Divisão de Carnes

Com capacidade de abate de 14 mil cabeças de gado por dia, a Divisão Carnes destaca-se como a segunda maior do País no setor de frigoríficos. Atualmente a produção é destinada tanto para o mercado interno quanto para o mercado externo de forma praticamente igual, 50% cada. Além de carne *in natura*, a empresa fabrica grande variedade de produtos industrializados que usam a carne bovina como matéria-prima: são carnes enlatadas, beef jerky, supergelados, pratos prontos, entre outros.

Divisão de Couros

A Bertin é a maior exportadora brasileira de couros, com participação em mais de 20% das exportações brasileiras. Mais de 90% de sua produção é exportada e entre suas compradoras estão renomadas marcas e grandes empresas globais.



A empresa conta com 10 unidades industriais no País e uma no exterior (China), e capacidade de produção de 24.700 couros por dia. Produz couros, que levam a marca Bracol, nos estágios *Wet Blue*, Semi-acabado e Acabado, para os setores de calçados, automobilístico, moveleiro e de artefatos.

Divisão de Lácteos

A Bertin iniciou sua atuação no mercado de lácteos em 2007, com a aquisição de ações do Grupo Vigor. Com sete plantas industriais, a Divisão Lácteos comercializa produtos de alto valor agregado, como iogurtes, queijos, margarinas e sobremesas, com as marcas Vigor, Leco, Danubio, Faixa Azul, Serrabella, Amélia, Franciscano, Carmelita e Mesa.

Aproveitando a penetração no exterior com exportações de carnes e couros, a Bertin aproveita para comercializar derivados do leite fora do Brasil. O foco está em produtos como cream cheese e requeijão, que já estão sendo exportados para Europa, Egito, Angola, Rússia e Cabo Verde.

Divisão de Higiene e Limpeza

A Divisão Higiene e Limpeza produz sabonetes e é líder nacional na produção de sebo bovino e massa base para pequenas, médias e grandes empresas do segmento.

Com as marcas próprias, BioBriz e Lavarte, a Bertin oferece produtos de limpeza para a casa e para roupas, como desinfetantes, sabão em barra, sabão em pó, amaciante, multiuso, limpeza pesada e lava-louça.

Além disso, produz mais de 500 itens de higiene pessoal e cuidados diários com o corpo e cabelo, comercializados por outras empresas do Grupo Bertin com as marcas OX, Francis, Hydratta, Phytoderm, Neutrox, Karina, Tan O Tom, Kolene, e Bourbon.

Outras Divisões

A Bertin produz e comercializa fibra natural de colágeno desde 2002 através de sua divisão de negócio Novaprom. Esse produto se destina principalmente à indústria de alimentos, sendo utilizado em produtos cárneos, lácteos, bebidas preparadas, panificação e alimentos funcionais.

A empresa é pioneira no Brasil e líder mundial na fabricação de fibra natural de colágeno. Tem capacidade de produção de 300 toneladas por mês, comercializadas no mercado interno e exportadas para vários países.

A fibra de colágeno é uma proteína pura, não-desnaturada, extraída das camadas internas da pele bovina, sendo uma ferramenta tecnológica. O colágeno, além de ser um excelente ingrediente, também apresenta propriedades benéficas à saúde: contribui para a regeneração de ossos, articulações e tecidos do coração, retarda o envelhecimento da pele e a flacidez dos tecidos, promove a hidratação cutânea e assegura a consistência e a elasticidade dos tecidos.

Desde 1996 a Bertin atua no segmento pet, com o aproveitamento dos subprodutos bovinos produzidos pela empresa. Atualmente a Bertin



conta com quatro unidades industriais e capacidade produtiva de 10 mil toneladas por ano.

Desde 2007, a Divisão voltou-se para o mercado nacional e lançou a marca FunPet, com o objetivo de aproveitar o know-how adquirido nas exportações para crescer no Brasil, onde está a segunda maior população de cães e gatos do mundo.

Por fim, a Bertin possui uma fábrica de latas, instalada em 1994, inicialmente para atender às necessidades de acondicionamento da carne industrializada produzida pela Divisão Carnes. Gradativamente, essa unidade passou por atualizações tecnológicas e foi verticalizada, incorporando processos antes realizados por terceiros. Atua desde o corte de bobinas, passando pelo processo litográfico, até as linhas de montagem de latas.

Hoje é uma das cinco maiores produtoras do País em seu segmento. Ocupa uma área construída de 33 mil m² e tem capacidade de produção de 70 milhões de latas por mês. Fabrica latas cilíndricas para alimentos em geral e trapezoidais (convencionais com chaveta e *easy open*) para *corned beef*.

Abaixo segue a relação das marcas dos produtos da Bertin:





7. MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA

Para a determinação do valor econômico da BERTIN procedemos a avaliação pelo método da rentabilidade futura. A modelagem econômico-financeira de empresa foi conduzida de forma a demonstrar sua capacidade de geração de caixa no período de tempo considerado, tendo sido utilizadas, basicamente, as informações já citadas anteriormente.

As projeções foram realizadas para o período julgado necessário, sob plenas condições operacionais e administrativas em um cenário conservador, com as seguintes premissas:

- A metodologia está baseada na geração de fluxo de caixa livre descontado;
- Para determinação do valor da empresa foi considerado um período de 10 (dez) anos;
- Foi considerado perpetuidade após o ANO 10 (crescimento de 3,0%);
- Para período anual foi considerado o ano fiscal de 01 de outubro até 30 de setembro;
- O fluxo foi projetado em moeda constante e o valor presente calculado com taxa de desconto real (não considera a inflação);

- Para o cálculo do preço dos produtos da Divisão de Carne no ANO 01, foi utilizada uma taxa de câmbio (R\$/US\$) de 1,95

Para a realização da previsão dos resultados nos exercícios futuros da BERTIN, foram utilizados os balanços patrimoniais de 30 de setembro de 2009 como balanços de partida.

No Anexo 1, apresentamos detalhadamente a modelagem econômico-financeira, cujas projeções operacionais foram baseadas no desempenho histórico e nas projeções constantes no último relatório da administração disponível.



PREMISSAS PARA PROJEÇÃO DE RESULTADOS

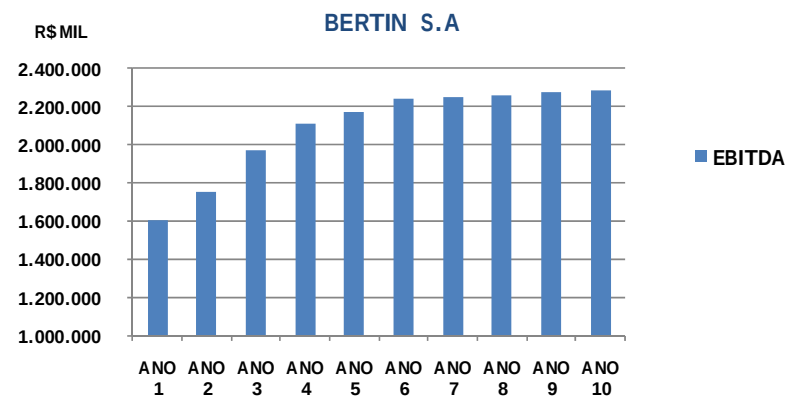
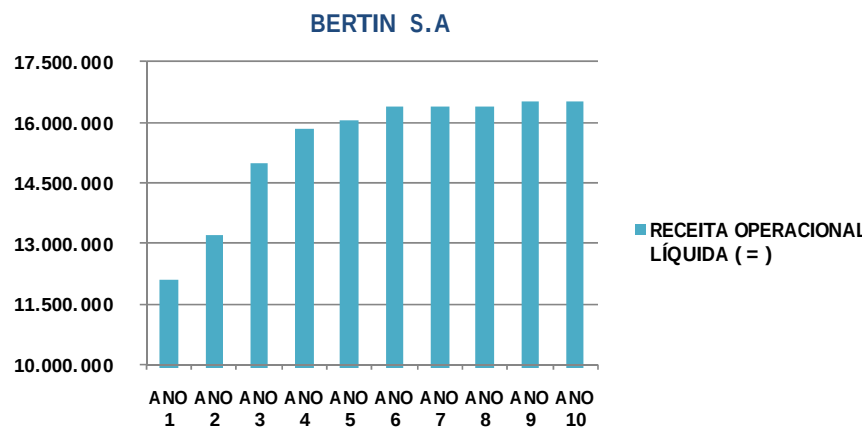
ENTRADAS E SAÍDAS	PREMISSAS	LÓGICA
RECEITA OPERACIONAL BRUTA (ROB)	- Utilizada ROB proveniente das vendas da Divisão de Carne, Higiene e Limpeza, Lácteos, Couro e outros. - Apenas a Divisão de Lácteos não possui vendas no exterior. - No ANO 1 foi utilizada ROB de R\$ 13,4 bilhões, com crescimento de 9,0% para o ANO 2, crescimento de 13,3% para o ANO 3, de 5,8% para o ANO 4, 1,3% para o ANO 5, 2,1% para o ANO 6, apresentando estabilidade nos demais anos. A ROB utilizada no ANO 10 é de R\$ 18,3 bilhões	- Crescimento de volume projetado de acordo com o planejamento plurianual da empresa; - O crescimento projetado da ROB é sustentado pelo aumento estimado do volume de venda, não considerando efeitos inflacionários, sendo assim, uma projeção real; - O forte crescimento do ANO 1 até o ANO 3 é explicado, principalmente, pela maturação dos investimentos realizados, que ocasionam um aumento de capacidade; - Utilizados preços médios de cada divisão, além de volumes médios, tanto para exportação como para o mercado interno, de acordo com as projeções plurianuais da empresa.
DEDUÇÕES DA ROB	Utilizada alíquota de impostos e deduções de 9,8% sobre a ROB.	Alíquotas fixas e que correspondem às respectivas médias das alíquotas projetadas no planejamento plurianual da empresa, do ANO 1 ao ANO 10.
RECEITA OPERACIONAL LIQUIDA (ROL)	Utilizada ROL de R\$ 12,1 bilhões no ANO 1, com crescimento equivalente ao apresentado pela ROB, chegando ao ANO 10 com uma ROL de R\$ 16,5 bilhões.	A lógica do crescimento projetado da ROL é semelhante à da ROB.



CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS (CPV)	▪ Utilizado um custo dos produtos vendidos composto equivalente a 78,0% da ROL em todo período projetivo ▪ No ANO 1 o CPV utilizado foi de R\$ 9,5 bilhões, chegando a R\$ 12,9 bilhões no ANO 10.	▪ O custo dos produtos vendidos foi calculado para cada produto, respeitando a premissa de ausência de efeitos inflacionários nas projeções; ▪ A proporção do CPV em relação à ROL foi calculada como sendo a média das relações esperadas ao longo dos próximos dez anos, de acordo com as projeções plurianuais da empresa. ▪ Conservadoramente, não foi considerado ganho de escala afetando positivamente os custos.
DESPESAS OPERACIONAIS	▪ Despesas Operacionais compostas por: i) comerciais, equivalente a 6,8% da ROL em todo período projetivo; ii) administrativas equivalentes a 4,9% da ROL em todo período projetivo e iii) outras receitas operacionais equivalentes a 0,05% da ROL em todos os anos. ▪ No ANO 1 as despesas operacionais somaram R\$ 1,4 bilhões, crescendo gradualmente até atingir R\$ 1,9 bilhões no ANO 10.	▪ Consideradas as médias das despesas que foram projetadas para os próximos 10 anos, de acordo com as projeções plurianuais da empresa, sem considerar efeitos inflacionários; ▪ Conservadoramente, não foi considerado ganho de escala afetando positivamente as despesas.
IR E CSSL	▪ Utilizados 34% do EBIT em todo período projetivo. ▪ Considerado benefício fiscal no primeiro ano, devido ao prejuízo acumulado em 30 de setembro de 2009..	▪ Alíquotas retiradas do planejamento plurianual da empresa. ▪ Foi utilizado o prejuízo acumulado para formar uma base para cálculo do IR e CSLL.



Abaixo apresentamos os gráficos que ilustram o crescimento da Receita Operacional líquida e do EBITDA ao longo do período projetivo:





CAPITAL DE GIRO

- Contas a Receber: 37 dias
- Estoque: 75 dias
- Fornecedores: 26 dias.

DEPRECIAÇÃO

Foi considerada uma taxa de depreciação média do imobilizado de 8% ao ano.

INVESTIMENTOS

Foram considerados investimentos de R\$ 2,9 bilhões em todo período projetivo, para manutenção do presente ativo imobilizado da empresa e para investimentos em aumento de capacidade de produção.

DETERMINAÇÃO DA TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto foi calculada pela metodologia WACC - *Weighted Average Cost of Capital*, modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor de mercado dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros).

Os valores dos parâmetros utilizados para o cálculo da taxa de desconto seguem no anexo 01 deste laudo. Porém, destacamos abaixo as principais fontes destes parâmetros:

- Taxa livre de Risco: Corresponde ao *yield*, em 30/09/2009, do US T-Bond 30 anos (Federal Reserve);
- Beta d: equivalente ao Beta médio dos principais *players* no Brasil e no exterior, pesquisado na Bloomberg;
- Prêmio de Risco: Ibbotson (Spread entre SP500 e US T-Bond 30 anos, de 5,7%)
- Prêmio pelo tamanho: 0,94%, retirado do banco de dados do Ibbotson 2009;
- Risco Brasil: Portal Brasil (30/09/2009);
- Taxa livre de Risco: Corresponde ao *yield*, em 30/09/2009, do US T-Bond 10 anos (Federal Reserve);
- Risco Específico (Alfa): O modelo para formação do custo da dívida (Rd) é feito “de trás pra frente”, de forma a evitar distorções na aplicação de modelos desenvolvidos para mercados maduros (como o norte americano) no jovem mercado brasileiro. O primeiro passo é determinar o custo de captação para o setor em análise ou para a empresa, caso ela tenha um porte que possibilite um tratamento diferenciado



pelas instituições financeiras. No caso da BERTIN, utilizamos um custo de captação nominal de 10,5% a.a., correspondente ao custo de captação da empresa. Conhecendo este custo, o Risco Brasil e a Taxa Livre de Risco (R_f) chegaram, por consequência, a um alfa implícito de 4,8%.

- Utilizada uma inflação americana projetada de 2,0% ao ano.

Por fim, com os parâmetros utilizados no cálculo, chegamos a uma taxa de desconto real de 9,0% a.a.

CÁLCULO DO VALOR OPERACIONAL

A partir do Fluxo de Caixa Operacional projetado para os próximos 10 anos e do valor residual da empresa a partir de então (considerando uma taxa de crescimento na perpetuidade de 3,0%), descontamos estes valores a valor presente, utilizando a taxa de desconto real variável descrita no item anterior.

ATIVOS NÃO OPERACIONAIS

Não foram considerados ativos não operacionais.

ANÁLISE DO CAIXA LÍQUIDO

Foi considerado um caixa líquido de R\$ 4.109 milhões na data base, de acordo com os dados abaixo:

- Dívida Bruta contabilizada em 30/09/2009: R\$ 5,6 bilhões;
- Disponibilidades em 30/09/2009: R\$ 436 milhões;
- Aplicações financeiras em 30/09/2009: R\$ 1.097 milhões.



VALOR ECONÔMICO DA BERTIN

Sintetizando os itens anteriormente mencionados, detalhados no Anexo 1, chegamos aos seguintes valores:

VALOR ECONÔMICO DA BERTIN S.A. (Milhares de R\$)	
crescimento na perpetuidade	3,0%
taxa de desconto (a.a.)	9,0%
FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL	5.990.956
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	11.681.140
VALOR OPERACIONAL DA BERTIN S.A.	17.672.095
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(4.109.766)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	0,0
VALOR ECONÔMICO DA BERTIN S.A.	13.562.329

Abaixo segue um comparativo do valor operacional da BERTIN, na data base, comparado com o EBITDA do ANO 10, representado pelo múltiplo EV/EBITDA, e comparado com o mesmo múltiplo aplicado a empresas do setor:

EV/EBITDA	
Bertin	11,0
JBS	10,7
Brasil Foods	15,8
Minerva	7,0
Marfrig	8,5
Tyson Foods	8,3
Kraft Food	8,9
Hormel Food	7,2
Parmalat	6,4
Média	9,3

Fontes: Bloomberg e APSIS



8. CONCLUSÃO

À luz dos exames realizados na documentação anteriormente mencionada e tomando por base estudos da APSIS, concluíram os peritos que o valor econômico da BERTIN, em 30 de setembro de 2009, é de **R\$ 13.562.329 mil** (treze bilhões, quinhentos e sessenta e dois milhões e trezentos e vinte e nove mil reais), o que equivale a um valor econômico por ação de R\$ 473,61 (quatrocentos e setenta e três reais e sessenta e um centavos).

Estando o relatório **RJ-0477/09-01** concluído, composto por 24 (vinte e quatro) folhas digitadas de um lado e 02 (dois) anexos e extraído em 02 (duas) via originais, a APSIS Consultoria Empresarial Ltda., CREA/RJ 82.2.00620-1 e CORECON/RJ RF/2.052-4, empresa especializada em avaliação de bens, abaixo representada legalmente pelos seus diretores, coloca-se à disposição para quaisquer esclarecimentos que, porventura, se façam necessários.

Rio de Janeiro, 04 de dezembro de 2009

LUIZ PAULO CESAR SILVEIRA
Diretor

GABRIEL ROCHA VENTURIM
Gerente de projetos



9. RELAÇÃO DE ANEXOS

1. CÁLCULOS AVALIATÓRIOS
2. GLOSSÁRIO E PERFIL DA APSIS

SÃO PAULO - SP
Alameda Franca, 1467, 44
São Paulo - SP CEP: 01422-001
Tel.: + 55 11 2626.0510

RIO DE JANEIRO - RJ
Rua São José, 90, grupo 1802
Centro, CEP: 20010-020
Tel.: + 55 21 2212.6850 Fax: + 55 21 2212.6851



ANEXO 1



BERTIN S.A. (BALANÇO CONSOLIDADO -30.set.2009)		Milhares de R\$
ATIVO		10.943.469
Circulante		4.982.073
Disponibilidades		431.083
Aplicações financeiras		1.097.087
Valores a receber de clientes nacionais		339.323
Valores a receber de clientes internacionais		415.001
Estoques de produtos e mercadorias		1.193.044
Impostos a recuperar		1.176.161
Adiantamentos a fornecedores diversos		56.830
Outros créditos		266.728
Despesas do exercício seguinte		6.816
Não Circulantes		
Realizável a Longo Prazo		369.509
Depósitos judiciais e compulsórios		7.997
Impostos a recuperar		263.136
Imóveis destinados a venda		57.720
Partes relacionadas		37.734
Outros créditos		2.922
Permanente		5.591.887
Investimentos		8.027
Imobilizado		4.358.287
Intangível		1.191.236
Diferido		34.337
PASSIVO		10.943.469
Circulante		3.767.786
Pessoal, encargos e benefícios sociais		144.885
Fornecedores Nacionais		374.730
Fornecedores Internacionais		85.751
Empréstimos e financiamentos		2.636.617
Impostos a recolher		107.135
Dividendos a pagar		12.665
Outras obrigações		406.003
Não Circulante		3.369.932
Empréstimos e financiamentos		3.001.319
Impostos a recolher		224.971
Obrigações contingenciais (fiscais, sociais e trabalhistas)		12.362
Partes Relacionadas		24.679
Outras obrigações		106.601
PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS		31.893
Patrimônio Líquido		3.773.858
Capital social		4.238.195
Reserva de capital		-
Ajustes acumulados de conversão		(27.707)
Lucros (prejuízos) acumulados		(436.630)

BERTIN S.A. (milhares de R\$)	9 meses de 2009
Demonstração de Resultados Consolidado	
Receita operacional bruta	6.302.179
Mercado interno	3.580.050
Mercado externo	2.722.129
Deduções da receita operacional bruta	(788.862)
Devoluções e descontos	(119.281)
Impostos sobre as vendas	(669.581)
Receita operacional líquida	5.513.317
Custo dos produtos vendidos	(4.267.445)
Lucro bruto	1.245.872
(Despesas) Receitas operacionais	(917.393)
Administrativas e gerais	(349.319)
Comerciais	(494.180)
Resultado financeiro líquido	(75.479)
Participação nos resultados	(3.846)
Outras despesas (receitas)	5.431
Lucro (prejuízo) antes dos efeitos tributários	328.479
IR	(51.223)
CSLL	(15.762)
LUCRO (PREJUÍZO) DO PERÍODO	261.494
Participação minoritária no resultado de controladas	(6.406)
LUCRO LÍQUIDO (Prejuízo) DO PERÍODO	255.088

Preço Médio										
	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
Divisão Carne (R\$ / Kg)										
Mercado Interno										
In Natura	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Processado	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Subproduto	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Mercado Externo										
In Natura	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Processado	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Subproduto	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Divisão Lácteos (R\$ / Kg)										
Mercado Interno	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Divisão Couros (R\$ / Couro)										
Mercado Interno e Externo										
Wet Blue	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1	74,1
Semi-Acabado	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9
Acabado	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4
Divisão Higiene e Beleza (R\$ / Kg)										
Faturamento bruto unitário	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Volume de venda										
	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
Divisão Carne (toneladas)										
Mercado Interno										
In Natura	488.045	514.630	586.291	624.370	624.370	624.370	624.370	624.370	624.370	624.370
Processado	40.321	56.179	59.173	58.476	58.476	58.476	58.476	58.476	58.476	58.476
Subproduto	310.847	415.649	473.979	500.069	500.069	500.069	500.069	500.069	500.069	500.069
Mercado Externo										
In Natura	428.535	450.843	520.801	552.496	568.374	594.842	594.842	594.842	605.870	605.870
Processado	98.995	123.464	136.281	136.978	136.978	136.978	136.978	136.978	136.978	136.978
Subproduto	87.655	108.215	129.862	135.064	147.398	167.193	167.193	167.193	175.441	175.441
Divisão Lácteos (toneladas)										
Mercado Interno	261.395	315.092	366.063	412.598	412.598	412.598	412.598	412.598	412.598	412.598
Divisão Couros										
Produção/venda										
Wet Blue (Couros)	2.668.251	3.374.009	3.591.166	3.591.166	3.591.166	3.591.166	3.591.166	3.591.166	3.591.166	3.591.166
Semi-Acabado (Couros)	2.534.322	3.309.346	3.621.825	3.688.901	3.688.901	3.688.901	3.688.901	3.688.901	3.688.901	3.688.901
Acabado (Couros)	1.196.927	1.404.423	1.506.589	1.625.242	1.625.242	1.625.242	1.625.242	1.625.242	1.625.242	1.625.242
Outros (% do faturamento)	7,6%	6,0%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Mercado Interno										
Wet Blue	81,4%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%
Semi-Acabado	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Acabado	15,9%	15,0%	13,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Outros	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%	87,5%
Mercado Externo										
Wet Blue	18,6%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
Semi-Acabado	92,6%	92,7%	92,7%	92,7%	92,7%	92,7%	92,7%	92,7%	92,7%	92,7%
Acabado	84,1%	85,0%	86,6%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%
Outros	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Divisão Higiene e Beleza (toneladas)										
Produção/venda	156.286	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658	165.658
Mercado Interno	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%	97,9%
Mercado Externo	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Receita Operacional Bruta (ROB)										
	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
Divisão Carne (R\$ mil)	10.794.001	11.831.669	13.517.582	14.250.018	14.479.872	14.860.602	14.860.602	14.860.602	15.019.239	15.019.239
Mercado Interno	4.494.282	4.981.033	5.644.785	5.974.298	5.974.298	5.974.298	5.974.298	5.974.298	5.974.298	5.974.298
In Natura	3.689.228	3.890.189	4.431.893	4.719.738	4.719.738	4.719.738	4.719.738	4.719.738	4.719.738	4.719.738
Processado	255.908	356.553	375.554	371.131	371.131	371.131	371.131	371.131	371.131	371.131
Subproduto	549.146	734.291	837.337	883.429	883.429	883.429	883.429	883.429	883.429	883.429
Mercado Externo	6.299.720	6.850.636	7.872.798	8.275.720	8.505.575	8.886.304	8.886.304	8.886.304	9.044.942	9.044.942
In Natura	5.138.768	5.406.274	6.245.173	6.625.251	6.815.642	7.133.034	7.133.034	7.133.034	7.265.280	7.265.280
Processado	880.485	1.098.111	1.212.109	1.218.307	1.218.307	1.218.307	1.218.307	1.218.307	1.218.307	1.218.307
Subproduto	280.468	346.252	415.516	432.162	471.625	534.964	534.964	534.964	561.355	561.355
Divisão Lácteos (R\$ mil)	1.163.606	1.402.638	1.629.537	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692
Mercado Interno	1.163.606	1.402.638	1.629.537	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692	1.836.692
Divisão Couros (R\$ mil)	698.422	592.035	629.531	652.935	652.935	652.935	652.935	652.935	652.935	652.935
Mercado Interno	257.450	294.335	307.034	294.802	294.802	294.802	294.802	294.802	294.802	294.802
Wet Blue	160.948	202.999	216.132	216.132	216.132	216.132	216.132	216.132	216.132	216.132
Semi-Acabado	16.211	20.823	22.717	22.988	22.988	22.988	22.988	22.988	22.988	22.988
Acabado	37.300	41.268	39.335	26.883	26.883	26.883	26.883	26.883	26.883	26.883
Outros	42.991	29.244	28.850	28.799	28.799	28.799	28.799	28.799	28.799	28.799
Mercado Externo	440.972	297.701	322.498	358.133	358.133	358.133	358.133	358.133	358.133	358.133
Wet Blue	36.699	46.925	49.878	49.878	49.878	49.878	49.878	49.878	49.878	49.878
Semi-Acabado	201.489	13.371	13.371	13.371	13.371	13.371	13.371	13.371	13.371	13.371
Acabado	196.633	233.219	255.120	290.762	290.762	290.762	290.762	290.762	290.762	290.762
Outros	6.152	4.185	4.128	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121
Divisão Higiene e Beleza (R\$ mil)	625.453	662.959	662.959	662.959	662.959	662.959	662.959	662.959	662.959	662.959
Mercado Interno	612.348	648.782	648.782	648.782	648.782	648.782	648.782	648.782	648.782	648.782
Mercado Externo	13.104	14.177	14.177	14.177	14.177	14.177	14.177	14.177	14.177	14.177
Outras Divisões (R\$ mil)	142.876	145.576	145.852	146.124	146.124	146.124	146.124	146.124	146.124	146.124
Mercado Interno	33.022	34.199	35.378	35.535	35.535	35.535	35.535	35.535	35.535	35.535
Mercado Externo	109.854	111.377	110.473	110.589	110.589	110.589	110.589	110.589	110.589	110.589

Custos e Despesas										
	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
Deduções/ROB	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%
Custo dos Produtos Vendidos (% ROL)	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%	-78,0%
Despesas Operacionais										
Comerciais	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%	-6,8%
Administrativas	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%
Outras receitas/despesas operacionais	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%

DEPRECIAÇÃO (R\$ mil)	set/09	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
CAPEX e Outros Investimentos		377.957	467.589	658.936	544.742	372.404	109.215	107.884	105.305	100.991	95.169
Investimento acumulado		377.957	845.547	1.504.482	2.049.225	2.421.629	2.530.844	2.638.728	2.744.033	2.845.024	2.940.193
Depreciação investimento		0	30.237	67.644	120.359	163.938	193.730	202.468	211.098	219.523	227.602
Custo original	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287	4.358.287
Valor residual	4.358.287	4.009.624	3.660.961	3.312.298	2.963.635	2.614.972	2.266.309	1.917.646	1.568.983	1.220.320	871.657
Depreciação imobilizado		348.663	348.663	348.663	348.663	348.663	348.663	348.663	348.663	348.663	348.663
DEPRECIAÇÃO TOTAL		348.663	378.900	416.307	469.022	512.601	542.393	551.130	559.761	568.186	576.265

CAPITAL DE GIRO	set/09	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
(R\$ mil)											
USOS	1.947.368	3.225.002	3.515.811	3.984.410	4.215.820	4.271.040	4.362.504	4.362.504	4.362.504	4.400.614	4.400.614
Recebíveis	754.324	1.243.094	1.355.188	1.535.812	1.625.010	1.646.295	1.681.550	1.681.550	1.681.550	1.696.240	1.696.240
Estoque	1.193.044	1.981.908	2.160.623	2.448.598	2.590.810	2.624.745	2.680.954	2.680.954	2.680.954	2.704.374	2.704.374
FONTES	460.481	685.569	747.390	847.004	896.197	907.936	927.379	927.379	927.379	935.481	935.481
Fornecedores	460.481	685.569	747.390	847.004	896.197	907.936	927.379	927.379	927.379	935.481	935.481
CAPITAL DE GIRO	1.486.887	2.539.433	2.768.422	3.137.406	3.319.623	3.363.104	3.435.125	3.435.125	3.435.125	3.465.134	3.465.134
VARIAÇÃO CAPITAL DE GIRO		1.052.546	228.989	368.984	182.217	43.481	72.021	0	0	30.009	0

DRE - BERTIN S.A.										
R\$ mil	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
RECEITA OPERACIONAL BRUTA (=)	13.424.359	14.634.878	16.585.462	17.548.728	17.778.582	18.159.312	18.159.312	18.159.312	18.317.949	18.317.949
Crescimento		9,0%	13,3%	5,8%	1,3%	2,1%	0,0%	0,0%	0,9%	0,0%
DEDUÇÕES DA ROB (-)	-1.310.073	-1.428.206	-1.618.562	-1.712.567	-1.734.998	-1.772.153	-1.772.153	-1.772.153	-1.787.634	-1.787.634
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (=)	12.114.286	13.206.672	14.966.899	15.836.161	16.043.584	16.387.159	16.387.159	16.387.159	16.530.315	16.530.315
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS (-)	-9.452.217	-10.304.555	-11.677.979	-12.356.224	-12.518.067	-12.786.142	-12.786.142	-12.786.142	-12.897.840	-12.897.840
LUCRO BRUTO	2.662.069	2.902.117	3.288.920	3.479.937	3.525.518	3.601.017	3.601.017	3.601.017	3.632.475	3.632.475
DSPESES OPERACIONAIS (-)	-1.406.151	-1.532.948	-1.737.264	-1.838.163	-1.862.239	-1.902.119	-1.902.119	-1.902.119	-1.918.736	-1.918.736
Comerciais	-818.157	-891.933	-1.010.813	-1.069.520	-1.083.529	-1.106.733	-1.106.733	-1.106.733	-1.116.401	-1.116.401
Administrativas	-593.881	-647.434	-733.726	-776.340	-786.508	-803.351	-803.351	-803.351	-810.369	-810.369
Outras receitas/despesas operacionais	5.888	6.419	7.275	7.697	7.798	7.965	7.965	7.965	8.035	8.035
LUCRO ANTES DO IR, DEPR. E AMORT. (EBITDA)	1.604.581	1.748.068	1.967.963	2.110.796	2.175.879	2.241.291	2.250.028	2.258.659	2.281.925	2.290.004
Margem EBITDA	13,2%	13,2%	13,1%	13,3%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,9%
DEPRECIACÃO (-)	-348.663	-378.900	-416.307	-469.022	-512.601	-542.393	-551.130	-559.761	-568.186	-576.265
RESULTADO ANTES DO IRCS (EBIT)	1.255.918	1.369.169	1.551.656	1.641.774	1.663.278	1.698.898	1.698.898	1.698.898	1.713.739	1.713.739
IMPOSTO DE RENDA + CSSL (-)	-298.909	-465.517	-527.563	-558.203	-565.515	-577.625	-577.625	-577.625	-582.671	-582.671
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	957.010	903.651	1.024.093	1.083.571	1.097.764	1.121.273	1.121.273	1.121.273	1.131.068	1.131.068
FLUXO DE CAIXA LIVRE - BERTIN S.A.										
R\$ mil	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
ENTRADAS	1.305.673	1.282.551	1.440.400	1.552.593	1.610.365	1.663.666	1.672.403	1.681.034	1.699.253	1.707.333
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	957.010	903.651	1.024.093	1.083.571	1.097.764	1.121.273	1.121.273	1.121.273	1.131.068	1.131.068
DEPRECIACÃO	348.663	378.900	416.307	469.022	512.601	542.393	551.130	559.761	568.186	576.265
SAÍDAS	377.957	467.589	658.936	544.742	372.404	109.215	107.884	105.305	100.991	95.169
INVESTIMENTOS (CAPEX e Outros)	377.957	467.589	658.936	544.742	372.404	109.215	107.884	105.305	100.991	95.169
SALDO SIMPLES	927.715	814.962	781.464	1.007.850	1.237.961	1.554.451	1.564.519	1.575.729	1.598.262	1.612.164
VARIAÇÃO CAPITAL DE GIRO	(1.052.546)	(228.989)	(368.984)	(182.217)	(43.481)	(72.021)	0	0	(30.009)	0
SALDO DO PERÍODO	(124.830)	585.972	412.480	825.633	1.194.480	1.482.430	1.564.519	1.575.729	1.568.253	1.612.164
CÁLCULO DO IRCS										
PREJÚÍZO ACUMULADO (SALDO)	(436.630)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IR A COMPENSAR NO PERÍODO	376.775	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BASE DE CÁLCULO AJUSTADA	879.143	1.369.169	1.551.656	1.641.774	1.663.278	1.698.898	1.698.898	1.698.898	1.713.739	1.713.739

ESTRUTURA DE CAPITAL	
PRÓPRIO	60%
TERCEIROS	40%
PRÓPRIO + TERCEIROS	100%
CUSTO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
TAXA LIVRE DE RISCO (Rf)	4,0%
BETA d	0,82
BETA r	1,18
PRÊMIO DE RISCO (Rm - Rf)	5,7%
PRÊMIO PELO TAMANHO	0,9%
RISCO BRASIL	2,3%
Re (=)	14,0%
CUSTO DA DÍVIDA	
TAXA LIVRE DE RISCO (Rf*)	3,3%
RISCO ESPECÍFICO (ALFA)	4,8%
RISCO BRASIL	2,3%
Rd (=)	10,5%
INFLAÇÃO AMERICANA PROJETADA	
	2,0%
WACC	
CUSTO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	14,0%
CUSTO DA DÍVIDA	10,5%
TAXA DE DESCONTO NOMINAL (=)	11,2%
TAXA DE DESCONTO REAL (=)	9,0%

VALOR ECONÔMICO DA BERTIN S.A. (Milhares de R\$)			
crescimento na perpetuidade	3,0%	3,0%	3,0%
taxa de desconto (a.a.)	8,5%	9,0%	9,5%
FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL	6.173.166	5.990.956	5.815.550
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	13.341.989	11.681.140	10.300.648
VALOR OPERACIONAL DA BERTIN S.A.	19.515.155	17.672.095	16.116.199
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(4.109.766)	(4.109.766)	(4.109.766)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	0,0	0,0	0,0
VALOR ECONÔMICO DA BERTIN S.A.	15.405.389	13.562.329	12.006.433

	EV/EBITDA
Bertin	11,0
JBS	10,7
Brasil Foods	15,8
Minerva	7,0
Marfrig	8,5
Tyson Foods	8,3
Kraft Food	8,9
Hormel Food	7,2
Parmalat	6,4
Média	9,3

Fontes: Bloomberg e APSIS



ANEXO 2



ABORDAGEM DA RENDA - método de avaliação pela conversão a valor presente de benefícios econômicos esperados.

ABORDAGEM DE ATIVOS - método de avaliação de empresas onde todos os ativos e passivos (incluindo os não contabilizados) tem seu valor ajustado aos seus valores de mercado.

ABORDAGEM DE MERCADO - método de avaliação onde são adotados múltiplos comparativos derivados de preço de vendas de bens similares.

ÁREA EQUIVALENTE DE CONSTRUÇÃO - área construída sobre a qual, é aplicada a equivalência de custo unitário de construção correspondente, de acordo com os postulados da NB-140 da ABNT.

ÁREA HOMOGENEIZADA - área útil, privativa ou construída com tratamentos matemáticos, para fins de avaliação, segundo critérios fixados pela APSIS, baseado no mercado imobiliário.

ÁREA PRIVATIVA - área útil acrescida de elementos construtivos (tais como paredes, pilares, etc.) e hall de elevadores (em casos particulares).

ÁREA ÚTIL - área utilizável do imóvel, medida pela face interna das paredes que o limitam.

ATIVOS INTANGÍVEIS - ativos não físicos (marcas, patentes, direitos, contratos, segredo industrial, etc.) que garantem direitos e valor ao seu proprietário.

ATIVOS NÃO OPERACIONAIS - são aqueles ativos que não estão ligados diretamente às atividades de operação da empresa (podem ou não gerar receitas) e que podem ser alienados sem prejuízo do seu funcionamento.

ATIVOS OPERACIONAIS - bens fundamentais ao funcionamento da empresa.

ATIVOS TANGÍVEIS - ativos de existência física tais como terrenos, construções, máquinas e equipamentos, móveis e utensílios.

AValiação - ato ou processo de determinar o valor de uma empresa, participação acionária ou outro ativo.

BENEFÍCIOS ECONÔMICOS - benefícios tais como receitas, lucro líquido, fluxo de caixa líquido, etc.

BETA - medida de risco sistemático de uma ação; tendência do preço de determinada ação a estar correlacionado com mudanças em determinado índice.

BETAALAVANCADO - valor de beta refletindo o endividamento na estrutura de capital.

CAPEX (Capital Expenditure) - investimento em ativo fixo

CAPITAL INVESTIDO - somatório de capital próprio e de terceiros investidos numa empresa. O capital de terceiros geralmente está relacionado a dívidas com juros (curto e longo prazo) devendo ser especificada dentro do contexto da avaliação.

CAPITALIZAÇÃO - conversão de um período simples de benefícios econômicos em valor.

CAPM (Capital Asset Pricing Model) - modelo no qual o custo de capital para qualquer ação ou lote de ações equivale à taxa livre de risco acrescido de prêmio de risco proporcionado pelo risco sistemático da ação ou lote de ações em estudo. Geralmente utilizado para calcular o Custo de Capital Próprio ou Custo de Capital do Acionista.

CONTROLE - poder de direcionar a gestão estratégica, política e administrativa de uma empresa.

CUSTO DE CAPITAL - taxa de retorno esperado requerida pelo mercado como atrativa de fundos para determinado investimento.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

D&A - Depreciação e Amortização

DATA BASE - data específica (dia, mês e ano) de aplicação do valor da avaliação.

DATA DE EMISSÃO - data de encerramento do laudo de avaliação, quando as conclusões da avaliação são transmitidas ao cliente.

DCF (Discounted Cash Flow) - fluxo de caixa descontado.

DESCONTO POR FALTA DE CONTROLE - valor ou percentual deduzido do valor pró-rata de 100% do valor de uma empresa, que reflete a ausência de parte ou da totalidade de controle.

DESCONTO POR FALTA DE LIQUIDEZ - valor ou percentual deduzido do valor pró-rata de 100% do valor de uma empresa, que reflete a ausência de liquidez.

DÍVIDA LÍQUIDA - caixa e equivalentes, posição líquida em derivativos, dívidas financeiras de curto e longo prazo, dividendos a receber e a pagar, recebíveis e contas a pagar relacionadas a debêntures, déficits de curto e longo prazo com fundos de pensão, provisões, outros créditos e obrigações com pessoas vinculadas, incluindo bônus de subscrição.

DOCUMENTAÇÃO DE SUPORTE - documentação levantada e fornecida pelo cliente na qual estão baseadas as premissas do laudo.

DRIVERS - direcionadores de valor ou variáveis-chave.

EBIT - do inglês Earnings Before Interests and Taxes, que significa Lucro Antes juros e Impostos.

EBTIDA - do inglês Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, que significa Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

EMPRESA - entidade comercial, industrial, prestadora de serviços ou de investimento detentora de atividade econômica.

ENTERPRISE VALUE - valor econômico da firma.

EQUITY VALUE - valor econômico do patrimônio líquido.

ESTRUTURA DE CAPITAL - composição do capital investido de uma empresa entre capital próprio (patrimônio) e capital de terceiros (endividamento).

FCFF - do inglês Free Cash Flow to Firm, ou fluxo de caixa livre para a firma, ou fluxo de caixa livre desalavancado.

FLUXO DE CAIXA - caixa gerado por um ativo, grupo de ativos ou empresa, durante determinado período de tempo. Geralmente o termo é complementado por uma qualificação referente ao contexto (operacional, não operacional, etc.)

FLUXO DE CAIXA DO CAPITAL INVESTIDO - fluxo de caixa gerado pela empresa a ser revertido aos financiadores (juros e amortizações) e aos acionistas (dividendos) depois de considerados custo e despesas operacionais e investimentos de capital.

FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL - o fluxo de caixa operacional leva em consideração somente as receitas e receitas efetivamente recebidas e desembolsadas, provenientes das operações da companhia.

FREE FLOAT - percentual de ações em circulação sobre o capital total da empresa.

GOODWILL - ativo intangível resultante de nome, reputação, carteira de clientes, lealdade, localização e demais fatores similares que não podem ser identificados separadamente.

LIQUIDEZ - capacidade de rápida conversão de determinado ativo em dinheiro ou em pagamento de determinada dívida.

MÉTODO DE AVALIAÇÃO - cada uma das abordagens utilizadas na elaboração de cálculos avaliatórios para a indicação de valor de uma empresa, participação acionária ou outro ativo.

METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO - uma ou mais abordagens utilizadas na elaboração de cálculos avaliatórios para a indicação de valor de uma empresa, participação acionária ou outro ativo.

MÚLTIPLO - valor de mercado de uma empresa, ação ou capital investido, dividido por uma medida da empresa (receita, lucro, volume de clientes, etc.).

PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO - vide abordagem de ativos.

PRÊMIO DE CONTROLE - valor ou percentual de um valor pró rata de lote ações controladoras sobre o valor pró rata de ações sem controle, que refletem o poder do controle.

Rd (Custo da Dívida) - é uma medida do valor pago pelo capital provindo de terceiros, sob a forma de empréstimos, financiamentos, captações no mercado, outros.

Re (Custo de Capital Próprio) - o custo de capital próprio é o retorno requerido pelo acionista pelo capital investido.

RISCO DO NEGÓCIO - grau de incerteza de realização de retornos futuros esperados do negócio, resultantes de fatores que não alavancagem financeira.

TAXA DE CAPITALIZAÇÃO - qualquer divisor usado para a conversão de benefícios econômicos em valor em um período simples.

TAXA DE DESCONTO - qualquer divisor usado para a conversão de um fluxo de benefícios econômico futuros em valor presente.

TAXA INTERNA DE RETORNO - taxa de desconto onde o valor presente do fluxo de caixa futuro é equivalente ao custo do investimento.

VALOR - preço expresso em quantidade monetária.

VALOR (JUSTO) DE MERCADO - valor pelo qual o bem troca de propriedade entre um potencial vendedor e um potencial comprador, quando ambas as partes têm conhecimento razoável dos fatos relevantes e nenhuma das partes está sob pressão de fazê-lo.

VALOR ATUAL - valor de reposição por novo depreciado em função do estado físico em que se encontra o bem.

VALOR DA PERPETUIDADE - valor ao final do período projetivo a ser adicionado no fluxo de caixa.

VALOR DE DANO ELÉTRICO - estimativa do custo do reparo ou reposição de peças, quando ocorre um dano elétrico no bem. Os valores são tabelados em percentuais do Valor de Reposição e foram calculados através de estudos dos manuais dos equipamentos e da experiência em manutenção corretiva dos técnicos da APSIS.

VALOR DE INVESTIMENTO - É o valor para um investidor em particular, baseado em interesses particulares no bem em análise. No caso de avaliação de negócios, este valor pode ser analisado por diferentes situações tais como sinergia com demais empresas de um investidor, diferentes percepções de risco e desempenhos futuros, diferentes planejamentos tributários.

VALOR DE LIQUIDAÇÃO - É o valor de um bem colocado à venda no mercado, fora do processo normal, ou seja, é o valor que se apuraria caso o bem fosse colocado a venda separadamente, levando-se em consideração os custos envolvidos e o desconto necessário para uma venda num prazo reduzido.

VALOR DE REPOSIÇÃO POR NOVO - valor baseado no que o bem custaria (geralmente ao nível de preços correntes de mercado) para ser reposto ou substituído por outro, em estado de novo, igual ou similar.

VALOR DE SEGURO - valor pelo qual uma Companhia de Seguros assume os riscos e não se aplica ao terreno e fundações, exceto em casos especiais.

VALOR DE SUCATA - valor do bem no final da sua vida útil, levando-se em consideração os custos de desmontagem ou demolição (em caso de imóveis), estocagem e transportes.

VALOR MÁXIMO DE SEGURO - valor máximo do bem pelo qual é recomendável que ele seja segurado. Este critério estabelece que o bem com depreciação maior que 50%, deverá ter o Valor Máximo de Seguro igual a duas vezes o Valor Atual; e, bem com depreciação menor do que 50% deverá ter o Valor Máximo de Seguro igual ao Valor de Reposição.

VALOR PRESENTE - valor (em uma data base específica) de um benefício econômico futuro, calculado pela aplicação de uma taxa de desconto.

VALOR RESIDUAL - valor do bem novo ou usado projetado para uma data, limitada a aquela em que ele se torna sucata, levando-se em consideração que durante o período ele estará em operação.

VIDA ÚTIL - período de tempo no qual o ativo pode gerar benefícios econômicos.

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor de mercado dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros).