

Vulcabrás do Nordeste S.A.

Laudo de Avaliação Econômico-Financeira para
Oferta Pública de Aquisição de Ações Preferenciais
e Ordinárias da Calçados Azaléia S.A.

Junho de 2008
Hirashima & Associados



São Paulo, 05 de junho de 2008.

Aos Acionistas e Administradores da

Vulcabrás do Nordeste S.A.
Avenida Antônio Frederico Ozanan, Nº 1440
Jundiaí - SP

Prezados Senhores:

Em atendimento à solicitação de V.Sas., e conforme o disposto no artigo 8º da Instrução CVM 361/02, complementada pela Instrução CVM 436/06, apresentamos a seguir laudo de avaliação econômico-financeira para efeito de realização de Oferta Pública para Aquisição de Ações da Calçados Azaléia S.A. ("Azaléia" ou "Companhia").

A Oferta Pública é dirigida aos titulares de ações preferenciais e ordinárias em circulação da Azaléia, visando o aumento da participação do acionista controlador Vulcabrás do Nordeste S.A. ("Vulcabrás" ou "Ofertante"), conforme parágrafo 6º do artigo 4º da Lei 6.404/76, incluído pela Lei 10.303/01 e, também ao cancelamento do registro de companhia aberta de que tratam o artigo 21, parágrafo 6º da Lei nº 6.385/76 e os artigos 4º, parágrafo 4º e 4º-A da Lei nº 6.404/76, observados os termos da Instrução CVM nº 361/02.

Este laudo de avaliação está sendo apresentado em cumprimento de exigência legal, não representando uma recomendação do preço da oferta por parte da Hirashima & Associados Consultoria em Transações Societárias Ltda. ("H&A"), o qual deverá ser determinado pela Ofertante.

Na preparação deste laudo, realizamos discussões com os administradores da Azaléia com relação aos seus negócios, operações e perspectivas. Examinamos projeções financeiras e outras informações e dados da Azaléia que nos foram fornecidas ou, de outra forma, discutidas entre nós e os administradores da Companhia. Além do acima exposto, realizamos outros estudos, avaliações e análises financeiras, econômicas e mercadológicas, e consideramos aquelas metodologias financeiras, econômicas e de mercado da forma que julgamos apropriadas.

A H&A não conduziu verificação independente de quaisquer ativos ou passivos da Azaléia, tendo assumido como completas, exatas e verdadeiras as informações obtidas de fontes públicas e aquelas fornecidas por sua Administração. Este trabalho de avaliação não constituiu uma auditoria das demonstrações financeiras da Azaléia e não tem o objetivo de expressar opinião sobre as mesmas.

As estimativas e projeções realizadas envolveram elementos de julgamento e análise subjetivos que podem ou não se provar corretos. Não há e não haverá qualquer representação, garantia ou promessa de qualquer tipo, expressa ou implícita, que as projeções ou estimativas sejam realizadas. Os resultados finais verificados poderão ser diferentes das projeções, e estas diferenças podem ser significativas, podendo ainda ser impactados pelas condições de mercado.



As planilhas constantes neste laudo podem apresentar diferenças irrelevantes decorrentes de critérios de arredondamento. Essas diferenças não foram eliminadas.

Taiki Hirashima
Sócio Diretor

Carla Alessandra Trematore
Sócia Diretora

Luiz Eduardo Souza
Gerente



ÍNDICE

I. Sumário Executivo	5
II. Informações sobre a Hirashima & Associados	6
III. Informações sobre a Calçados Azaléia S.A	8
IV. Metodologias e Premissas da Avaliação	11
a. Análise pelo Valor Patrimonial da Ação	13
b. Análise pelo Fluxo de Caixa Descontado	13
V. Glossário	23
VI. Apêndice	24
a. Demonstração do Resultado	24
b. Balanço Patrimonial	25
c. Fluxo de Caixa	26
d. Fluxo de Caixa Descontado	27



I - SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente laudo de avaliação objetiva aferir o valor econômico-financeiro da Azaléia para determinação do intervalo de valor justo das ações da Companhia, consoante o disposto no Anexo III da Instrução CVM 361. Os valores constantes deste Laudo não devem ser entendidos como recomendação do preço da oferta, o qual deverá ser determinado pelo Ofertante.

O método do fluxo de caixa descontado (“FCD”) foi considerado pela H&A como o mais apropriado, dentre os constantes do laudo, para a avaliação da Azaléia, uma vez que captura suas perspectivas de crescimento e capacidade de rentabilidade futura, refletindo adequadamente os riscos da atividade, sendo portanto, o mais adequado na definição do preço justo da ação.

Adicionalmente, foi utilizada a metodologia de cálculo do valor patrimonial por ação, considerando o Patrimônio Líquido apurado nas Demonstrações Financeiras de 31 de dezembro de 2007 submetidas à CVM, dividido pelo número total de ações de emissão da Azaléia, excluídas as ações em tesouraria.

Desconsideramos o uso da metodologia do preço médio das ações em nossas análises devido à inexistência de negociação das ações da Companhia.

A partir de um cenário base construído com as premissas apresentadas nessa avaliação, a H&A calculou uma faixa de valores sensibilizando premissas-chave, notadamente, taxa de desconto e crescimento na perpetuidade. A combinação dos impactos negativos e positivos das sensibilidades efetuadas produziu os valores extremos, não superiores a uma diferença de 10,0%, em conformidade ao estipulado no artigo 8º da Instrução CVM 361/02:

Valor da Empresa (Em R\$ Milhões)				Valor do Acionista (Em R\$ Milhões)					
		Taxa de Desconto					Taxa de Desconto		
		16,4	16,9%	17,4%			16,4%	16,9%	17,4%
Perpetuidade	(0,5)%	\$466,9	\$453,4	\$440,5	Perpetuidade	(0,5)%	\$345,8	\$332,2	\$319,4
	0,0%	470,0	456,1	443,0		0,0%	348,8	335,0	321,9
	0,5%	473,2	459,0	445,6		0,5%	352,1	337,9	324,5

Com base na metodologia do FCD, o Valor do Acionista, que corresponde ao Valor da Empresa, descontado seu endividamento líquido, é estimado na faixa entre R\$ 319,4 milhões e R\$ 352,1 milhões.

Os valores mínimos e máximos relativos ao objeto de Oferta foram calculados a partir do número de ações emitidas da Azaléia, desconsiderando-se aquelas existentes em tesouraria. Não foi considerado nenhum eventual prêmio por tipo de ação (Ordinárias e Preferenciais).

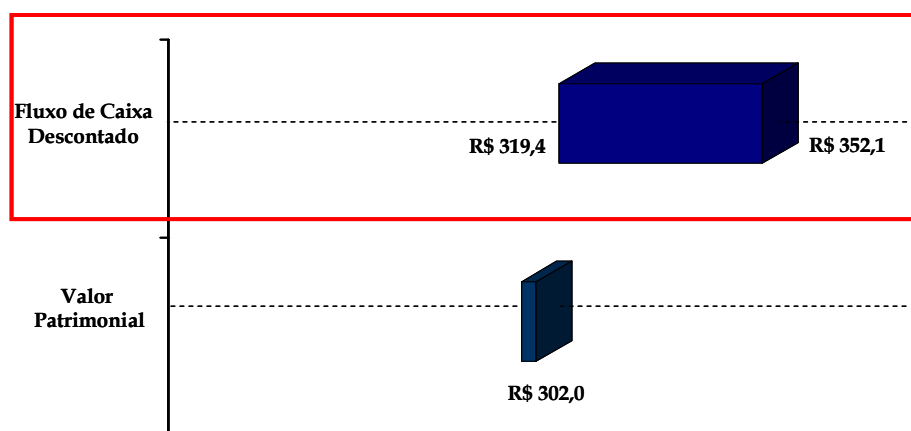


Cálculo do Valor da Ação da Azaléia	Limite Inferior	Caso Base	Limite Superior
Valor da Empresa	\$440,5	\$456,1	\$473,2
(+) Disponibilidades ⁽¹⁾	91,9	91,9	91,9
(-) Endividamento ⁽¹⁾	121,7	121,7	121,7
(-) Contingências Líquidas de depósitos judiciais ⁽¹⁾	91,3	91,3	91,3
Valor do Acionista	319,4	335,0	352,1
Quantidade de Ações (Em milhares)	196.112	196.112	196.112
Valor por Ação (R\$/ Ação)	\$1,63	\$1,71	\$1,80

Valores em R\$ Milhões, exceto valor por ação

(1) Valores obtidos das demonstrações financeiras auditadas de 31 de dezembro de 2007

Resumo da Avaliação (Em R\$ Milhões)



II - INFORMAÇÕES SOBRE A HIRASHIMA & ASSOCIADOS

Fundada em maio de 2002, a H&A é formada por profissionais com longa trajetória em empresas de auditoria independente e consultoria contábil, Corporate Finance, tributária, trabalhista e previdenciária.

Conta hoje com profissionais que têm significativa experiência nessas diversas áreas bem como em trabalhos de elaboração de laudos de avaliação econômica, ao valor contábil e do patrimônio líquido ao valor de mercado.

No que se refere a serviços de laudo de avaliação econômica, cuja divulgação é pública ou foi autorizada pelos contratantes, podemos destacar as seguintes:

Empresa	Ano	Descrição	Setor
Arezzo Indústria e Comércio Ltda.	2008	Avaliação econômica para fins de reestruturação societária.	Consumo Cíclico
CMS Energy Brasil S.A.	2007	Fundamentação de ágio decorrente de reestruturação societária.	Utilidade Pública
Rio Grande Energia S.A. / CPFL Geração de Energia S.A.	2007	Avaliação econômica para fins de determinação de relação de troca de ações.	Utilidade Pública



Companhia Luz e Força Santa Cruz	2007	Fundamentação de ágio decorrente de reestruturação societária.	Utilidade Pública
CPFL Geração de Energia S.A.	2007	Fundamentação de ágio decorrente de reestruturação societária.	Utilidade Pública
BankBoston Banco Múltiplo S.A.	2006	Avaliação econômica para fins de atendimento ao artigo 8º da Lei 6.404/76.	Financeiro
BKB Chile Holdings Inc.	2006	Avaliação econômica para fins de atendimento ao artigo 8º da Lei 6.404/76.	Financeiro
BankBoston Uruguay S.A.	2006	Avaliação econômica para fins de atendimento ao artigo 8º da Lei 6.404/76.	Financeiro

A aprovação interna dos laudos de avaliação emitidos pela H&A compreende sua revisão por profissionais da área de Corporate Finance responsáveis pela elaboração, em conjunto com os Sócios Diretores da H&A, no qual são discutidas e justificadas as principais premissas e metodologias utilizadas na elaboração das avaliações.

Os profissionais responsáveis pela elaboração deste laudo de avaliação são:

Taiki Hirashima

Sócio fundador da Hirashima & Associados, é bacharel em Ciências Contábeis e Atuariais, tendo realizado cursos de especialização em *corporate finance* na Harvard Business School, Wharton University e Stanford School of Business. Possui 45 anos de experiência em auditoria independente e consultoria empresarial. Trabalhou na Arthur Andersen como sócio responsável pela auditoria de grandes grupos nacionais e estrangeiros. É membro do comitê de auditoria de instituição financeira de grande porte e membro do Conselho Consultivo da CVM para assuntos contábeis. Foi vice-presidente técnico do IBRACON e vice-presidente da IFAC, como membro do seu Conselho Deliberativo.

Carla Trematore

Bacharel em Ciências da Computação pela Universidade Estadual Paulista – UNESP. Desenvolveu sua carreira através da prática profissional de auditoria independente inicialmente na Arthur Andersen em 1996 e posteriormente na Deloitte Touche Tohmatsu e Ernst & Young, onde atuou como gerente-sênior. Sua experiência compreende assessoria em processos de abertura de capital (IPOs no exterior e no Brasil, inclusive BDRs) e emissão de títulos (*Eurobonds*), gerenciamento de processos de aquisição, fusão e incorporação de empresas.

Luiz Eduardo Souza

Bacharel em Administração de Empresas pela FEA-USP com MBA em Finanças Corporativas pelo IBMEC-SP. Sua experiência profissional compreende passagens pela Arthur Andersen, na área de auditoria externa de indústrias e na Planner Corretora de Valores como analista de investimentos nas áreas de *sell side*, *corporate finance* e *venture capital*. Executou diversas operações de mercado de capitais, incluindo ofertas de ações, *Eurobonds* e ofertas públicas de aquisições de ações.



Declaração do Avaliador

A H&A, diretamente ou por meio de pessoas a ela vinculadas, não possui ações de emissão da Azaléia ou Vulcabrás, seja em nome próprio ou sob sua administração discricionária. Adicionalmente, a H&A, bem como seus sócios e funcionários, não tem nenhum interesse direto ou indireto na Azaléia ou Vulcabrás que represente conflito da independência necessária ao desempenho de sua avaliação e apresentação deste estudo.

Em atendimento ao disposto no artigo 8º, §6º, da Instrução 361/02, complementada pela Instrução CVM 436/06, a H&A declara que recebeu pela elaboração do presente laudo a quantia de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais), não tendo recebido da Azaléia nenhuma remuneração por serviços prestados nos 12 (doze) meses anteriores à data da avaliação.

Adicionalmente, a H&A não possui quaisquer informações comerciais e creditícias de qualquer natureza que possam impactar o laudo de avaliação e informamos que não tivemos, por parte dos controladores e administradores das empresas envolvidas, qualquer tipo de limitação à realização de nossos trabalhos.

III - INFORMAÇÕES SOBRE A CALÇADOS AZALÉIA S.A.

A Calçados Azaléia é uma empresa fundada em 1958, que atua na fabricação e comercialização de calçados, produzindo 160.000 pares por dia e que contava no final de 2007 com mais de 17.000 colaboradores.

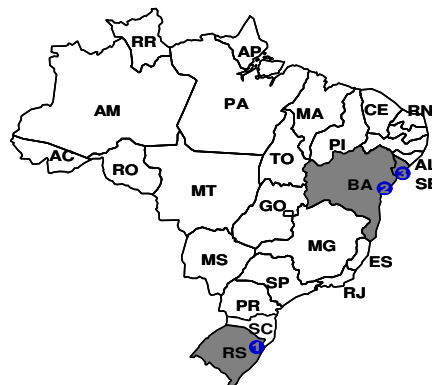
Sediada em Parobé, no Rio Grande do Sul, a 80 quilômetros da capital gaúcha, a Azaléia possui unidades de produção nos estados do RS, BA e SE, e unidades de representação comercial em todo o Brasil, nos EUA, na América Latina e na Europa, além de unidades comerciais próprias nos EUA, no Chile, na Colômbia e no Peru.

A Azaléia exportou em 2007 cerca de 5,0% de sua produção para mais de 80 países. Está presente em mais de 15 mil pontos de venda no Brasil e em aproximadamente 3 mil pontos de venda espalhados entre os cinco continentes.

A Azaléia atua com marcas voltadas para segmentos específicos: adolescentes (Dijean), feminino e infantil (Fanny), feminino adulto (AZ), feminino e masculino (Opanka) e esportivos (Olympikus).

Atualmente a principal marca da Azaléia é a Olympikus, que foi lançada em 1974. Hoje, a Olympikus é líder absoluta em vendas no Brasil, com cerca de 8,5 % de participação, segundo pesquisa do IBOPE (Latin Panel 2007) e é a marca mais lembrada espontaneamente pelos brasileiros, tendo recebido o Troféu Top de Marketing RS e RJ da ADVB¹ no ano de 2007.

Localização das Fábricas



- 1 Parobé e Portão (RS)
- 2 Itapetinga (BA)
- 3 Frei Paulo e Itaporanga D'Ajuda (SE)

¹ Associação dos Dirigentes de Vendas e Marketing do Brasil



A marca Azaléia voltada para o mercado de calçados femininos está focada em produtos que acompanham as tendências de moda (sandálias com numeração a partir do 33), com 3,9 % de participação, segundo pesquisa do IBOPE de janeiro a dezembro de 2007. Já a Dijean, marca que também atua no segmento de calçados femininos, está concentrada na produção de calçados de moda jovem que busca adequar os custos de produção ao segmento de atuação. No segmento de calçados abertos (sandálias com numeração a partir do 33) detém 2,2 % de participação, segundo pesquisa do IBOPE de janeiro a dezembro de 2007.

Desempenho Histórico	2003	2004	2005	2006	2007
Receita Bruta	828,3	992,4	1.010,5	982,9	1.221,8
Receita Líquida	686,8	828,6	821,3	791,6	985,4
Custo dos Produtos Vendidos	(477,0)	(513,5)	(524,3)	(497,9)	(541,1)
Lucro Bruto	209,9	315,1	297,0	293,7	444,3
Margem Bruta (%)	30,6	38,0	36,2	37,1	45,1
Despesas com Vendas	(144,3)	(164,6)	(183,8)	(160,6)	(220,9)
Despesas Gerais e Administrativas	(81,4)	(90,8)	(75,7)	(72,3)	(66,8)
Resultado Financeiro	(13,5)	(12,2)	(17,6)	5,1	4,5
Lucro Operacional	23,3	71,5	37,1	84,6	156,6
Margem Operacional (%)	3,4	8,6	4,5	10,7	15,9
Lucro Líquido	9,9	17,0	27,7	45,1	78,3
Margem Líquida (%)	1,4	2,1	3,4	5,7	7,9
EBITDA ^(a)	58,5	106,2	77,4	101,7	173,9
Margem EBITDA	8,5	12,8	9,4	12,8	17,6

Fonte: Demonstrações Financeiras Auditadas da Azaléia (Em R\$ Milhões)

(a) Informação obtida do Relatório da Administração (não auditada)

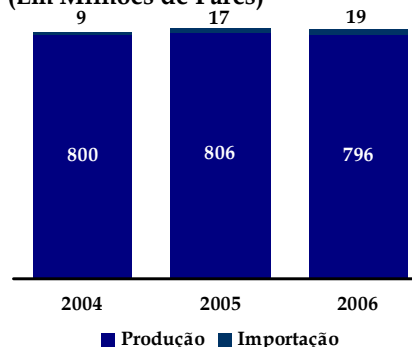
Análise do Mercado

O parque calçadista brasileiro contempla, na atualidade, mais de 9,0 mil indústrias com grande variedade de fornecedores de matérias primas, máquinas e componentes. São mais de 1.500 indústrias de componentes instaladas no Brasil, mais de 400 empresas especializadas no curtimento e acabamento do couro, processando anualmente mais de 30 milhões de peles e cerca de uma centena de fábricas de máquinas e equipamentos. Em 2007, cerca de 299 mil trabalhadores atuavam diretamente na indústria, conforme dados da Abicalçados².

Apesar da concentração de empresas de grande porte estar localizada no estado do Rio Grande do Sul, a produção brasileira de calçados vem gradativamente sendo distribuída em outros pólos, localizados nas regiões Sudeste e Nordeste do país, com destaque para o interior do estado de São Paulo e estados como Ceará e Bahia. Há também crescimento na produção de calçados no estado de Santa Catarina e em Minas Gerais.

Produção de Calçados em 2007

(Em Milhões de Pares)



Fonte: IEMI - Instituto de Estudos e Marketing Industrial

² Associação Brasileira das Indústrias de Calçados



Em função do baixo investimento em tecnologia geralmente exigido para ingressar no mercado calçadista brasileiro, o setor caracteriza-se por possuir baixa barreira de entrada e, à medida que o setor continue a crescer, outras companhias brasileiras ou multinacionais poderão entrar neste mercado.

Com um consumo per capita de calçados de 3,31 pares por ano em 2007 (fonte: Abicalçados), o consumo per capita brasileiro está bem abaixo dos níveis registrados nos Estados Unidos e em diversos países da Europa Ocidental.

Os EUA são os principais compradores do calçado brasileiro, detendo 46% do total exportado. Para ampliar o percentual de vendas em outros países, principalmente da América Latina e Oriente Médio, o setor vem desenvolvendo um projeto para que mais empresas passem a fazer parte da balança comercial, principalmente as de pequeno e médio porte.

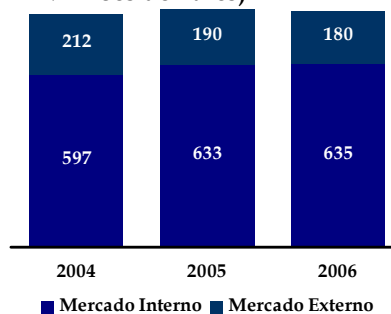
O ano de 2007 foi marcado pelas dificuldades vividas pelo setor calçadista brasileiro. O câmbio desfavorável impôs perdas à participação do calçado brasileiro no mercado externo. No mercado interno, o pequeno crescimento do PIB não gerou um aumento significativo no consumo de calçados. Como consequência, a produção nacional de calçados caiu 9,8%, segundo dados da Assintecal³.

Em paralelo, o Real forte proporcionou um aumento no volume de importações de calçados, gerando, ainda, um acirramento na concorrência.

O setor calçadista brasileiro fechou suas exportações em 2007 com um faturamento de US\$ 1,9 bilhão - números preliminares do Ministério do Desenvolvimento e Comércio Exterior (MDIC) - contra US\$ 1,8 bilhão em 2006, um pequeno incremento de 2,8%.

O cenário econômico para 2008 não traz mudanças significativas com relação a 2007. A continuidade da queda de juros no Brasil, aliada à possibilidade de um crescimento um pouco maior no PIB, deve trazer algum grau de demanda adicional, favorecendo as vendas no mercado interno. Já o cenário para o câmbio não deve sofrer alterações, permanecendo em patamares baixos e que tornam as exportações brasileiras de calçados pouco competitivas no mercado externo.

Destino da Produção em 2007
(Em Milhões de Pares)



Fonte: Abicalçados

³ Associação Brasileira de Empresas de Componentes para Couro, Calçados e Artefatos



IV - METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

O presente laudo de avaliação objetiva aferir o valor econômico-financeiro da Azaléia para determinação do intervalo de valor justo das ações da Companhia, consoante o disposto no Anexo III da Instrução CVM 361.

A fundamentação do valor foi baseada no estudo de rentabilidade futura da Azaléia, cuja metodologia de avaliação foi o Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”), considerado o mais apropriado dentre os constantes do laudo, uma vez que captura suas perspectivas de crescimento e capacidade de rentabilidade futura, refletindo adequadamente os riscos da atividade. Esta metodologia consiste em projetar os resultados da empresa para um período pré-definido e descontá-lo a valor presente, determinando o valor econômico do negócio para os acionistas. O valor do negócio é representado pelo valor presente do fluxo de caixa livre, deduzido da dívida líquida da empresa na data-base da avaliação.

Para a realização desta avaliação, foram adotadas as seguintes premissas gerais:

- ✿ Foram utilizadas as demonstrações financeiras auditadas em 31 de dezembro de 2007 como base para a projeção, bem como para calcular o valor para o acionista a partir do valor empresarial (isto é, descontando-se do valor presente do fluxo de caixa a dívida líquida);
- ✿ As projeções de fluxo de caixa foram feitas em Reais (R\$), em moeda constante (sem o efeito da Inflação) e descontadas pelo Custo Médio Ponderado de Capital (“WACC – *Weighted Average Cost of Capital*”), que foi calculado em Dólares nominais e convertido para Reais Constantes por meio da utilização da série histórica da inflação americana;
- ✿ Foi assumido um horizonte de projeção de 10 anos, compreendidos entre 2008 e 2017, e os resultados perpetuados a partir do 11º ano aplicados a um fluxo de caixa normalizado (igualando-se os investimentos de capital à depreciação e eliminando qualquer benefício fiscal temporário);
- ✿ A evolução das premissas macroeconômicas foi elaborada de acordo com dados estimados e disponibilizados pelo Banco Central em seu relatório Focus, datado de 13 de março de 2008;
- ✿ Foram contabilizados investimentos no valor de R\$ 36,0 milhões em 2008 na realocação da produção para renovar as instalações industriais da Companhia. Na fábrica do Rio Grande do Sul ficará apenas o centro de pesquisa e desenvolvimento de produtos e toda a produção será transferida para a Bahia. A operacionalização destes desembolsos para os anos seguintes foi calculada a uma razão de 1,6x as despesas de depreciação.
- ✿ A avaliação levou em consideração a operação da Companhia, sem ponderar ganhos de sinergia de sua associação com a Vulcabrás e, portanto, não inclui benefícios operacionais, fiscais ou de outra natureza e redução de custos que a Azaléia possa ter em virtude da integração com outros ativos.

Premissas Macroeconômicas

As premissas macroeconômicas utilizadas neste trabalho foram obtidas junto ao Banco Central do Brasil (“BCB”), em seu relatório Focus. As taxas Selic e TJLP apresentadas a seguir estão conforme disponibilizadas no site do BCB. Para efeito de nossa avaliação, as taxas de empréstimos



vinculadas a estes índices foram trazidas a valores reais desconsiderando-se a parcela de inflação embutida nas mesmas (Ex. $TJLP_{real} = 1 + TJLP_{nominal} / 1 + IGPM$).

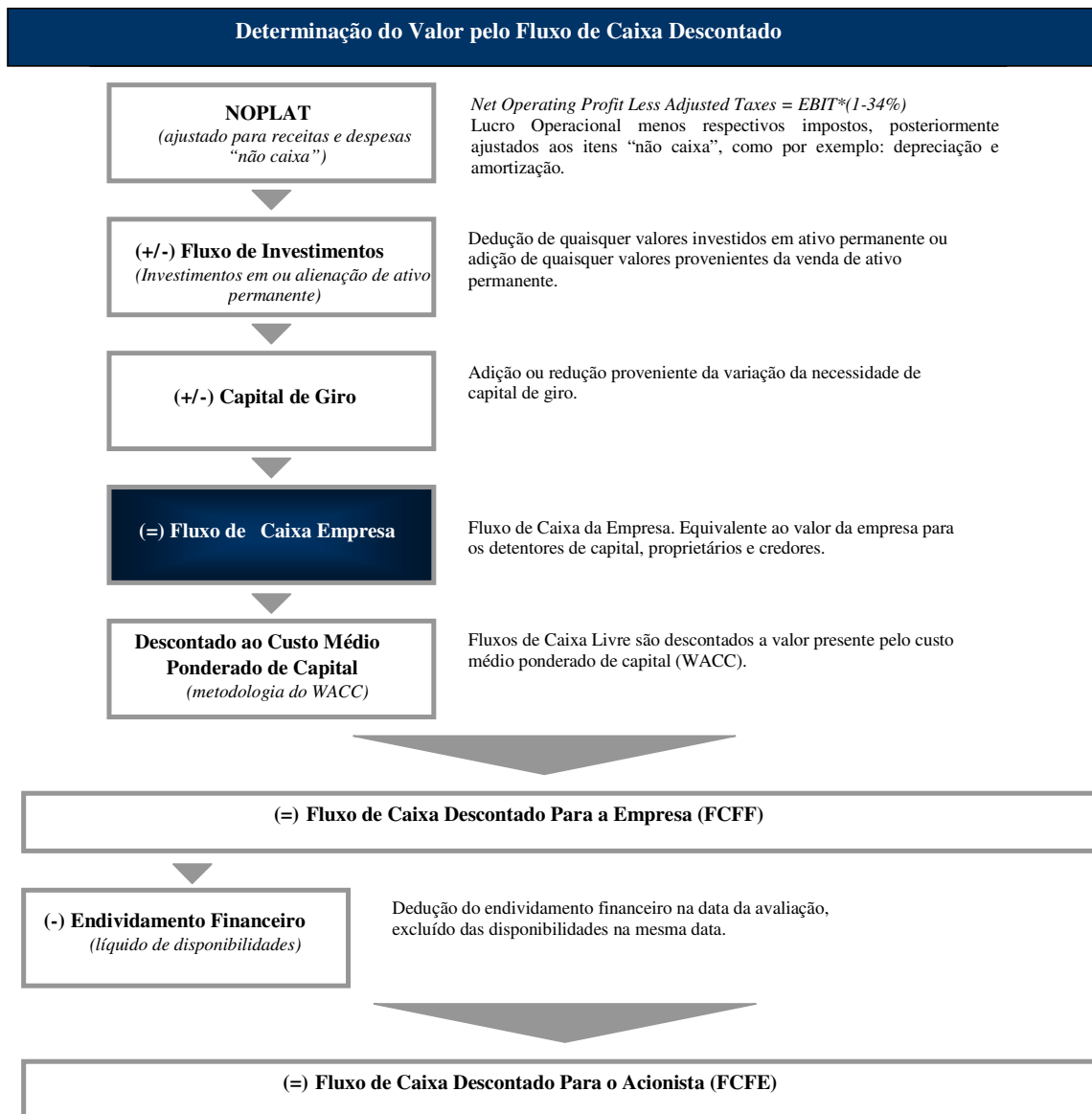
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
IGPM	5,4%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
US CPI (a)	2,1%	2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
USD Média	1,75	1,81	1,90	1,91	1,97	2,01	2,04	2,07	2,10	2,12
USD Final (b)	1,78	1,85	1,91	1,94	2,00	2,03	2,05	2,08	2,11	2,14
SELIC	11,3%	10,6%	10,0%	9,4%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
TJLP	5,8%	5,5%	5,2%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

Fonte: Relatório Focus (BCB) até o ano de 2012. Após essa data os índices foram mantidos constantes

(a) Revista The Economist

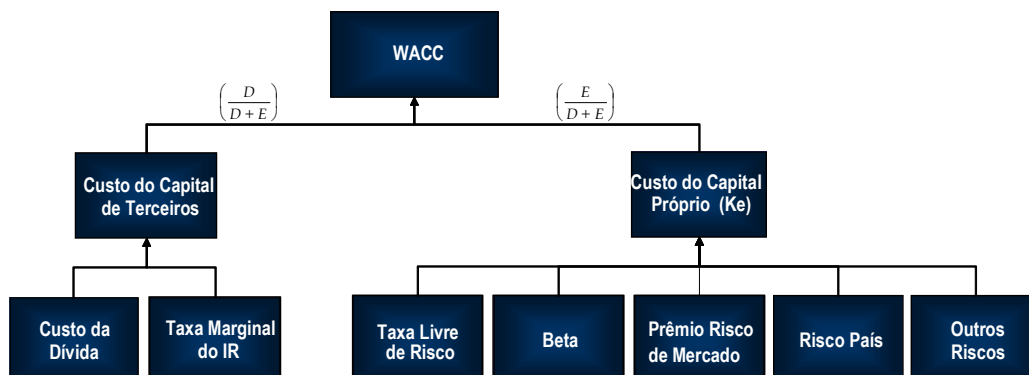
(b) Após 2012 foi mantido o diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos

A determinação do valor pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado pode ser sumariada como segue:





Como os investimentos são financiados por capital próprio (*Equity*) e capital de terceiros (*Debt*), a proporção de cada um na estrutura de capital terá impacto relevante na determinação do Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*). A determinação do custo de capital por esta metodologia pode ser representada pelos seguintes componentes:



Análise pelo Valor Patrimonial por Ação

Pelo método do valor patrimonial, chegou-se a um valor de R\$ 1,54 por ação conforme demonstrado no quadro abaixo:

Azaléia - Valor Patrimonial	
Patrimônio Líquido (Em R\$ Milhões) ⁽¹⁾	\$ 301,96
Número de Ações (Lote de Mil) ⁽²⁾	196.112
Patrimônio Líquido por Ação	\$ 1,54

Fonte: Demonstrações financeiras auditadas de 31 de dezembro de 2007

(1) Inclui a participação de acionistas minoritários

(2) Total de ações da Azaléia, excluídas as ações em tesouraria

Análise pelo Fluxo de Caixa Descontado

Nossas projeções foram baseadas em informações contidas no Plano de Negócios fornecido pela Administração da Companhia para os períodos de 2008 a 2017. Descrevemos a seguir as principais premissas operacionais adotadas na elaboração dos fluxos de caixa projetados:

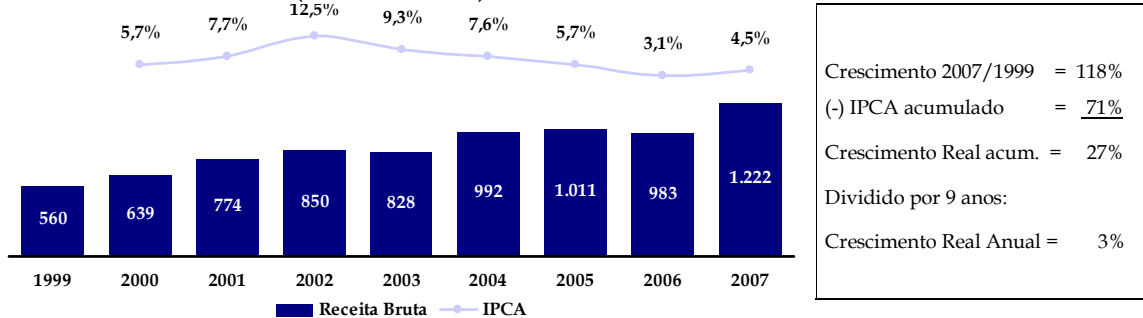
Receita de Vendas

Segundo relatório disponibilizado pela Administração, a receita da Azaléia é representada, principalmente, pela marca Olympikus que responde por cerca de 60% do faturamento bruto. A Administração planeja em seu modelo de negócios um crescimento linear para todos os segmentos de produção, tendo em vista a estratégia de fomentar os segmentos feminino e esportivo, uma vez que nos últimos anos, deu-se prioridade aos itens esportivos, por apresentarem maiores margens.

Para os próximos anos foi projetado um crescimento real de 3,0% para todas as linhas de produtos, em concordância com o histórico dos últimos 9 anos, conforme apresentado a seguir:



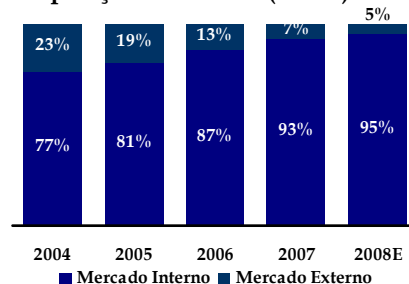
Histórico de Receita Bruta (Em R\$ Milhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras Auditadas e Ipeadata

Devido às condições do mercado interno aquecido, bem como a provável manutenção da atual valorização da moeda nacional frente ao dólar, a Administração manteve-se conservadora na projeção das vendas para o mercado externo. Em consonância com a tendência histórica apresentada, a Administração estima que as exportações sejam de 5,0% da receita bruta para os próximos anos.

Composição da Receita (Em %)



Fonte: Relatório da Administração

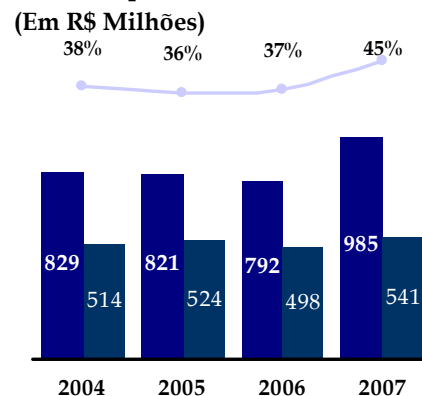
Deduções da Receita Bruta

De acordo com o relatório da Administração, incidem tributos somente para as vendas realizadas no mercado interno. Dentre os principais, podemos destacar a PIS/COFINS no valor de 9,25%, e o ICMS de 12,00%. O histórico da Companhia apresenta também um nível de devoluções na faixa de 7,25% da receita bruta para o mercado interno, o qual foi mantido constante durante o período de projeção.

Custos

Os principais itens componentes do custo são representados por matéria prima, mão de obra e custos indiretos de fabricação. Ao longo do período projetivo pôde ser observada uma pequena redução da margem bruta (Lucro Bruto sobre Receita Líquida), devido ao reajuste dos preços de parte da matéria prima vinculada ao Dólar, sem que haja a contrapartida do repasse para o consumidor, face à situação competitiva do mercado.

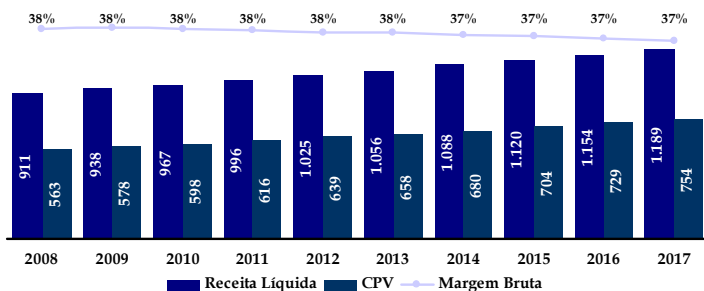
Receita Líquida vs CPV



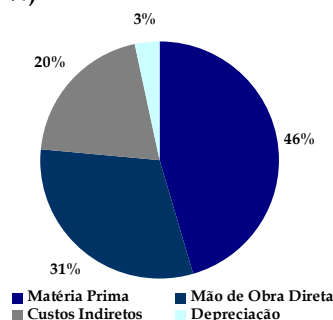
Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas



Receita Líquida e CPV Projetado (Em R\$ Milhões)



Composição CPV em 2008 (Em %)



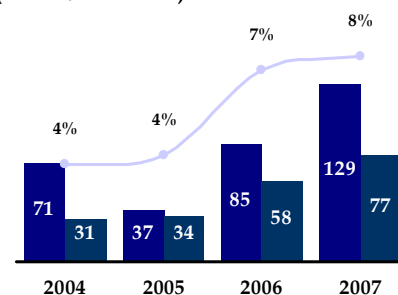
Despesas Administrativas

Referem-se principalmente a gastos com folha de pagamento do pessoal administrativo, além de outras despesas para a manutenção e gestão dos escritórios. Dentro desta conta inclui-se também a participação dos funcionários no lucro da Companhia.

Despesas com Vendas

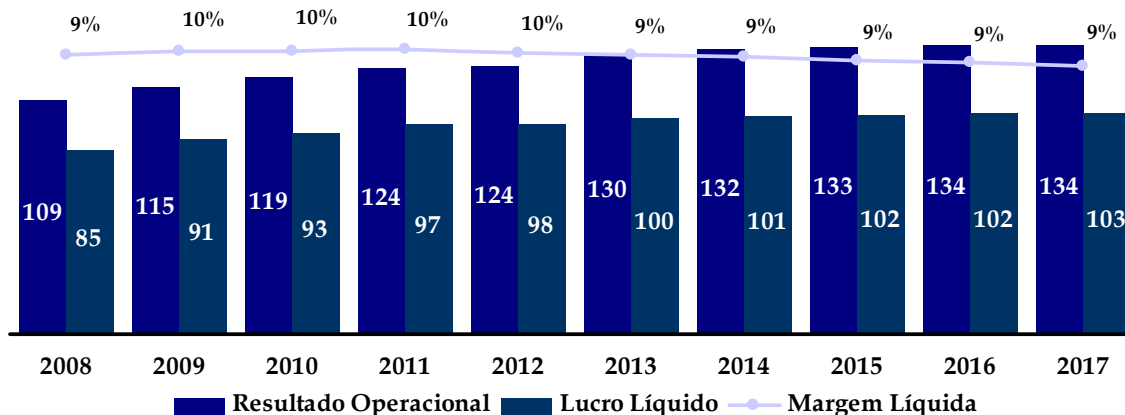
Os principais gastos da Azaléia nesta conta referem-se aos desembolsos com comissionamento de sua rede de vendas e com despesas de propaganda e marketing, em virtude de sua política agressiva na promoção de suas principais marcas no mercado, principalmente a Olympikus e Azaléia. Adicionalmente, outra conta representativa dentro desta rubrica é o frete de mercadorias, com uma participação de aproximadamente 17,0% neste saldo. Para os próximos anos, foram mantidos os mesmos percentuais históricos, mantendo a consistência com o crescimento almejado.

Lucro Líquido vs. Resultado Oper. (Em R\$ Milhões)



Fonte: Demonstrações Financeiras Auditadas

Resultado Operacional e Lucro Líquido Projetado (Em R\$ Milhões)





Variações no Ativo / Passivo Circulante

Os prazos médios das principais contas do ativo e passivo circulante da Azaléia foram calculados com base nas médias históricas dos anos de 2004 a 2007.

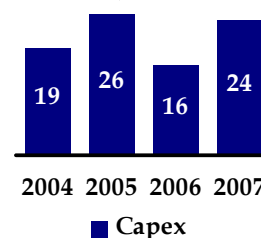
Principais Contas do Ativo e Passivo Circulante					
	2004	2005	2006	2007	2008E
Ativo Circulante					
Contas a Receber: Prazo Médio de Recebimento (Em dias)	116	113	128	102	115
Estoques: Prazo Médio de Realização (Em dias)	63	58	65	56	61
Outras Contas a Receber (Em % da Receita Líquida)	1,5%	1,9%	1,7%	1,1%	1,6%
Passivo Circulante					
Fornecedores: Prazo Médio de Pagamento (Em dias)	35	27	36	26	31
Taxas e Impostos: Prazo Médio de Pagamento (Em Dias)	6	8	8	7	7
Salários a Pagar: (Em % da Receita Líquida)	3,3%	2,3%	2,7%	2,5%	2,7%

Investimentos no Imobilizado

No modelo da Administração, os investimentos no ativo imobilizado foram previstos à razão de 1,6x a depreciação nas fábricas da Bahia e Sergipe. Para 2008, foram previstos investimentos no montante de R\$ 36,0 milhões. No modelo de projeção foi considerado apenas o financiamento já capitado anteriormente no BNDES pela Azaléia. Os demais investimentos serão feitos com capital próprio.

Grande parte destes investimentos será destinada a realocação da produção, a fim de renovar as instalações industriais da Companhia. Na fábrica do Rio Grande do Sul ficará apenas o centro de pesquisa e desenvolvimento de produtos, toda a produção será transferida para a Bahia, uma vez que a planta ali localizada possui maior capacidade de fabricação e a matéria prima é isenta de impostos, já que está dentro do Pólo de Camaçari.

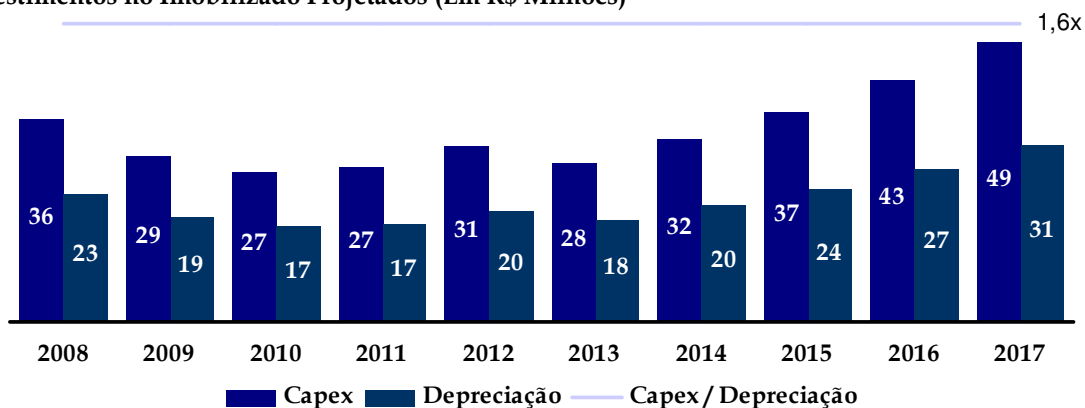
Investimentos (Em R\$ Milhões)



Cabe ressaltar que a partir do último ano de projeção (2017) os investimentos no imobilizado foram ajustados para equivaler ao valor da depreciação, de modo a manter a capacidade produtiva das fábricas. *Fonte: Demonstrações Financeiras auditadas*



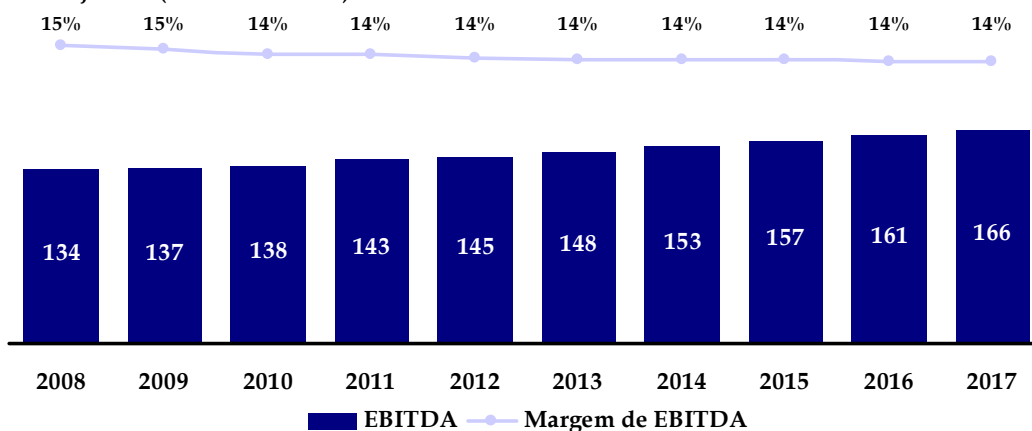
Investimentos no Imobilizado Projetados (Em R\$ Milhões)



EBITDA

Representado pelo lucro operacional da Companhia antes da consideração dos juros, imposto de renda e contribuição social, depreciações e amortizações. Em nossas projeções verificamos a capacidade de a Companhia sustentar sua performance histórica para os próximos anos, baseado em seu modelo de negócios proposto.

EBITDA Projetado (Em R\$ Milhões)



Depreciações e Amortizações

A depreciação e amortização foram calculadas pelo método linear com base no ativo imobilizado e diferido projetados, de acordo com as práticas adotadas pela Azaléia. Para a depreciação dos novos investimentos foi adotado o período de 10 anos.

O ativo diferido constitui-se basicamente de gastos com desenvolvimento de projetos industriais, cuja amortização, foi calculada pelo método linear no prazo de cinco anos com encerramento em 2012.

Empréstimos e Despesas Financeiras

Referem-se às despesas financeiras apuradas de acordo com as transações realizadas e projetadas, respeitando-se as especificações de cada contrato de empréstimo.



A composição do endividamento da Azaléia, em 31 de dezembro de 2007, compreende em sua maioria empréstimos tomados junto ao BNDES (FINAME e BNDES automático) em moeda nacional, com juros atrelados à TJLP e CDI mais *spread*, com cronograma de pagamento até o ano de 2012. Posterior a esta data não foi considerada a captação de novos empréstimos, sendo as operações da Companhia financiadas a partir de 2013 pelo próprio fluxo financeiro gerado em sua operação.

A Azaléia possui ainda empréstimos em moeda estrangeira no montante de R\$40,1 milhões com juros de 1,6% a 3,25% a.a. mais Libor semestral, com vencimento das amortizações até o ano de 2013. A variação cambial anual projetada foi contabilizada no Resultado como despesa financeira (variações monetárias e cambiais líquidas).

A Tabela abaixo apresenta o endividamento projetado e a previsão de sua realização para os exercícios seguintes, bem como o montante dos juros a serem pagos.

Em R\$ Milhões	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Início do Período	\$121,7	\$59,1	\$43,5	\$27,9	\$16,1	\$7,1	\$0,0	\$0,0	\$0,0	\$0,0
Adições	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. Cambial/Monet.	0,1	1,1	0,8	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortizações	(62,7)	(16,7)	(16,4)	(12,0)	(9,3)	(7,2)	0,0	0,0	0,0	0,0
Final do Período	\$59,1	\$43,5	\$27,9	\$16,1	\$7,1	\$0,0	\$0,0	\$0,0	\$0,0	\$0,0
Curto Prazo	16,6	16,4	11,9	9,3	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Longo Prazo	42,4	27,1	15,9	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Desp. Financeiras										
Juros ^(a)	2,5	1,4	1,1	0,6	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

(a) A taxa de juros calculada foi atrelada preponderantemente à TJLP, excluída a parcela da inflação + juros que variaram entre 2,5% e 5,0% a.a. conforme apresentado nas Notas Explicativas publicadas nas Demonstrações Financeiras auditadas de 31 de dezembro de 2007 da Azaléia.

Imposto de Renda e Contribuição Social

Estes tributos foram apurados sobre o lucro antes dos impostos, aplicando-se as alíquotas informadas pela Administração para cada localidade onde a mesma possui fábricas. A empresa possui alguns benefícios fiscais para o recolhimento destes impostos conforme apresentado abaixo:

Estado	Alíquota de IR +CSLL	Vigência
Rio Grande do Sul	34%	---
Bahia	14%	2013
Sergipe	14%	2017

Nossas projeções não consideraram a renovação desses benefícios quando do seu vencimento.

Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos

O imposto de renda e a contribuição social diferidos estavam registrados, em 31 de dezembro de 2007, como um ativo da Companhia no valor de R\$ 10,6 milhões para refletir os efeitos fiscais futuros atribuíveis às diferenças temporárias entre a base fiscal de ativos e passivos e seu respectivo valor contábil.



A realização do IR e CSLL diferidos foi fundamentada na projeção dos lucros tributáveis, através do reconhecimento dos créditos tributários sobre prejuízos fiscais e bases negativas de contribuição social e cuja compensação está limitada a 30% dos lucros anuais tributáveis.

Em R\$ Milhões	2007	2008	2009	2010	2011	..	2017
LAIR ⁴	N.D	\$108,6	\$115,2	\$118,7	\$123,8	..	\$134,3
Limite de Compensação (30% do LAIR)	N.D	32,6	34,5	35,6	37,1	..	40,3
Compensação de IR e CSLL na DRE	N.D	(7,0)	(3,6)	0,0	0,0	..	0,0
Saldo Final no Balanço	10,6	3,6	0,0	0,0	0,0	..	0,0

Taxa de Desconto

A adoção do FCD impõe a utilização de taxa de desconto compatível com a remuneração do capital próprio e do capital de terceiros dedicados ao negócio, ponderados pelos respectivos custos e participações. Para trazer os fluxos de caixa anuais projetados a valor presente, comumente utiliza-se a metodologia do custo médio ponderado de capital (*WACC - "Weighted Average Cost of Capital"*). Contudo, devido às características da Companhia, assim como das empresas americanas utilizadas para comparação, decidiu-se pelo uso do Custo de Capital Próprio ("*Ke*") como melhor parâmetro para a taxa de desconto.

A metodologia mais aceita internacionalmente para o cálculo do custo de capital próprio é baseada no modelo *Capital Asset Pricing Model* ("*CAPM*"), que defende que a taxa adequada para descontar o fluxo de caixa dos acionistas deve refletir o retorno proporcionado por um investimento livre de risco, acrescido de um prêmio de risco do mercado acionário, ajustado pelo risco específico da Companhia que está sendo avaliada.

Na ausência de certos parâmetros necessários para o cálculo do CAPM no mercado brasileiro, convencionou-se utilizar o CAPM denominado em dólares nominais e depois convertê-lo para valores constantes através do desconto da inflação dos EUA (US CPI) projetada para o longo prazo.

$$Ke = [Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Rb + Ra + 1] / [1 + \text{Inflação US}] - 1$$

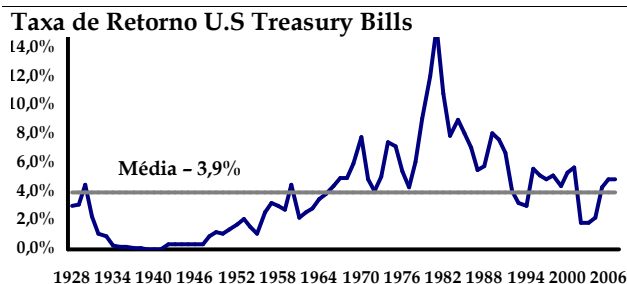
Onde:

Taxa de Desconto		
Ke	Custo do Capital Próprio	= 16,9 %
R _f	Retorno do investimento livre de risco	= 3,9%
β	Beta (coeficiente de risco sistemático)	= 1,3
R _m - R _f	Prêmio de risco do mercado	= 7,8%
R _b	Risco País	= 2,1%
R _a	Prêmio de Risco para empresas ilíquidas	= 3,9%
Dif. Inflação	Inflação esperada para os EUA no Longo Prazo (US CPI)	= 2,6%

⁴ Lucro antes do Imposto de Renda

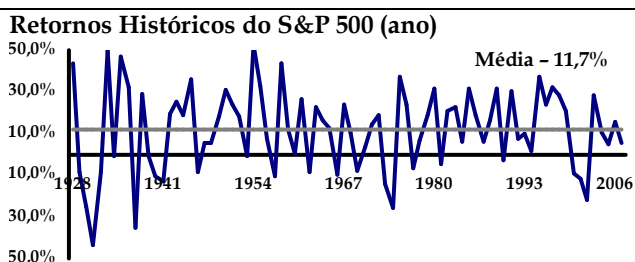


Taxa Livre de Risco: A taxa de retorno livre de risco (Rf) deve ser a taxa de retorno obtida numa aplicação que o investidor típico do mercado considera sem risco. Na prática, os instrumentos mais amplamente utilizados para calcular a taxa livre de risco são os títulos de dívida soberana. Para fins deste estudo, foi considerado como taxa de retorno livre de risco o bônus americano de longo prazo, o T-Bill, com vencimento em 10 anos, por ser considerado internacionalmente como um indicador que apresenta um dos menores graus de risco e estar lastreado pela maior economia do mundo. A remuneração anual histórica do T-Bills situa-se em 3,9%.



Fonte: Yahoo Finance

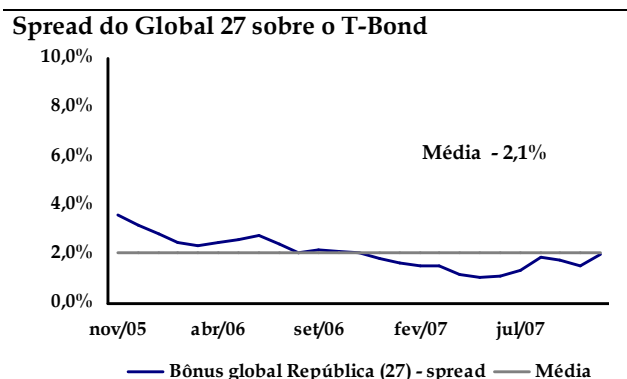
Prêmio de risco do mercado: reflete a rentabilidade exigida por investidores para compensar o risco que estão assumindo ao investirem em ações. O prêmio de risco é usualmente expresso como o retorno adicional esperado por investidores acima da taxa livre de risco e é tradicionalmente estimado nos retornos médios históricos do mercado acionário sobre a taxa livre de risco.



Fonte: Yahoo Finance

Neste contexto, o prêmio de risco de mercado é calculado através da regressão entre a rentabilidade do mercado acionário e a rentabilidade de instrumentos de dívida pública. Dada a reduzida liquidez e falta de dados históricos do mercado brasileiro, a prática adotada é de se usar dados do mercado norte-americano. Portanto, o prêmio de risco de mercado é calculado com base no retorno histórico da bolsa americana (S&P 500) sobre a remuneração T-Bill de longo prazo (10 anos). Análise histórica realizada pelo professor Aswath Damodaran para o período entre 1928 e 2007 indica um prêmio de risco do mercado de ações em 7,8%.

Risco País: O Risco País representa um prêmio adicional exigido por investidores para investir em mercados emergentes. Para cálculo do Risco Brasil, adotou-se o spread médio do título Global 27 do Governo Brasileiro em relação ao T-Bond americano nos últimos 2 anos, cujo valor obtido foi de 2,1%, sinalizando as expectativas de mercado em relação à estabilização da economia do País.

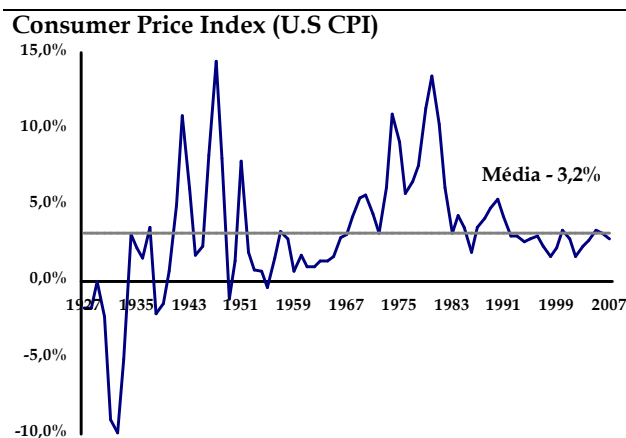


Fonte: Ipeadata

Riscos não medidos pelo Beta: prêmio que o investidor institucional exige de 3,90% medido pelo Ibbotson Associates para empresas com capitalização de até US\$ 586 milhões.



Inflação norte-americana: Embora a taxa anual média para a inflação americana seja de 3,2% para os últimos 80 anos, conforme apresentado no gráfico ao lado, decidimos por utilizar a estimativa de longo prazo para o U.S CPI que é de 2,61% segundo disponibilizado no relatório da revista *The Economist*.



Beta: O beta é um indicador de risco sistemático de uma determinada empresa. Ele mede a correlação entre os retornos de uma ação específica e os retornos do mercado, sendo calculado através de regressão linear entre os retornos do ativo em análise e os retornos do índice de mercado em questão durante um período determinado de tempo.

Neste estudo estimou-se o beta da Companhia tomando por base o beta médio de empresas comparáveis (em termos de atividade), a partir de uma amostra de empresas norte-americanas, do mesmo setor, com ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE). A utilização de empresas comparáveis para a estimativa de betas para empresas não negociadas em bolsa de valores é uma prática bastante defendida por teóricos e aplicada por instituições financeiras.

Ticker	Empresa Comparável	Beta Alavancado (a)	Dívida/Equity (b)	Beta Desalavancado (c)
HLYS	Heelys, Inc.	1,14	0,0%	1,14
WWW	Wolverine World Wide	1,12	0,9%	1,11
CTR	Cato Corp	1,11	0,0%	1,11
SSI	Stage Stores Inc.	1,47	17,7%	1,32
PSS	Collective Brands	1,61	81,3%	1,05
CROX	Crocs Inc.	1,36	0,2%	1,36
DECK	Deckers Outdoor Corp.	1,69	0,0%	1,69
ICON	Iconix Brand Group	1,44	62,2%	1,03
KSWX	K-Swiss Inc.	1,73	0,0%	1,73
WEYS	Weyco Group Inc.	1,41	0,2%	1,41
Média		1,41		1,29

(a) Fonte: Yahoo Finance, período de 2 anos, intervalos mensais

(b) Informações extraídas dos balanços disponibilizados na U.S Securities and Exchange Commission (SEC)

(c) Beta Desalavancado = Beta Alavancado / [1 + (1 - Imposto EUA) (Dívida / Capitalização)]

*Imposto EUA = carga tributária efetiva de 35%.

Valor residual (Perpetuidade)

O cálculo do valor residual foi calculado pelo quociente entre o fluxo de caixa disponível para o primeiro período após o término da projeção (2018) e a diferença entre a taxa de desconto e a taxa esperada de crescimento na perpetuidade do fluxo de caixa. Nesta avaliação, a taxa base de crescimento considerada foi de 0,0%, correspondente a um crescimento estabilizado, condizente com a taxa de reinvestimento planejado pela administração da Companhia. Ressalta-se que os



benefícios fiscais encerram-se em 2013 e 2017, não sendo sua renovação considerada pela Administração.

$$VT = FCF_t \times \frac{(1+g)}{(Ke-g)}$$

Onde:

Valor Terminal	
VT	Valor terminal
FCF _t	Fluxo de caixa livre desalavancado no ano seguinte ao último período projetado
g	Taxa de crescimento na perpetuidade
Ke	Custo de Capital Próprio utilizado como Taxa de Desconto

Estrutura de Capital

A definição de estrutura de capital, que deve ser considerada para efeitos de ponderação dos diferentes custos de capital, reveste-se de importância fundamental, dado que constitui um julgamento do avaliador relativamente à capacidade de endividamento do negócio, levando-se em consideração as características das atividades da Companhia e os níveis considerados adequados pela maioria dos investidores. No caso da Azaléia esta análise recaiu basicamente sobre a estrutura de capital mediana de empresas comparáveis (em termos de atividade), a partir de uma amostra de empresas norte-americanas, do mesmo setor, com ações negociadas em bolsa de valores.

A tabela a seguir apresenta os diferentes graus de alavancagem observados no universo de empresas comparáveis:

Ticker	Empresa Comparável	Dívida / Equity (b)	Dívida Total (b)	Market Cap (c)	Preço em 31/12/2007	Nº de Ações
HLYS	Heelys, Inc.	0,0%	\$ 0,0	\$ 188,4	\$ 6,9	27,1
WWW	Wolverine World Wide	0,9%	10,7	1.234,1	24,5	50,3
CTR	Cato Corp	0,0%	0,0	483,9	15,5	31,2
SSI	Stage Stores Inc.	17,7%	107,9	610,4	14,7	41,4
PSS	Collective Brands	81,3%	926,1	1.139,2	17,3	65,5
CROX	Crocs Inc.	0,2%	7,2	3.034,6	36,8	82,4
DECK	Deckers Outdoor Corp.	0,0%	0,0	2.017,3	155,0	13,0
ICON	Iconix Brand Group	62,2%	702	1.128,3	19,6	57,4
KSWS	K-Swiss Inc.	0,0%	0,0	629,2	18,1	34,8
WEYS	Weyco Group Inc.	0,2%	0,6	315,1	27,4	11,5
Mediana		0,2%				

Fonte: Yahoo Finance e U.S Securities and Exchange Commission (SEC) - Valores em milhões de USD

(a) Dívida / Equity = Dívida / Market Cap

(b) Dívida Total = Dívida de Curto Prazo + Dívida de Longo Prazo

(c) Market Cap = Preço da Ação x Nº de Ações

Do exposto acima, concluímos que as empresas americanas utilizadas como base de comparação têm, em sua maioria, suas estruturas de capital financiadas pelos seus próprios acionistas, o que



mantém em linha os planos da Azaléia, de continuar com uma estrutura de endividamento relativamente baixa para os próximos períodos.

V - GLOSSÁRIO

CAPEX (*Capital Expenditures*): investimentos em ativo fixo.

CAPM (*Capital Asset Pricing Model*): modelo de precificação do custo do capital para investimento.

EBIT (*Earnings Before Interest & Taxes*): Representa o resultado operacional da Companhia antes das despesas com juros e imposto de renda e contribuição social.

EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*): Representa o lucro operacional da Companhia antes das despesas com juros, imposto de renda e contribuição social, depreciações e amortizações.

FCFE (*Free Cash Flow to Equity*): Fluxos de Caixa Livres para os acionistas da empresa.

FCFF (*Free Cash Flow to Firm*): Fluxos de Caixa Livres para os detentores de capital da empresa, ou seja, acionistas e credores.

NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*): Lucro operacional menos respectivos impostos, cujo cálculo é efetuado sem considerar o resultado financeiro.

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*): Custo Médio Ponderado de Capital.



VI - APÊNDICE

Demonstrações Financeiras Projetadas (Em R\$ Milhões)

Demonstração do Resultado

Demonstração do Resultado	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ⁽⁵⁾
Receita Bruta	1.146,3	1.180,7	1.216,1	1.252,6	1.290,2	1.328,9	1.368,7	1.409,8	1.452,1	1.495,7	1.540,5
Deduções sobre a Receita Bruta	235,1	242,2	249,5	257,0	264,7	272,7	280,9	289,3	298,0	307,0	316,2
Receita Líquida	911,2	938,5	966,6	995,6	1.025,4	1.056,2	1.087,9	1.120,5	1.154,1	1.188,7	1.224,3
Custo do Produto Vendido	544,7	563,5	584,2	602,2	622,8	643,4	663,9	685,0	706,9	729,4	752,7
Depreciação	18,1	14,9	13,4	13,9	15,7	14,2	16,4	18,8	21,7	25,0	28,2
Lucro Bruto	348,4	360,1	368,9	379,5	386,9	398,6	407,6	416,6	425,5	434,3	443,5
Despesas Administrativas	67,9	69,1	70,2	71,4	72,7	73,9	75,2	76,6	78,0	79,4	80,8
Despesas com Vendas	164,2	169,2	174,2	179,5	184,9	190,4	196,1	202,0	208,1	214,3	220,7
Amortização	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-	-	-	-	-	-
Depreciação	4,5	3,7	3,4	3,5	3,9	3,6	4,1	4,7	5,4	6,3	7,1
EBIT	111,3	117,7	120,7	124,7	125,0	130,7	132,2	133,3	134,1	134,3	134,9
EBITDA	134,3	136,7	137,9	142,5	145,1	148,5	152,6	156,9	161,2	165,6	170,1
Variações Monetárias e Cambiais Líquidas	0,1	1,1	0,8	0,2	0,3	0,0	-	-	-	-	-
Despesas Financeiras	2,5	1,4	1,1	0,6	0,4	0,2	-	-	-	-	-
Lucro Antes dos Impostos	108,6	115,2	118,8	123,9	124,3	130,4	132,2	133,3	134,1	134,3	134,9
IR e CS Correntes	16,3	21,0	25,4	26,5	26,6	30,8	31,2	31,5	31,6	31,7	45,8
IR e CS Diferidos	7,0	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro Líquido	85,4	90,6	93,3	97,4	97,7	99,7	101,0	101,9	102,4	102,6	89,0

⁵ Valor projetado de 2018 como sendo o primeiro ano da perpetuidade



Balanço Patrimonial

Ativo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ⁽⁶⁾
Caixa e Equivalentes	106,6	80,6	54,8	31,0	41,1	34,6	43,7	50,4	54,8	66,3	41,0
Contas a Receber	290,3	299,0	307,9	317,2	326,7	336,5	346,6	357,0	367,7	378,7	390,0
Estoques	91,7	91,7	96,7	98,8	102,7	105,8	109,3	112,7	116,3	120,0	123,9
Outros Ativos Circulantes	32,7	31,7	31,8	33,2	34,0	35,1	36,1	37,2	38,3	39,5	40,7
Ativo Circulante	521,3	503,0	491,2	480,1	504,4	512,0	535,7	557,3	577,1	604,6	595,6
Imobilizado	118,8	129,5	139,3	149,4	160,8	171,1	182,9	196,6	212,3	230,5	230,5
Diferido	1,7	1,3	0,9	0,4	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos Judiciais	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Outros Ativos de Longo Prazo	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2
Ativo Total	674,5	666,6	664,1	662,7	698,0	715,8	751,4	786,7	822,2	867,8	858,8
Passivo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fornecedores	47,2	45,0	48,7	49,1	51,3	52,8	54,6	56,2	58,1	59,9	61,8
Taxas, Impostos e Contribuições	10,8	10,7	11,3	11,5	12,0	12,4	12,8	13,2	13,6	14,0	14,5
Salários a Pagar	24,6	24,6	25,7	26,3	27,2	27,9	28,8	29,6	30,5	31,4	32,4
Dividendos a Pagar	79,3	87,9	88,7	58,4	78,1	69,8	70,7	71,3	61,5	102,6	89,0
Outros Passivos Circulantes	35,2	34,0	36,1	36,6	38,0	39,0	40,3	41,4	42,7	44,0	45,3
Passivo Circulante (menos Empréstimos)	197,1	202,1	210,5	182,0	206,7	201,8	207,1	211,8	206,4	252,0	243,0
Financiamento de Curto Prazo	16,7	16,4	12,0	9,4	7,2	-	-	-	-	-	-
Financiamento de Longo Prazo	42,4	27,1	15,9	6,8	-	-	-	-	-	-	-
Empréstimos e Financiamentos	59,1	43,5	27,9	16,2	7,2	-	-	-	-	-	-
Provisões para Indenizações	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8
Outros Passivos de Longo Prazo	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Participação de Minoritários	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Passivo Total	366,6	356,0	348,8	308,5	324,2	312,1	317,4	322,1	316,7	362,3	353,3
Lucros (Prejuízos Acumulados)	(4,3)	(4,3)	0,4	39,3	58,9	88,8	119,1	149,6	190,6	190,6	190,6
Reservas	53,2	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9	55,9
Ações em Tesouraria	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)	(7,0)
Capital Social Realizado	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0
Patrimônio Líquido	308,0	310,6	315,3	354,3	373,8	403,7	434,0	464,5	505,5	505,5	505,5
Passivo e Patrimônio Líquido	674,5	666,6	664,1	662,7	698,0	715,8	751,4	786,7	822,2	867,8	858,8

⁶ Valor projetado de 2018 como sendo o primeiro ano da perpetuidade



Fluxo de Caixa

Fluxo de Caixa	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ⁽⁷⁾
Lucro Líquido	85,4	90,6	93,3	97,4	97,7	99,7	101,0	101,9	102,4	102,6	89,0
Amortização	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-	-	-	-	-	-
Depreciação	22,6	18,6	16,8	17,4	19,7	17,8	20,4	23,5	27,1	31,3	35,3
Varição Monetária / Cambial	0,1	1,1	0,8	0,2	0,3	0,0	-	-	-	-	-
Impostos Diferidos	7,0	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Geração de Caixa Operacional	115,5	114,3	111,4	115,4	118,1	117,5	121,4	125,4	129,6	133,9	124,3
Aumento (Diminuição) do Capital de Giro Líquido	(1,6)	(14,9)	(6,4)	(11,0)	(9,1)	(10,6)	(10,2)	(10,9)	(11,0)	(11,4)	(11,7)
Fluxo de Caixa Operacional	114,0	99,4	105,0	104,3	109,0	106,9	111,2	114,5	118,5	122,5	112,5
Investimento no Ativo Imobilizado	(35,8)	(29,4)	(26,5)	(27,5)	(31,1)	(28,1)	(32,3)	(37,2)	(42,9)	(49,4)	(35,3)
Fluxo de Caixa Disponível aos Investidores	78,2	70,0	78,4	76,9	77,9	78,8	78,9	77,4	75,7	73,0	77,3
Dívidas Existentes - Captação (Pagamentos)	(62,7)	(16,7)	(16,4)	(12,0)	(9,3)	(7,2)	-	-	-	-	-
Dívidas - Captação (Pagamentos)	(62,7)	(16,7)	(16,4)	(12,0)	(9,3)	(7,2)	-	-	-	-	-
Pagamento de Dividendos	(0,8)	(79,3)	(87,9)	(88,7)	(58,4)	(78,1)	(69,8)	(70,7)	(71,3)	(61,5)	(102,6)
Varição em Caixa e Equivalentes	14,7	(26,0)	(25,9)	(23,8)	10,2	(6,6)	9,2	6,7	4,4	11,6	(25,4)
Caixa e Equivalentes Inicial	91,9	106,6	80,6	54,8	31,0	41,1	34,6	43,7	50,4	54,8	66,3
Caixa e Equivalentes Final	106,6	80,6	54,8	31,0	41,1	34,6	43,7	50,4	54,8	66,3	41,0

⁷ Valor projetado de 2018 como sendo o primeiro ano da perpetuidade



Fluxo de Caixa Descontado

Fluxo de Caixa Descontado	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lucro Líquido	85,4	90,6	93,3	97,4	97,7	99,7	101,0	101,9	102,4	102,6	89,0
Taxa Efetiva de Impostos	78,6%	78,6%	78,6%	78,6%	78,6%	76,4%	76,4%	76,4%	76,4%	76,4%	66,0%
Despesa Financeira Depois dos Impostos	2,0	1,1	0,9	0,5	0,3	0,2	-	-	-	-	-
Lucro Antes das Despesas Financeiras	87,4	91,6	94,2	97,9	98,0	99,8	101,0	101,9	102,4	102,6	89,0
Amortização	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-	-	-	-	-	-
Depreciação	22,6	18,6	16,8	17,4	19,7	17,8	20,4	23,5	27,1	31,3	35,3
Varição Monetária / Cambial	0,1	1,1	0,8	0,2	0,3	0,0	-	-	-	-	-
Impostos Diferidos	7,0	3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Geração de Caixa Operacional Desalavancado	117,5	115,4	112,3	115,9	118,4	117,6	121,4	125,4	129,6	133,9	124,3
Aumento (Diminuição) do Capital de Giro Líquido	(1,6)	(14,9)	(6,4)	(11,0)	(9,1)	(10,6)	(10,2)	(10,9)	(11,0)	(11,4)	(11,7)
Investimentos no Ativo	(35,8)	(29,4)	(26,5)	(27,5)	(31,1)	(28,1)	(32,3)	(37,2)	(42,9)	(49,4)	(35,3)
Fluxo de Caixa Livre Desalavancado (R\$)	80,2	71,1	79,3	77,4	78,2	79,0	78,9	77,4	75,7	73,0	77,3

Valor Presente dos Fluxos de Caixa a 16,9%	68,6	52,0	49,6	41,4	35,8	30,9	26,4	22,1	18,5	15,3
Valor Presente do Valor Residual	95,5									

Valor da Empresa	456,1
(+) Disponibilidades	91,9
(-) Empréstimos	(121,7)
(-) Contingências Líquidas de Depósitos Judiciais	(91,3)
Valor para o Acionista	335,0

Cálculo do Valor Residual	
Fluxo de Caixa Livre em 2018	77,3
Taxa de Desconto (Ke)	16,9%
Taxa de Crescimento Perpetuidade (g)	0,0%
Valor Residual na Perpetuidade	456,4⁽⁸⁾

⁸ Calculado através do modelo de crescimento de Gordon : Valor na Perpetuidade = Fluxo de Caixa Livre em 2018 / (Ke - g)