



VIGOR[®]



**Laudo de Avaliação Conforme
Instrução CVM nº 361**

Vigor Alimentos S.A.

24 de janeiro de 2012

Nota importante

1. O Banco Bradesco BBI S.A. (“Bradesco BBI” ou “Avaliador”) foi contratado pela JBS S.A. (“JBS” ou “Ofertante”) para preparar um laudo de avaliação (“Laudo de Avaliação”) da Vigor Alimentos S.A. (“Vigor” ou “Companhia” e, em conjunto com JBS, “Companhias”), controladora integral da S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor “Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor”), no contexto da oferta pública de permuta de ações de emissão da JBS por ações de emissão da Vigor (“OPA”), nos termos da Instrução CVM nº 361/02, conforme alterada (“ICVM-361”).
2. Este Laudo de Avaliação foi preparado exclusivamente em português e, caso venha a ser traduzido para outro idioma, a versão em português deverá prevalecer para todos os efeitos. Este Laudo de Avaliação foi preparado para uso exclusivamente no contexto da OPA nos termos da ICVM-361, não devendo ser utilizado para quaisquer outros propósitos, incluindo, sem limitação, para fins do artigo 8º da Lei nº 6.404/76. Este Laudo de Avaliação não deve ser utilizado para qualquer outra finalidade que não no contexto da OPA sem a autorização prévia e por escrito do Bradesco BBI.
3. A data base utilizada para este Laudo de Avaliação é 20 de janeiro de 2012.
4. A Companhia foi avaliada de forma independente (“*stand alone*”) e o eventual sucesso ou insucesso da OPA não foi considerado no resultado deste Laudo de Avaliação. O Bradesco BBI não expressa qualquer opinião sobre os efeitos positivos ou negativos que eventualmente possam ser gerados para as Companhias e/ou seus acionistas como consequência da OPA e não assume qualquer responsabilidade em relação ao seu resultado.
5. O Bradesco BBI não fez e não faz qualquer recomendação, explícita ou implícita, a respeito dos termos e condições da OPA.
6. O presente Laudo de Avaliação não levou em consideração quaisquer avaliações prévias da Companhia ou de quaisquer valores mobiliários de sua emissão, efetuadas pelo Bradesco BBI ou por qualquer outra instituição, no contexto de quaisquer operações, ofertas ou negociações passadas envolvendo a Companhia.
7. Este Laudo de Avaliação não constitui um julgamento, opinião ou recomendação à administração ou acionistas da Companhia ou a qualquer terceiro quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão de realização ou de aceitação da OPA. Este Laudo de Avaliação, incluindo suas análises e conclusões, (i) não constitui uma recomendação para qualquer membro do Conselho de Administração ou acionista da Companhia ou da própria Companhia, tampouco de quaisquer de suas controladoras, controladas ou coligadas sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à OPA; e (ii) não poderá ser utilizado para justificar o direito de voto de qualquer pessoa sobre qualquer assunto, inclusive acionistas da Companhia.
8. O Bradesco BBI, seus administradores, empregados, consultores, agentes ou representantes não fazem, nem farão, expressa ou implicitamente, qualquer declaração ou garantia em relação à precisão ou completude de quaisquer das Informações Disponibilizadas (definidas a seguir) pelas Companhias ou por terceiros por ela contratados (incluindo estudos, projeções ou previsões, ou, ainda, premissas ou estimativas nas quais tais projeções e previsões se basearam) utilizadas para a elaboração deste Laudo de Avaliação. Além disso, o Bradesco BBI não assume nenhuma obrigação de conduzir, e não conduziu, nenhuma inspeção física das propriedades ou instalações da Companhia. O Bradesco BBI não é um escritório de contabilidade e não prestou serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA. O Bradesco BBI não é um escritório de advocacia e não prestou serviços legais, regulatórios, tributários ou fiscais em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA.

Nota importante (cont.)

9. Ademais, o Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar relacionada à exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência, razoabilidade e precisão das Informações Disponibilizadas (definidas a seguir), as quais são de única e exclusiva responsabilidade da Companhia. O Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade pela verificação independente e não verificou independentemente, quaisquer informações, sejam públicas ou privadas, relacionadas à Companhia, incluindo sem limitação, quaisquer informações financeiras, estimativas ou projeções consideradas para a preparação deste Laudo de Avaliação. Nada contido neste Laudo de Avaliação será interpretado ou entendido como sendo uma declaração do Bradesco BBI quanto ao passado ou ao futuro da Companhia.
10. As informações demográficas, macroeconômicas, regulatórias, do mercado de ações e dos mercados de atuação da Companhia mencionadas neste Laudo de Avaliação, quando não disponibilizadas pelas Companhias ou pelos seus Representantes Indicados (definidos a seguir), foram baseadas, dentre outras, em fontes públicas reconhecidas e consideradas confiáveis.
11. As informações contidas neste Laudo de Avaliação refletem as condições financeiras da Companhia em 20 de janeiro de 2012, e de acordo com as Informações Disponibilizadas (definidas a seguir), de forma que qualquer alteração nestas condições posteriormente a esta data ou nas Informações Disponibilizadas (definidas a seguir) poderá alterar os resultados ora apresentados. O Bradesco BBI não está obrigado, a qualquer tempo, a atualizar, revisar, reafirmar ou revogar qualquer informação contida neste Laudo de Avaliação, no todo ou em parte, ou a fornecer qualquer informação adicional relacionada a este Laudo de Avaliação.
12. Para fins da avaliação por valor econômico, como faculta o art. 8º da ICVM-361 e conforme o Anexo III, Inciso XII alínea “c” item 1 da mesma instrução, a Companhia foi avaliada de acordo com a metodologia do fluxo de caixa descontado (“FCD”). Para fins de cálculo do valor das ações representativas do capital social da Companhia (“Valor do Equity”), do valor econômico-financeiro total da Companhia (“Valor da Firma”) foram descontadas as dívidas líquidas e outros ajustes de ativos e passivos da Companhia em 20 de janeiro de 2012 (“Dívida Líquida” e “Ajustes”, respectivamente). Não foram utilizados outros métodos de avaliação, particularmente aqueles descritos nos itens 2 e 3 da alínea “c” e alínea “d” do Inciso XII do Anexo III da ICVM-361 (respectivamente preço médio ponderado de cotação das ações da Companhia nos últimos 12 (doze) meses, múltiplos de mercado, múltiplos de transações comparáveis e outros critérios).
13. Os trabalhos de avaliação econômico-financeira, mais especificamente aqueles cuja abordagem utilizada é o FCD, pressupõem premissas específicas e um nível de subjetividade cujas limitações são descritas a seguir: (i) algumas das considerações descritas neste Laudo de Avaliação são baseadas em eventos futuros e incertos que fazem parte da expectativa da diretoria da Companhia e, portanto, estes eventos futuros podem não ocorrer e os resultados apresentados neste documento poderão diferir dos números reais; e (ii) os fatores que podem resultar em diferenças entre os fluxos de caixa projetados e os resultados reais incluem mudanças no ambiente externo, alterações no ambiente interno da Companhia e diferenças de modelagem financeira. O método de FCD não antecipa mudanças nos ambientes interno e externo em que a empresa está inserida, exceto aquelas apontadas neste Laudo de Avaliação.

Nota importante (cont.)

14. Nos termos do Anexo III da ICVM-361, as informações constantes no Laudo de Avaliação foram baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da Vigor assim como nas demonstrações financeiras auditadas da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor. O trabalho de avaliação do Bradesco BBI utilizou como base documentos disponibilizados pela Companhia e, adicionalmente, (a) em determinadas informações e/ou documentos gerenciais relativos à Companhia, fornecidos por sua diretoria ou por terceiros por ela contratados (“Representantes Indicados”) por escrito ou por meio de discussões mantidas com os Representantes Indicados, e (b) em informações disponíveis ao público em geral. As seguintes informações ou documentos foram disponibilizados pela Companhia ao Bradesco BBI, até 23 de janeiro de 2012 (em conjunto, as “Informações Disponibilizadas”): (i) informações e demonstrações financeiras e operacionais históricas da Companhia; (ii) estrutura societária da Companhia; (iii) planos de negócios da Companhia (“Planos de Negócios” e individualmente “Plano de Negócios”); e (iv) demais informações públicas. Na elaboração deste Laudo de Avaliação, o Bradesco BBI também levou em consideração outros aspectos que entendeu necessários, incluindo o julgamento das condições econômicas, monetárias e de mercado.
15. As Informações Disponibilizadas (especificamente o Plano de Negócios) utilizadas foram discutidas com os representantes das Companhias durante o processo de elaboração do Laudo de Avaliação. Dado que a análise e os valores são baseados em previsões de resultados futuros, informados pelas diretorias das Companhias, eles não necessariamente indicam a realização de resultados financeiros reais e futuros para a Companhia, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os utilizados neste Laudo de Avaliação.
16. O Bradesco BBI presume e confia na exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência, razoabilidade e precisão de todas as Informações Disponibilizadas, seja por escrito ou por meio de discussão com os Representantes Indicados, seja por se encontrarem publicamente disponíveis. Não fez parte de nosso trabalho nenhum procedimento de auditoria, *due diligence* ou consultoria tributária, e tampouco foram efetuadas investigações sobre os títulos de propriedade da empresa envolvida neste Laudo de Avaliação, nem verificações da existência de ônus ou gravames sobre eles.
17. O Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade pela exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência, razoabilidade e precisão das Informações Disponibilizadas, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas. O Bradesco BBI foi assegurado pela Companhia de (i) que todas as Informações Disponibilizadas são completas, corretas e suficientes, (ii) que todas as Informações Disponibilizadas foram preparadas de forma razoável e que refletem as melhores estimativas e avaliações na época em que foram disponibilizadas e o melhor juízo por parte da diretoria das Companhias quanto ao seu desempenho financeiro futuro e (iii) que, desde a data da entrega das Informações Disponibilizadas e até o presente momento, a Companhia não tem ciência de qualquer informação que impacte materialmente o negócio, a situação financeira, os ativos, passivos, as perspectivas de negócio, transações comerciais ou o número de ações emitidas pelas Companhias, assim como não têm ciência de qualquer outro fato significativo que pudesse alterar o seu desempenho futuro, as Informações Disponibilizadas, ou torná-las incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materiais ou que poderia causar um efeito material nos resultados e análises neste Laudo de Avaliação.
18. O Bradesco BBI não assumiu a responsabilidade de conduzir ou conduziu (i) qualquer avaliação ou reavaliação dos ativos e passivos contabilizados ou não (contingentes ou não) da Companhia; (ii) revisão ou auditoria das demonstrações financeiras e dos documentos que embasaram a elaboração das análises contidas neste Laudo de Avaliação; (iii) auditoria técnica das operações da Companhia; (iv) avaliação da solvência ou valor justo da Companhia, de acordo com qualquer legislação estadual ou federal relacionada à falência, insolvência ou questões similares; ou (v) qualquer inspeção física das propriedades, instalações ou ativos da Companhia. O Bradesco BBI não presta serviços de auditoria, de contabilidade, de consultoria geral ou estratégica, de assessoria jurídica e a elaboração deste Laudo de Avaliação pelo Bradesco BBI não inclui qualquer serviço ou aconselhamento desta natureza.

Nota importante (cont.)

19. As estimativas e projeções presentes neste Laudo de Avaliação são intrinsecamente sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão além do controle das Companhias, assim como do Bradesco BBI, especialmente aqueles cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos. Assim, o Bradesco BBI não será responsável de qualquer forma caso os resultados futuros da Companhia difiram dos resultados apresentados no Plano de Negócios e/ou neste Laudo de Avaliação. Não há nenhuma garantia de que os resultados futuros da Companhia corresponderão às projeções financeiras utilizadas como base para a análise feita neste Laudo de Avaliação, e, nesse sentido, as diferenças entre as projeções utilizadas e os resultados financeiros da Companhia poderão ser relevantes. Os resultados futuros da Companhia também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado.
20. Os resultados reais futuramente verificados podem divergir significativamente daqueles sugeridos neste Laudo de Avaliação. Dessa forma, o Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar caso os resultados futuros sejam diferentes das estimativas e projeções apresentadas neste Laudo de Avaliação e não presta qualquer declaração ou garantia em relação a tais estimativas e projeções. O Bradesco BBI não assume qualquer responsabilidade em relação às estimativas e projeções contidas no Plano de Negócios, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas. Ademais, o Bradesco BBI não assume qualquer obrigação de aconselhar qualquer pessoa acerca de qualquer mudança em qualquer fato ou matéria que afete o presente Laudo de Avaliação, de que tenha tomado conhecimento posteriormente à data deste documento que afete o presente Laudo de Avaliação.
21. A elaboração deste Laudo de Avaliação é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e que não é suscetível a uma análise parcial ou descrição resumida. O Bradesco BBI não atribui importância específica a determinados fatores considerados neste Laudo de Avaliação, mas, pelo contrário, realizou uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores aqui considerados. Desse modo, este Laudo de Avaliação deve ser analisado como um todo e a análise de partes selecionadas, sumários ou aspectos específicos deste Laudo de Avaliação, sem o conhecimento e análise deste Laudo de Avaliação em sua totalidade, pode resultar num entendimento incompleto e incorreto da análise realizada pelo Bradesco BBI e das conclusões deste Laudo de Avaliação. As conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação referem-se unicamente à operação da OPA e não são extensivas a quaisquer outras questões ou operações, presentes ou futuras, relativas à Companhia ou ao setor que atuam.
22. Avaliações de empresas e setores elaborados também pelo Bradesco BBI poderão tratar premissas de mercado de modo diferente da abordagem contida neste Laudo de Avaliação, de forma que os departamentos de pesquisa e outros departamentos do Bradesco BBI e empresas relacionadas podem utilizar em suas análises, relatórios e publicações, estimativas, projeções e metodologias diferentes daquelas utilizadas neste Laudo de Avaliação, podendo tais análises, relatórios e publicações conter conclusões diversas das descritas neste Laudo de Avaliação.
23. Este Laudo de Avaliação não é e não deve ser utilizado como (i) uma opinião sobre a adequação (fairness opinion) da OPA; (ii) uma recomendação relativa a quaisquer aspectos da OPA; (iii) um laudo de avaliação emitido para quaisquer fins que não aqueles previstos na ICVM-361 e, se a OPA for eventualmente registrada na U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) e/ou divulgada nos Estados Unidos da América em razão de regras emitidas pela SEC, aqueles previstos nas leis e regulamentação aplicáveis dos Estados Unidos da América; ou (iv) uma opinião sobre a adequação ou uma determinação do preço justo da OPA. Este Laudo de Avaliação não foi compilado ou elaborado visando ao cumprimento de qualquer dispositivo legal ou regulamentar no Brasil ou no exterior, exceto por aqueles aplicáveis à OPA.

Nota importante (cont.)

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

	Página
I. Sumário executivo	8
II. Informações sobre o Avaliador	12
III. Informações sobre a Companhia	19
IV. Avaliação da Companhia	29
Anexo I. Custo médio ponderado de capital (“WACC”)	39
Anexo II. Dívida financeira líquida e outros ajustes	41
Anexo III. Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	43
Anexo IV. Glossário	45



I. Sumário executivo

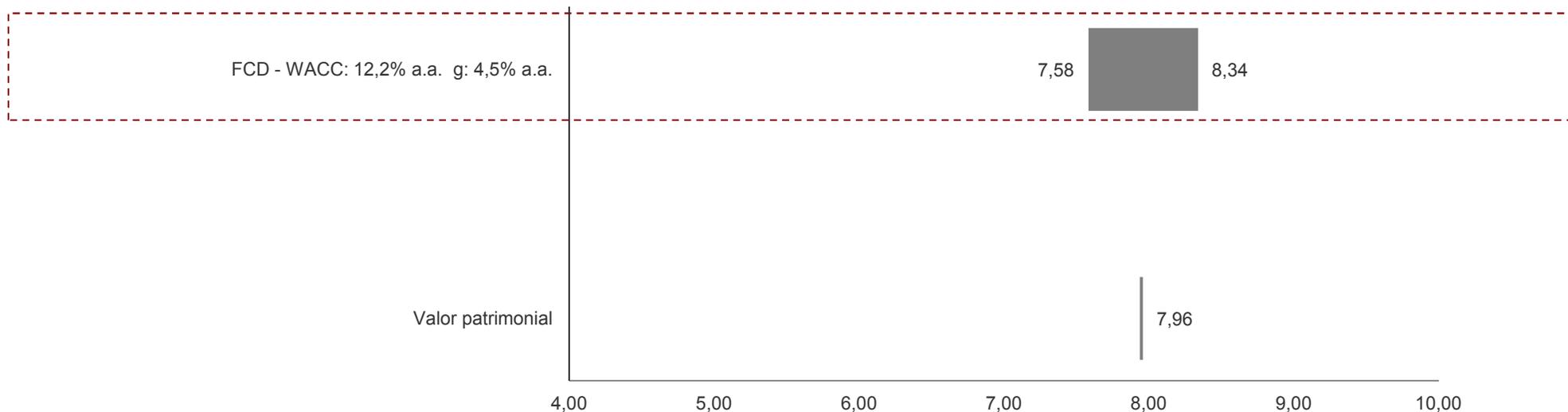
Sumário executivo

Papel do Bradesco BBI, escopo de trabalho e resumo da avaliação

Contexto e metodologias de avaliação

- ▶ Conforme disposições constantes da ICVM-361, o Bradesco BBI conduziu a avaliação das ações de emissão da Companhia de acordo com as seguintes metodologias:
 - Valor do patrimônio líquido por ação em 20 de janeiro de 2012
 - Valor econômico, calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado (“FCD”) – este critério foi considerado pelo Bradesco BBI como o mais adequado na definição do preço justo, pois captura o desempenho futuro esperado da Companhia, em linha com seu Plano de Negócios
 - Não utilizou-se a metodologia de valor de mercado porque as ações da Companhia não são negociadas em bolsa de valores

Resumo da avaliação da Companhia por diferentes metodologias conforme descrito acima (R\$ por ação)¹



Sumário executivo

Metodologias de avaliação conforme ICVM-361

Comparação das metodologias de avaliação e respectiva aplicabilidade¹

Metodologia	Descrição e informações utilizadas	Considerações
Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)	<ul style="list-style-type: none">▶ Análise fundamentalista com base em projeções econômico-financeiras de longo prazo da Companhia▶ Análise suportada pelos Planos de Negócios de longo prazo da Companhia	<ul style="list-style-type: none">▶ Reflete as melhores estimativas da diretoria da Companhia quanto ao desempenho financeiro futuro da Companhia▶ Captura as perspectivas de crescimento de longo prazo da diretoria da Companhia▶ Identifica os principais fatores de criação de valor e permite avaliar a sensibilidade de valor em decorrência destes fatores conforme previsto no Plano de Negócios da Companhia▶ Projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas (não previsibilidade de dados dos elementos necessários)
Valor Patrimonial	<ul style="list-style-type: none">▶ Valor por ação com base no valor do patrimônio líquido▶ Valor contábil do patrimônio líquido da Companhia	<ul style="list-style-type: none">▶ Não captura perspectivas futuras de geração de valor aos acionistas, à medida em que reflete somente o desempenho histórico da Companhia▶ Valor contábil que não reflete necessariamente a perspectiva econômica de geração de valor▶ Sensível a padrões contábeis utilizados▶ O valor dos ativos, líquidos do valor dos passivos, mesmo que atualizados, pode não refletir adequadamente a expectativa de geração de caixa da Companhia

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

Sumário executivo

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

Principais premissas utilizadas na avaliação pelo FCD

- ▶ Data base de avaliação: 20 de janeiro de 2012
- ▶ Projeções financeiras com base no Plano de Negócios até 2021
- ▶ Período de projeção: 2012 a 2021
- ▶ Moeda: R\$ nominais
- ▶ WACC: estimado com base no *Capital Asset Pricing Model* - CAPM, em US\$ nominais e convertido a R\$ nominais pela expectativa do diferencial de inflação de longo-prazo entre Brasil e EUA
- ▶ Valor terminal: estimado com base no fluxo de caixa livre projetado em 2021, considerando crescimento na perpetuidade, em termos nominais, equivalente a 4,5% a.a.
- ▶ Valor da Firma (FV): somatória do valor presente dos fluxos de caixa livres projetados adicionado do valor presente do valor terminal

Principais premissas do Plano de Negócios da Vigor

- ▶ Receita líquida cresce a uma taxa média (CAGR) de 16,3% a.a. de 2012 a 2015, em linha com o crescimento histórico da receita. A partir de 2015, crescimento da receita começa a se estabilizar até atingir 8,0% em 2020, refletindo expectativa da Companhia
- ▶ Margem bruta: a partir de 2012, assumiu-se a recuperação da margem bruta para níveis similares aos auferidos em 2010 de 33,5%, refletindo expectativa da Companhia quanto à normalização dos custos das matérias-primas, principalmente o custo do leite
- ▶ Margem EBITDA: melhora de margem EBITDA a partir de 2012, refletindo retomada dos níveis históricos de margem bruta e ganhos operacionais
- ▶ Investimento em ativo fixo (CAPEX): capex nos primeiros anos de projeção contempla o investimento na expansão da capacidade produtiva e da estrutura logística, conforme planos de expansão da Companhia
- ▶ Alíquota de IR/CS 34%

Destaques das projeções financeiras (R\$ milhões)

R\$ milhões	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Receita líquida	1.453,2	1.716,4	2.000,4	2.284,5	2.558,7
Custo de produtos vendidos ¹	(971)	(1.146)	(1.333)	(1.520)	(1.703)
Lucro bruto	481,9	570,8	667,3	764,3	856,1
<i>Margem bruta</i>	33,2%	33,3%	33,4%	33,5%	33,5%
Despesas operacionais ¹	(322,7)	(378,6)	(438,2)	(497,0)	(552,9)
EBITDA	174,9	214,3	258,7	305,8	351,4
<i>Margem EBITDA</i>	12,0%	12,5%	12,9%	13,4%	13,7%
EBIT	159,1	192,2	229,1	267,3	303,2
<i>Margem EBIT</i>	11,0%	11,2%	11,5%	11,7%	11,9%

Custo médio ponderado de capital (“WACC”)

Taxa livre de risco (Rf)	2,7% a.a.
Beta ajustado (β)	0,73
Market risk premium (%)	6,7% a.a.
Risco Brasil (Z)	1,9% a.a.
Diferencial de inflação - Brasil x USA	2,5% a.a.

Custo de capital próprio nominal = Ke 12,3% a.a.

Custo de capital de terceiros em R\$ (Kd)	13,3% a.a.
Taxa IR e CS no Brasil	34,0%

Custo de capital de terceiros nominal = Kd x (1 - T) 8,8% a.a.

Valor equity / Valor da Firma = E	98,4%
Dívida financeira líquida / Valor da Firma = D	1,6%

WACC nominal em R\$ 12,2% a.a.



II. Informações sobre o Avaliador

Informações sobre o Avaliador

Credenciais do Bradesco BBI

Ano	Cliente	Objeto da avaliação	Contexto	Indústria
2011	GFV Participações ⁽¹⁾		Laudo de avaliação para a OPA de fechamento de capital da Marisol	Têxtil
2011			Relatório de avaliação para o conselho de administração da Kroton na aquisição da Unopar	Educação
2011	LAN  ⁽¹⁾		Laudo de avaliação para a OPA de fechamento de capital da TAM	Transportes Aéreos
2011	Folhapar ⁽¹⁾		Laudo de avaliação e assessoria na OPA de fechamento de capital da UOL	Mídia
2011	 Telemar Norte Leste	Telemar Norte Leste Tele Norte Leste Participações Brasil Telecom	Assessoria ao Comitê Especial Independente na reorganização societária do Grupo Oi	Telecomunicações
2010			Laudo de avaliação para aquisição de participação na Light	Energia
2010			Laudo de avaliação para aquisição de controle acionário	Financeiro
2009			Laudo de avaliação para aquisição de controle acionário	Petroquímica
2009	 ⁽¹⁾	Melpaper S.A.	Laudo de avaliação para oferta pública de aquisição de ações da Melpaper S.A.	Papel e Celulose
2009			Laudo de avaliação para aquisição de participação da AG Concessões na Light	Energia
2009			Laudo de avaliação para aquisição de participação da Equatorial Energia na Light	Energia
2009			Assessoria ao Comitê Especial Independente na transação de incorporação da Aracruz	Papel e Celulose

Informações sobre o Avaliador

Credenciais do Bradesco BBI (cont.)

Ano	Cliente	Objeto da avaliação	Contexto	Indústria
2009			Fusão das três companhias para criação da AGRE	Imobiliário
2009			Assessoria ao Comitê Especial Independente na transação de incorporação da Telemig pela Vivo	Telecom
2009			Assessoria ao Comitê Especial Independente na transação de incorporação da Telemig Celular Participações	Telecom
2009			Laudo de avaliação para incorporação da Petroquímica Triunfo	Petroquímica
2009	IPU Participações ⁽¹⁾		Laudo de avaliação e assessoria na OPA para oferta a minoritários decorrente de aquisição de controle	Imobiliário
2009			Laudo de avaliação e assessoria na aquisição de controle acionário	Imobiliário
2008	 ⁽¹⁾		Laudo de avaliação e assessoria na OPA de fechamento de capital	Alimentos
2008	 ⁽¹⁾		Laudo de avaliação e assessoria na OPA de fechamento de capital	Alimentos
2008			Laudo de avaliação e assessoria na fusão das companhias	Serviços Financeiros
2008		UNIGAL	Laudo de avaliação para o aumento da participação da Nippon Steel na Unigal	Siderúrgico
2007			Laudo de avaliação e assessoria na fusão das companhias	Tecnologia da Informação

Informações sobre o Avaliador

Profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

Renato Ejnisman

Chefe do banco de investimento

Renato Ejnisman é responsável pela área de banco de investimento do Bradesco BBI desde fevereiro de 2011. Possui mais de 14 anos de experiência em bancos de investimento e, antes do Bradesco BBI trabalhou, no Bank of America e na McKinsey & Company. No Bradesco BBI foi responsável pela cobertura dos setores de *private equity*, varejo, saúde e papel e celulose. Liderou e participou de diversas transações de fusões e aquisições, renda variável, emissões de dívida e oferta pública de ações com empresas de diversos setores. Renato é formado em física pela Universidade de São Paulo e possui um Ph.D em Física pela University of Rochester.

Cyrille Brunotte

Superintendente Executivo, Agribusiness

Cyrille Brunotte é o Superintendente Executivo responsável pela cobertura dos setores de transporte, logística, química e petroquímica e agronegócios no Bradesco BBI, desde de outubro de 2010. Possui mais de 20 anos de experiência no mercado financeiro na Europa, Estados Unidos e Brasil. No Brasil, Cyrille liderou a execução de várias transações de destaque nos setores de energia elétrica, petroquímica e açúcar e etanol, entre outros. Antes disso, atuou como diretor do Credit Agricole Securities USA, New York, responsável pela área de fusões e aquisições. Foi também responsável pelo departamento de banco de investimento do Credit Agricole no Brasil. Cyrille possui um mestrado em administração pela HEC Paris.

Alessandro Farkuh

Chefe do time de Fusões e Aquisições

Alessandro Farkuh, chefe da área de Fusões e Aquisições do Bradesco BBI, ingressou no banco em novembro de 2007. Possui mais de 12 anos de experiência no mercado financeiro, tendo foco em fusões e aquisições desde 2001. Atuou também em projetos de fundo de *private equity* e planejamento financeiro para companhias brasileiras e multinacionais de médio e grande porte. Antes do Bradesco BBI trabalhou na Cicerone Capital, PricewaterhouseCoopers Corporate Finance e Exxel Fund, entre outros. Alessandro liderou e participou de transações de fusões e aquisições em diversos setores como varejo, financeiro, telecomunicações, mídia, imobiliário, químico e mineração, no Brasil, Estados Unidos, Chile, México e Argentina. Alessandro é formado em Administração de Empresas e possui especialização em Mercado Financeiro pela FIA – FEA/USP.

Rafael Beran Bruno

Superintendente Executivo, Fusões e Aquisições

Rafael Beran Bruno, Superintendente Executivo na área de Fusões e Aquisições do Bradesco BBI, ingressou no banco em junho de 2011. Possui mais de 10 anos de experiência no mercado financeiro, com foco principal em operações de fusões e aquisições. Antes de se juntar ao Bradesco BBI, atuou na área de banco de investimento do Santander, Banco ABN AMRO e Banco Brascan, onde concluiu operações em diversos setores. Atuou também como consultor na Value Partners e Advisia. Rafael é formado em Administração de Empresas pela FGV-SP e possui Mestrado em Finanças pela London Business School.

Mariana Nishimura

Associada

Mariana Nishimura, Associada na área de banco de investimento do Bradesco BBI, ingressou no banco em setembro de 2011. Possui sete anos de experiência em banco de investimento, com foco principal em operações de fusões e aquisições. Antes de se juntar ao Bradesco BBI, atuou na área de banco de investimento do UBS em Londres, Citigroup e ABN AMRO em São Paulo, onde participou em diversas operações nos setores de energia, telecomunicações, consumo e varejo. Mariana é formada em Administração de Empresas pela FGV-SP e possui MBA em INSEAD.

Pedro Ollivier

Analista

Pedro Ollivier, Analista na área de banco de investimento do Bradesco BBI, ingressou no banco em julho de 2008. Possui quatro anos de experiência no mercado de financeiro. Atualmente está envolvido principalmente em execução e suporte à originação em operações de fusões e aquisições e renda variável. Participou de transações de fusões e aquisições e renda variável em diversos setores, incluindo, varejo, financeiro, alimentos e bebidas, construção pesada, imobiliário e saúde. Pedro Ollivier é graduado em Administração de Empresas pelo Insper (antigo Ibmecc São Paulo).

Informações sobre o Avaliador

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

- ▶ Em atendimento ao disposto no Anexo III, item IV, da ICVM-361, declaramos que na data deste Laudo de Avaliação, o Bradesco BBI, diretamente ou através de suas controladoras, controladas ou pessoas a eles vinculadas, não possui ações e nenhum outro valor mobiliário de emissão da JBS, da Vigor ou de qualquer de suas controladas, incluindo derivativos neles referenciados, seja em nome próprio ou sua administração discricionária. Uma vez que na data deste Laudo de Avaliação, as ações da Vigor não eram negociadas em bolsa de valores e também não haviam derivativos referenciados a elas, entendemos que tal declaração não se aplica às ações da Vigor.
- ▶ O Bradesco BBI não possui conflito de interesses com as Companhias seus respectivos acionistas controladores e seus respectivos administradores, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração do Laudo de Avaliação. Pelos serviços referentes à preparação do Laudo de Avaliação, independentemente do sucesso ou insucesso da OPA, o Bradesco BBI receberá, da JBS uma remuneração fixa de R\$800.000,00 (oitocentos mil reais) líquida de impostos. Nos termos do contrato de prestação de serviços celebrado entre Bradesco BBI e JBS, a JBS concordou em ressarcir o Bradesco BBI e empresas relacionadas de quaisquer perdas ou responsabilidades imputadas ao Bradesco BBI por terceiros, em consequência da assessoria por ele prestada referente à elaboração deste Laudo de Avaliação.
- ▶ Na data deste Laudo de Avaliação, além do relacionamento referente à Oferta, o Bradesco BBI e/ou demais instituições financeiras integrantes de seu conglomerado financeiro, mantém relacionamento comercial com a JBS, suas controladas, coligadas, incluindo as seguintes operações financeiras, que não impactam na análise realizada na elaboração deste Laudo de Avaliação:
 - Nota de crédito à exportação junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$593.000.000,00 (quinhentos e noventa milhões de reais);
 - Pré-pagamento de exportação junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$181.000.000,00 (cento e oitenta e um milhões de reais);
 - ACC junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$90.000.000,00 (noventa milhões de reais);
 - Finame junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$38.000.000,00 (trinta e oito milhões de reais);
 - Capital de giro junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$30.500.000,00 (trinta milhões e quinhentos mil reais);

Informações Sobre o Avaliador

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

- Fiança junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$15.000.000,00 (quinze milhões de reais);
 - Nota promissória rural junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil reais);
 - Conta garantida junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$650.000,00 (seiscentos e cinquenta mil reais);
 - Leasing junto ao Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, no valor total de aproximadamente R\$450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais);
 - O Banco Bradesco BBI ou sociedades de seu conglomerado econômico, também possui contratos e/ou acordos comerciais referentes a cobrança, pagamento a fornecedores, cartões corporativos, seguros e folha de pagamentos
- ▶ No curso normal de suas atividades, o Bradesco BBI poderá vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários da JBS, Vigor, suas controladas, coligadas, e suas respectivas controladoras, em nome próprio ou em nome de seus clientes e, conseqüentemente, poderá, a qualquer tempo, deter posições compradas ou vendidas com relação aos referidos valores mobiliários. Não obstante o relacionamento anteriormente descrito, o Bradesco BBI não possui outras informações comerciais e creditícias de qualquer natureza relativas a JBS, suas controladas, coligadas que possam impactar o Laudo de Avaliação. Em atendimento ao previsto no art. 8º, §6º e no Anexo III, item X, d, 5, ambos da ICVM-361, o Bradesco BBI declara que não recebeu remuneração por serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados da JBS ou da Vigor nos 12 (doze) meses anteriores à data deste Laudo de Avaliação
- ▶ O Bradesco BBI declara que a JBS, seus acionistas controladores e seus administradores não direcionaram, interferiram, limitaram, dificultaram nem praticaram quaisquer atos que tenham comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das conclusões ora apresentadas, nem tampouco determinaram ou restringiram a capacidade do Bradesco BBI de determinar de forma independente as metodologias por ele utilizadas para alcançar as conclusões apresentadas no Laudo de Avaliação, ou restringiram a capacidade do Bradesco BBI de determinar as conclusões apresentadas no Laudo de Avaliação

Informações Sobre o Avaliador

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

- ▶ O processo de aprovação interna dos laudos e relatórios de avaliação emitidos pelo Bradesco BBI compreende sua revisão por profissionais da Diretoria Jurídica do Bradesco BBI bem como um processo formal de revisão, discussão e eventual aprovação pelo Comitê de Avaliações e *Fairness Opinions*, composto por profissionais da área de banco de investimento. Durante as reuniões do Comitê de Avaliações e *Fairness Opinions* são discutidas e justificadas as principais premissas e metodologias utilizadas na elaboração das avaliações. A reunião do Comitê de Avaliações e *Fairness Opinions* que aprovou, por unanimidade, a emissão deste Laudo de Avaliação ocorreu no dia 23 de janeiro de 2012.
- ▶ Para fins de atendimento ao disposto no artigo 8º, § 3º, da ICVM-361, o Bradesco BBI declara que os responsáveis pela elaboração do Laudo de Avaliação são os seguintes profissionais:

São Paulo, 24 de janeiro de 2012



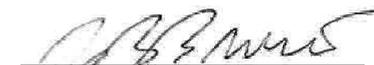
Renato Ejnisman



Cyrille Brunotte



Alessandro Farkuh



Rafael Beran Bruno



Mariana Nishimura



Pedro Ollivier



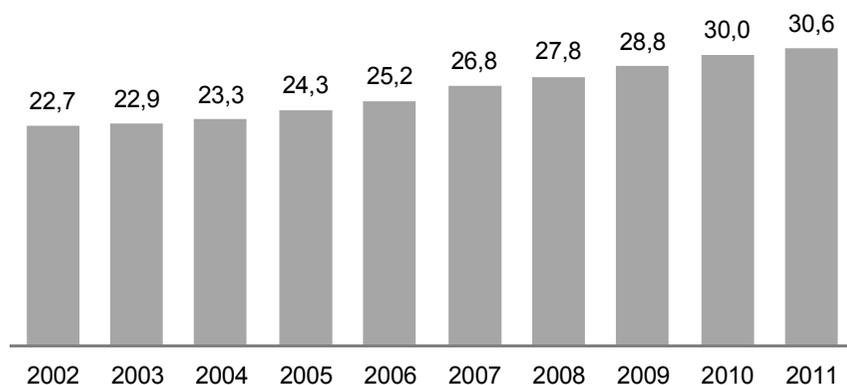
III. Informações sobre a Companhia

Informações sobre a Companhia

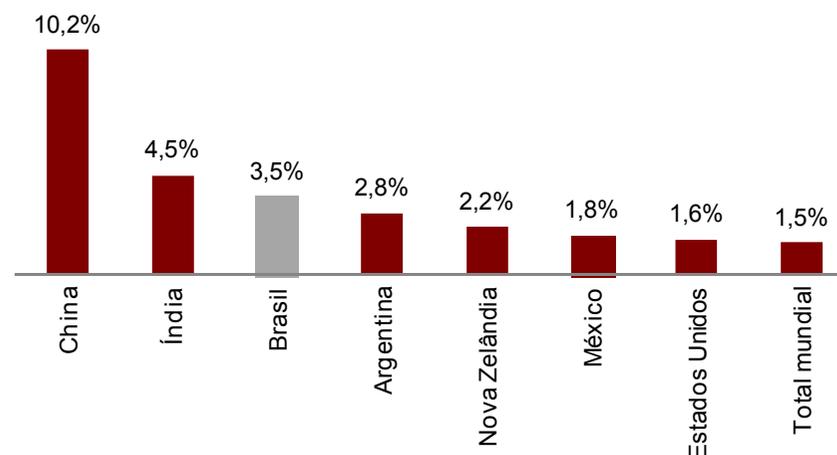
Visão geral do setor lácteo no Brasil

- ▶ De acordo com dados e projeções do USDA, o consumo de leite no mundo teve no período 2002-2010 um crescimento médio anual de somente 1,5%, enquanto, no Brasil, o crescimento anual médio do consumo de leite foi de 3,5% durante o mesmo período, o que ilustra o grande potencial do setor
- ▶ Além disso, segundo o USDA, em 2011 o Brasil fechou o ano como responsável por 5,8% do consumo mundial, com um valor de 30,6 milhões de toneladas de leite consumidas. Apesar do crescimento deste setor brasileiro e da representatividade no consumo mundial, o consumo per capita brasileiro ainda é baixo quando comparados a países desenvolvidos, o que deverá impulsionar ainda mais o crescimento deste setor nos próximos anos

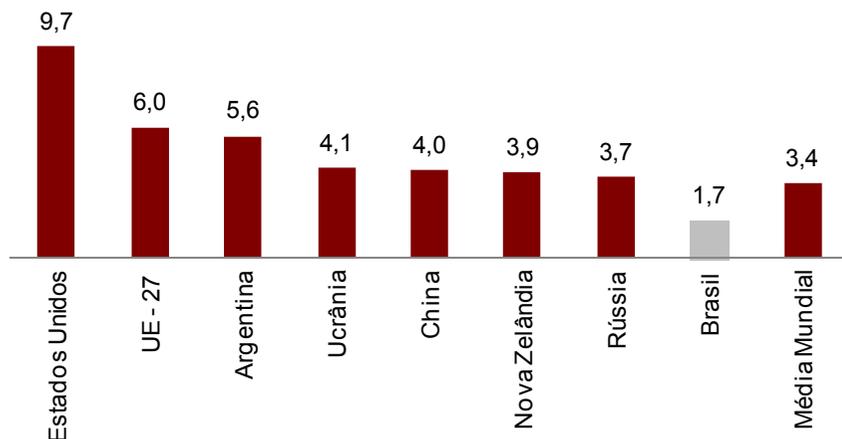
Consumo de leite no Brasil (1.000.000 toneladas)



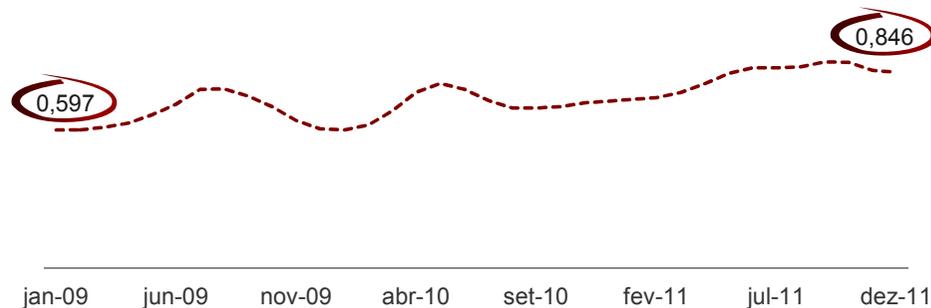
CAGR do consumo de leite (2002-2010)



Consumo per capita de Leite Fluido dos Maiores Consumidores (Kg/Habitante/Ano)



Evolução do preço do leite (R\$/litro)

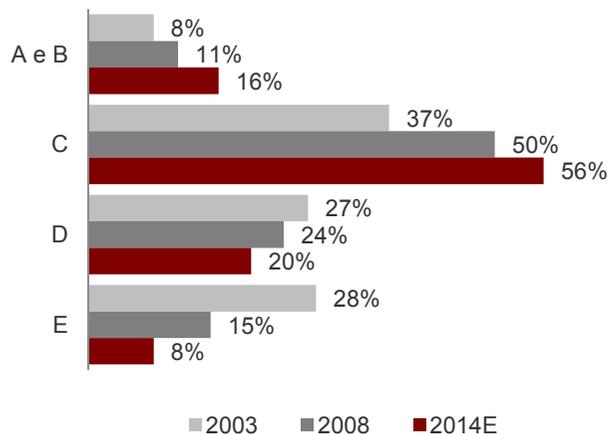


Informações sobre a Companhia

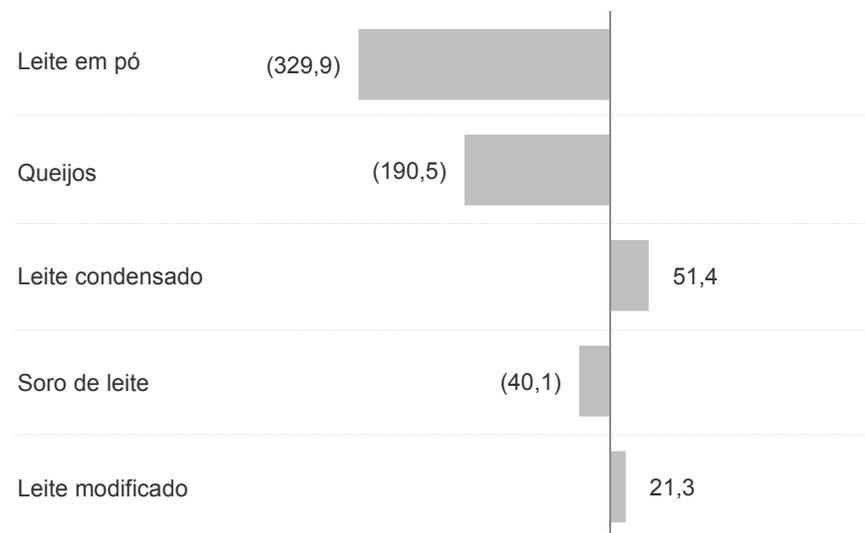
Visão geral do setor lácteo no Brasil (cont.)

- ▶ O principal destino da produção brasileira de leite é o mercado interno, o qual vem expandindo devido ao aumento do poder aquisitivo da população combinado a expansão de supermercados e lojas de conveniência

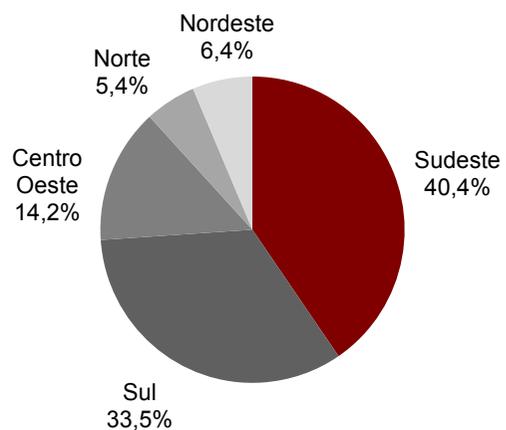
Participação das classes A, B e C



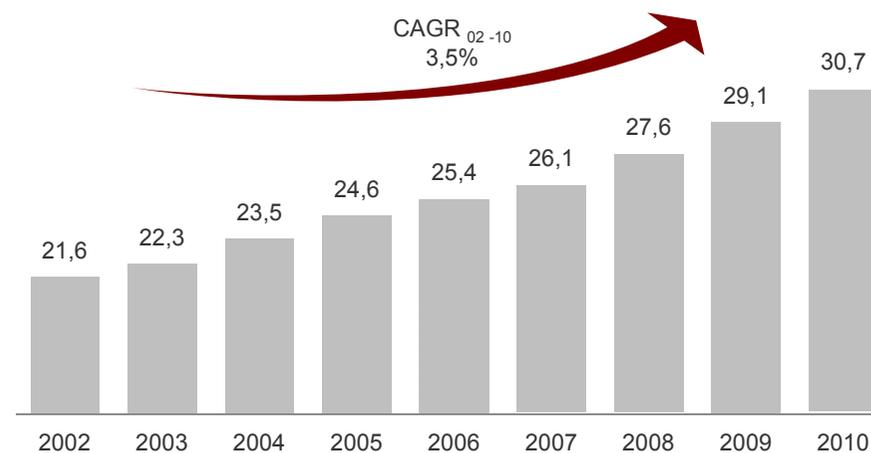
Balança comercial principais produtos (US\$ milhões) – 2011



Produção de leite sob inspeção por região – 9M11



Produção de leite no Brasil (bilhões de litros)

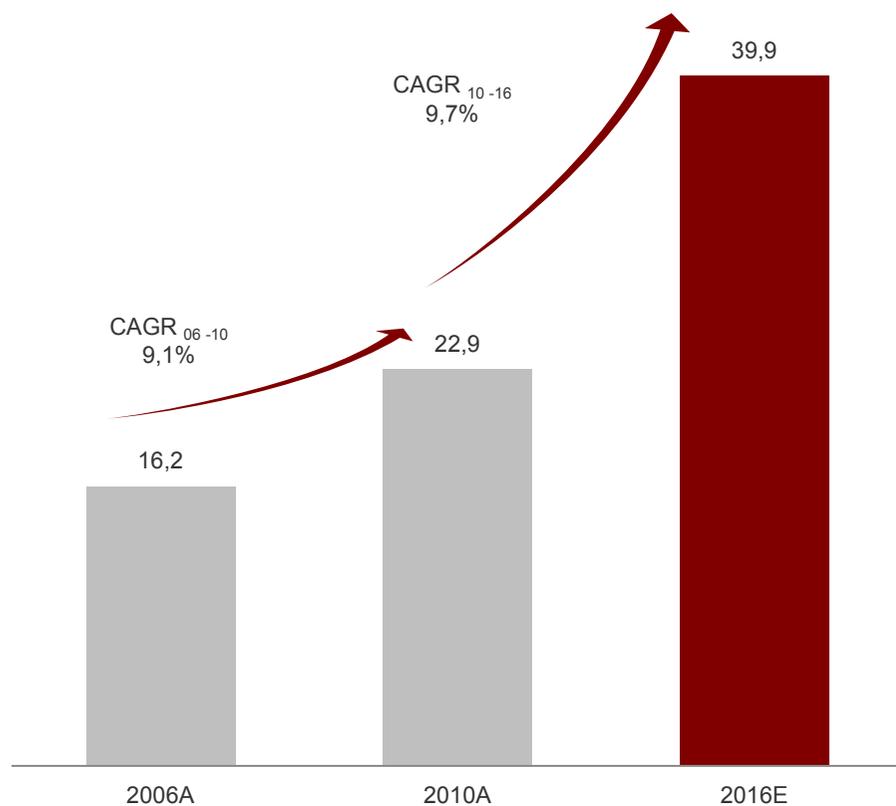


Informações sobre a Companhia

Visão geral do setor lácteo no Brasil (cont.)

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

Evolução do mercado de produtos lácteos (R\$ bilhões)



Abertura por grupo e categorias do mercado de produtos lácteos

Grupo	Categorias	2010 (R\$mm)	2016 (R\$ mm)	CAGR 2010-2016
Lácteos	Queijos especiais e parmesão	2.565	5.630	14,0%
	logurtes	4.138	7.331	10,0%
	Indulgências	1.988	3.522	10,0%
	Achocolatado	1.129	1.893	9,0%
	Requeijão e <i>cream cheese</i>	1.058	1.544	6,5%
	Creme de leite	1.139	1.571	5,5%
	Manteiga	1.084	1.495	5,5%
	Total Lácteos	13.101	22.986	9,8%
Resfriados	Margarina	3.251	4.483	5,5%
	Massa Fresca	267	368	5,5%
	Total Resfriados	3.518	4.851	5,5%
Mercearia	Sucos	3.523	7.733	14,0%
	Molhos	1.030	1.927	11,0%
	Macarrão instantâneo	1.046	1.442	5,5%
	Maionese	726	1.001	5,5%
	Total Mercearia	6.325	12.103	11,4%
Total		22.944	39.940	9,7%

Informações sobre a Companhia

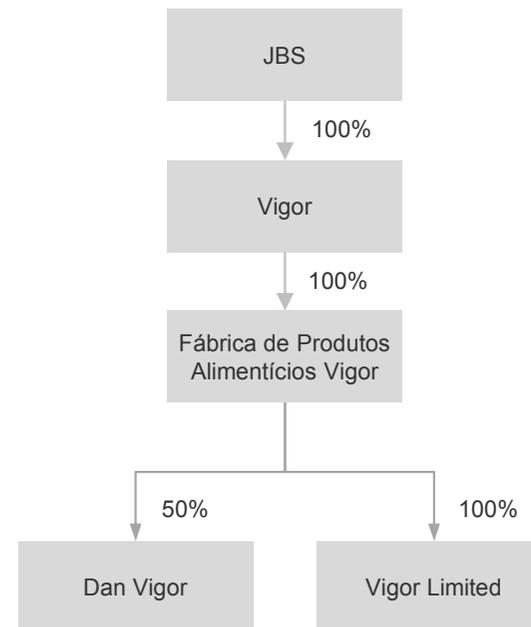
Visão geral da Vigor



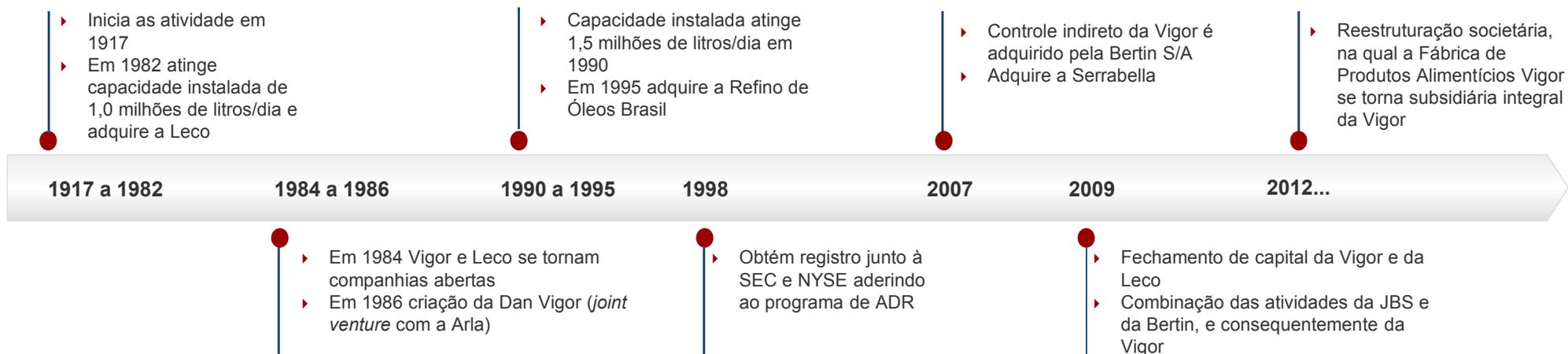
Destaques

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

Estrutura acionária¹



Histórico – Principais eventos da Companhia



Informações sobre a Companhia

Visão geral da Vigor (cont.)

VIGOR

Destaques

- ▶ A Companhia atua em três segmentos principais de negócios:
 - Lácteos: compreende a produção de derivados de leite, tendo como principais produtos iogurtes, leite fermentado, leite UHT, requeijão, queijos, manteiga, bebidas lácteas, entre outros
 - Gordurosos: compreende a produção de derivados de óleo vegetal, em especial margarina, maionese, cremes vegetais, entre outros
 - Outros processados: compreende a produção de massas, sucos, molhos e outros produtos processados
- ▶ Possui um portfólio diversificado de produtos que inclui queijos, requeijões, cream cheese, achocolatados, iogurtes, creme de leite, margarina, maionese, petit suisse, sobremesas, sucos, entre outros, contando com mais de 367 itens em 18 categorias
- ▶ Segundo dados da AC Nielsen, em 2011 a Companhia detinha participação de mercado relevante em diversas categorias, tais como:
 - Cesta láctea (requeijão, cream cheese, queijo minas, iogurtes, leite fermentado, petit suisse e sobremesas): 7,6% e 17,0% de participação de mercado no total de receita de vendas no país e na Grande São Paulo, respectivamente
 - Liderança nas categorias de iogurtes naturais e requeijões, tanto no Brasil quanto na região da Grande São Paulo, com participação no mercado brasileiro de 17,9% e 10,9%, respectivamente, e participação na Grande São Paulo de 30,4% e 16,9%, respectivamente
 - Participação no mercado de iogurtes tamanho família de 7,0% no país e de 30,8% na Grande São Paulo

Estratégia

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

Principais marcas

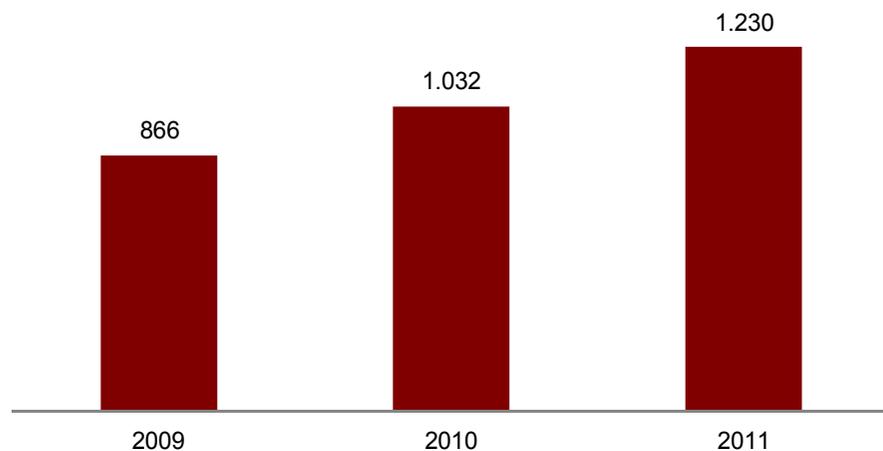


Informações sobre a Companhia

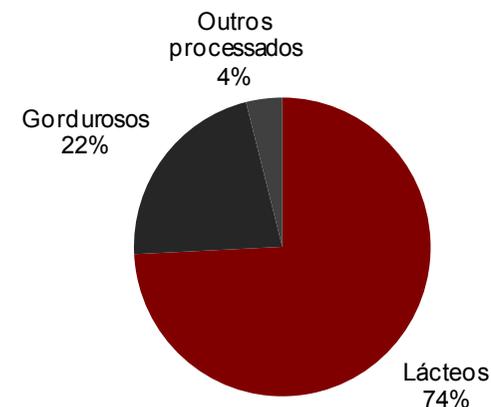
Visão geral da Vigor (cont.)



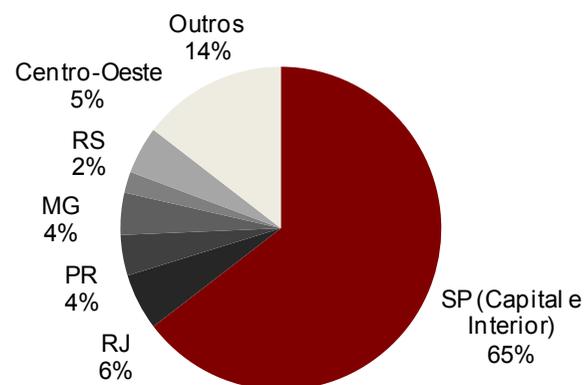
Evolução da receita líquida



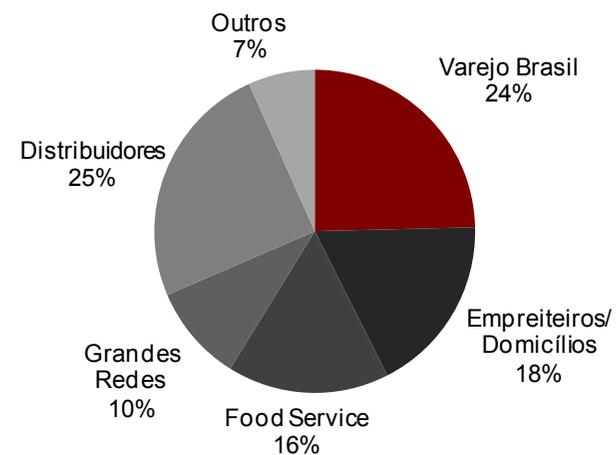
Abertura da receita líquida por produto (2011)



Abertura das vendas por região (2011) ⁽¹⁾



Abertura das vendas por canal (2011) ⁽¹⁾



Informações sobre a Companhia

Destaques financeiros da Companhia

VIGOR

Balço patrimonial consolidado¹

R\$ milhões	20/01/2012
Ativo total	2.047,9
Circulante	706,9
Disponibilidades	321,7
Cientes	149,1
Estoques	111,4
Impostos a recuperar	111,7
Despesas antecipadas	1,4
Outros	11,7
Realizável a longo prazo	52,6
Crédito com empresas ligadas	-
Depósitos, cauções e outros	52,5
Impostos a recuperar	0,2
Permanente	1.288,4
Intangível	866,3
Imobilizado	422,1
Passivo total	2.047,9
Circulante	307,0
Fornecedores	108,7
Empréstimos e financiamentos	136,6
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais ²	43,8
Imposto de renda e Contribuição Social a pagar	1,8
Outros passivos circulantes	16,1
Exigível a longo prazo	549,6
Empréstimos e financiamentos	189,8
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais ²	255,6
Imposto de renda e contribuição social diferidos	48,5
Provisão para riscos processuais	55,6
Outros	0,2
Patrimônio líquido	1.191,4
Capital social	1.191,4

Fonte: Companhia

Nota: (1) Demonstrações financeiras da Vigor. Não apresentamos DRE, uma vez que a reestruturação societária que transformou a Fábrica de Alimentos Vigor em subsidiária integral da Companhia foi realizada em janeiro de 2012, (2) O total do valor referente ao REFIS compõe o total de obrigações fiscais, trabalhistas e sociais. A abertura de obrigações fiscais, trabalhistas e sociais se encontra no Anexo III deste documento.

Informações sobre a Companhia

Destaques financeiros da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor

VIGOR

Balço patrimonial consolidado¹

R\$ milhões	2009	2010	2011
Ativo total	1.114,6	1.015,5	1.187,0
Circulante	349,4	328,6	706,9
Disponibilidades	112,6	14,5	321,7
Clientes	104,8	139,6	149,1
Estoques	64,2	75,4	111,4
Impostos a recuperar	54,4	88,4	111,7
Despesas antecipadas	0,9	1,0	1,4
Outros	12,5	9,8	11,7
Realizável a longo prazo	333,9	265,9	52,6
Crédito com empresas ligadas	282,5	215,5	-
Depósitos, cauções e outros	51,0	50,4	52,5
Impostos a recuperar	0,4	0,1	0,2
Permanente	431,4	421,0	427,5
Intangível	5,6	5,4	5,4
Imobilizado	425,8	415,7	422,1
Passivo total	1.114,6	1.015,5	1.187,0
Circulante	359,6	283,7	307,0
Fornecedores	52,2	88,1	108,7
Empréstimos e financiamentos	253,5	152,8	136,6
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	19,8	28,9	43,8
Imposto de renda e Contribuição Social a pagar	-	2,0	1,8
Outros passivos circulantes	34,1	11,9	16,1
Exigível a longo prazo	726,0	646,4	549,6
Empréstimos e financiamentos	349,8	267,1	189,8
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais	305,4	312,9	255,6
Imposto de renda e contribuição social diferidos	14,4	7,6	48,5
Provisão para riscos processuais	54,4	55,8	55,6
Outros	1,9	3,0	0,2
Patrimônio líquido	29,1	85,4	330,4
Capital social	104,0	104,0	354,0
Reserva de capital	0,9	0,9	0,9
Ajustes de avaliação patrimonial	164,0	159,7	155,4
Ajustes acumulados de conversão	(4,3)	(5,2)	(2,6)
Prejuízos acumulados	(235,6)	(174,1)	(177,3)

Informações sobre a Companhia

Destaques financeiros da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor (cont.)

VIGOR

Demonstrativo de resultados consolidado¹

R\$ milhões	2009	2010	2011
Receita líquida	866,0	1.032,4	1.229,5
Custos de produtos vendidos	(564,6)	(689,6)	(917,6)
Lucro Bruto	301,4	342,8	311,9
Despesas operacionais	(236,5)	(241,7)	(281,3)
Despesas gerais e administrativas	(72,6)	(68,8)	(77,6)
Despesas com vendas	(177,9)	(168,8)	(206,5)
Outros	14,0	(4,1)	2,8
Resultado da atividade (EBIT)	64,9	101,2	30,6
Resultado financeiro	18,4	(48,8)	(58,1)
Lucro operacional	83,3	52,4	(27,5)
Resultado não operacional	-	-	-
LAIR	83,3	52,4	(27,5)
IR e CS	(0,6)	(2,0)	(1,5)
IR diferido	(26,4)	6,8	21,4
Lucro líquido	56,3	57,2	(7,6)



IV. Avaliação da Companhia

Avaliação da Companhia

Metodologias de avaliação conforme ICVM-361

Comparação das metodologias de avaliação e respectiva aplicabilidade¹

Metodologia	Descrição e informações utilizadas	Considerações
Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)	<ul style="list-style-type: none">▶ Análise fundamentalista com base em projeções econômico-financeiras de longo prazo da Companhia▶ Análise suportada pelos Planos de Negócios de longo prazo da Companhia	<ul style="list-style-type: none">▶ Reflete as melhores estimativas da diretoria da Companhia quanto ao desempenho financeiro futuro da Companhia▶ Captura as perspectivas de crescimento de longo prazo da diretoria da Companhia▶ Identifica os principais fatores de criação de valor e permite avaliar a sensibilidade de valor em decorrência destes fatores conforme previsto no Plano de Negócios da Companhia▶ Projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas (não previsibilidade de dados dos elementos necessários)
Valor Patrimonial	<ul style="list-style-type: none">▶ Valor por ação com base no valor do patrimônio líquido▶ Valor contábil do patrimônio líquido da Companhia	<ul style="list-style-type: none">▶ Não captura perspectivas futuras de geração de valor aos acionistas, à medida em que reflete somente o desempenho histórico da Companhia▶ Valor contábil que não reflete necessariamente a perspectiva econômica de geração de valor▶ Sensível a padrões contábeis utilizados▶ O valor dos ativos, líquidos do valor dos passivos, mesmo que atualizados, pode não refletir adequadamente a expectativa de geração de caixa da Companhia

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



Avaliação da Vigor

a. Valor patrimonial

Valor patrimonial

Cálculo do valor patrimonial das ações da Companhia

Cálculo do valor patrimonial das ações da Companhia

R\$ milhões, exceto quando indicado	20/01/2012
Ativo total	2.047,9
Passivo total	856,6
Patrimônio Líquido ⁽²⁾	1.191,4
Número de ações (milhões) ⁽¹⁾	149,7
Valor patrimonial por ação (R\$/ação)	7,96

Fonte: Companhia; Bradesco BBI

Nota: (1) Número atualizado de 149.714.346 ações informado pela Companhia em 5 de abril de 2012, (2) o valor patrimonial de Vigor foi baseado no valor contábil de seu patrimônio líquido, de acordo com suas demonstrações financeiras com data-base de 20.01.2012. Assim, reiteramos que o valor patrimonial da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor em 31.12.2011 era igual a R\$ 330,43 milhões, no entanto, na mesma data, JBS, então titular de 100% das ações da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor, contabilizava em suas demonstrações financeiras o valor de sua participação na Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor no montante de R\$ 1.191,38 milhões, tendo em vista ser esse o custo de aquisição de Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor, composto por (i) R\$ 330,43 milhões, correspondente ao valor de patrimônio líquido da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor apurado pelo método da equivalência patrimonial, e (ii) R\$ 860,95 milhões correspondente a um ágio apurado quando da aquisição da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor por JBS. Dessa forma, o aumento do capital social da Vigor, mediante a conferência de ações de emissão da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor pela JBS, foi realizado pelo valor contábil do total das ações de emissão da Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor, no montante de R\$ 1.191.373.411,71 (um bilhão, cento e noventa e um milhões, trezentos e setenta e três mil e quatrocentos e onze reais e setenta e um centavos).



Avaliação da Vigor

b. Valor econômico por fluxo de caixa descontado

Valor econômico por FCD

Principais premissas

Principais premissas adotadas na avaliação por FCD

- ▶ Data base de avaliação: 20 de janeiro de 2012
- ▶ Projeções financeiras com base no Plano de Negócios até 2021
- ▶ Período de projeção: 2012 a 2021
- ▶ Moeda: R\$ nominais
- ▶ Alíquota de IR/CS: 34%
- ▶ WACC: estimado com base no *Capital Asset Pricing Model* - CAPM, em US\$ nominais e convertido a R\$ nominais pela expectativa do diferencial de inflação de longo-prazo entre Brasil e EUA
- ▶ Valor terminal: estimado com base no fluxo de caixa livre projetado em 2021, considerando crescimento na perpetuidade, em termos nominais, equivalente a 4,5% a.a.
- ▶ Valor da Firma (FV): somatória do valor presente dos fluxos de caixa livres projetados adicionado do valor presente do valor terminal

Considerações sobre o Plano de Negócios da Companhia

- ▶ O Plano de Negócios da Companhia leva em consideração o crescimento, rentabilidade e investimentos esperados pela Companhia
 - Receita líquida cresce a uma taxa média (CAGR) de 16,3% a.a. de 2012 a 2015, em linha com o crescimento histórico da receita. A partir de 2015, crescimento da receita começa a se estabilizar até atingir 8,0% em 2020, refletindo expectativa da Companhia
 - O crescimento estimado para o período de 2012 a 2015 reflete: (i) a expansão estimada do mercado de lácteos nos próximos anos, que espera-se crescer a taxas maiores do que o PIB brasileiro, dado o baixo consumo per capita de leite no Brasil e o aumento do poder aquisitivo das classes socioeconômicas mais baixas, (ii) investimentos na expansão produtiva através de investimentos em CAPEX para atender a demanda crescente de mercado, e (iii) aumento da participação da Vigor fora do estado de São Paulo, como consequência dos investimentos em marketing e o forte reconhecimento da marca
 - A expectativa de que o mercado de produtos lácteos deverá crescer a uma taxa maior do que o PIB brasileiro é suportada pelo crescimento histórico de 2006 a 2010 de 9,1% do mercado de lácteos e pelas estimativas de mercado elaborada por fontes externas conforme mostrado na página 22 deste documento
 - Conforme estimado pelas fontes mostradas na página 22 deste documento, a taxa composta de crescimento nominal anual (2010-2016E) do mercado de produtos lácteos é de aproximadamente 9,7%, valor este superior ao crescimento nominal anual do PIB brasileiro, projetado para a maior parte dos anos entre 2012 e 2016, segundo as projeções do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Bradesco
 - A partir de 2015, o crescimento se estabilizaria em níveis próximos ao crescimento do PIB

Valor econômico por FCD

Principais premissas (cont.)

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

- ▶ O Plano de Negócios da Companhia leva em consideração o crescimento, rentabilidade e investimentos esperados pela Companhia
 - Margem bruta: a partir de 2012, assumiu-se a recuperação da margem bruta para níveis similares aos auferidos em 2010 de 33,5%, refletindo expectativa da Companhia quanto à normalização dos custos das matérias-primas, principalmente o custo do leite

O preço do leite vem crescendo substancialmente e sofreu aumentos superiores à inflação nos últimos 24 meses. Por se tratar de uma *commodity*, assume-se que os maiores preços levarão a maiores investimentos tanto em crescimento da produção quanto em aumento da produtividade, o que, por sua vez, acarretaria um aumento da oferta de leite, causando uma queda ou estabilização do seu preço
 - Investimento em ativo fixo (CAPEX): contempla o investimento na expansão da capacidade produtiva e da estrutura logística, conforme planos de expansão da Companhia
 - 2012E: R\$133 milhões
 - R\$80 milhões: construção de novo centro de distribuição
 - R\$53 milhões: expansão e renovação de linhas atuais e usos corporativos
 - 2013E: R\$279 milhões
 - R\$200 milhões: nova fábrica
 - R\$79 milhões: renovação e expansão de linhas atuais e usos corporativos
 - 2014E: R\$160 milhões
 - R\$160 milhões: nova fábrica
 - A Companhia acredita que tais investimentos na expansão da capacidade produtiva seria suficiente para suportar o crescimento da receita líquida estimada

Valor econômico por FCD

Projeções financeiras com base no Plano de Negócios

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

R\$ milhões	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	Perp.
Receita Líquida	1.453,2	1.716,4	2.000,4	2.284,5	2.558,7	2.814,7	3.096,2	3.406,0	3.678,6	3.973,0	4.151,8
Custo de produtos vendidos ¹	(971,4)	(1.145,6)	(1.333,2)	(1.520,2)	(1.702,6)	(1.873,0)	(2.060,3)	(2.266,4)	(2.447,8)	(2.643,7)	(2.762,7)
Lucro bruto	481,9	570,8	667,3	764,3	856,1	941,7	1.035,9	1.139,5	1.230,7	1.329,3	1.389,1
Despesas operacionais ¹	(322,7)	(378,6)	(438,2)	(497,0)	(552,9)	(603,9)	(664,4)	(730,8)	(789,3)	(852,5)	(890,9)
Administrativas e gerais	(84,4)	(98,8)	(114,2)	(129,3)	(143,5)	(156,5)	(172,1)	(189,3)	(204,5)	(220,9)	(230,8)
Com vendas	(236,9)	(278,0)	(322,0)	(365,5)	(406,8)	(444,7)	(489,2)	(538,1)	(581,2)	(627,7)	(655,9)
Outras (despesas) receitas	(1,5)	(1,7)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)	(3,4)	(3,7)	(4,0)	(4,2)
EBITDA	174,9	214,3	258,7	305,8	351,4	393,6	433,0	476,3	514,4	555,6	580,6
Margem EBITDA	12,0%	12,5%	12,9%	13,4%	13,7%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
(+) EBIT	159,1	192,2	229,1	267,3	303,2	337,8	371,5	408,7	441,4	476,8	498,2
(-) IR/CSLL	(54,1)	(65,4)	(77,9)	(90,9)	(103,1)	(114,8)	(126,3)	(139,0)	(150,1)	(162,1)	(169,4)
(+) Depreciação	15,8	22,0	29,7	38,5	48,2	55,8	61,4	67,6	73,0	78,8	82,4
(-) Capital de Giro	(30,9)	(37,0)	(38,3)	(38,2)	(37,1)	(34,9)	(38,8)	(42,3)	(37,2)	(40,7)	(25,3)
(-) CAPEX	(133,4)	(278,7)	(159,8)	(192,5)	(150,0)	(84,4)	(92,9)	(102,2)	(110,4)	(119,2)	(82,4)
FCL	(43,5)	(166,8)	(17,2)	(15,8)	61,2	159,4	175,0	192,9	216,8	233,6	303,5

Premissas macroeconômicas

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
PIB (a.a.)	3,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
IPCA (a.a.)	5,3%	5,1%	5,0%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
IGP-M (a.a.)	4,0%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Selic (média ano)	9,6%	9,4%	9,0%	8,8%	8,4%	7,9%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%

Valor econômico por FCD

Resumo da avaliação

- ▶ Utilizou-se WACC nominal em Reais de 12,2% a.a. e crescimento nominal na perpetuidade de 4,5% ao ano

Cálculo do valor econômico das ações da Companhia

R\$ milhões, exceto quando indicado

Valor de Firma			1.471,3
Dívida Líquida e ajustes			279,6
Valor do Equity	1.135,1	1.191,7	1.248,3
	↑ -4,75% ⁽¹⁾	↑ +4,75% ⁽¹⁾	
Número de Ações (milhões) ⁽²⁾	149,7	149,7	149,7
Valor por Ações (R\$/ação)	7,58	7,96	8,34
	↑ -4,75% ⁽¹⁾	↑ +4,75% ⁽¹⁾	

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

Fonte: Companhia, Bradesco BBI

Nota: (1) Intervalo de preço por ação respeita o limite da variação máxima de até 10% (dez por cento) entre os pontos mínimo e máximo, conforme definido na ICVM-361; (2) Número atualizado de 149.714.346 ações informado pela Companhia em 5 de abril de 2012



Anexos



Anexo I. Custo médio ponderado de capital (WACC)

Custo médio ponderado de capital (WACC)

Cálculo da taxa de desconto

Cálculo do WACC nominal em Reais para o FCD

Cálculo do WACC

Comentários

Taxa livre de risco (Rf)	2,7% a.a.	Yield do US T-Bond (10 Anos) (média dos últimos 12 meses)
Beta ajustado (β)	0,73	Cálculo baseado no beta ajustado médio de empresas comparáveis ¹
Market risk premium (%)	6,7% a.a.	Spread médio anual entre S&P 500 e US T-Bond (últimos 50 anos) - Ibbotson
Risco Brasil (Z) ³	1,9% a.a.	EMBI (média dos últimos 12 meses)
Diferencial de inflação - Brasil x USA	2,5% a.a.	Expectativa de projeções de inflação brasileira sobre a inflação americana (em 2022)

Custo de capital próprio nominal = Ke	12,3% a.a.	= Rf + (Beta x MRP) + Z
--	-------------------	--------------------------------

Custo de capital de terceiros em R\$ (Kd)	13,3% a.a.	Yield to maturity do bond da Vigor ² ajustado pelo diferencial de inflação de longo-prazo
---	------------	--

Taxa IR e CS no Brasil	34,0%	Imposto de Renda (25%) e Contribuição Social (9%)
------------------------	-------	---

Custo de capital de terceiros nominal = Kd x (1 - T)	8,8% a.a.	= Custo de capital de terceiros líquido IR/ CS
---	------------------	---

Valor equity / Valor da Firma = E	98,4%
-----------------------------------	-------

Estrutura de capital baseada na estrutura de capital atual da Companhia

Dívida financeira líquida / Valor da Firma = D	1,6%
--	------

WACC nominal em R\$	12,2% a.a.	= (E x Ke) + (D x (Kd x (1 - T)))
----------------------------	-------------------	--

Fonte: Companhia; Bloomberg; Ibbotson; Bradesco BBI

Nota: (1) Média dos betas ajustados desalavancados de empresas comparáveis (Dean Food – Estados Unidos, Fromageries – França, Bongrain – França, Dairy Crest Group – Reino Unido, Saputo – Canadá, Parmalat – Itália, Nestle – Suíça, Danone – França, BRF – Brasil, e JBS – Brasil) realavancando para a estrutura de capital da Vigor. Desta forma, o cálculo do beta ajustado considera empresas atuantes no mercado lácteo nos Estados Unidos, Europa e Brasil. Como o beta é um parâmetro que mensura o risco não diversificável, escolhemos para o cálculo do beta empresas de capital aberto que, assim como a Vigor, possuem exposição ao mercado de lácteos tanto no Brasil (BRF e JBS) quanto no mundo; (2) Yield to maturity do bond Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor 9,25% 23-FEB-2017 apurado em 17/01/2012; (3) Para o cálculo da taxa de desconto, optamos por somar o prêmio de risco país (Z) ao retorno sem risco (Rf). O prêmio de risco país (Z) é diversificável, uma vez que investidores podem alocar seus portfólios de forma a diluir sua exposição ao risco de um país em particular. Desta forma o Beta (β), que é um parâmetro de risco não diversificável, incide somente sobre o prêmio de risco de mercado (MRP, não diversificável) e não sobre o prêmio de risco país (Z, diversificável). Nossa opção por considerar o risco país (Z) como diversificável parte da premissa de que investidores estrangeiros podem investir no mercado de capitais brasileiro e de que investidores domésticos podem investir no mercado de capitais internacional e, portanto, ambos podem diversificar a exposição ao risco país (Z) em seus portfólios.



Anexo II. Dívida financeira líquida e outros ajustes

Dívida financeira líquida e outros ajustes

Detalhamento da dívida financeira líquida e outros ajustes utilizado no cálculo do valor do equity

Cálculo da dívida financeira líquida e outros ajustes da Companhia (R\$ milhões)

- ▶ Todos os valores de dívida financeira líquida e ajustes da dívida líquida se basearam nas demonstrações financeiras auditadas da Vigor de 20/01/2012

Dívida financeira líquida	20/01/2012
Empréstimos e financiamentos	326,4
Curto prazo	136,6
Longo prazo	189,8
Caixa e equivalentes de caixa	(321,7)
Dívida líquida financeira	4,7
Ajustes dívida líquida	20/01/2012
Provisão para contingências ⁽¹⁾	55,6
REFIS ⁽²⁾	271,8
Depósitos judiciais ⁽³⁾	(52,5)
Dívida líquida ajustada	279,6

Fonte: Companhia

Notas: (1) Conforme as notas explicativas às demonstrações financeiras auditadas da Vigor, a Companhia e suas controladas são partes envolvidas em processos judiciais de natureza trabalhista, tributária e cível em andamento, os quais envolve responsabilidades contingentes. Os processos encontram-se em fase de defesa administrativa e/ou em trâmite na esfera judicial. Com base no posicionamento da administração, apoiado na opinião de seus assessores jurídicos internos e externos, a administração da Companhia e de suas controladas mantém provisão para contingências em montantes considerados suficientes para fazer face a eventuais perdas que possam advir de desfechos desfavoráveis, conforme a seguir: trabalhista – R\$ 3.126 mil, cíveis – R\$517 mil, fiscais e previdenciários – R\$51.915 mil, (2) Valor do REFIS faz parte do total de obrigações fiscais, trabalhistas e sociais em 20/01/2012. A abertura e detalhamento do total de obrigações fiscais, trabalhistas e sociais se encontra no Anexo III deste documento. Conforme as notas explicativas às demonstrações financeiras auditadas da Vigor, o total de REFIS se refere ao parcelamento de débitos segundo a Lei 11.941 de 27/05/2009. Em novembro de 2009, a Vigor aderiu ao parcelamento de débitos previstos na Lei n° 11.941, de 27 de maio de 2009, e fez a opção de liquidar valores correspondentes a multas e a juros moratórios, inclusive relativos a débitos inscritos na Dívida Ativa da União, com a utilização de créditos decorrentes de prejuízo fiscal e base negativa da CSLL próprios. O valor de cada prestação devida é acrescido de juros correspondentes à variação da taxa Selic do período. (3) Conforme as notas explicativas às demonstrações financeiras auditadas da Vigor, a Companhia mantém um valor de R\$52.458 mil referente à depósitos, cauções e outros para fazer face as provisões para contingências explicitadas nesta Nota (1)



Anexo III. Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais

Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais

Detalhamento das obrigações fiscais, trabalhistas e sociais

Abertura das obrigações fiscais, trabalhistas e sociais (R\$ milhões)

- ▶ Todos os valores e a abertura das obrigações fiscais, trabalhistas e sociais se basearam nas demonstrações financeiras auditadas da Vigor de 20/01/2012

R\$ milhões	20/01/2012
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais - circulante	43,8
Obrigações fiscais, trabalhistas e sociais - não circulante	255,6
Total	299,4

R\$ milhões	20/01/2012
Salários e encargos sociais	6,4
Provisões para férias, 13º e encargos	12,1
Imposto de renda retido na fonte	0,7
Contribuição social retida na fonte	0,0
ICMS / VAT a recolher	7,1
PIS e COFINS a recolher	0,1
REFIS	271,8
Outros	1,2
Total	299,4

Fonte: Companhia



Anexo IV. Glossário

Glossário

Termos utilizados

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

Glossário (cont.)

Termos utilizados

Termo	Definição
<i>Fairness Opinion</i>	Carta de opinião emitida por um avaliador independente usualmente sobre os aspectos econômico-financeiros de uma transação societária
FCD	Fluxo de caixa descontado
FCL	Fluxo de caixa livre
<i>Food service</i>	Corresponde ao mercado de alimentação fora do lar. Estão envolvidos nesse segmento toda instituição que produza alimentos diretamente para o consumidor final
IR	Imposto de Renda
MRP	Do inglês: <i>Market Risk Premium</i> , prêmio por risco de mercado é o retorno adicional exigido por investidores para compensar o risco adicional incorrido em investimentos em ações quando comparado a investimentos livres de risco
<i>Private equity</i>	Fundos que captam recursos para adquirir empresas ou participações minoritárias, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento
Risco Brasil	Prêmio exigido por investidores pelo risco adicional incorrido ao investirem no Brasil em relação a um investimento livre de risco
<i>Stand alone</i>	Avaliação de forma independente e sem considerar sinergias
Taxa livre de risco	Taxa de retorno obtida por investimento em um ativo sem risco. O parâmetro tipicamente utilizado é a taxa de juros dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos da América
US\$; dólares	Dólares dos Estados Unidos da América
Valor da firma ou FV	Do inglês: <i>Firm Value</i>
Valor do <i>equity</i>	Do inglês: <i>Equity Value</i>
WACC	Do inglês: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> , equivalente a custo médio ponderado de capital