



Votorantim Celulose e Papel S.A.

Avaliação do patrimônio líquido a
valor de mercado



KPMG Corporate Finance Ltda.
R. Dr. Renato Paes de Barros, 33
04530-904 - São Paulo, SP - Brasil
Caixa Postal 2467
01060-970 - São Paulo, SP - Brasil

Central Tel 55 (11) 3067-3000
Fax National 55 (11) 3067-3066
International 55 (11) 3079-2916
Internet www.kpmg.com.br

À Diretoria da
Votorantim Celulose e Papel S.A.
São Paulo - SP

18 de julho de 2005

Atenção: Sr. Sidney Catânia

Prezados senhores:

Relatório de avaliação da Votorantim Celulose e Papel S.A.

Conforme os termos do contrato para prestação de serviços profissionais da KPMG, de 27 de dezembro de 2004, efetuamos a avaliação do patrimônio líquido da Votorantim Celulose e Papel S.A. a valor de mercado, conforme relatório anexo.

Consideramos que, mediante a entrega deste relatório, os serviços objeto de nosso contrato encontram-se totalmente concluídos.

Agradecemos a oportunidade de ter atendido V.Sas. neste trabalho.

Atenciosamente,



Luis Augusto Motta
Diretor



Luiz Renato G. Pereira
Gerente Sênior

Conteúdo

Abreviaturas

- 1 Introdução
- 2 Objetivo
- 3 Base de informações
- 4 Eventos subsequentes
- 5 Critério de avaliação e escopo
- 6 Parâmetros adotados para o ajuste dos bens sujeitos à avaliação a preço de mercado
- 7 Conclusão

Anexos:

- I Cálculo do valor de mercado do patrimônio líquido da Votorantim Celulose e Papel S.A. e suas subsidiárias em 31 de dezembro de 2004
- II Avaliação da participação da Newark Financial Inc. na Aracruz Celulose S.A.

Abreviaturas

VCP ou Empresa	Votorantim Celulose e Papel S.A.
VEP	VCP Exportadora e Participações Ltda.
Normus	Normus Empreendimentos e Participações Ltda.
VOTO I	Voto - Votorantim Overseas Trading Operations N.V.I
VOTO II	Voto - Votorantim Overseas Trading Operations N.V.II
VCP Florestal	VCP Florestal S.A.
VCP Terminais Portuários	VCP Terminais Portuários S.A.
St. Helen	St. Helen Holding III BV
Newark	Newark Financial Inc.
VCP Exp Finance	VCP Exp Finance Inc.
HOK	VCP Overs Hold KFT
VCPNA	VCP North America Inc.
VCPNV	VCP Trading NV
VCP e controladas	Votorantim Celulose e Papel S.A.; VCP Exportadora e Participações Ltda.; Normus Empreendimentos e Participações Ltda.; Voto - Votorantim Overseas Trading Operations N.V.I; Voto - Votorantim Overseas Trading Operations N.V.II; VCP Florestal S.A.; VCP Terminais Portuários; St. Helen Holding III BV; VCP Overs Hold KFT; VCP North América Inc.; e VCP Trading NV.
Aracruz	Aracruz Celulose S.A.
Ripasa	Ripasa S.A. Celulose e Papel
Suzano Bahia Sul	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.
Bacen	Banco Central do Brasil
FGV	Fundação Getúlio Vargas

CDI	Certificado de Depósito Interbancário
Selic	Sistema especial de liquidação e custódia
ICMS	Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços
ADR	American Depositary Receipt
Century	Century Business Consultants S/C Ltda., empresa de engenharia especializada em avaliação de ativo imobilizado e materiais sobressalentes

1 Introdução

- 1.1** A VCP é um dos maiores produtores verticalmente integrados de papel e celulose de eucalipto da América Latina, com posições de liderança em segmentos chave do mercado brasileiro. A VCP e suas empresas controladas têm como atividade preponderante a exploração florestal e a industrialização e comércio de celulose de fibra curta, papel para imprimir e escrever e papéis especiais.
- 1.2** O faturamento líquido consolidado da VCP em 2004 foi de R\$ 3,4 bilhões e o seu patrimônio líquido consolidado foi de R\$ 3,9 bilhões.
- 1.3** Em 10 de novembro de 2004, a VCP e a Suzano Bahia Sul celebraram um acordo para aquisição do controle acionário da Ripasa. A participação acionária será adquirida da seguinte forma:
- (i) 111.417.366 ações ordinárias e 35.988.899 ações preferenciais da Ripasa serão adquiridas por US\$ 480 milhões e pagas até 31 de março de 2005, representando 66,67% do capital votante e 39,77% do capital total.
 - (ii) 55.708.684 ações ordinárias e 17.450.639 ações preferenciais da Ripasa serão adquiridas por US\$ 240 milhões, caso seja exercida a opção de compra e venda, no prazo de até 6 anos, representando 33,33% do capital votante e 19,74% do capital total.
- 1.4** VCP e Suzano terão igual participação direta ou indireta, no capital da Ripasa.
- 1.5** Para atingir os objetivos acima descritos está sendo avaliada a implementação de uma reestruturação societária, permitindo aos acionistas minoritários da Ripasa a migração para VCP e Suzano Bahia Sul.
- 1.6** Ao final deste processo, visando a obter o aproveitamento de importantes sinergias, VCP e Suzano Bahia Sul tomarão a iniciativa de (i) promover o cancelamento do registro de companhia aberta da Ripasa, (ii) transformar a Ripasa em unidade produtiva; e (iii) comercializar suas respectivas parcelas de produção de forma independente.
- 1.7** Consoante a essa transação, no que diz respeito à migração dos acionistas minoritários da Ripasa para a VCP e a Suzano Bahia Sul, fomos contratados para efetuar a avaliação do acervo patrimonial da VCP a preço de mercado, para fins de observação, no que couber, das disposições previstas no art. 264 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997.

2 Objetivo

- 2.1** Conforme os termos do nosso contrato para prestação de serviços profissionais de 27 de dezembro de 2004, efetuamos a avaliação independente a preço de mercado do acervo patrimonial da Votorantim Celulose e Papel S.A. (controladora), para fins de observação, no que couber, das disposições previstas no art. 264 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997.

3 Base de informações

- 3.1** Foram utilizadas, como ponto de partida, as demonstrações contábeis auditadas da VCP e de suas controladas, na data-base de 31 de dezembro de 2004.
- 3.2** O trabalho também se baseou em entrevistas com a Administração da VCP, em dados gerenciais, informações adicionais, escritas ou verbais, fornecidas pela VCP, balancetes contábeis, projeção de resultados, elaborada pela Administração da Empresa e projeções de indicadores econômicos colocados à disposição pelo Bacen¹ em seu site na Internet e pela Bloomberg².
- 3.3** Ressaltamos que este trabalho não se constituiu em uma auditoria das demonstrações contábeis utilizadas nem de quaisquer outras informações contidas neste relatório e, portanto, não deverá ser interpretado como tal.
- 3.4** Também, não podemos garantir, como não podem garantir os Administradores da VCP, que os resultados futuros serão realizados efetivamente conforme projetados, visto que muitas vezes os eventos previstos poderão não ocorrer em razão de diversos fatores exógenos conjunturais e operacionais, acarretando, portanto, variações relevantes.

¹ Site do BACEN, www.bcb.gov.br, colocados à disposição na seção “Expectativas de mercado – séries históricas”, referentes a 4 de fevereiro de 2005.

² Dados disponíveis em 2 de fevereiro de 2005.

4 Eventos subsequentes

- 4.1** Cabe mencionar que em 31 de dezembro de 2004, data-base do presente relatório, a aquisição do controle compartilhado da Ripasa pela VCP e pela Suzano Bahia Sul ainda não havia sido efetivada. Dessa forma, os efeitos decorrentes dessa transação, apresentados nas informações trimestrais revisadas de 31 de março de 2005 da VCP e da Suzano Bahia Sul, não estão considerados no presente cálculo do patrimônio líquido a mercado da VCP.
- 4.2** Ressaltamos, ainda, que essa avaliação não reflete necessariamente eventos ocorridos entre a data-base e a data de emissão deste relatório. Eventuais acontecimentos relevantes que tenham ocorrido nesse período e que não tenham sido levados ao conhecimento da KPMG Corporate Finance podem afetar o valor obtido para a Companhia
- 4.3** A KPMG Corporate Finance não foi incumbida de atualizar este relatório após a data de sua emissão.
- 4.4** Até a data de emissão deste relatório, a KPMG Corporate Finance desconhece qualquer evento que possa alterar substancialmente o resultado desta avaliação.

5 Critério de avaliação e escopo

- 5.1 O critério de avaliação pelo patrimônio líquido ajustado a valor de mercado foi aplicado para o cálculo do valor de mercado do patrimônio líquido da VCP, considerando os ativos e passivos registrados em suas demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2004.
- 5.2 A aplicação desse critério toma como ponto de partida os valores contábeis dos ativos e passivos e requer ajustes em alguns desses itens para refletir seus prováveis valores de realização.
- 5.3 Para o presente estudo, o critério de avaliação e o escopo adotados tiveram como objetivo avaliar uma empresa em marcha. Portanto, custos e despesas normalmente incorridos na realização de ativos ou pagamento de passivos (corretagens, comissões, entre outros), bem como relacionados a processos de falência ou à liquidação de empresas, tais como rescisões, custos relativos a disputas judiciais e à contratação de terceiros (advogados, assessores etc.), não foram considerados nos cálculos. Em contrapartida, foram considerados alguns ativos que, normalmente, não seriam recuperáveis no caso de liquidação de empresas.
- 5.4 Resumidamente, foram adotados os seguintes procedimentos para a aplicação dessa metodologia:
- Leitura e análise dos balancetes da VCP e de suas controladas;
 - Análise das contas de ativo e passivo registradas no balanço patrimonial da VCP e de suas controladas, visando a identificar os itens suscetíveis a ajustes, bem como o cálculo de seus prováveis valores de mercado;
 - Ajuste dos ativos imobilizados e de determinados itens de estoque de materiais sobressalentes e de reposição da Empresa e suas controladas pelos seus respectivos valores de mercado com base nos laudos de avaliação preparados pela Century, datados de 18 de julho de 2005;
 - Aplicação do método de equivalência patrimonial sobre os patrimônios líquidos a valor de mercado das empresas controladas pela VCP para o cálculo do valor dos investimentos em empresas controladas;
 - Cálculo dos efeitos tributários (Imposto de Renda e Contribuição Social), quando aplicável, sobre as mais-valias e menos valias resultantes desta avaliação; e
 - Cálculo do valor de mercado do patrimônio líquido da VCP (vide **Anexo**).
- 5.5 Os procedimentos aplicados para o ajuste dos bens sujeitos à avaliação a preço de mercado estão descritos no Capítulo 6 deste relatório.
- 5.6 Ressaltamos que não foi objeto desse trabalho a identificação e avaliação de eventuais ativos e passivos não registrados ou não revelados pela Administração da Empresa.

6 Parâmetros adotados para o ajuste dos bens sujeitos à avaliação a preço de mercado

6.1 Para o cálculo do valor de mercado dos ativos e passivos da VCP e de suas controladas identificados como suscetíveis a ajustes relevantes, para que esses estejam refletidos pelos seus respectivos valores de realização, foram aplicados os seguintes critérios:

Aplicações financeiras que não possuem liquidez imediata

Depósitos a prazo fixo

6.2 **Critério de ajuste:** Projeção dos fluxos de recebimentos dessas aplicações financeiras de acordo com suas respectivas taxas, indexadores e demais condições contratuais, e desconto desses a valor presente com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).

6.3 **Valor dos ajustes:**

- Aumento de R\$ 699 mil (seiscentos e noventa e nove mil reais) nas aplicações financeiras da VEP, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
- Aumento de R\$ 2.327 mil (dois milhões, trezentos e vinte e sete mil reais) nas aplicações financeiras da VCPNV, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Títulos públicos federais

6.4 **Critério de ajuste:** O valor dos títulos públicos federais foi avaliado de acordo com a cotação de fechamento de 31 de dezembro de 2004 dos preços unitários desses títulos (Fonte: Andima).

6.5 **Valor do ajuste:** Aumento de R\$ 231.258 mil (duzentos e trinta e um milhões, duzentos e cinquenta e oito mil reais) nas aplicações financeiras da VEP, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Títulos de dívida privada

6.6 **Critério de ajuste:** O valor dessa aplicação financeira da VCPNV foi avaliado de acordo com a cotação de fechamento de 31 de dezembro de 2004 desse título e o volume de cotas mantido pela VCPNV (Fonte: Bloomberg).

6.7 **Valor do ajuste:** Aumento de R\$ 2.737 mil (dois milhões, setecentos e trinta e sete mil reais) nas aplicações financeiras da VCPNV, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Contas a receber de clientes - Mercado interno

- 6.8 Critério de ajuste:** Desconto a valor presente de acordo com seus prazos de realização, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.9 Valor do ajuste:** Redução de R\$ 4.157 mil (quatro milhões, cento e cinquenta e sete mil reais) no contas a receber da VCP.

Contas a receber de clientes - Mercado externo

- 6.10 Critério de ajuste:** Desconto a valor presente de acordo com seus prazos de realização, com base na taxa Selic e no câmbio projetados para o período (Fonte: Bacen).
- 6.11 Valor dos ajustes:**
- Redução de R\$ 343 mil (trezentos e quarenta e três mil reais) no contas a receber da VCPNA, refletida de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
 - Redução de R\$ 2.383 mil (dois milhões, trezentos e oitenta e três mil reais) no contas a receber da VCPNV, refletida de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Estoques

Produtos acabados

- 6.12 Critério de ajuste:** O estoque de produtos acabados foi avaliado utilizando-se o preço médio de venda dos produtos, líquido de imposto e custos de comercialização aplicados aos seus respectivos volumes. Esses montantes foram descontados a valor presente de acordo com seus prazos de realização, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.13 Valor dos ajustes:**
- Aumento de R\$ 43.073 mil (quarenta e três milhões, setenta e três mil reais) no estoque de produtos acabados da VCP;
 - Aumento de R\$ 3.604 mil (três milhões, seiscentos e quatro mil reais) no estoque de produtos acabados da VEP, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP;
 - Aumento de R\$ 2.529 mil (dois milhões, quinhentos e vinte e nove mil reais) no estoque de produtos acabados da VCPNA, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
 - Aumento de R\$ 6.044 mil (seis milhões, quarenta e quatro mil reais) no estoque de produtos acabados da VCPNV, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Matéria-prima

- 6.14 Critério de ajuste:** O estoque de madeira foi avaliado com base no preço de mercado da madeira cortada e descascada colocada na fábrica.
- 6.15 Valor do ajuste:** Aumento de R\$ 14.136 mil (quatorze milhões, cento e trinta e seis mil reais) no estoque de matéria-prima da VCP Florestal, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Impostos e contribuições a compensar

- 6.16 Critério de ajuste:** O ICMS a recuperar sobre compras de ativo imobilizado da VCP e de suas controladas foi descontado a valor presente de acordo com os respectivos prazos de realização, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.17 Valor dos ajustes:**
- Redução de R\$ 11.485 mil (onze milhões, quatrocentos e oitenta e cinco mil reais) na conta “Impostos e contribuições” da VCP; e
 - Redução de R\$ 2.256 mil (dois milhões, duzentos e cinquenta e seis mil reais) na conta “Impostos e contribuições” da VCP Florestal, refletida no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Dividendos a receber

- 6.18 Critério de ajuste:** Desconto a valor presente de acordo com os respectivos prazos de realização, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.19 Valor do ajuste:** Redução de R\$ 753 mil (setecentos e cinquenta e três mil reais) na conta “Dividendos a receber” da Newark relativo à sua participação societária na Aracruz, refletida de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Investimentos

Participação em empresas controladas

- 6.20 Critério de ajuste:** Os saldos contábeis constantes do balanço patrimonial das empresas controladas pela VCP foram ajustados a valor de mercado, utilizando-se os mesmos critérios adotados para a VCP. O valor contabilizado de participação da VCP nestas empresas foi então ajustado com base no método de equivalência patrimonial, tomando-se como base os patrimônios líquidos a mercado de suas controladas.
- 6.21 Valor dos ajustes:**
- Aumento de R\$ 869.002 mil (oitocentos e sessenta e nove milhões e dois mil reais) na conta “Participações em controladas” da VCP, referente aos investimentos na VOTO II, VCP Terminais Portuários, VEP e VCP Florestal;

- Aumento de R\$ 382.970 mil (trezentos e oitenta e dois milhões, novecentos e setenta mil reais) na conta “Participações em controladas” da VEP, referente aos investimentos na Newark, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
- Aumento de R\$ 60.295 mil (sessenta milhões, duzentos e noventa e cinco mil reais) na conta “Participações em controladas” da Newark, referentes aos investimentos na VCPNV e VCPNA, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Outros investimentos

- 6.22 Introdução:** Conforme expresso nas demonstrações contábeis auditadas da Empresa, é de conhecimento público que a VCP possui participação societária relevante na Aracruz e no seu bloco de controle, por meio da Newark, sua subsidiária integral.
- 6.23 Critério de ajuste:** Com base no exposto acima, o valor de mercado da participação na Aracruz foi calculada com base no fluxo de caixa descontado e na aplicação do percentual de participação da Newark nessa empresa.
- 6.24 Valor do ajuste:** Aumento de R\$ 489.656 mil (quatrocentos e oitenta e nove milhões, seiscentos e cinquenta e seis mil reais) na conta “Outros investimentos” da Newark, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Imobilizado

- 6.25 Critério de ajuste:** Avaliados a preço de mercado em 31 de dezembro de 2004, com base nos laudos de avaliação da Century.
- 6.26 Valor dos ajustes:**
- Aumento de R\$ 3.083.218 mil (três bilhões, oitenta e três milhões, duzentos e dezoito mil reais) na conta “Imobilizado” da VCP; e
 - Aumento de R\$ 404.072 mil (quatrocentos e quatro milhões, setenta e dois mil reais) na conta “Imobilizado” da VCP Florestal, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Diferido

- 6.27 Introdução:** Os ativos diferidos contabilizados nas demonstrações financeiras da VCP e da VCP Florestal são compostos por despesas pré-operacionais.
- 6.28 Critério de ajuste:** O valor de mercado das despesas pré-operacionais foi considerado nulo, em razão de sua baixa possibilidade de realização por meio de venda a terceiros.

6.29 Valor dos ajustes:

- Redução de R\$ 54.014 mil (cinquenta e quatro milhões e quatorze mil reais) na conta “Ativos diferidos” da VCP; e
- Redução de R\$ 19.118 mil (dezenove milhões, cento e dezoito mil reais) na conta “Ativos diferidos” da VCP Florestal, refletidos no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Fornecedores - Mercado interno

6.30 Critério de ajuste: Desconto a valor presente de acordo com seus prazos de pagamento, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).

6.31 Valor dos ajustes:

- Redução de R\$ 370 mil (trezentos e setenta mil reais) na conta “Fornecedores” da VCP; e
- Redução de R\$ 435 mil (quatrocentos e trinta e cinco mil reais) na conta “Fornecedores” da VCP Florestal, refletida no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Fornecedores - Mercado externo

6.32 Critério de ajuste: Desconto a valor presente de acordo com seus prazos de pagamento, com base na taxa Selic e no câmbio projetados para o período (Fonte: Bacen).

6.33 Valor dos ajustes:

- Aumento de R\$ 242 mil (duzentos e quarenta e dois mil reais) na conta “Fornecedores” da VCP;
- Redução de R\$ 1 mil (um mil reais) na conta “Fornecedores” da VCPNA, refletida de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
- Redução de R\$ 11 mil (onze mil reais) na conta “Fornecedores” da VCPNV, refletida de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Empréstimos, financiamentos e swaps

6.34 Critério de ajuste: Projeção dos fluxos de pagamentos dessas operações financeiras de acordo com suas respectivas taxas, indexadores e demais condições contratuais, e desconto desses a valor presente com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen). Para os swaps sem contrapartida específica, efetuamos marcação a mercado com base no valor de reversão imediata da operação.

6.35 Valor dos ajustes:

- Redução de R\$ 170.895 mil (cento e setenta milhões, oitocentos e noventa e cinco mil reais) na conta “Empréstimos e financiamentos” da VCP;

- Redução de R\$ 94.971 mil (noventa e quatro milhões, novecentos e setenta e um mil reais) na conta “Empréstimos e financiamentos” da VEP, refletida no cálculo da equivalência patrimonial da VCP;
- Redução de R\$ 5.658 mil (cinco milhões, seiscentos e cinquenta e oito mil reais) na conta “Empréstimos e financiamentos” da VOTO II, refletida no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
- Redução de R\$ 51.884 mil (cinquenta e um milhões, oitocentos e oitenta e quatro mil reais) na conta “Empréstimos e financiamentos” da VCPNV, refletida de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Dividendos a pagar

- 6.36 Critério de ajuste:** Desconto a valor presente de acordo com seus prazos de pagamento, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.37 Valor do ajuste:** Redução de R\$ 13.053 mil (treze milhões, cinquenta e três mil reais) na conta “Dividendos a pagar” da VCP.

Outras contas a pagar - Mercado interno

- 6.38 Critério de ajuste:** Desconto a valor presente de acordo com seus prazos de pagamento, com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.39 Valor do ajuste:** Redução de R\$ 9 mil (nove mil reais) na conta “Outras contas a pagar” da VCP.

Imposto de Renda e Contribuição Social diferidos

- 6.40 Introdução:** Refere-se ao Imposto de Renda e à Contribuição Social diferidos decorrentes da expectativa de realização da depreciação acelerada.
- 6.41 Critério de ajuste:** Os saldos de Imposto de Renda e Contribuição Social diferidos foram projetados de acordo com a expectativa de realização prevista pela Administração da VCP e descontados a valor presente com base na taxa Selic projetada para o período (Fonte: Bacen).
- 6.42 Valor do ajuste:** Redução de R\$ 4.349 mil (quatro milhões, trezentos e quarenta e nove mil reais) na conta “Impostos diferidos” da VCP.

Impostos, taxas e contribuições

- 6.43** Considerando que parte dos ajustes efetuados ao patrimônio líquido da VCP e suas controladas resultaria em um ganho para efeitos fiscais, a dedução do impacto tributário de Imposto de Renda e Contribuição Social deve ser considerada um fator de ajuste negativo no patrimônio líquido dessas empresas, uma vez que, quando da realização dos ativos e passivos avaliados, o ganho apurado como resultado dos ajustes acarretará um débito fiscal adicional àqueles já apurados por essas empresas.

- 6.44** Para tanto, foram identificados ajustes que individualmente correspondem a uma despesa, bem como outros que correspondem a uma receita, classificando-os entre operacional e não operacional (considerando a definição de resultado não operacional constante da Lei nº 9.249/95).
- 6.45** Tomando-se por base somente os ajustes que possuem natureza de despesa dedutível e/ou receita tributável, foi apurado um ganho tributável. Parte do ganho da VEP foi compensada com a utilização de Prejuízos Fiscais e Base Negativa de Contribuição Social existentes nessa empresa na data-base desta avaliação.
- 6.46** Como consequência, foi calculado o efeito fiscal decorrente dos ajustes acima na rubrica “Impostos, taxas e contribuições”.
- 6.47 Valor dos ajustes:**
- Aumento de R\$ 1.101.845 mil (um bilhão, cento e um milhões, oitocentos e quarenta e cinco mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da VCP;
 - Aumento de R\$ 75.811 mil (setenta e cinco milhões, oitocentos e onze mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da VEP, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP;
 - Aumento de R\$ 135.072 mil (cento e trinta e cinco milhões, setenta e dois mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da VCP Florestal, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP;
 - Aumento de R\$ 1.924 mil (um milhão, novecentos e vinte e quatro mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da VOTO II, refletido no cálculo da equivalência patrimonial da VCP;
 - Aumento de R\$ 166.227 mil (cento e sessenta e seis milhões, duzentos e vinte e sete mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da Newark, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP;
 - Aumento de R\$ 87 mil (oitenta e sete mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da VCPNA, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP; e
 - Aumento de R\$ 2.425 mil (dois milhões, quatrocentos e vinte e cinco mil reais) na conta “IR/CS sobre as mais-valias” da VCPNV, refletido de forma indireta no cálculo da equivalência patrimonial da VCP.

Demais bens, direitos e obrigações não suscetíveis de avaliação a preços de mercado

- 6.48** Tratam-se de itens que, por sua natureza, já encontram-se determinados pelos seus valores prováveis de realização. Esses itens foram avaliados com base no seu valor contábil, de acordo com as práticas contábeis emanadas da Legislação Societária dos países onde estão localizadas.

7 Conclusão

- 7.1** Com base no objetivo e no escopo dessa avaliação, o valor de mercado do patrimônio líquido da VCP em 31 de dezembro de 2004 é de R\$ 6.959.387 mil (seis bilhões, novecentos e cinquenta e nove milhões, trezentos e oitenta e sete mil reais).
- 7.2** Os valores de mercado dos bens integrantes do ativo imobilizado e do estoque de almoxarifado da VCP e controladas não foram objeto de avaliação pela KPMG Corporate Finance. Limitamos na compilação dos montantes relatados nos laudos de avaliação emitidos pela Century em 18 de julho de 2005.
- 7.3** Destacamos que a compreensão da conclusão deste relatório somente ocorrerá mediante a sua leitura integral e de seus anexos, não se devendo, portanto, extrair conclusões de sua leitura parcial.
- 7.4** A KPMG Corporate Finance declara, para os devidos fins, que não tem quaisquer interesses diretos ou indiretos na Empresa ou, ainda, na operação a que o presente laudo se destina.
- 7.5** Adicionalmente, informa que não teve, por parte dos controladores e administradores das empresas envolvidas, qualquer tipo de limitação à realização do trabalho efetuado.
- 7.6** A KPMG Corporate Finance não foi incumbida de atualizar este relatório após a data de sua emissão.

Anexo I

Cálculo do valor de mercado do patrimônio líquido da Votorantim Celulose e Papel S.A. e suas subsidiárias em 31 de dezembro de 2004

Ajustes efetuados no patrimônio líquido da Votorantim Celulose e Papel S.A. (em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	3.947.161
Ajustes no ativo	3.925.637
Contas a receber de clientes	(4.157)
Estoques	43.073
Impostos e contribuições a compensar	(11.485)
Participações em controladas e coligadas	869.002
Imobilizado	3.083.218
Diferido	(54.014)
Ajustes no passivo	913.411
Fornecedores	(128)
Empréstimos e financiamentos	(170.895)
Impostos e contribuições diferidos	(4.349)
Dividendos a pagar	(13.053)
Outras contas a pagar	(9)
IR/CS sobre as mais-valias	1.101.845
Patrimônio líquido a mercado na data-base	6.959.387

Ajustes efetuados no patrimônio líquido da VCP Exportadora e Participações S.A. (em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	738.537
Ajustes no ativo	583.865
Aplicações financeiras	231.957
Estoques	3.604
Impostos diferidos	(34.580)
Outras contas a receber	(86)
Participações em controladas e coligadas	382.970
Ajustes no passivo	(19.160)
Empréstimos e financiamentos	(94.971)
IR/CS sobre as mais-valias	75.811
Patrimônio líquido a mercado na data-base	1.341.562

Ajustes efetuados no patrimônio líquido da VCP Florestal S.A. (em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	452.310
Ajustes no ativo	396.834
Estoques	14.136
Impostos e contribuições a compensar	(2.256)
Imobilizado	404.072
Diferido	(19.118)
Ajustes no passivo	134.637
Fornecedores	(435)
IR/CS sobre as mais-valias	135.072
Patrimônio líquido a mercado na data-base	714.508



Ajustes efetuados no patrimônio líquido da Voto - Votorantim Overseas Trading Operations N.V. I.I.
(em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	14.039
Ajustes no passivo	(3.734)
Empréstimos e financiamentos	(5.658)
IR/CS sobre as mais-valias	1.924
Patrimônio líquido a mercado na data-base	17.773



Ajustes efetuados no patrimônio líquido da Newark Financial Inc. BVI (em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	87.031
Ajustes no ativo	549.198
Dividendos a receber	(753)
Participações em controladas e coligadas	549.951
Ajustes no passivo	166.227
IR/CS sobre as mais-valias	166.227
Patrimônio líquido a mercado na data-base	470.002



Ajustes efetuados no patrimônio líquido da VCP North America Inc. (em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	(851)
Ajustes no ativo	2.186
Contas a receber de clientes	(343)
Estoques	2.529
Ajustes no passivo	86
Fornecedores	(1)
IR/CS sobre as mais-valias	87
Patrimônio líquido a mercado na data-base	1.249

Ajustes efetuados no patrimônio líquido da VCP Trading NV (em R\$ mil)

Patrimônio líquido contábil na data-base	19.595
Ajustes no ativo	8.725
Aplicações financeiras	5.064
Contas a receber de clientes	(2.383)
Estoques	6.044
Ajustes no passivo	(49.470)
Fornecedores	(11)
Empréstimos e financiamentos	(51.884)
IR/CS sobre as mais-valias	2.425
Patrimônio líquido a mercado na data-base	77.790

Anexo II

**Avaliação da participação da Newark Financial
Inc. na Aracruz Celulose S.A.**

Anexo II - Avaliação da participação da Newark Financial Inc. na Aracruz Celulose S.A.

Apresentamos a seguir um resumo dos principais pontos relacionados à avaliação da Aracruz pelo fluxo de caixa descontado de modo a valorizar a participação que a Newark possui nessa empresa:

Premissas

As premissas utilizadas para as projeções do fluxo de caixa da Aracruz foram definidas com base em informações públicas disponíveis da Aracruz, no orçamento de 2005 e em informações fornecidas pela Administração da VCP. Tais premissas foram discutidas com a KPMG Corporate Finance.

As projeções foram efetuadas em Reais em moeda nominal.

Os fluxos de caixa calculados em Reais nominais foram convertidos para Dólar americano pelas taxas de câmbio projetadas. A seguir, os fluxos em dólares foram descontados pela taxa de 9,10% ao ano. Finalmente, na estimativa do valor econômico da Aracruz, o somatório dos fluxos de 2005 a 2014 e do valor terminal foi convertido em Reais, pela aplicação da taxa de câmbio de 31 de dezembro de 2004.

Como parâmetro para calcular a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa da Aracruz foi utilizado o custo de capital médio ponderado (WACC). A estrutura de capital utilizada para Aracruz foi definida com base na média de endividamento de empresas comparáveis do mesmo setor.

Demonstração dos resultados projetada

Na página seguinte, está apresentada a demonstração dos resultados projetada referentes à avaliação da Aracruz:

DRE	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R\$ milhões	Real	Real	Real+Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Receita líquida de vendas	3.066	3.411	3.448	4.049	4.130	4.212	4.296	4.382	4.470	4.559	4.651	4.744
Celulose	2.981	3.277	3.335	3.916	3.994	4.074	4.156	4.239	4.324	4.410	4.498	4.588
Outros	85	134	113	133	135	138	141	144	146	149	152	155
(-) Custo dos produtos vendidos	1.489	1.799	1.851	2.223	2.257	2.279	2.279	2.258	2.306	2.334	2.365	2.401
Celulose	1.425	1.702	1.781	2.141	2.173	2.193	2.191	2.169	2.215	2.241	2.270	2.304
Papel e Madeira	65	97	70	82	84	86	87	89	91	93	94	96
= Lucro (prejuízo) bruto	1.577	1.612	1.597	1.826	1.873	1.933	2.018	2.124	2.164	2.226	2.286	2.343
<i>Margem bruta</i>	<i>51,43%</i>	<i>47,26%</i>	<i>46,32%</i>	<i>45,09%</i>	<i>45,34%</i>	<i>45,90%</i>	<i>46,97%</i>	<i>48,48%</i>	<i>48,41%</i>	<i>48,81%</i>	<i>49,15%</i>	<i>49,39%</i>
(-) Despesas (receitas) operacionais	356	401	404	419	432	444	457	470	483	496	510	524
= Lucro (prejuízo) operacional ou EBIT	1.221	1.212	1.193	1.407	1.440	1.489	1.561	1.655	1.681	1.729	1.776	1.819
<i>Margem EBIT</i>	<i>39,81%</i>	<i>35,52%</i>	<i>34,61%</i>	<i>34,74%</i>	<i>34,88%</i>	<i>35,35%</i>	<i>36,34%</i>	<i>37,76%</i>	<i>37,61%</i>	<i>37,93%</i>	<i>38,18%</i>	<i>38,34%</i>
(-) Outros resultados (financeiros e não-operac.)	(154)	190	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Lucro (prejuízo) antes de IR e CSSL	1.374	1.021	1.193	1.407	1.440	1.489	1.561	1.655	1.681	1.729	1.776	1.819
(-) IR/CSSL	504	211	383	478	490	506	531	563	572	588	604	618
= Lucro (prejuízo) depois IR/CSSL	870	810	810	928	951	983	1.030	1.092	1.110	1.141	1.172	1.200
Reversão de juros sobre capital próprio	-	(259)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Lucro (prejuízo) líquido	870	1.068	810	928	951	983	1.030	1.092	1.110	1.141	1.172	1.200
<i>Margem líquida</i>	<i>28,38%</i>	<i>31,32%</i>	<i>23,50%</i>	<i>22,93%</i>	<i>23,02%</i>	<i>23,33%</i>	<i>23,98%</i>	<i>24,92%</i>	<i>24,83%</i>	<i>25,04%</i>	<i>25,20%</i>	<i>25,30%</i>
EBITDA	1.557	1.676	1.755	2.003	2.063	2.129	2.192	2.256	2.321	2.387	2.455	2.524
<i>Margem EBITDA</i>	<i>50,79%</i>	<i>49,14%</i>	<i>50,88%</i>	<i>49,48%</i>	<i>49,95%</i>	<i>50,54%</i>	<i>51,02%</i>	<i>51,48%</i>	<i>51,93%</i>	<i>52,36%</i>	<i>52,79%</i>	<i>53,21%</i>

Fluxos de caixa projetados

Com base nas premissas utilizadas, na taxa de desconto de 9,10% ao ano e nos demais demonstrativos financeiros, foram projetados os fluxos de caixa disponíveis para distribuição aos provedores de capital da Aracruz, os quais foram descontados a valor presente de 31 de dezembro de 2004, como segue:

Fluxo de caixa	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Perp.
R\$ milhões	Real+Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.	Proj.
Lucro (prejuízo) operacional ou EBIT	1.193	1.407	1.440	1.489	1.561	1.655	1.681	1.729	1.776	1.819	2.008
(+) Depreciação / exaustão	561	597	622	640	631	601	640	658	679	705	502
= EBITDA	1.755	2.003	2.063	2.129	2.192	2.256	2.321	2.387	2.455	2.524	2.509
(-) Investimentos	878	505	496	472	832	823	793	640	658	679	502
(+/-) Variação do capital de giro	123	68	17	20	24	27	17	21	21	21	32
(-) Impostos	383	478	490	506	531	563	572	588	604	618	683
(+) Benefício fiscal JSCP	64	72	74	79	85	99	114	128	139	149	160
= Fluxo de caixa livre	434	1.024	1.134	1.210	890	942	1.053	1.267	1.311	1.355	1.453
= Fluxo de caixa livre (US\$ milhões)	159	362	393	411	297	308	337	398	404	409	438

Estimativa do valor econômico da Aracruz

Para a estimativa do valor de mercado da Aracruz, foi tomado como base o valor econômico de suas operações, o qual foi adicionado dos ativos financeiros e não operacionais e também subtraído de passivos dessa natureza.

A seguir, é apresentado o cálculo do valor de mercado da Aracruz, com base nos ajustes efetuados ao valor econômico de suas operações:

Estimativa do valor da Empresa (em R\$ milhões)			
Taxa de desconto	9,10%		
(a) Valor presente dos Fluxos de Caixa de 2005 a 2010	6.220,2		
(b) Valor presente da Perpetuidade	9.540,9		
Taxa de crescimento na Perpetuidade	3,4%		
(a)+(b) = Enterprise Value (EV)	15.761,1		
(d) Ajustes ao EV	(3.504,5)		
Positivos	1.642,7		
Negativos	5.147,2		
= Equity Value em 31/12/2004	12.256,6		

Positivos		1.642,7
Disponibilidades		175,1
Títulos e valores mobiliários		1.093,9
Créditos tributários - IR e CSSL		64,2
Créditos tributários - ICMS e outros		40,4
Imposto de renda diferido		26,2
Realizável a longo prazo		
Contas a receber		160,9
Depósitos judiciais		49,2
Impostos a compensar - ICMS		20,3
Outros realizáveis a longo prazo		12,5
Negativos		5.147,2
Empréstimos e financiamentos (inclui juros)		433,6
Dividendos		177,7
Imposto de renda diferido		92,3
Exigível a longo prazo		
Empréstimos e financiamentos (inclui juros)		3.894,7
Contingências fiscais		318,1
Imposto de renda diferido		101,6
Contencioso trabalhista		34,9
Outras contas a pagar		94,3

Resultado final

Dessa forma, o valor da Aracruz foi calculado como sendo R\$ 12.257 milhões. Considerando que a Newark possui 12,35% do capital total da Aracruz, o valor da participação da Newark é de R\$ 1.513,7 milhões.