

Relatório de Avaliação da Alphaville Urbanismo S.A.

01 de Março de 2010

Este material não deverá ser utilizado ou servir de base para quaisquer propósitos que não os especificados em acordo expresso com o Credit Suisse.

O Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. ("Credit Suisse") foi contratado pela Alphaville Participações S.A. ("Alphapar") para preparar um relatório de avaliação econômico-financeira da Alphaville ("Relatório de Avaliação"), baseado exclusivamente no Método de Fluxo de Caixa Descontado (incluindo o valor terminal), no contexto da aquisição da totalidade ou de parcela das ações de emissão da Alphaville Urbanismo S.A. ("Alphaville") pela Gafisa S.A. ("Gafisa"), por meio de qualquer tipo de transação ou estrutura societária ("Operação").

- Este Relatório de Avaliação foi preparado somente para uso da Diretoria da Alphapar e não deve ser utilizado por nenhum outro terceiro. Este Relatório de Avaliação, incluindo suas análises e conclusões, não foi preparado com vistas ao cumprimento de leis societárias ou de mercado de capitais e não tem por intenção ser, nem constitui, uma recomendação para acionistas ou membros do Conselho de Administração ou da Diretoria da Alphapar ou da Gafisa, conforme aplicável, sobre como votar ou agir em relação a qualquer assunto. Este documento não é, nem deve ser lido como se fosse (i) um parecer; (ii) uma fairness opinion; ou (iii) um laudo ou laudo de avaliação, conforme definido na legislação brasileira, inclusive na Lei 6.404/1976, na Instrução CVM nº 319/1999 e/ou na Instrução CVM nº 361/2001. Este documento deve servir apenas para uso interno e informação da Diretoria da Alphapar, e não deve ser utilizado por qualquer outro terceiro, tampouco para quaisquer outros fins, sem o prévio consentimento por escrito do Credit Suisse. O Relatório de Avaliação não poderá ser utilizado como base para justificar o direito de voto de qualquer pessoa no que diz respeito a qualquer assunto, inclusive no que se refere a acionistas ou membros do Conselho de Administração ou da Diretoria da Alphapar ou da Gafisa, conforme aplicável. Não obstante, a Diretoria da Alphapar poderá divulgar e/ou discutir o conteúdo do Relatório de Avaliação exclusivamente com os membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Gafisa, observado que (i) tais pessoas não terão o direito de utilizar ou se referir, ao Relatório de Avaliação ou às conclusões dele constantes a quaisquer terceiros, sem a autorização prévia e expressa do Credit Suisse e (ii) antes de qualquer discussão ou divulgação envolvendo o Relatório de Avaliação para tais pessoas, elas deverão assinar declaração endereçada ao Credit Suisse (e a Alphapar deverá fazer com que isso ocorra e com que as declarações sejam devidamente entregues ao Credit Suisse), em termos e condições satisfatórios ao Credit Suisse, em que se obriguem a não revelar o conteúdo de tal material a quaisquer terceiros, assim como a não fazer uso ou se basear no material para qualquer fim. Este material não foi preparado para uso de leitores que não estejam tão familiarizados com os negócios da Alphaville quanto os membros da Diretoria da Alphapar e da Gafisa.
- Ao preparar e apresentar este Relatório de Avaliação: (i) analisamos as demonstrações financeiras da Alphaville referentes aos períodos encerrados em 31 de dezembro de 2007 e 2008, auditadas pela PriceWaterhouseCoopers, e aos nove meses encerrados em 30 de setembro de 2009, objeto de revisão limitada pela Terco Grant Thornton; (ii) analisamos algumas informações, inclusive estimativas operacionais e financeiras, atinentes a negócios, lucros, fluxo de caixa, ativos, passivos e perspectivas da Alphaville preparadas e aprovadas pela alta administração da Alphaville; (iii) conversamos com membros da alta administração da Alphaville sobre os negócios, as condições financeiras e as perspectivas da Alphaville; (iv) analisamos os resultados das operações da Alphaville e os comparamos com os de algumas empresas de capital aberto que consideramos relevantes; e (v) analisamos outras informações financeiras da Alphaville que consideramos necessárias, incluindo nossa avaliação das condições gerais econômicas, monetárias e de mercado, entre outras medidas.
- O Relatório de Avaliação foi preparado exclusivamente com a metodologia expressamente solicitada pela Alphapar, que o Credit Suisse não garante ser a mais adequada ou a melhor para os fins da análise efetuada. Diferentes critérios de análise, que o Credit Suisse poderia ou não entender mais adequados para fins da análise, poderiam revelar resultados substancialmente diferentes dos ora apresentados, e o Credit Suisse não aceita responsabilidade a esse respeito. O Relatório de Avaliação não poderá ser utilizado como base para justificar o direito de voto de qualquer pessoa no que diz respeito a qualquer assunto, inclusive no que se refere a acionistas ou membros do Conselho de Administração ou da Diretoria da Alphapar ou da Gafisa, conforme aplicável.

- Em relação à nossa análise e às nossas conclusões apresentadas neste Relatório de Avaliação, confiamos, sem investigação, em todas as informações disponíveis, inclusive nas informações que nos foram fornecidas pela Alphapar, pela Alphaville ou em seu nome, não assumimos qualquer responsabilidade pela verificação independente das informações acima, e acreditamos que essas informações são completas e exatas em todos os aspectos relevantes. Além disso, não somos responsáveis pela exatidão ou completude dessas informações, não temos a obrigação de verificá-las e não fomos solicitados a fazer nem fizemos uma avaliação independente dos ativos ou passivos (contingentes ou não) da Alphaville, tampouco recebemos avaliações desse tipo nem avaliamos a solvência ou o valor de mercado da Alphaville de acordo com quaisquer leis, inclusive sobre falência, insolvência ou questões similares. Não há nem haverá declaração ou garantia, expressa ou implícita, de nossa parte em relação a qualquer informação utilizada para preparar o Relatório de Avaliação, incluindo projeções da Alphaville ou previsões e estimativas em que essas projeções se basearam. Além disso, não assumimos qualquer obrigação de conduzir, e não conduzimos, nenhuma inspeção física das propriedades ou instalações da Alphaville.
- Não somos um escritório de contabilidade e não prestamos serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este Relatório de Avaliação. Não somos um escritório de advocacia e não prestamos serviços de assessoria jurídica, regulatória ou fiscal em relação a este Relatório de Avaliação.
- Assumimos que as projeções e estimativas financeiras relacionadas à Alphaville, preparadas e aprovadas por sua alta administração, foram razoavelmente preparadas de modo a refletir as melhores estimativas atualmente disponíveis dessa administração. Acreditamos que não houve mudanças importantes, financeiras ou não, na condição financeira da Alphaville ou em seus respectivos ativos, passivos (contingentes ou não), operações comerciais ou perspectivas, e não houve mudança em qualquer fato importante que pudesse tornar as informações que analisamos inverídicas, incompletas ou enganosas em algum aspecto relevante.
- Nossa avaliação constitui-se exclusivamente em uma análise de fluxo de caixa descontado, conforme expressamente solicitado pela Alphapar, e presume um dado cenário macroeconômico. Dado que a análise e os valores são baseados em previsões de resultados futuros, não necessariamente indicam resultados financeiros reais nem preveem resultados financeiros futuros para a Alphaville, os quais possam ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os sugeridos pela nossa análise. Além disso, tendo em vista que essa análise está intrinsecamente sujeita a incertezas e se baseia em diversos eventos e fatores que estão fora do nosso controle e do controle da Alphaville, não assumimos responsabilidade alguma caso os resultados futuros da Alphaville sejam substancialmente diferentes dos resultados apresentados neste Relatório de Avaliação. Não há garantia alguma de que os resultados futuros da Alphaville corresponderão às projeções financeiras que analisamos e utilizamos como base para nossa análise, e qualquer diferença entre as projeções e os futuros resultados da Alphaville poderá ser relevante. Os resultados futuros da Alphaville também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado, que podem ser significativamente diferentes das previsões incluídas em nossas projeções.
- Não fazemos declarações quanto à conveniência ou à oportunidade da Operação. A análise não considera nenhum elemento de valor que possa resultar da realização ou expectativa da Operação, se houver. A análise não pretende refletir o preço de venda das ações da Alphaville.

- A preparação de um Relatório de Avaliação é um processo complexo que envolve várias definições sobre os métodos de análise financeira mais apropriados e relevantes, bem como a aplicação desses métodos às circunstâncias específicas e, portanto, um Relatório de Avaliação não é suscetível a análises parciais. Para chegar às conclusões apresentadas neste Relatório de Avaliação, adotamos um raciocínio qualitativo em relação às análises e aos fatores considerados e às circunstâncias específicas da Alphaville. Chegamos às conclusões finais com base nos resultados de todas as análises realizadas e consideradas como um todo, e não chegamos a conclusões baseadas em, ou relacionadas a, quaisquer dos fatores ou métodos de nossa análise isoladamente. Desse modo, acreditamos que nossa análise deve ser considerada como um todo e que a seleção de partes da nossa análise e de fatores específicos, sem considerar toda a nossa análise e todos os fatores, pode resultar em um entendimento incompleto e incorreto dos processos utilizados para nossas análises e conclusões. As estimativas contidas na análise apresentada neste material e a avaliação resultante de qualquer análise específica não necessariamente indicam valores reais nem preveem resultados ou valores futuros, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os sugeridos por essa análise. Além disso, a análise atinente ao valor dos negócios ou valores mobiliários não tem necessariamente por intenção ser uma avaliação ou refletir o preço de aquisição ou venda da empresa, o valor real dos valores mobiliários quando emitidos em uma operação ou o preço de negociação de valores mobiliários a qualquer momento.
- Nosso Relatório de Avaliação se baseia apenas em informações que nos foram disponibilizadas nesta data e considerando condições financeiras, de mercado, econômicas e outras condições em sua situação atual e da forma como podem ser avaliadas nesta data. Muito embora eventos futuros e outros desdobramentos possam afetar as conclusões apresentadas neste Relatório de Avaliação, não temos obrigação alguma de atualizar, revisar, retificar ou revogar este Relatório de Avaliação, no todo ou em parte, em decorrência de qualquer desdobramento posterior ou por qualquer outra razão.
- Em relação à preparação deste Relatório de Avaliação, não fomos solicitados pela Alphapar para solicitar, e não solicitamos, indicações de interesse de terceiros em adquirir o todo ou alguma parte da Alphaville. Consequentemente, os valores estabelecidos no Relatório de Avaliação não correspondem necessariamente a, e não devem ser interpretados como se representassem, o preço de venda da Alphaville ou de suas ações nesta data ou em qualquer data futura.
- Este Relatório de Avaliação trata a Alphaville com base em suas atuais estruturas corporativas, e, portanto, não inclui benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza, tampouco sinergias, valor incremental e/ou custos, caso existam, que a Alphaville possa ter em virtude da conclusão da Operação.
- Os profissionais do departamento de análise de valores mobiliários (research) e de outras divisões podem utilizar em suas análises, relatórios, publicações, previsões, projeções e metodologias diferentes daquelas utilizadas neste Relatório de Avaliação, de forma que esses e outros documentos possam conter conclusões diferentes daquelas aqui apresentadas. Adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência dos nossos analistas de research, os quais podem ter opiniões diferentes daquelas do nosso departamento de investment banking. Adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência entre a área de investment banking e as demais áreas e departamentos do Credit Suisse, incluindo, entre outros, a divisão de asset management e a mesa proprietária de negociação de ações, instrumentos de dívida, valores mobiliários e demais instrumentos financeiros.

- Fomos contratados pela Alphapar e receberemos comissões por nossos serviços, independentemente da conclusão da Operação. Além disso, a Alphapar concordou em reembolsar as despesas resultantes do nosso trabalho, assim como a nos indenizar em determinadas situações e contra determinadas contingências. O Credit Suisse faz parte de um grupo que presta serviços globais relacionados a valores imobiliários, dedica-se a atividades de corretagem e negociação de títulos e, ainda, presta serviços de investment banking e outros serviços financeiros. No curso normal de suas atividades, o Credit Suisse e suas afiliadas podem adquirir, deter ou vender, por conta própria ou por conta e ordem de clientes, ações, instrumentos de dívida e outros valores mobiliários e instrumentos financeiros (incluindo empréstimos bancários e outras obrigações) da Alphapar, da Alphaville, da Gafisa e de quaisquer outras empresas que possam estar envolvidas nas operações e em outras questões ora contempladas, bem como prestar serviços de investment banking e outros serviços financeiros para essas empresas. Além disso, o Credit Suisse e suas afiliadas e alguns de seus respectivos funcionários, bem como alguns fundos de private equity associados, administrados, gerenciados ou afiliados ao Credit Suisse e/ou nos quais possam ter interesses financeiros, poderão de tempo em tempo adquirir, deter ou fazer investimentos diretos ou indiretos em (ou, de outro modo, financiar) uma ampla variedade de empresas, incluindo a Alphapar, a Alphaville, a Gafisa e suas respectivas Afiliadas. A Alphapar reconhece e concorda que o Credit Suisse e suas afiliadas podem estar envolvidos em diversas operações que envolvam interesses possivelmente diferentes dos interesses da Alphapar, e o Credit Suisse não tem a obrigação de divulgar esse interesse e essas operações para a Alphapar. O Credit Suisse terá o direito de agir conforme necessário para proteger seus interesses em qualquer situação ou capacidade financeira em que ocupar ou puder ocupar uma posição.
- Alguns cálculos apresentados neste Relatório de Avaliação podem não resultar em valor exato, devido ao arredondamento dos números.
- Este Relatório de Avaliação é propriedade intelectual do Credit Suisse.

Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.

- 1. Sumário Executivo**
- 2. Perfil da Alphaville S.A.**
- 3. Premissas gerais do relatório de avaliação**
- 4. Avaliação da Alphaville**

Apêndice A. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) das companhias

Apêndice B. Descrição da metodologia de avaliação utilizada

Apêndice C. Termos e definições utilizados na avaliação

1. Sumário Executivo

Resumo da Transação

A aquisição da Alphaville pela Gafisa envolve a compra de 100% de suas ações em dinheiro e ações, em três fases.

Fase 1 (anúncio em 2006)

- Aquisição pela Gafisa de 60% das ações da Alphaville por R\$ 20 milhões em dinheiro e R\$ 181,7 milhões em ações ordinárias da Gafisa, cotadas a R\$ 28,05
- Após esta fase, os acionistas da Alphaville passaram a deter aproximadamente 5,9% da Gafisa

Fase 2 (a ser concluída em 2010)

- Aquisição de participação adicional de 20% das ações da Alphaville em dinheiro ou ações, a critério da Gafisa
- A avaliação do valor da empresa, como previsto em fato relevante, será feita aplicando o Método de Fluxo de Caixa Descontado

Fase 3 (a ser concluída em 2012)

- Aquisição dos 20% remanescentes das ações da Alphaville, em dinheiro ou ações, a critério da Gafisa
- Assim como na Fase 2, a avaliação será desenvolvida através da aplicação do Método de Fluxo de Caixa Descontado

Sumário da avaliação

Alphaville

Com base no valor econômico obtido através do Método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o valor por ação da Alphaville está entre R\$5.354,7 a R\$6.313,8. Para maiores informações acerca da metodologia de cálculo utilizada, ver Apêndice B – Descrição da metodologia de avaliação utilizada, na página 28 desta Avaliação

Valor Econômico (FCD)			
(R\$ milhões, exceto valor por ação)			
Valor da Firma		818,7	
(-) Dívida Total (30/09/2009)		150,5	
Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo		29,0	
Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo		121,4	
(-) Outras obrigações (30/09/2009)		29,1	
Aquisição de part. societárias		17,5	
Repases a efetuar (minoritários)		11,6	
(+) Caixa e Equivalentes (30/09/2009)		34,6	
Caixa e bancos em movimento		9,6	
Aplicações Financeiras		25,0	
Valor das Ações		673,7	
Número total de Ações (mil)		115,3	
Taxa de Desconto (WACC)	12,8%	12,3%	11,9%
Valor das Ações	617,7	673,7	728,3
Valor por ação	5.354,7	5.840,7	6.313,8

Fonte: Alphaville e Credit Suisse. Data base 30 de setembro de 2009.

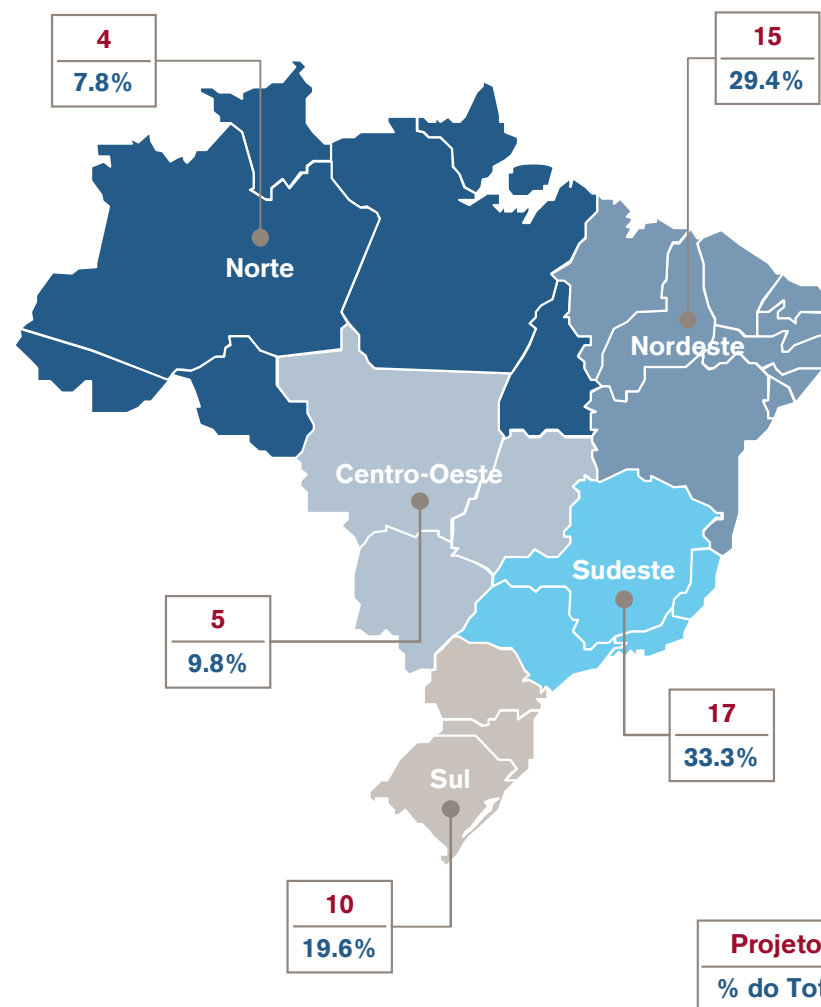
2. Perfil da Alphaville S.A.

Perfil Corporativo

- A Alphaville é a maior empresa incorporadora de projetos de desenvolvimento urbano no Brasil. Foi fundada em 1995 por seus acionistas Renato de Albuquerque e Nuno Lopes Alves.
- É a única com abrangência nacional e não tem nenhum concorrente relevante. A empresa é focada na identificação, incorporação e comercialização de lotes residenciais de alto padrão, voltados para famílias de classe alta e média. Se diferencia de todos concorrentes potenciais devido ao forte reconhecimento de sua marca, equipe administrativa experiente, banco de terrenos estratégico, profunda experiência de mercado e solidez financeira.
- O conceito surgiu em 1973 quando a primeira *edge city* do Brasil, a Alphaville em Barueri, foi lançada pela Construtora Albuquerque Takaoka. A instalação de grandes empresas e, posteriormente, a criação da Alphaville Residencial para acomodar seus executivos tornou a inovação um grande sucesso.
- A Alphaville está presente em 40 cidades em 16 estados. Suas atividades estão concentradas na região sudeste, mas com forte expansão para o resto do país. Atuando há mais de 10 anos, a Alphaville incorporou mais de 50 empreendimentos imobiliários. Nos últimos três anos, lançou 25 empreendimentos.

Fonte: Website da Companhia

Área de atuação

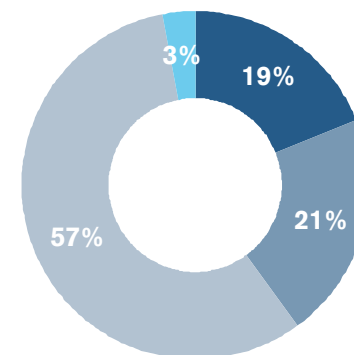


Perfil da Alphaville Urbanismo S.A. (cont.)

Visão Geral da Empresa

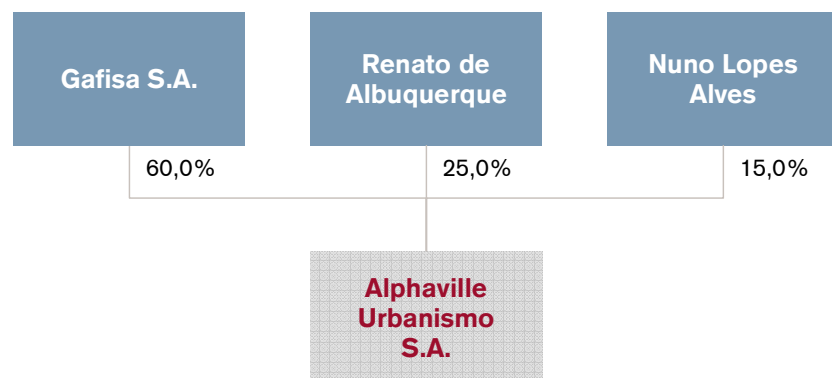
Status: Empresa de capital fechado
Fundada em: 1995
Sede: São Paulo, Brasil
Membros do conselho: Renato de Albuquerque, *Presidente*
 Nuno Lopes Alves, *Membro*
 Wilson Amaral, *Membro*
 Odair Senra, *Membro*
 Alceu Duílio Calciolari, *Membro*

Vendas 9M09 por ano de lançamento



■ Estoque até 2007 ■ Estoque 2008 ■ Lançamentos em 2009 ■ Diversificação

Estrutura Corporativa



Principais informações financeiras

R\$ milhões	9M09	9M08	Cresc.	2008	2007	Cresc.
Receita Líquida	180,6	169,2	6,7%	249,6	192,7	29,5%
Lucro Bruto	62,3	60,0	3,9%	82,5	55,8	47,8%
Margem Bruta	34,5%	35,4%		33,1%	29,0%	
EBITDA	37,6	39,2	(4,0%)	52,2	26,8	94,8%
Margem EBITDA	20,8%	23,1%		20,9%	13,9%	
Lucro Líquido	19,7	32,0	(38,3%)	35,2	15,0	134,5%
Margem Líquida	10,9%	18,9%		14,1%	7,8%	

Fonte: Website e dados financeiros consolidados da empresa.

Informações financeiras da Alphaville

Demonstração de resultados consolidados

R\$ milhões

Demonstração de Resultados Consolidada	9M09	2008	2007
Receita Bruta			
Vendas de Imóveis	188,6	258,9	200,1
Impostos e outras deduções de vendas	(8,1)	(9,3)	(7,4)
Receita Líquida	180,6	249,6	192,7
Custo dos produtos vendidos	(118,2)	(167,0)	(136,9)
Lucro Bruto	62,3	82,6	55,8
Receitas (Despesas) Operacionais			
Gerais e administrativas	(18,7)	(22,2)	(18,4)
Comerciais	(11,0)	(14,6)	(8,8)
Despesas financeiras	(9,7)	(5,1)	(4,6)
Receitas financeiras	2,8	3,9	0,7
Participações dos Funcionários, Administradores e Minoritários	–	(1,1)	(2,8)
Outros resultados	(0,6)	(2,3)	(2,0)
	(37,2)	(41,4)	(35,9)
Resultado de participações societárias			
Equivalência patrimonial	–	1,1	0,7
Resultado antes de Impostos e Participações	25,1	42,3	20,6
IR e CSLL	(5,5)	(7,1)	(5,6)
Lucro Líquido	19,6	35,2	15,0
EBITDA	37,6	52,2	26,8

Fonte: Demonstrações Financeiras da Alphaville revisadas pela Terco Grant Thornton para o exercício findo em 30 de setembro de 2009, e auditadas pela PriceWaterhouseCoopers nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2008 e 31 de dezembro de 2007.

Informações financeiras da Alphaville (cont.)

Balanço patrimonial consolidado - Ativo

R\$ milhões

Ativo - Consolidado	9M09	2008	2007
Ativo Circulante			
Caixa e equivalentes de caixa	34,6	25,2	38,9
Contas a receber de clientes	82,4	71,1	45,8
Lotes a comercializar	124,7	112,8	79,4
Demais contas a receber	–	3,7	3,2
Despesas antecipadas	–	0,4	–
Créditos diversos	2,9	–	–
	244,5	213,2	167,2
Ativo Não Circulante			
Contas a receber de clientes	125,3	98,0	53,7
Lotes a comercializar	29,0	28,5	16,2
Impostos sobre a renda diferidos	1,7	0,8	0,2
Outros	3,0	3,8	3,4
	159,0	131,0	73,5
Permanente			
Investimentos	1,9	1,9	0,9
Adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC)	–	–	5,5
Imobilizado	2,5	2,8	3,5
	4,4	4,7	9,8
Total do Ativo	407,9	348,9	250,6

Fonte: Demonstrações Financeiras da Alphaville revisadas pela Terco Grant Thornton para o exercício findo em 30 de setembro de 2009, e auditadas pela PriceWaterhouseCoopers nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2008 e 31 de dezembro de 2007.

Informações financeiras da Alphaville (cont.)

Balanço patrimonial consolidado – Passivo e Patrimônio Líquido

R\$ milhões

Passivo - Consolidado	9M09	2008	2007
Passivo Circulante			
Empréstimos e financiamentos	29,0	10,6	8,1
Fornecedores de materiais e serviços	15,9	3,6	7,5
Obrigações por compra de imóveis	3,7	3,1	1,2
Aquisição de participações minoritárias	3,5	1,3	–
Obrigações trabalhistas e tributárias	12,8	10,6	9,2
Adiantamentos de clientes	34,0	36,2	23,2
Repasses a efetuar a sócios	11,6	3,7	2,7
Outras obrigações	9,7	7,9	4,4
	120,3	76,9	56,3
Passivo Não Circulante			
Empréstimos e financiamentos	121,4	135,2	122,1
Credores por imóveis compromissados	19,6	21,5	6,4
Aquisições de participações societárias	14,1	2,9	–
Imposto de renda e contribuição social diferidos	17,5	9,2	6,9
Provisão para contingências	13,2	17,6	16,3
Provisão para garantias	6,5	5,6	3,7
Outras obrigações	5,2	10,4	6,7
	197,4	202,4	162,1
Participação dos minoritários	–	–	9,0
Patrimônio Líquido			
Capital social realizado	42,7	42,7	151,0
Reserva de lucros	24,2	1,2	1,0
Reserva de outorga de opções de ações	3,7	3,3	1,3
Reserva de retenção de lucros para investimentos	–	22,0	–
Lucro (Prejuízos) acumulados	18,7	–	(171,2)
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC)	0,8	0,4	50,0
	90,2	69,6	32,1
Total do Passivo	407,9	348,9	259,6

Fonte: Demonstrações Financeiras da Alphaville revisadas pela Terco Grant Thornton para o exercício findo em 30 de setembro de 2009, e auditadas pela PriceWaterhouseCoopers nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2008 e 31 de dezembro de 2007.

3. Premissas gerais do relatório de avaliação

Premissas macroeconômicas

As premissas macroeconômicas detalhadas abaixo representam as estimativas do relatório Focus do Banco Central de 12 de fevereiro de 2010

	4T09	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Índice de Inflação											
IPCA ⁽¹⁾	1,06%	4,83%	4,64%	4,43%	4,40%	4,41%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
IPCA Acumulado	1,06%	5,94%	10,86%	15,77%	20,86%	26,19%	31,87%	37,80%	44,01%	50,49%	57,26%
US-CPI ⁽²⁾		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Taxa de Câmbio											
US\$ / R\$ médio	1,74	1,82	1,84	1,89	1,91	1,97	2,02	2,07	2,12	2,17	2,22

Fonte: Relatório Focus do Banco Central de 12 de fevereiro de 2010.

Notas:

(1) Devido à ausência de projeções para inflação a partir de 2015, considerou-se valores constantes para IPCA em 4,5%.

(2) Fonte: Economist Intelligence Unit, em 18 de fevereiro de 2010.

Como as projeções do Focus terminam em 2014, a partir de 2015 as projeções de taxa de câmbio refletem a manutenção da paridade do poder de compra entre as moedas dos EUA e do Brasil

4. Avaliação da Alphaville

Avaliação por fluxo de caixa descontado

O CS avaliou a Alphaville através do método de fluxo de caixa descontado (“FCD”)

Metodologia

- Método de fluxo de caixa desalavancado
 - Projeção dos fluxos de caixa desalavancados
 - Os fluxos são descontados pelo custo médio ponderado do capital (*WACC*), para o cálculo do seu valor presente

Projeções

- O CS utilizou, para o propósito da avaliação, as projeções operacionais e financeiras fornecidas e/ou discutidas com as equipes de administração da Alphaville, em R\$ nominais

Moeda

- Projeções em R\$ nominais
- O fluxo de caixa desalavancado é convertido ano-a-ano para US\$ para ser descontado

Fluxo de caixa descontado

- Data base: 30 de setembro de 2009; fluxos de caixa são trazidos a valor presente de 30 de setembro de 2009
- Horizonte de projeção: 2009 a 2019
- Assume que fluxos são gerados ao longo do ano (“mid-year convention”)
- Fluxo de caixa descontado em US\$ nominal

Principais premissas utilizadas

Macroeconômicas

- Cenário macroeconômico do Relatório Focus do Banco Central datado de 12 de fevereiro de 2010 e Economist Intelligence Unit datado de 18 de fevereiro de 2010

VGV

- Para os projetos lançados entre 01 de outubro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, que contavam com estudos de viabilidade individuais, foram considerados as premissas contidas nos mesmos estudos
- Para os anos de 2011 a 2014 foram consideradas as premissas de VGV fornecidas pela Alphaville
- Para os anos de 2015 em diante foi considerado um crescimento nominal de VGV anual equivalente à inflação do período (IPCA)

Velocidade de vendas

- Para projetos lançados até 30 de setembro de 2009 foi considerada a velocidade prevista pela Alphaville para as vendas remanescentes de unidades em estoque
- Para os projetos lançados entre 01 de outubro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, que contavam com estudos de viabilidade individuais, foram considerados as premissas de venda individuais contidas nos mesmos estudos
- Para os anos de 2011 em diante foram consideradas as premissas de venda dos estudos de viabilidade padrão fornecidas pela Alphaville

Custos

- Para projetos lançados até 30 de setembro de 2009 foram considerados os saldos remanescentes de custos dos mesmos
- Para os projetos lançados entre 01 de outubro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, que contavam com estudos de viabilidade individuais, foram considerados as premissas de custo individuais contidas nos mesmos estudos
- Para os anos de 2011 em diante foram consideradas as premissas de custos dos estudos de viabilidade padrão fornecidas pela Alphaville

Curva de construção

- Para projetos lançados até 30 de setembro de 2009 foi considerada a curva de construção prevista pela Alphaville
- Para os projetos lançados entre 01 de outubro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, que contavam com estudos de viabilidade individuais, foram considerados as premissas de curva de construção individuais contidas nos mesmos estudos
- Para os anos de 2011 em diante foram consideradas as premissas de construção dos estudos de viabilidade padrão fornecidas pela Alphaville

Principais premissas utilizadas (cont.)

Despesas

- Para projetos lançados até 30 de setembro de 2009, foram consideradas as despesas esperadas fornecidas pela Alphaville até a conclusão dos projetos
- Para os projetos lançados entre 01 de outubro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, que contavam com estudos de viabilidade individuais, foram considerados as premissas de despesas comerciais contidas nos mesmos estudos
- Para os anos de 2011 em diante foram consideradas as premissas de despesas comerciais dos estudos de viabilidade padrão fornecidas pela Alphaville
- Despesas Gerais e Administrativas, assim como Bônus e Stock Options, foram baseadas no plano de negócios da Alphaville para o período de 2010 a 2014, com um crescimento nominal baseado em percentual da receita líquida a partir de 2015

Investimentos

- Baseados no plano de negócios da Alphaville para o período de 2010 a 2014, com um crescimento nominal (por IPCA) a partir de 2015

Imposto de renda e contribuição social

- Calculados individualmente por SPE, de acordo com as tarifas do regime de Lucro Presumido
- Não foram considerados eventuais benefícios fiscais por prejuízo acumulado ou amortização de ágio (*tax shield*)

Valor terminal

- Modelo de crescimento na perpetuidade de Gordon⁽¹⁾, em 2019
- Assume uma taxa de crescimento de 2,0% em termos nominais em dólares na perpetuidade

Taxa de desconto

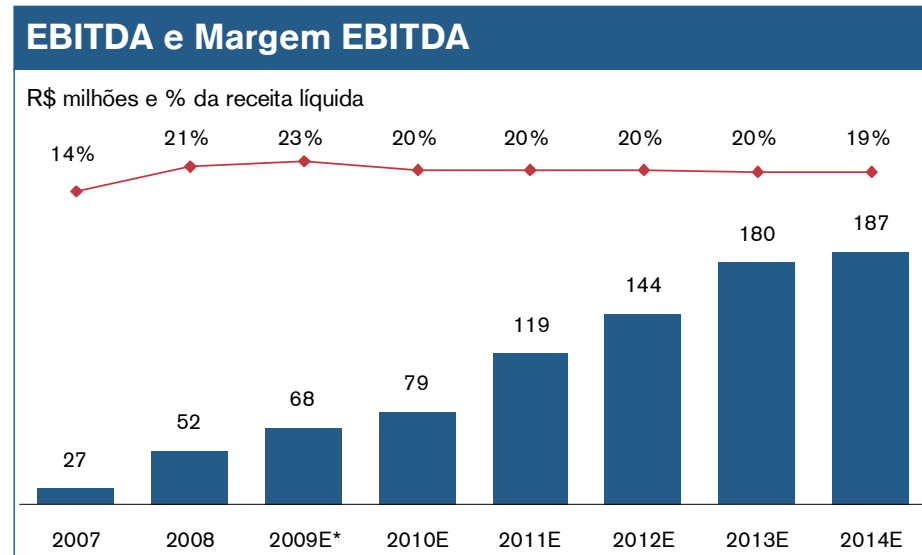
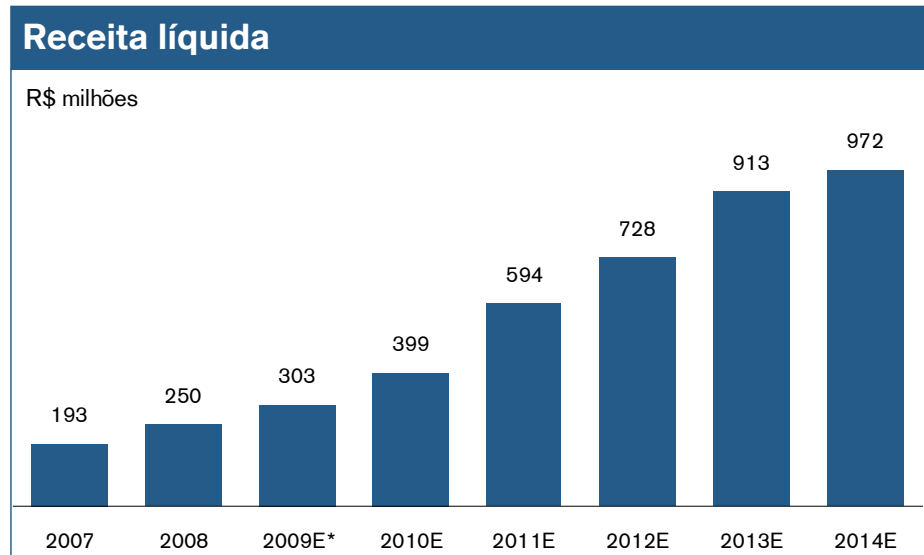
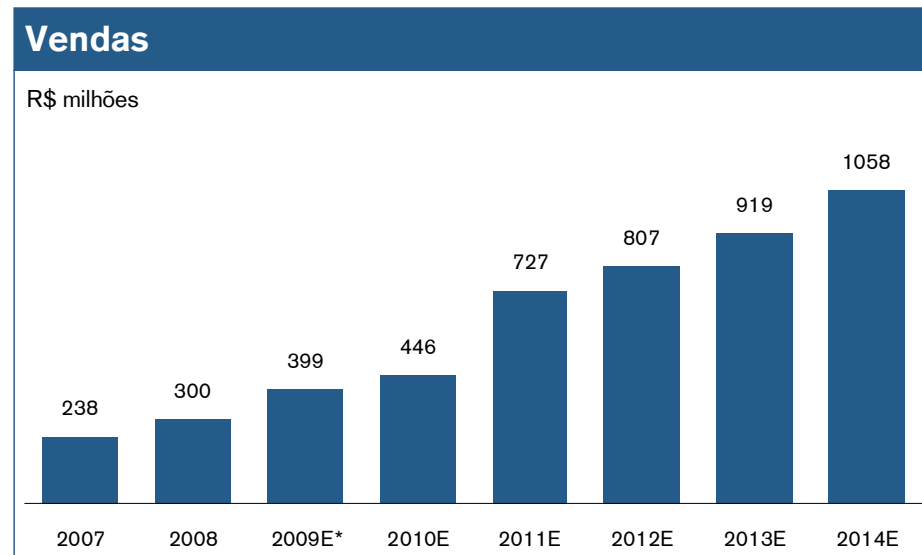
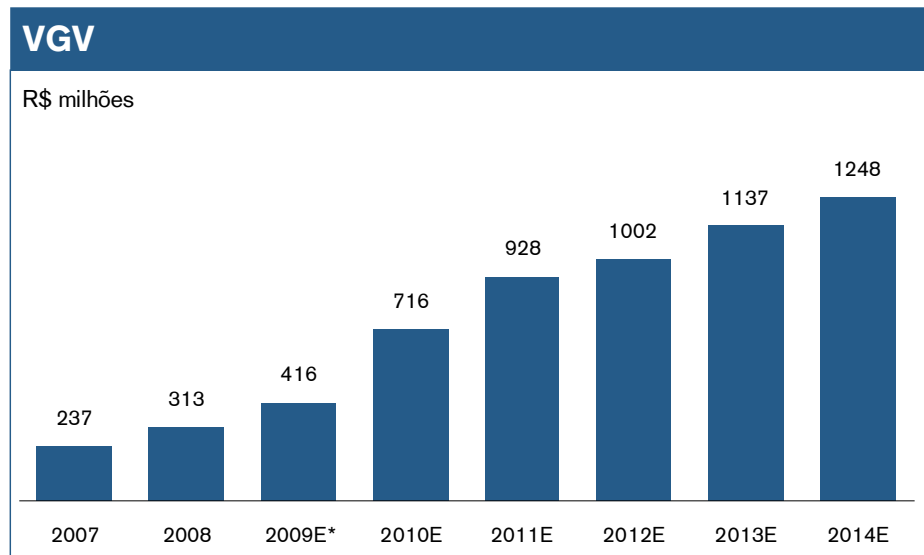
- Taxa de desconto calculada com base em: (i) beta desalavancado de empresas comparáveis da indústria, (ii) estrutura ótima de capital com base em empresas comparáveis do setor, (iii) risco país, e (iv) estimativas de custo de dívida líquido

Tratamento das contingências

- Conforme determinado pela Administração da Alphaville, para fins específicos do presente trabalho, e devido à sua aplicação pela Administração da Alphaville, as contingências da Alphaville eventualmente existentes não foram consideradas e, conseqüentemente, não foram consideradas quando do cálculo do Valor das Ações da Alphaville

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCL}(n) \times (1+g)}{\text{WACC} - g}$$

Principais projeções



*Resultados de 2009 estimados com base no Demonstrativo de Resultados do 3º Trimestre do ano e Projeções do CS para o 4º Trimestre
 Fonte: AlphaVille e CS

Demonstração de resultados consolidados

(R\$ mil)

Demonstração de Resultados	4T09	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VGV Lançado	282.807	716.408	928.042	1.001.560	1.137.408	1.248.456	1.172.766	1.225.540	1.280.690	1.338.321	1.398.545
Vendas	227.199	445.865	726.941	806.619	919.333	1.058.453	1.155.804	1.225.540	1.280.690	1.338.321	1.398.545
Receita Bruta	126.572	413.067	615.133	753.965	945.942	1.007.840	1.158.948	1.267.492	1.309.280	1.338.321	1.398.545
(-) Impostos	(4.552)	(14.516)	(21.032)	(25.923)	(32.813)	(35.709)	(40.371)	(44.751)	(46.748)	(48.849)	(51.047)
= Receita Líquida	122.020	398.551	594.101	728.043	913.129	972.131	1.118.577	1.222.742	1.262.533	1.289.472	1.347.498
(-) Custos Totais	(70.082)	(237.037)	(372.747)	(453.245)	(572.252)	(608.775)	(698.392)	(763.142)	(788.222)	(805.567)	(841.817)
= Lucro Bruto	51.939	161.514	221.354	274.798	340.877	363.356	420.185	459.599	474.311	483.905	505.681
<i>Margem Bruta</i>	<i>42,6%</i>	<i>40,5%</i>	<i>37,3%</i>	<i>37,7%</i>	<i>37,3%</i>	<i>37,4%</i>	<i>37,6%</i>	<i>37,6%</i>	<i>37,6%</i>	<i>37,5%</i>	<i>37,5%</i>
(-) Despesas Comerciais	(8.685)	(40.292)	(46.068)	(55.672)	(69.343)	(82.409)	(87.642)	(68.851)	(71.952)	(75.063)	(78.440)
(-) Gerais e administrativas	(6.938)	(35.242)	(46.811)	(62.765)	(78.380)	(78.930)	(90.820)	(99.278)	(102.508)	(104.696)	(109.407)
(-) Remuneração variável	(5.487)	(7.232)	(9.442)	(11.900)	(13.385)	(14.842)	(17.041)	(18.611)	(19.221)	(19.641)	(20.525)
= EBITDA	30.829	78.748	119.032	144.460	179.769	187.176	224.682	272.860	280.629	284.506	297.309
<i>Margem EBITDA</i>	<i>25,3%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>20,1%</i>	<i>22,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>22,1%</i>	<i>22,1%</i>
(-) IR/CSLL	(3.898)	(12.722)	(18.946)	(23.222)	(29.135)	(31.041)	(35.696)	(39.039)	(40.326)	(41.220)	(43.075)
= Lucro Líquido	26.931	66.025	100.086	121.238	150.634	156.134	188.986	233.821	240.303	243.286	254.234
<i>Margem Líquida</i>	<i>22,1%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,9%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,0%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,9%</i>

Fluxo de caixa para a firma consolidado

(R\$ mil)

Fluxo de Caixa para a Firma	4T09	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Receita (caixa)	125.960	373.642	455.177	586.662	742.096	896.791	1.042.327	1.160.070	1.253.876	1.331.563	1.398.378
Saídas	(98.587)	(461.872)	(501.376)	(590.501)	(771.873)	(841.574)	(952.740)	(1.027.433)	(1.066.182)	(1.094.550)	(1.145.091)
Impostos	(8.161)	(23.546)	(28.978)	(39.570)	(48.588)	(58.838)	(68.343)	(77.829)	(84.272)	(89.531)	(94.902)
ITBI e Terrenos	(5.747)	(8.373)	(2.417)	(3.395)	(4.499)	(6.008)	(941)	(986)	(1.033)	(1.082)	(1.076)
Construção e urbanização	(63.316)	(352.563)	(373.949)	(425.948)	(569.306)	(613.844)	(703.093)	(761.879)	(787.195)	(804.538)	(840.742)
Publicidade	(8.939)	(34.917)	(39.779)	(46.922)	(57.715)	(69.113)	(72.501)	(68.851)	(71.952)	(75.063)	(78.440)
Gerais e administrativas	(6.938)	(35.242)	(46.811)	(62.765)	(78.380)	(78.930)	(90.820)	(99.278)	(102.508)	(104.696)	(109.407)
Remuneração variável	(5.487)	(7.232)	(9.442)	(11.900)	(13.385)	(14.842)	(17.041)	(18.611)	(19.221)	(19.641)	(20.525)
Fluxo de Caixa para a Firma	27.373	(88.230)	(46.199)	(3.839)	(29.777)	55.218	89.587	132.636	187.694	237.013	253.287

Nota: Não considera securitização de recebíveis.

Avaliação por FCD

Com base no valor econômico obtido através do Método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o valor por ação da Alphaville está entre R\$5.354,7 a R\$6.313,8. Para maiores informações acerca da metodologia de cálculo utilizada, ver Apêndice B – Descrição da metodologia de avaliação utilizada, na página 28 desta Avaliação

Fluxo de caixa para a Firma

(R\$ milhões)

Fluxo de Caixa para a Firma	4T09	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Perp
Receita (Caixa)	125,96	373,64	455,18	586,66	742,10	896,79	1.042,33	1.160,07	1.253,88	1.331,56	1.398,38	1.383,04
Impostos	(8,16)	(23,55)	(28,98)	(39,57)	(48,59)	(58,84)	(68,34)	(77,83)	(84,27)	(89,53)	(94,90)	(93,08)
ITBI e Terrenos	(5,75)	(8,37)	(2,42)	(3,40)	(4,50)	(6,01)	(0,94)	(0,99)	(1,03)	(1,08)	(1,08)	(1,08)
Construção e urbanização	(63,32)	(352,56)	(373,95)	(425,95)	(569,31)	(613,84)	(703,09)	(761,88)	(787,19)	(804,54)	(840,74)	(840,74)
Publicidade	(8,94)	(34,92)	(39,78)	(46,92)	(57,72)	(69,11)	(72,50)	(68,85)	(71,95)	(75,06)	(78,44)	(78,44)
Gerais e administrativas	(6,94)	(35,24)	(46,81)	(62,77)	(78,38)	(78,93)	(90,82)	(99,28)	(102,51)	(104,70)	(109,41)	(109,41)
Bônus + <i>Stock Option</i>	(5,49)	(7,23)	(9,44)	(11,90)	(13,39)	(14,84)	(17,04)	(18,61)	(19,22)	(19,64)	(20,52)	(20,52)
Fluxo de Caixa para a Firma (R\$)	27,37	(88,23)	(46,20)	(3,84)	(29,78)	55,22	89,59	132,64	187,69	237,01	253,29	239,77
Fluxo de Caixa para a Firma (US\$)	15,73	(48,48)	(25,11)	(2,03)	(15,59)	28,03	44,39	64,15	88,60	109,20	113,91	107,83
Perpetuidade	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.049,70
Periodo de Desconto	0,1	0,6	1,6	2,6	3,6	4,6	5,6	6,6	7,6	8,6	9,6	9,6
Fluxo de Caixa para a Firma (US\$)	15,5	(45,1)	(20,8)	(1,5)	(10,2)	16,4	23,1	29,8	36,7	40,2	37,4	344,5
Perpetuidade	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	344,5

Avaliação por FCD (cont.)

Valor Econômico (FCD)

(R\$ milhões, exceto valor por ação)

Valor da Firma		818,7	
(-) Dívida Total (30/09/2009)		150,5	
Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo		29,0	
Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo		121,4	
(-) Outras obrigações (30/09/2009)		29,1	
Aquisição de part. societárias		17,5	
Repasses a efetuar (minoritários)		11,6	
(+) Caixa e Equivalentes (30/09/2009)		34,6	
Caixa e bancos em movimento		9,6	
Aplicações Financeiras		25,0	
Valor das Ações		673,7	
Número total de Ações (mil)		115,3	
Taxa de Desconto (WACC)	12,8%	12,3%	11,9%
Valor das Ações	617,7	673,7	728,3
Valor por ação	5.354,7	5.840,7	6.313,8

Fonte: Alphaville e Credit Suisse. Data base 30 de setembro de 2009.

Apêndice A. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) das companhias

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

Cálculo do WACC

Premissas

Taxa Livre de Risco ⁽¹⁾	3,47%
Prêmio de Risco do Mercado Acionário ⁽²⁾	5,42%
Prêmio de Risco País ⁽³⁾	1,52%

Sensibilidade da Estrutura de Capital

Dívida líquida / Capital total	Dívida líquida / Valor das ações	Mediana do beta desalavancado	Fator de alavancagem	Beta ⁽⁴⁾ alavancado	Custo do equity ⁽⁵⁾ (US\$ reais)
25%	33,3%	1,05	1,33	1,40	12,6%
30%	42,9%	1,05	1,43	1,50	13,1%
35%	53,8%	1,05	1,54	1,62	13,8%

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) ⁽⁶⁾		
Custo da dívida antes dos impostos em US\$		
10,00%	10,50%	11,00%
11,9%	12,1%	12,2%
12,2%	12,3%	12,5%
12,4%	12,6%	12,8%

(1) Taxa Livre de Risco calculada pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse, em termos nominais.

(2) Prêmio de risco do mercado acionário no longo prazo, calculado pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse.

(3) Prêmio de Risco País calculado pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse.

(4) Beta Alavancado: $(\text{Beta} * \text{Fator de Alavancagem})$.

(5) Custo do Equity: $R_f + B * (R_m - R_f) + RP$, ou a taxa livre de risco mais o beta vezes o prêmio de risco do mercado acionário mais o risco país.

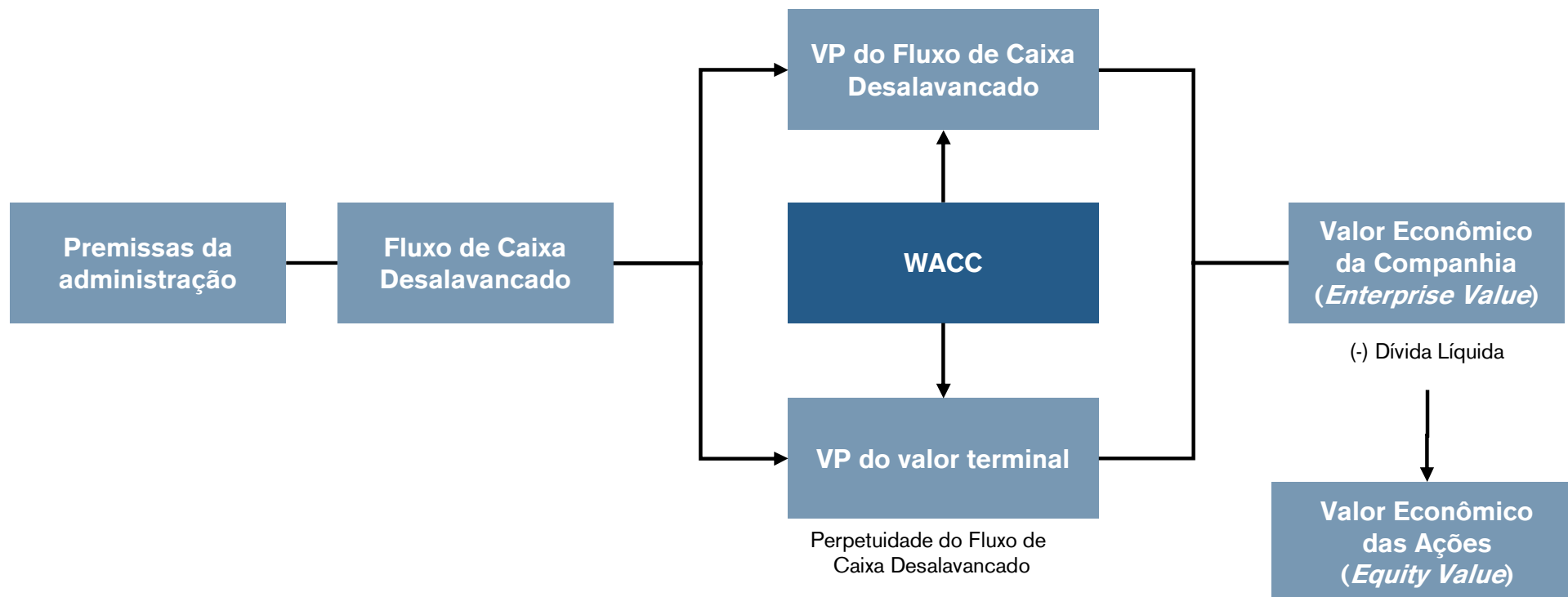
(6) WACC: $K_d = \text{Custo da Dívida}; K_e = \text{Custo do Equity} [K_d * (1 - \text{alíquota de impostos}) * (D / (D + E))] + [K_e * (E / (D + E))]$.

WACC (Custo Médio Ponderado do Capital) calculado em dólar nominal de 11,9% a 12,8% a.a.

Apêndice B. Descrição da metodologia de avaliação utilizada

Fluxo de caixa descontado para a empresa (“FCD”)

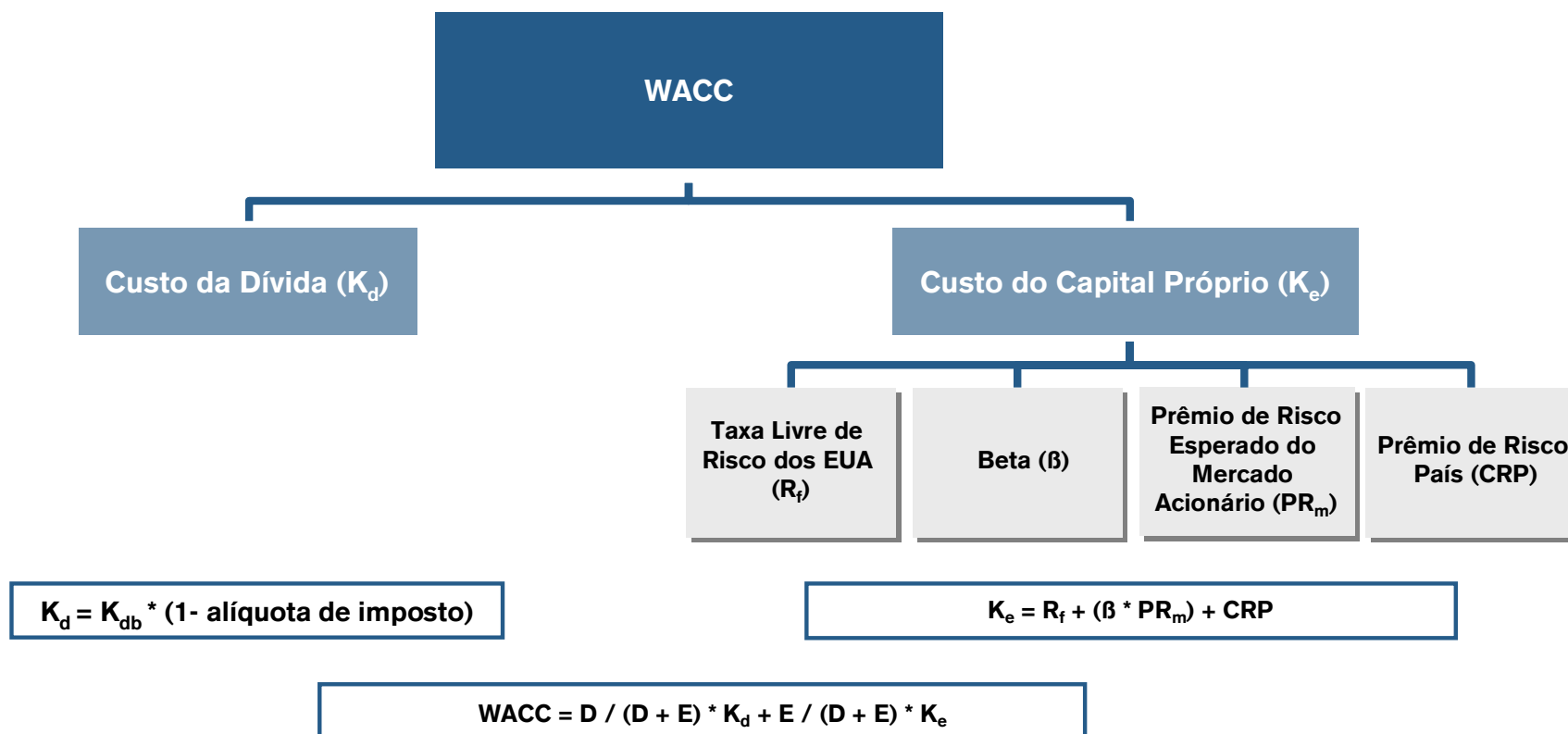
Metodologia de elaboração do FCD



Cálculo do WACC

O WACC foi calculado pela combinação do custo do capital próprio (K_e) e do custo da dívida (K_d) estimados para as empresas analisadas, considerando-se uma estrutura alvo de capital

- O K_e foi estimado pelo avaliador a partir do modelo CAPM - Capital Asset Pricing Model, ajustado para o risco-país
- O K_d foi estimado pelo avaliador considerando-se o risco de crédito e a situação do mercado de dívida



Apêndice C. Termos e definições utilizados na avaliação

Termos e definições utilizados na Avaliação

- **EBITDA:** do inglês, Earnings Before Interest , Taxes, Depreciation and Amortization, significa, com relação um período, a soma do lucro operacional antes das despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização.
- **Capex:** do inglês, Capital Expenditures, ou Investimentos em manutenção e/ou expansão de capacidade.
- **WACC:** do inglês, Weighted Average Cost of Capital, ou Custo Médio Ponderado de Capital (taxa de desconto).
- **CAPM:** do inglês, Capital Asset Pricing Model, ou Modelo de Precificação de Ativos.
- **Beta:** índice que mede o risco não diversificável de uma ação. É um índice que mede a relação entre o retorno da ação e o retorno do mercado. Desta forma, o prêmio por risco será sempre multiplicado por este coeficiente, exigindo um prêmio maior por risco quanto maior a variação da ação em relação à carteira de mercado.
- **Receita (Caixa):** Recebimento efetivo em caixa decorrente da venda de unidades

BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3064

01451-000 São Paulo, SP

+55 11 3841 6000

www.credit-suisse.com

RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO

Alphaville Urbanismo S.A.

Dezembro 2009

A presente apresentação foi preparada exclusivamente para o benefício e uso interno do Conselho de Administração da Gafisa S.A. (a “Companhia”) de forma a assistir o Conselho de Administração na avaliação, de forma preliminar, da viabilidade de uma possível transação e não confere qualquer tipo de direito de utilização, publicação, em seu inteiro teor ou em parte, para qualquer terceiro. A presente apresentação tem somente o fim de auxiliar na discussão e deve ser considerada incompleta sem a devida referência à, e deve ser vista somente em conjunto com a, apresentação oral feita pelo J.P. Morgan. Nem a presente apresentação, ou qualquer parte de seu conteúdo, pode ser divulgado ou utilizado para qualquer outro propósito sem o prévio e expresso consentimento escrito do J.P. Morgan, e a assinatura do pertinente termo de liberação de obrigações em termos satisfatórios exclusivamente ao J.P. Morgan.

A informação contida nessa apresentação foi baseada em premissas e projeções que nos foram fornecidas pelos membros da administração da Companhia e refletem as condições prevalecentes na presente data, e portanto, estão sujeitas a eventuais mudanças. A opinião do J.P. Morgan constitui o entendimento do J.P. Morgan e deve ser considerada somente como indicativa, preliminar e para fins ilustrativos somente. Ao preparar a presente apresentação, nós confiamos nas, e assumimos que as, informações que nos foram fornecidas, sejam diretamente pela Companhia ou obtidas juntos a fontes públicas, ou ainda passíveis de nossa análise, eram verdadeiras, corretas e completas, sem contudo termos realizado qualquer tipo de verificação independente ou *due diligence*. Adicionalmente, nossa análise não é nem tem a intenção de ser considerada uma avaliação dos ativos, ações ou negócios da Companhia ou qualquer outra entidade. O J.P. Morgan não faz qualquer representação ou declaração com relação ao valor que possa ser efetivamente recebido em relação à uma transação, nem com relação a qualquer aspecto legal, tributário ou contábil referente à tal transação. Salvo se expressamente previsto diferentemente na presente, a informação aqui contida não leva em consideração os efeitos de uma possível transação envolvendo uma potencial ou efetiva mudança de controle, que teria efeitos e avaliações significativamente diferente.

Salvo qualquer disposição e contrário aqui presente, a Companhia e cada um de seus empregados, representantes ou a outros agentes, podem divulgar a qualquer pessoa, sem qualquer tipo de limitação, o tratamento fiscal dos Estados Unidos, federal ou estadual, para a receita ou estrutura fiscal da transação ora contemplada e qualquer material (incluindo opiniões ou análises fiscais) que sejam fornecidos à Companhia com relação a tal tratamento tributário, desde que tal tratamento ou estrutura esteja relacionado à uma estrutura ou tratamento que tenha sido sugerido à Companhia pelo J.P. Morgan.

As políticas do J.P. Morgan proíbem funcionários de oferecer, direta ou indiretamente um relatório de pesquisa favorável ou um preço alvo para qualquer avaliação, ou ainda, oferecer a mudança de rating ou preço alvo, de qualquer companhia, como forma de pagamento ou convencimento para a contratação de operações ou recebimento de remuneração. O J.P. Morgan também proíbe seus analistas de research de serem remunerados pelo seu envolvimento com as operações de investment banking salvo nos casos em que os benefícios de sua participação se estendam para todos os investidores.

Nota da Circular 230 do “Internal Revenue Services” dos Estados Unidos: J.P. Morgan Chase & Co. e suas afiliadas não oferecem serviços de consultoria fiscal. Desta forma, qualquer discussão de assuntos pertinentes à tributação dos Estados Unidos aqui incluídos (mesmo que sob a forma de anexos) não tem a intenção nem foi escrita para, e não pode ser usado em conexão com, a promoção, marketing ou recomendação, por quem quer que seja que não seja afiliado da J.P. Morgan Chase & Co. de qualquer dos assuntos aqui tratados ou com o propósito de evitar qualquer penalidade referente a assuntos tributários dos Estados Unidos.

J.P. Morgan é um nome de marketing para o negócio de investment banking da J.P. Morgan Chase & Co. e suas subsidiárias ao redor do mundo. Valores Mobiliários, Estruturação de Empréstimos Sindicalizados, Assessoria Financeira e outras atividades de investment banking são prestadas por meio de combinação de esforços entre a J.P. Morgan Securities Inc., J.P. Morgan plc, J.P. Morgan Securities Ltd. e as subsidiárias devidamente autorizadas para tal, da J.P. Morgan Chase & Co. na Ásia e Pacífico, e empréstimos, derivativos e outras atividades de banco comercial são feitas por J.P. Morgan Chase Bank, N.A. Os membros da equipe do J.P. Morgan trabalhando na operação podem ser funcionários de quaisquer das referidas entidades.

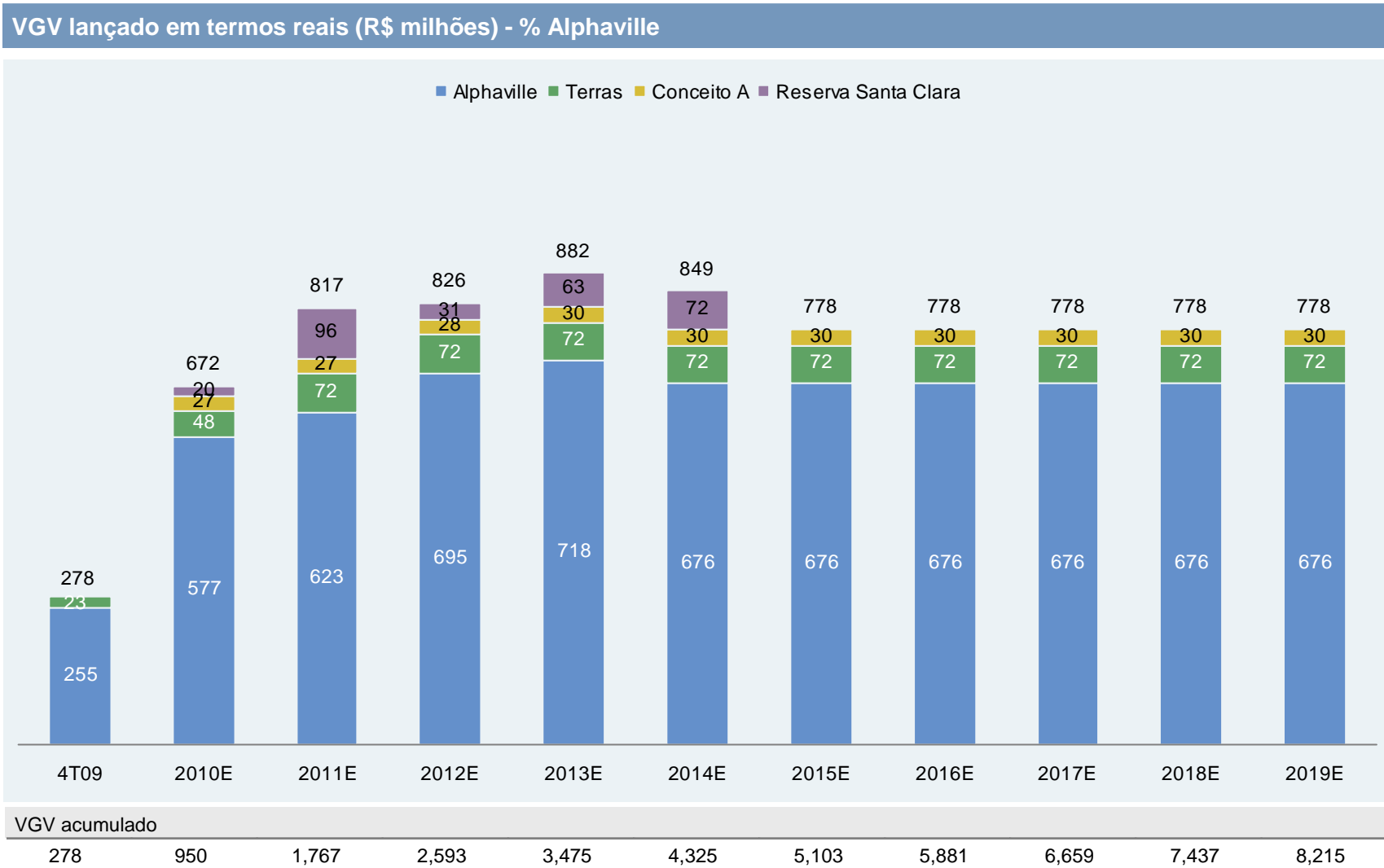
Agenda

	Page
Sumário das projeções	1
Sumário da avaliação	7
Apêndice	10

Sumário das projeções

	Considerações
Estrutura das projeções	<ul style="list-style-type: none">As projeções da companhia foram realizadas em moeda local (R\$) e em termos reais<ul style="list-style-type: none">Valores proporcionais à participação da Alphaville nos projetosProjeções agrupadas em controladora e 4 principais segmentos<ul style="list-style-type: none">Projetos já lançados (<i>Run Off</i>)Lançamentos no 4T09 e 2010Reserva Santa ClaraLançamentos a partir de 2011 para os produtos Alphaville, Terras Alpha e Conceito ADRE não ajustado para as normas do CPC (AVP, capitalização da dívida, garantias, etc)
Lançamentos até 3Q09	<ul style="list-style-type: none">Considera projetos lançados até 3Q09 e que ainda possuem fluxos de caixaDRE inclui 40 projetos já lançados e ainda não totalmente vendidos/completos
Lançamentos no 4T09 e 2010	<ul style="list-style-type: none">Considera o lançamento de 19 projetos no 4T09 e 2010<ul style="list-style-type: none">14 produtos Alphaville; 3 Terras Alpha; 1 Conceito A e 1 Reserva Santa Clara
Reserva Santa Clara	<ul style="list-style-type: none">Considera lançamentos do projeto Reserva Santa Clara em 2011, 2012, 2013 e 2014
Lançamentos a partir de 2011	<ul style="list-style-type: none">Considera o lançamento dos produtos de Alphaville, Terras Alpha e Conceito A<ul style="list-style-type: none">Lançamentos de 2014 replicados para os anos de 2015, 2016, 2017 e 2018

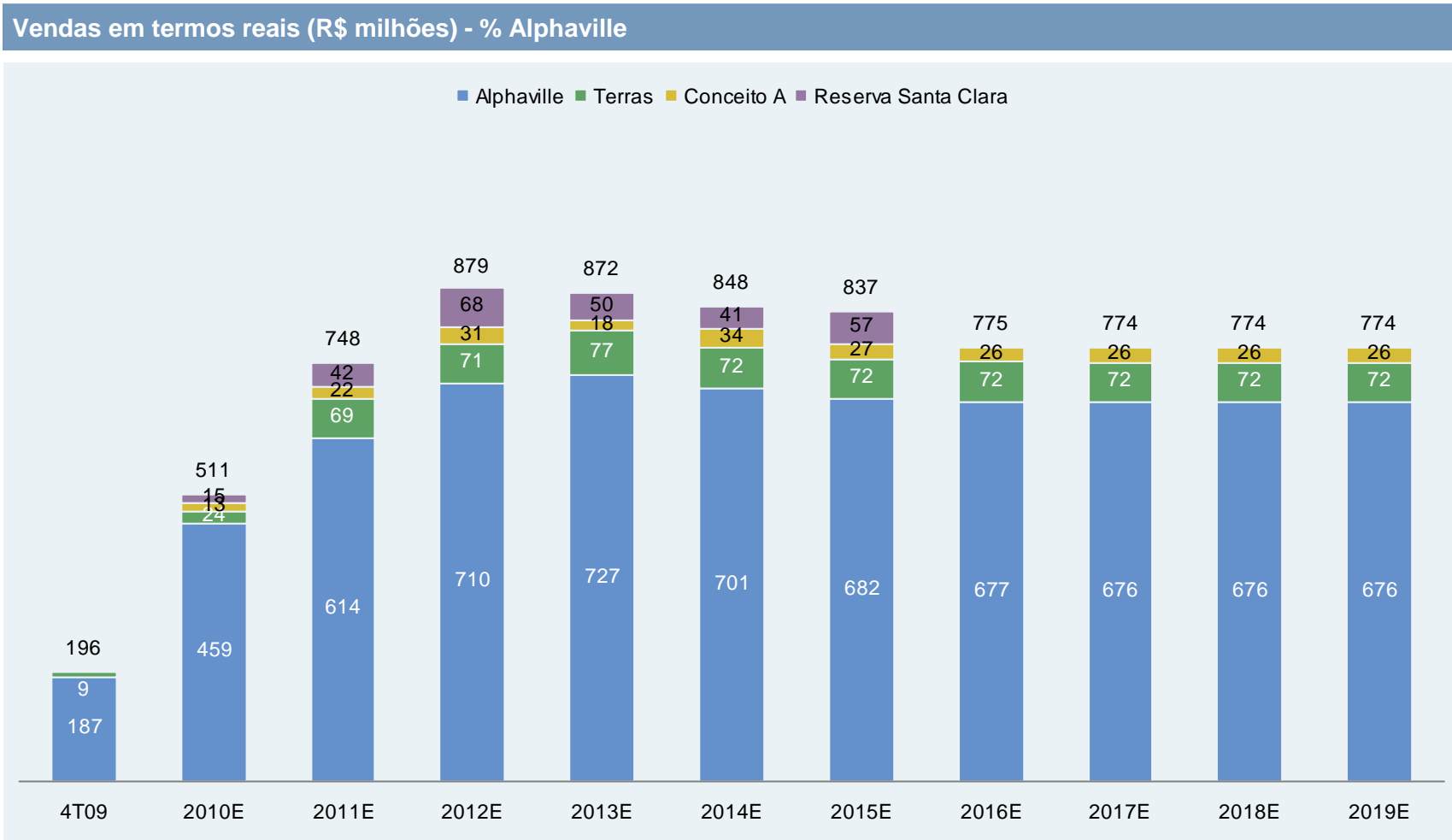
Volume geral de lançamentos



Fonte: Alphaville

Nota: Valores proporcionais a participação de Alphaville

Vendas contratadas



Fonte: Alphaville
 Nota: Valores proporcionais a participação de Alphaville

Demonstração de resultado projetado

Demonstração de resultado – termos reais (R\$ milhões)												
	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2019E Norm.	CAGR / Média '10-19E
Receita Bruta	423	626	793	868	848	850	804	787	774	774	774	6.9%
(-) Deduções	(15)	(23)	(29)	(32)	(31)	(31)	(29)	(29)	(28)	(28)	(28)	6.9%
Receita líquida	408	603	764	837	817	819	775	759	745	745	745	6.9%
<i>Crescimento %</i>	47.8%	48.0%	26.7%	9.5%	(2.4%)	0.3%	(5.4%)	(2.1%)	(1.7%)	0.0%	0.0%	12.1%
Custo dos produtos	(238)	(355)	(464)	(508)	(492)	(492)	(465)	(453)	(443)	(443)	(443)	7.1%
Lucro bruto	169	249	300	329	325	326	310	306	303	303	303	6.7%
<i>Margem bruta %</i>	41.6%	41.2%	39.3%	39.3%	39.8%	39.9%	40.0%	40.3%	40.6%	40.6%	40.6%	40.3%
Despesas comerciais	(34)	(36)	(41)	(43)	(42)	(39)	(39)	(39)	(38)	(38)	(38)	1.3%
Despesas gerais e administrativas	(35)	(44)	(56)	(67)	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)	7.1%
Participação nos resultados	(6)	(8)	(10)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	7.9%
EBITDA	94	160	193	207	206	210	194	191	187	187	188	7.9%
<i>Margem EBITDA %</i>	23.1%	26.6%	25.2%	24.7%	25.3%	25.7%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.2%	25.1%

Fonte: Alphaville

Nota: 2019E normalizado foi utilizado apenas para o cálculo do valor terminal

Fluxo de caixa projetado

Fluxo de caixa – termos reais (R\$ milhões)

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2019E Norm.	CAGR / 10-19E
Entradas	353	483	646	662	660	715	789	817	796	794	769	9.4%
Imobiliária - Principal	351	480	643	659	657	711	784	813	792	791	769	9.4%
Imobiliária - Juros	2	2	3	3	3	3	5	4	4	3	0	2.4%
Outros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Saídas	(367)	(467)	(592)	(654)	(650)	(648)	(635)	(623)	(611)	(611)	(609)	5.8%
Despesas com incorporação	(56)	(58)	(66)	(67)	(63)	(60)	(59)	(58)	(58)	(58)	(58)	0.5%
Marketing institucional	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	0.0%
Marketing produto	(29)	(30)	(34)	(36)	(35)	(33)	(32)	(32)	(31)	(31)	(31)	0.8%
Terreno	(7)	(3)	(4)	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(15.7%)
Outros	(17)	(23)	(25)	(23)	(24)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(22)	3.5%
Construção e Urbanização	(250)	(330)	(423)	(464)	(459)	(459)	(444)	(433)	(423)	(423)	(423)	6.0%
Despesas gerais e administrativas	(35)	(44)	(56)	(67)	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)	(65)	7.1%
Participação nos resultados	(5)	(6)	(8)	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	9.5%
Impostos	(21)	(29)	(40)	(46)	(51)	(53)	(56)	(56)	(54)	(54)	(52)	11.0%
Fluxo de caixa operacional	(14)	15	54	8	11	66	154	194	185	183	160	
Investimentos	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	
Fluxo de caixa após investimentos	(14)	15	54	7	10	66	154	193	184	182	159	

Fonte: Alphaville

Nota: 2019E normalizado foi utilizado apenas para o cálculo do valor terminal

Agenda

	Page
Sumário das projeções	1
Sumário da avaliação	7
Apêndice	10

Considerações da avaliação

Avaliação

Considerações

- Fluxo de caixa descontado baseado em projeções financeiras fornecidas pela Alhavelle e aprovadas pelos acionistas
 - A pedido do cliente, a avaliação será baseada apenas na análise de fluxo de caixa descontado
- Projeções foram realizadas em R\$ e em termos reais em dezembro de 2009
 - Fluxos de caixa foram convertidos para US\$ dólares e termos nominais e descontados em um intervalo para o WACC de 14.3% a 15.3% e um crescimento na perpetuidade entre 1.5% e 2.5%
- Data de avaliação: 30 de setembro de 2009
 - Dívida líquida e contingências em 30 de setembro de 2009
 - Valor terminal baseado em um fluxo de caixa normalizado e perpetuidade
 - Convenção de desconto baseado em um período médio (*mid period convention*)

Taxa de desconto

- Taxa de desconto calculada em US\$ dólares e em termos nominais
 - Custo do capital próprio entre 14.8% e 16.3% assumindo um Beta de 1.53
 - Custo de dívida de 13.0% após impostos
 - Não considera benefício fiscal da dívida pelo fato dos impostos serem calculados como porcentagem da receita

Premissas macroeconômicas

- Premissas macroeconômicas realizadas pelo departamento econômico do J.P. Morgan
 - Taxa de câmbio baseada em projeções do J.P. Morgan para 4Q09, 2010 e 2011 e paridade do poder de compra para os anos posteriores

Fluxo de caixa descontado

Fluxo de caixa descontado (US\$ milhões, a não ser quando indicado)												
	4T09E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2019 Normal.
Entradas operacionais (R\$ milhões) – termos reais	92	353	483	646	662	660	715	789	817	796	794	769
Saídas operacionais (R\$ milhões) – termos reais	(90)	(367)	(467)	(592)	(654)	(650)	(648)	(635)	(623)	(611)	(611)	(609)
Fluxo de caixa operacional (R\$ milhões) – termos reais	3	(14)	15	54	8	11	66	154	194	185	183	160
Investimentos (R\$ milhões) – termos reais	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Fluxo de caixa após investimentos (R\$ milhões) – termos reais	2	(14)	15	54	7	10	66	154	193	184	182	159
Índice de inflação	1.00	1.02	1.07	1.12	1.17	1.22	1.27	1.33	1.39	1.45	1.52	1.52
Fluxo de caixa após investimentos (R\$ milhões) – termos nominais	2	(15)	16	60	9	12	84	205	269	268	277	242
Taxa de câmbio (R\$ / US\$)	1.72	1.66	1.83	1.92	1.97	2.02	2.07	2.12	2.17	2.22	2.28	2.28
Fluxo de caixa após investimentos (US\$ milhões) – termos nominais	1	(9)	9	31	4	6	41	97	124	120	121	106

VP dos Fluxos de Caixa			Valor Presente do Valor Terminal			Valor da Firma			Dívida Líquida + Contingências ¹		Valor do Equity													
			Cresc. na perpetuidade			Cresc. na perpetuidade					Cresc. na perpetuidade													
			1.5% 2.0% 2.5%			1.5% 2.0% 2.5%					1.5% 2.0% 2.5%													
WACC	15.3%	188	+	WACC	15.3%	195	204	213	=	WACC	15.3%	383	391	400	-	15.3%	90	=	WACC	15.3%	294	302	311	
	14.8%	194			14.8%	211	221	231			14.8%	405	415	425			14.8%			90	14.8%	316	325	335
	14.3%	200			14.3%	229	240	251			14.3%	429	440	451			14.3%			90	14.3%	340	350	362

Meio do intervalo = R\$578mm²

Valor Terminal como % do VF				Valor Terminal / EBITDA '19E ³				VF/EBITDA '10E ³				VF/EBITDA '11E ³							
Cresc. na perpetuidade				Cresc. na perpetuidade				Cresc. na perpetuidade				Cresc. na perpetuidade							
1.5% 2.0% 2.5%				1.5% 2.0% 2.5%				1.5% 2.0% 2.5%				1.5% 2.0% 2.5%							
WACC	15.3%	51.0%	52.0%	53.1%	WACC	15.3%	6.3x	6.5x	6.8x	WACC	15.3%	7.1x	7.2x	7.4x	WACC	15.3%	4.0x	4.1x	4.2x
	14.8%	52.2%	53.2%	54.3%		14.8%	6.5x	6.8x	7.1x		14.8%	7.5x	7.6x	7.8x		14.8%	4.2x	4.3x	4.4x
	14.3%	53.4%	54.5%	55.6%		14.3%	6.7x	7.0x	7.4x		14.3%	7.9x	8.1x	8.3x		14.3%	4.5x	4.6x	4.7x

¹ Dívida líquida (inclui empréstimos e financiamentos, aquisição de participações societárias, contingências e repasses a efetuar a sócios incorporadores) em 30 de setembro de 2009, convertido para dólares usando uma taxa de câmbio em 30 de setembro de 2009 de R\$/US\$ 1.77

² Valor do Equity convertido para Reais com base em uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 1.78 em 18 de dezembro de 2009

³ Múltiplo calculado utilizando um EBITDA em termos nominais de R\$96 milhões para 2010, R\$171 milhões para 2011 e R\$285 milhões para 2019 normalizado

Nota: Avaliação com base em projeções da Alphaville. 2019E normalizado para o cálculo de valor terminal

Agenda

	Page
Sumário das projeções	1
Sumário da avaliação	7
Apêndice	10
■ Análise da taxa de desconto	

Análise da taxa de desconto

Sumário da taxa de desconto

	Mín.		Máx.
Taxa livre de risco ¹		3.5%	
Prêmio do risco de mercado	6.0%	—	7.0%
Beta alavancado	1.53	—	1.53
Risco país	2.1%	—	2.1%
Custo de capital próprio	14.8%	—	16.3%
Custo da dívida antes dos impostos		13.0%	
Custo da dívida após impostos		13.0%	
Dívida/capitalização total alvo		30.0%	
Taxa de desconto (WACC)	14.3%	—	15.3%

Benchmark da estrutura de capital

Companhia	Valor de Mercado (R\$m)	Dívida/Cap. total	Beta alavancado		Beta realavancado ³
			Predicted ²	Histórico	
Cyrela	10,356	22.6%	2.2	1.4	1.51
MRV	6,603	10.2%	2.4	1.5	1.93
Rossi	4,183	21.0%	2.0	1.3	1.43
PDG Realty	6,412	20.8%	1.9	1.2	1.39
Brascan	3,292	27.6%	2.2	1.3	1.39
Média		20.5%	2.2	1.3	1.53
Mediana		21.0%	2.2	1.3	1.43

Custo de capital próprio vs. Alvo da dívida/capitalização total⁴

		Custo de capital próprio			
		14.8%	15.3%	15.8%	16.3%
Alvo da dívida/cap. total	20.0%	14.4%	14.8%	15.3%	15.7%
	25.0%	14.4%	14.7%	15.1%	15.5%
	30.0%	14.3%	14.6%	15.0%	15.3%
	35.0%	14.2%	14.5%	14.8%	15.2%
	40.0%	14.1%	14.4%	14.7%	15.0%

Custo de capital próprio vs. custo da dívida antes do impostos⁵

		Custo de capital próprio			
		14.8%	15.3%	15.8%	16.3%
Custo da dívida antes do impostos	12.0%	14.0%	14.3%	14.7%	15.0%
	12.5%	14.1%	14.5%	14.8%	15.2%
	13.0%	14.3%	14.6%	15.0%	15.3%
	13.5%	14.4%	14.8%	15.1%	15.5%
	14.0%	14.6%	14.9%	15.3%	15.6%

Fonte: FactSet, Barra Betas e estimativas do J.P. Morgan

Nota: dados de mercado em 18 de dezembro de 2009

¹ Yield do bond de 10 anos do tesouro dos E.U.A. em 18 de dezembro de 2009

² Refere-se ao Global Predicted Beta

³ Beta desalavancado das companhias com base em suas respectivas estruturas de capital e realavancado com base em uma estrutura alvo dívida/cap. total de 30%

⁴ Assume custo da dívida antes de impostos de 13.0%

⁵ Assume dívida/capitalização total alvo de 30%