

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA DE CAPITAL ABERTO
O CASO DA SOUZA CRUZ**

**Derek Lundgren Bittar
Nº de matrícula: 9715580**

Orientador: José Henriques Tinoco

Junho de 2001

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA DE CAPITAL ABERTO
O CASO DA SOUZA CRUZ**

**Derek Lundgren Bittar
Nº de matrícula: 9715580**

Orientador: José Henriques Tinoco

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri
para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando
autorizado pelo professor orientador”**

Junho de 2001

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Ao meus pai e mãe,

Eduardo Bittar e Elisabeth Lundgren, que tanto me motivaram em minhas conquistas.

Agradecimentos para meu Professor e orientador,

José Henriques Tinoco, que me acompanhou e incentivou durante todo curso.

I.	Introdução.....	VII
I. 1	A empresa Souza Cruz.....	IX
I. 1. 1.	Breve histórico da empresa.....	IX
I. 1. 2.	Perfil da empresa.....	IX
I. 1. 3.	Processamento.....	XII
I. 1. 4.	Distribuição.....	XV
I. 2	O setor de tabaco.....	XVIII
I. 2. 1.	O fumo.....	XVIII
I. 2. 2.	A Afubra.....	XXII
I. 2. 3.	Sanções ao setor.....	XXIII
II.	Materiais e métodos.....	XXVIII
II. 1	Método a ser empregado.....	XXVIII
II. 2	Concepções equivocadas sobre a avaliação de empresas.....	XXVIII
II. 3	Avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado:.....	XXIX
II. 3. 1.	Exemplo de Fluxo de Caixa Descontado.....	XXXI
II. 4	Taxas de Desconto : custo do Patrimônio.....	XXXI
II. 4. 1.	Estimando o beta da ação.....	XXXII
II. 4. 2.	Determinantes do Beta.....	XXXIII
II. 5	Estimando os fluxos de caixa da firma.....	XXXIV
II. 5. 1.	EBIT de uma Firma.....	XXXIV
II. 5. 2.	Normalizando o EBIT.....	XXXV
II. 6	Múltiplos.....	XXXVI
II. 6. 1.	Preço sobre o lucro.....	XXXVI
II. 6. 2.	Valor da Empresa contra seu EBITDA.....	XXXVI
III.	Resultados.....	XXXVIII
III. 1	Resultados financeiros.....	XXXVIII
III. 1. 1.	Fluxo de Caixa Descontado.....	XXXVIII
	Empresas de fumo dos diferentes mercados.....	XXXIX
III. 2	Resultados em bolsa.....	XL
	Beta da Ação CRUZ3.....	XL
III. 2. 2.	Rentabilidade do Papel.....	XLI
IV.	Discussão dos resultados.....	XLIII
IV. 1	Situação da empresa.....	XLIII
IV. 2	Riscos.....	XLV
IV. 2. 1.	Restrição à Propaganda.....	XLV
IV. 2. 2.	Contrabando.....	XLV
IV. 2. 3.	Litígio.....	XLVI
IV. 2. 4.	Taxas de Juro.....	XLVI
IV. 3	Fluxo de caixa descontado.....	XLVII
IV. 4	Valores relativos.....	XLVII

IV. 4. 1.	Preço / Lucro	XLVII
IV. 4. 2.	Valor da empresa / Ebitda	XLVII
IV. 5	Beta	XLVIII
IV. 6	Desempenho em Bolsa	XLVIII
V.	Conclusões.....	L
VI.	Anexo.....	LII
VI. 1	Tabela 1	LII
VI. 2	Tabela 2	LIII
VI. 3	Tabela 3	LIV
VII.	Referências Bibliográficas	LV

I. Introdução

A Bovespa apresenta diversas oportunidades de investimentos em empresas no mercado à vista, permitindo pequenos, médios e grandes investidores, a apostarem em empresas de capital aberto de suas escolhas.

A escolha de compra do papel de uma determinada empresa representa uma aposta na mesma. Com isso o investidor está demonstrando sua crença no bom desempenho do papel.

O desempenho do papel será sempre em relação a uma referência. Na análise usual, observa-se o desempenho do papel contra um *benchmark*¹. No caso de uma situação de queda do *benchmark* acompanhada de uma depreciação do papel, porém menor que a do *benchmark*, considera-se que o papel teve um bom desempenho. Dizemos que o papel *performou o benchmark*.

Mas como um investidor deve olhar para os resultados de uma empresa, de forma a poder deduzir um melhor desempenho do papel que o *benchmark* ?

Essas perguntas podem ser respondidas por meio de ferramentas analíticas, que serão demonstradas neste trabalho. E que demonstrarão sua capacidade

¹ *Bechmark* – Índice relativo (Referência) a um ativo em estudo. Termo utilizado em estudos de carteiras de ativos, ou na análise de ativos específicos.

de interpretar os resultados financeiros de uma empresa, de modo a precificá-la no mercado acionário

Comparando seus resultados financeiros a seu preço na Bolsa, poderemos concluir se seu valor de mercado está sobre-valorizado, ou ainda tem espaço para crescer.

A empresa a ser avaliada é a Souza Cruz. Seus resultados serão comparados com seu desempenho contra o índice *Ibovespa*². Para isso, a empresa será observada na data de outubro de 2000, de modo a se ter um comparativo em bolsa de um semestre, frente a seus resultados.

² *Ibovespa* – Principal (por sua tradição) índice da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo).

I. 1 A empresa Souza Cruz

I. 1. 1. Breve histórico da empresa

A primeira empresa a fabricar cigarros já enrolados no Brasil, foi a Souza Cruz. Em 1903, Albino Souza Cruz, imigrante português, deu início a um negócio, que tem hoje enorme significância na indústria brasileira. Além de ser a pioneira no setor, a Souza Cruz se tornaria líder de um mercado competitivo, avançando a passos largos.

A Souza Cruz é uma das cinco maiores empresas do setor privado no país, fazendo parte do grupo *British American Tobacco* (BAT) e é responsável pela manutenção de 5 mil empregos diretos, com atuação em vários estados e no exterior. De fato a empresa abrange o mercado inteiro Brasileiro, possuindo mais de 210 mil pontos de venda em todo o território nacional. Seus braços se estendem para outros países, com outras variedades de cigarros. A marca Hollywood, por exemplo, pode ser encontrada tanto às margens do Rio Amazonas, em São Joaquim do Curiaú (são 210 mil pontos de venda em todo o território nacional), quanto em Bucareste, capital da Romênia.

(Souza Cruz, Site)

I. 1. 2. Perfil da empresa

A Souza Cruz procura tornar público os seus princípios éticos e sua filosofia empresarial, com o propósito de contribuir para os debates que envolvem a indústria do tabaco. Ela parte do princípio de que é dever das empresas, cidadãos e instituições participar de forma efetiva das discussões relevantes que dizem respeito à sociedade. Esse seu perfil tornou-se mais evidente, após as sanções sofridas pelo setor.

A Souza Cruz fabrica e vende cigarros de alta qualidade, mas sabe que seu papel vai muito além dessas atividades. Sua política de marketing que há pouco era norteadada por essa visão teve de se adaptar a sua nova situação e deixou de ser uma de suas áreas mais expressivas.

Atuando em um setor de muita polêmica e questionado pela sociedade, ela busca colocar à disposição de seus consumidores os melhores produtos de tabaco e ser uma empresa de sucesso na indústria onde atua. Partindo de uma premissa ética de não incentivar os não-fumantes a adotar seus produtos e, em especial, de dificultar o acesso ao cigarro aos menores de 18 anos. Deve-se notar que esta característica da empresa teve de ser enfatizada, após as sanções sofridas pelo governo.

A Souza Cruz, curiosamente se identifica como uma empresa que lida com um produto que está “estatisticamente associado a riscos para a saúde”. Hoje, ela dedica uma atenção especial a essa questão. Da produção à comercialização, passando pela distribuição, propaganda (hoje bastante restrita), promoção e programas educativos, ela procura exercer suas atividades levando em conta não somente a satisfação imediata

dos seus clientes, mas também sua responsabilidade frente às diferentes comunidades com as quais interage.

Suas políticas de produto, distribuição, preço e promoção baseiam-se em estudos realizados regularmente junto aos consumidores finais e varejistas. Ela busca identificar as expectativas dos clientes de modo atendê-las da melhor forma possível. Ainda mais sabendo que concorre hoje com um forte e significativo mercado informal.

A Souza Cruz hoje se empenha em vencer o desafio de suas restrições de propaganda, de forma a manter o conhecimento dos consumidores de sua qualidade. Ela foi restringida quanto ao alcance e esclarecimento de seus consumidores, porém continua a apresentar as mais diversas opções de preço e qualidade que podem ser oferecidas no mercado formal.

Um fator relevante para a consolidação da empresa no mercado brasileiro, é a aprovação do “projeto do cigarro popular”, que poderia devolver à empresa grande parte de seus consumidores e aumentar significativamente seu volume de vendas.

A Souza Cruz é líder no mercado de cigarros brasileiro, com 79% de participação no mesmo. Suas marcas mais importantes são : Derby (35,1% de participação de mercado), Free (16,4%), Hollywood (11,5%) e Carlton (7,1%)

I. 1. 3. Processamento

Rigor Tecnológico no Processo Industrial

Uma das mais importantes características de um produto industrial é seu baixo índice de variabilidade. Dessa forma a Souza Cruz tem desenvolvido tecnologias cada vez mais precisas para garantir que seus cigarros fabricados em diferentes fábricas sejam rigorosamente iguais, em padrão e sabor.

Para atingir esse padrão, um sofisticado controle de qualidade acompanha cada etapa do processo. Antes de seguir para as fábricas de cigarros, o fumo é processado em uma das três usinas da empresa: Santa Cruz do Sul(RS), Blumenau (SC) e Rio Negro (PR).

Após a compra, o fumo adquirido pela Souza Cruz é separado por classe de fumo e vai para os modernos armazéns refrigerados. Em condições adequadas de umidade e temperatura, o fumo permanece com as suas características de qualidade. Um "blend" (mistura) é formado com diversas classes de fumo para formar uma "classe de enfiamento", o que garante maior uniformidade do produto em todas as suas características.

Já na fase de processamento, o fumo é colocado na mesa de alimentação e passa por cilindros condicionadores, onde é preparado com vapor e água para

separação de folha e talo. Os debulhadores e separadores separam as lâminas dos talos com cuidado, para evitar a "quebra" do produto, obtendo pedaços de lâmina e talos do maior tamanho possível.

As lâminas e talos passam em separado por secadores de esteira. Ali, a umidade ideal do produto final é garantida, e o embalagem é realizado em caixas. Após sua total liberação, o produto é estocado, para ser encaminhado às fábricas de cigarros e para exportação.

A Souza Cruz processa anualmente, no período compreendido entre janeiro e julho, uma safra de cerca de 180 mil toneladas de fumo.

FABRICAÇÃO DE CIGARROS

A Souza Cruz dispõe atualmente de 2 fábricas de cigarros: em Uberlândia e em Cachoeirinha - região metropolitana de Porto Alegre (RS).

A mais nova destas unidades produtoras é a Fábrica de Cachoeirinha. A maior do gênero da América Latina, porém, é a Fábrica de Uberlândia. Com cerca de 1,5 mil funcionários, ela é capaz de produzir cerca de 5 bilhões de cigarros por mês.

A fabricação começa quando os fardos com lâminas e talos vindos das

usinas de processamento são desmanchados e entram nas esteiras rolantes, em duas linhas distintas de processamento. O fumo passa por cilindros onde recebe e perde umidade várias vezes, para adquirir maleabilidade. O processo é totalmente automatizado, mas acompanhado atentamente por técnicos especializados no controle da temperatura e teores de água.

Em seguida, é feita a mistura, em diferentes proporções, de vários tipos de fumo - o "blending", responsável direto pelo sabor específico de cada marca que a Souza Cruz disponibiliza no mercado. As misturas, depois de prontas, recebem essências que realçam o seu sabor e aroma. O resultado desta fase inicial é o chamado fumo desfiado, que vai compor os cigarros.

O fumo desfiado é levado, através de tubulações, até a máquina de fazer cigarros. As máquinas, chamadas "GD's" são absolutamente mais avançadas, produzem 16 mil cigarros por minuto, substituindo as antigas MK9, que, nos anos 80, alcançavam a marca recorde 4,5 mil cigarros por minuto.

Além de ágeis, as GD's têm seu próprio controle de qualidade, monitorado por sensores eletrônicos: qualquer cigarro com defeito, por mínimo que seja, é rejeitado automaticamente. E as GD's funcionam continuamente, mesmo que seja necessário trocar as bobinas de papel nas quais o cigarro é enrolado.

Por uma correia transportadora, os cigarros prontos são levados até a

máquina de encarteirar. Estas são capazes de produzir 230 carteiras por minuto, cada uma formada por 20 cigarros envolvidos em papel alumínio, com rótulo e selo. Em seguida, as carteiras entram numa máquina que as envolve em uma fina película de polipropileno, que preserva o sabor e aroma do produto final durante a fase de estocagem, transporte e comercialização. As carteiras sem selo são rejeitadas automaticamente graças à ação de uma célula fotoelétrica. Passando por esta fase, as carteiras entram, por sua vez, na máquina que as acondicionam em pacotes de 10 maços. Finalmente, estes são levados em esteiras para a máquina que os embala em caixas de papelão, contendo 70 pacotes cada. A produção é encerrada com a estocagem, nos depósitos, das caixas destinadas ao transporte. Na fábrica de Uberlândia, a armazenagem é feita com a ajuda de computador, de modo que o cigarro sai dos caminhões na ordem em que entrou. É o chamado sistema PEPS ("O Primeiro a Entrar é o Primeiro a Sair"). Isso significa que o consumidor tem ainda a garantia adicional de um produto que é comercializado sempre na plena potencialidade de seu sabor e aroma, não havendo nenhuma possibilidade de um cigarro ficar "esquecido" no estoque.

I. 1. 4. Distribuição

REDE DE DISTRIBUIÇÃO

Em qualquer ponto do Brasil, encontra-se cigarros Souza Cruz pelo mesmo preço e qualidade. Os 210 mil pontos de vendas cadastrados são controlados por uma frota de aproximadamente 1,2 mil veículos.

A Souza Cruz é considerada pela COPPEAD benchmark internacional de operação logística para produtos de consumo de massa, com base no modelo da Michigan State University.

Os pedidos são feitos nos pontos de venda, os dados são registrados em computadores portáteis e enviados para os centros de processamento. Lá, com a totalidade dos pedidos computados no dia, é realizado o planejamento informatizado das 40 mil entregas diárias.

A Souza Cruz desenvolveu as Centrais Integradas de Distribuição (CID). Nas CID's, o controle de pedidos e remessas é totalmente computadorizado, além da separação de cada pacote de cigarro ser feita suavemente com equipamento totalmente automático.

A Souza Cruz tem liderado com cerca de 80% o mercado brasileiro de cigarros nestas últimas décadas. Das 10 marcas mais vendidas no mercado doméstico brasileiro, 7 são da Souza Cruz. Derby, Free, Hollywood e Carlton são as mais representativas, responsáveis por cerca de 75% do movimento desse setor.

Este resultado deve-se, sem dúvida, ao contínuo investimento e preocupação da Empresa em estar atendendo às das demandas do consumidor, oferecendo-lhe uma grande variedade de marcas. De forma a estar atendendo a todas as diferenças de demanda do mercado que lhe for viável.

I. 2 O setor de tabaco

I. 2. 1. O fumo

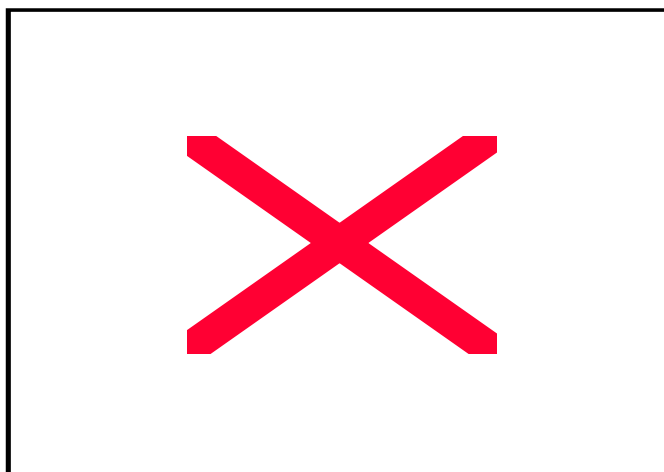
O tabaco é, hoje, a principal planta não alimentícia cultivada em todos os continentes. Sua produção anual está em torno de seis milhões de toneladas, com crescimento previsto pela FAO de 1 a 1,5% a.a até 2005, movimentando cerca de 20 bilhões de dólares. (Afubra, Site)

A atual líder mundial do setor é a China, que produz e consome quase 50% do tabaco mundial. A contribuição brasileira tem sido avaliada em 7,5 a 10% neste mesmo mercado. A comercialização internacional alcança mais ou menos 25% de todo o tabaco produzido. Países como o Zimbabwe e o Malawi têm no tabaco e seus derivados sua mais significativa via de geração de empregos e o mais importante produto na carteira de exportações. No Zimbabwe, o fumo responde por 6% do PIB - Produto Interno Bruto - e por 14% no Malawi. Por constituir-se em cultura de mão-de-obra intensiva, o fumo é responsável pela criação e manutenção de cerca de 33 milhões de empregos nas lavouras mundiais, aproximando-se de 100 milhões o número de pessoas ocupadas direta ou indiretamente na atividade fumageira.

Embora seja cultivado em mais de 100 países, os maiores produtores ainda são os mesmos dos últimos anos. Entretanto, a balança de exportações varia bastante. A China e a Índia, como a maioria dos produtores, consomem praticamente

toda a sua colheita e só comparecem com seus produtos no mercado externo eventualmente. Dois terços do fumo produzido no mundo provêm dos 6 países listados no gráfico abaixo, onde o Brasil aparece na quarta posição.

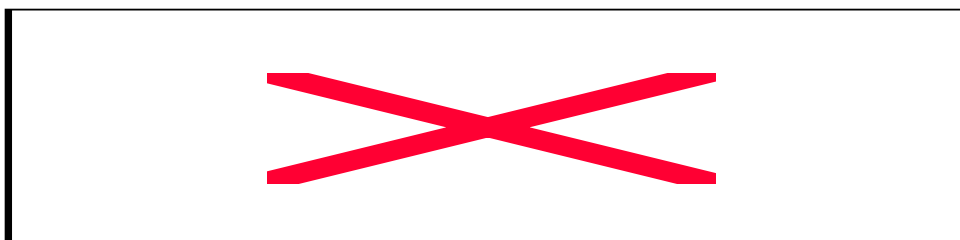
Principais Produtores de Fumo :



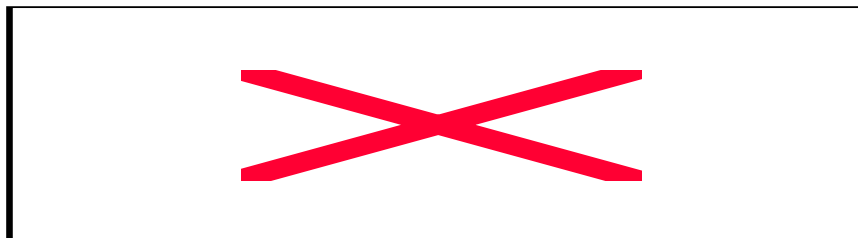
(Fonte: Afubra)

Observa-se que as plantações de tabaco ocupam apenas 0,3% das áreas atualmente cultivadas - menos da metade da área destinada, por exemplo, ao café (0,7%). Por isso, segundo a UNCTAD, entre os 30 produtos agrícolas de maior expressão mundial, o tabaco é o mais estável e de maior rentabilidade por área cultivada.

Principais Exportações

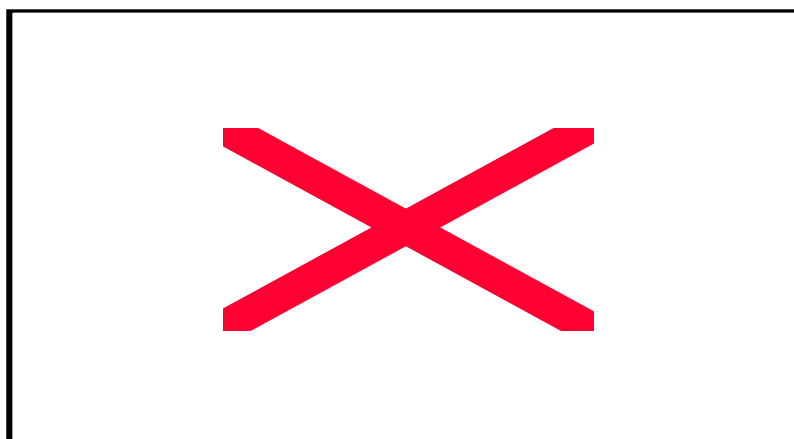


Principais Importações



(Fonte: Abifumo)

O perfil da indústria brasileira do fumo nas últimas duas décadas, editado pela Associação Brasileira de Produtores de Fumo, a ABIFUMO, mostra claramente porque a antiga planta sagrada dos índios continua sendo um dos mais importantes esteios de promoção social e econômica do Brasil.



(Fonte: Afubra)

* Os estados do sul incluem Rio Grande do Sul, Santa Catarina e

Paraná, na ordem de produção.

Apesar das diversas crises econômicas brasileiras das últimas décadas, os cerca de 210 000 produtores de fumo têm conseguido manter-se graças ao manejo racional da terra e da boa rentabilidade que a atividade oferece, mesmo em áreas pequenas. Por seu impacto social, a cultura do fumo é considerada hoje um fator de promoção humana e de manutenção do homem no campo.

Graças à excelente organização industrial e comercial do setor, o fumo no Brasil é hoje o único produto que tem preço previamente estabelecido, e garantia total de compra da safra. Além disso, a quase totalidade dos produtores está sendo continuamente assistida pela Associação de Produtores de Fumo do Brasil – AFUBRA - e pelas empresas processadoras. Este sistema de cooperação e parceria permitiu ao setor manter a estabilidade e o alto índice de expansão, fazendo frente ao crescimento das exportações verificadas nos anos 70 e 80. Esta parceria não se restringe à preocupação com as áreas produtoras de tabaco, mas com a preservação total da propriedade e da qualidade de vida do agricultor.

I. 2. 2. A Afubra

Na década de 50 uma crise se abateu sobre o setor. A indústria estabelecia o preço que lhe convinha, e nem sempre adquiria toda a produção comprando apenas os fumos de melhor qualidade. O produtor recebia o pagamento

somente no fim da comercialização, se não na safra seguinte. Além disso, o preço pago ao produtor chegou a baixar em alguns anos. Com o surgimento da Afubra, os preços passaram a ser negociados com a indústria antes da comercialização.

A instabilidade que se instalou nessa época foi gerada pela absoluta falta de um planejamento adequado. Os estoques estavam se elevando excessivamente e as causas eram atribuídas às variedades de fumo produzidas, pois não tinham aceitação no mercado externo. A Afubra desempenhou um papel importante no aperfeiçoamento do sistema integrado de produção, pelo qual, o setor estabelece um perfeito equilíbrio entre oferta e demanda. A pesquisa e introdução de novas variedades que atendessem as exigências do consumidor, foi outra conquista importante.

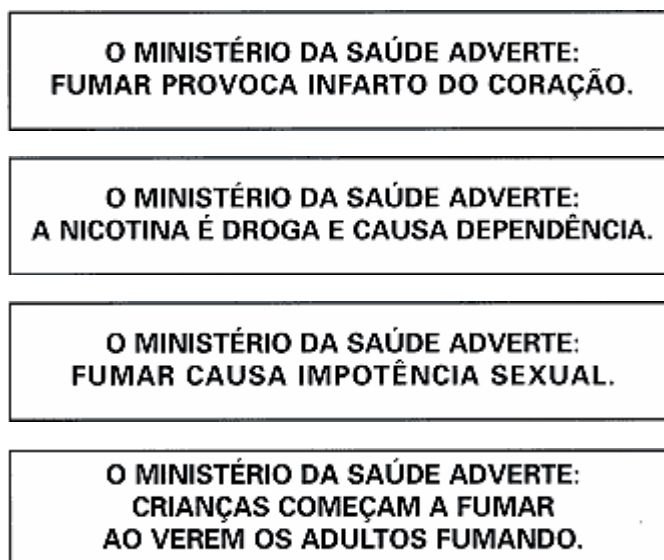
A falta de garantia para a lavoura de fumo, em razão dos enormes prejuízos causados por tempestades de granizo, impossibilitavam muitos fumicultores, com suas safras perdidas, de continuarem nesta atividade. Diversas organizações sondadas pela Afubra para bancarem o seguro da lavoura, declinaram do convite alegando alto risco. A entidade resolveu idealizar um plano próprio, com base no sistema mutualista, sendo instituído em 1956. Fruto do seu desempenho, a Afubra se consagrou na maior instituição mundial do gênero.

I. 2. 3. Sanções ao setor

A partir de agosto de 1988, o governo brasileiro, através do Ministério da

Saúde e com base na portaria 490 de 25 de agosto, estabeleceu que todas embalagens de cigarros deveriam conter advertências impressas sobre os riscos à saúde devido ao consumo do produto. A Lei 9294/96 e a portaria 477 de 23/03/1995 determinam que todo material de comunicação com visibilidade ao consumidor deve ter a aplicação da advertência.

A MP n. 1.814, de 22 de abril de 1.999, mais tarde substituída pela MP 1.912, já em sua décima edição, e portaria n. 695, de 1o de junho de 1.999, determinou a utilização das seguintes cláusulas :



A Souza Cruz, tem cumprido com a lei e mantém seus consumidores informados, quanto ao conteúdo, formato, localização e rotatividade das cláusulas de advertência dos riscos à saúde.

A VISÃO DA EMPRESA A RESPEITO DAS ADVERTÊNCIAS

“A Souza Cruz fabrica produtos de alta qualidade que são apreciados por milhões de fumantes. Entretanto, o prazer de fumar envolve riscos importantes relacionados a sérias doenças como câncer do pulmão, doenças respiratórias e cardíacas. Além disso, parar de fumar pode ser difícil para muitas pessoas.

Há muito tempo acreditamos que fumar é uma escolha exclusiva para adultos. Por esta razão apoiamos programas para prevenir e reduzir o ato de fumar entre crianças e adolescentes.

As autoridades de saúde pública têm divulgado nas últimas décadas a conclusão de que fumar é causa de doenças, encorajando as pessoas a parar de fumar. Todas as embalagens de cigarros que fabricamos contém cláusulas de advertência.

Em nossa opinião, existe um alto nível de consciência sobre os riscos à saúde ligados ao ato de fumar, e qualquer que seja a compreensão que considere fumar um vício, não há nada de poderoso no prazer de fumar que impeça as pessoas de parar, uma vez que elas tenham motivação.

Nosso entendimento sobre os riscos à saúde baseia-se no conjunto de estudos epidemiológicos (estatísticos) que têm sido desenvolvidos ao longo dos anos, que mostram uma maior incidência de certas doenças em grupos de fumantes comparados com grupos de não-fumantes.

Esses estudos também mostram que estes riscos são menores em grupos de pessoas que fumam menos - começam a fumar mais tarde, param mais cedo e consomem menos cigarros. As estatísticas não mostram um nível de consumo livre de risco, nem que um fumante em particular irá evitar uma doença associada por fumar menos. Os estudos estatísticos não são capazes de identificar o que irá acontecer a uma determinada pessoa, e a ciência ainda não é capaz de determinar quais fumantes adoecerão ou não.

Na nossa opinião, uma escolha consciente pelo prazer de fumar, ou seja, em que ao mesmo tempo sejam considerados os prazeres e os riscos envolvidos, não merece mais críticas do que qualquer outra decisão que tomamos quando optamos por um estilo de vida.

Existem algumas pessoas que alegarão que deixar a escolha a cargo de indivíduos, seria ignorar os riscos à saúde dos não-fumantes devido à fumaça ambiental dos cigarros. As estatísticas, porém, não indicam que a fumaça ambiental seja um fator de risco relevante associado com o desenvolvimento de qualquer doença, ou que tenha efeito para a saúde a longo prazo. Concordamos com as autoridades de saúde pública que não é correto fumar perto de crianças e bebês por longos períodos, mas fumar em público é uma questão social, que pode ser resolvida com consideração pelos outros.

Na nossa visão, a preferência dos fumantes e não-fumantes pode ser

acomodada, de forma equilibrada, através de medidas práticas, como por exemplo ventilação adequada dos ambientes.”

(Souza Cruz; Site)

II . Materiais e métodos

II. 1 Método a ser empregado

Os métodos de avaliação de empresas envolvem conceitos específicos que ajudam na interpretação de seus resultados. Assim sendo, seus resultados deverão ser interpretados com uma base teórica bem definida e sucinta. Essa teoria será decorrida neste capítulo, de forma a se ter uma orientação ótima na interpretação dos resultados obtidos.

II. 2 Concepções equivocadas sobre a avaliação de empresas

Existem algumas observações que são muito relevantes para uma boa interpretação dos resultados de uma empresa. A construção do modelo deve partir de algumas premissas que foram verificadas tanto empiricamente quanto com base em avaliações de resultados, e que levam a resultados muito objetivos. (Damodaran, Aswath; Seminário)

Segundo *Aswath Damodaran*, seguem alguns Mitos e suas contradições :

MITO 1 : Uma avaliação é uma procura objetiva pelo valor real

⇒ Toda avaliação é viesada. A questão é quanto e em que direção

MITO 2 : Uma boa avaliação provê uma estimativa precisa do valor

⇒ Não existem avaliações precisas

⇒ O Payoff de uma avaliação é maior quanto mais imprecisa ela for

MITO 3 : Quanto mais quantitativo for o modelo, mais precisa será a avaliação.

⇒ A transparência de um modelo de avaliação é inversamente proporcional ao número de dados fornecidos pelo mesmo

⇒ Modelos de avaliação simplificados são melhores que os complexos

(Damodaran, Aswath, Valuation Seminar, p.4)

II. 3 Avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado:

“No método de fluxo de caixa descontado, o valor do ativo é

representado pelo valor presente dos fluxos de caixa esperados da empresa em questão. Todo ativo possui um valor intrínseco, que pode ser estimado com base nas suas características de fluxo de caixa, crescimento e risco.” (KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia. *Retorno de Investimento*)

Para se descontar um fluxo de caixa, deve-se primeiramente estimar a vida útil do ativo, seus fluxos de caixa durante sua vida útil e finalmente, precisa-se encontrar sua taxa de desconto para ser aplicada nos fluxos de caixa, de modo a trazê-los a valor presente.

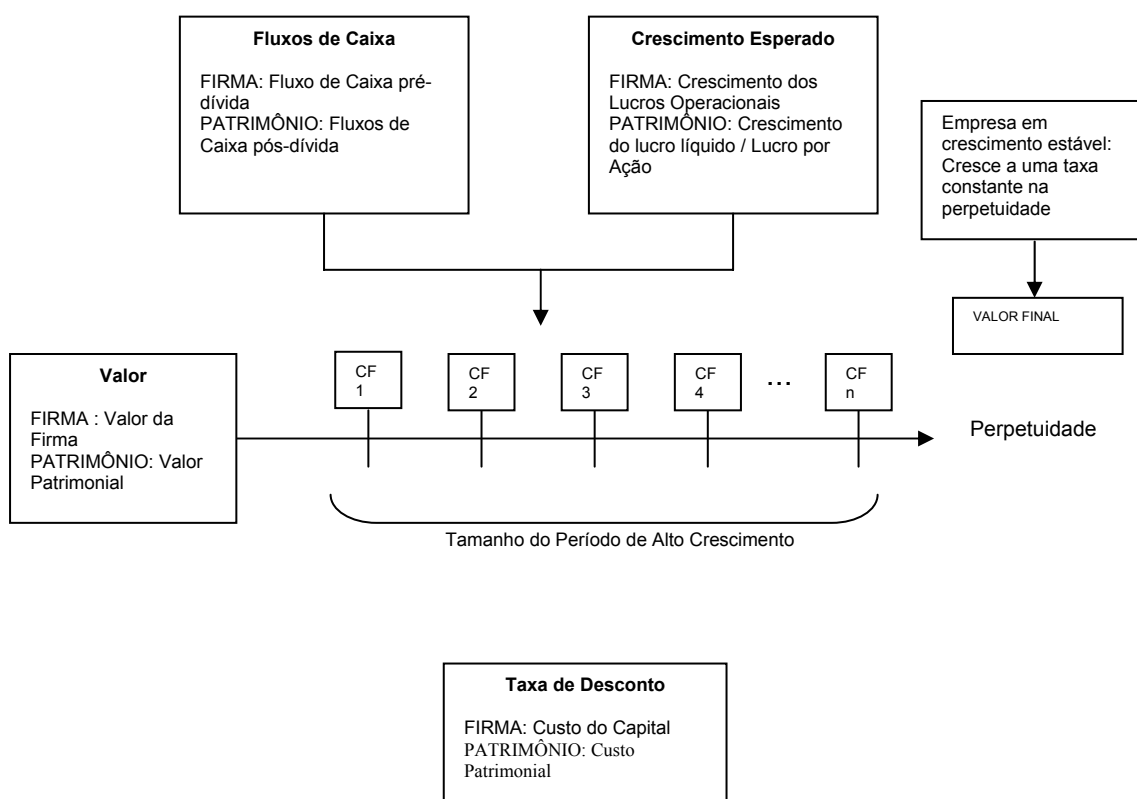
Deve se observar , que os mercados nunca estão em linha com o valor dos ativos, fazendo com que as empresas estejam constantemente mal precificadas ao longo do tempo. Isso mostra que os ativos estão se corrigindo ininterruptamente ao longo do tempo, conforme novas informações são divulgadas no mercado. A divulgação periódica de novos balanços faz com que haja distorções do modelo da realidade das empresas. As estimativas e projeções buscam conseguir acompanhar a empresa de forma precisa, independentemente da divulgação de seus resultados. A liquidez de um papel no pregão também é um fator significativo na precisão de valor da empresa em bolsa.

Se o mercado fosse eficiente, os valores das empresas seriam os valores dados pelo próprio mercado. Ou seja, o mercado seria um espelho instantâneo dos valores das empresas. Porém distorções devido à divulgação periódica dos resultados e

liquidez da ação em bolsa fazem com que o valor de mercado da empresa não seja perfeitamente representado.

II. 3. 1.

Exemplo de Fluxo de Caixa Descontado



II. 4

Taxas de Desconto : custo do Patrimônio

$$\text{Custo do Ativo} = R_f + \text{Beta do Ativo} \cdot (E(R_m) - R_f)$$

$$R_f = \text{Taxa livre de risco}$$

$E(R_m)$ = Retorno esperado do índice de mercado (Para uma carteira de ações diversificada)

Na prática, deve se usar as taxas das Letras do Tesouro, afim de se ter taxas livre de risco. A estimativa dos betas é feita, regredindo-se os retornos das ações contra os retornos do mercado.

II. 4. 1. Estimando o beta da ação

O procedimento correto para se estimar o beta de um papel, nos leva a regredir o retorno da ação (R_j) contra o retorno do mercado (R_m)

$$R_j = \alpha + \beta \cdot R_m$$

Onde α é o intercepto e β a inclinação da regressão. Assim sendo, a inclinação da regressão é o beta da ação e mede o risco do papel, no mercado em que ele está inserido.

II. 4. 2. Determinantes do Beta

O Beta de uma empresa depende basicamente de sua sensibilidade à demanda por seus produtos e serviços e aos custos gerados por seus fatores macroeconômicos, que afetam também o mercado como um todo, porém em significâncias diferentes.

Companhias cíclicas possuem betas mais elevados que as não-cíclicas. Companhias que vendam mais bens de distribuição e duráveis também apresentam betas maiores que aquelas que venderem menos.

Empresas com maiores proporções de custos fixos em sua estrutura de custo, também apresentarão betas mais elevados. Isso se dá, pois este tipo de empresa estará sujeita a maior exposição ao risco, incluindo-se o risco de mercado.

Quanto maior a dívida que uma firma carregar, maior será o seu beta. Note que a dívida cria um custo fixo, associado a custos de juros, que elevam o beta da empresa consideravelmente.

Um beta maior, representa uma maior exposição da empresa a seus fatores de risco. Logo, no momento de decisão de compra ou não de um papel de uma determinada empresa, a simples observação de seu beta pode ajudar muito na interpretação de seus principais fatores de risco.

II. 5 Estimando os fluxos de caixa da firma

II. 5. 1. EBIT de uma Firma

EBIT (1- taxa de desconto)

+ Depreciação

-Despesas com Capita

-Mudanças no Capital Ativo

= Fluxo de Caixa da Firma

O EBIT é o significado em inglês para LAJIR (Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda). Sua expansão é o EBITDA (LAJIRDA) que simplesmente retrata o EBIT, abatido de sua depreciação. Seu uso se dá em inglês e sua importância é de suma relevância na interpretação de resultados da empresa.

O EBIT, se mensurado corretamente, consegue filtrar o verdadeiro lucro operante de ativos alocados na empresa. Todas despesas ou lucros não operantes não devem ser utilizados no cálculo do EBIT.

O lucro operante e receita a serem usados, deveriam ser números o mais atuais o possível. Um dos maiores problemas no uso de resultados financeiros, é que estes possuem datas específicas para serem disponibilizados, prejudicando em muitos

casos a precisão do modelo, conforme discutido anteriormente.

Como regra geral, é mais eficiente se utilizar estimativas de 12 meses para receitas e lucros, do que os dados de seu ano fiscal. No caso de companhias de rápido crescimento e evolução este aspecto pode ser de maior relevância. (Damodaran, Aswath, Valuation)

II. 5. 2. Normalizando o EBIT

Para empresas que tenham mantido um mesmo tamanho por um determinado período de tempo, fazer uma média das receitas para um determinado período (últimos 3 ou 5 anos) de estabilidade (seja crescimento constante, ou estabilização de resultados), pode ser uma ótima solução na busca de sua **Receita Presente**. (Damodaran, Aswath, Valuation Seminar)

O uso da média da **Margem Operante** lucrada pela firma por um determinado período, pode ser extremamente útil na normalização de seus resultados :

$$\text{EBIT Normalizado} = \text{Receita Presente} * \text{Margem Média}$$

II. 6 Múltiplos

Os múltiplos são de costume representados por seu significado em inglês. A representação pode ser feita em português, porém na prática não é o caso. Dessa forma a análise será feita em seu padrão americano.

II. 6. 1. Preço sobre o lucro

Uma das principais variáveis a se observar em uma empresa é o quanto vale seu ativo para seu lucro líquido auferido. Esse valor é de grande relevância na interpretação dos dados.

Representação no sistema americano, P/E (Price to earnings)

II. 6. 2. Valor da Empresa contra seu EBITDA

$$\text{Firm Value to EBITDA} = \frac{EV}{EBITDA}$$

Onde $EV = (\text{Quantidade total de ações em bolsa})$

* (Preço da ação mais líquida da empresa)

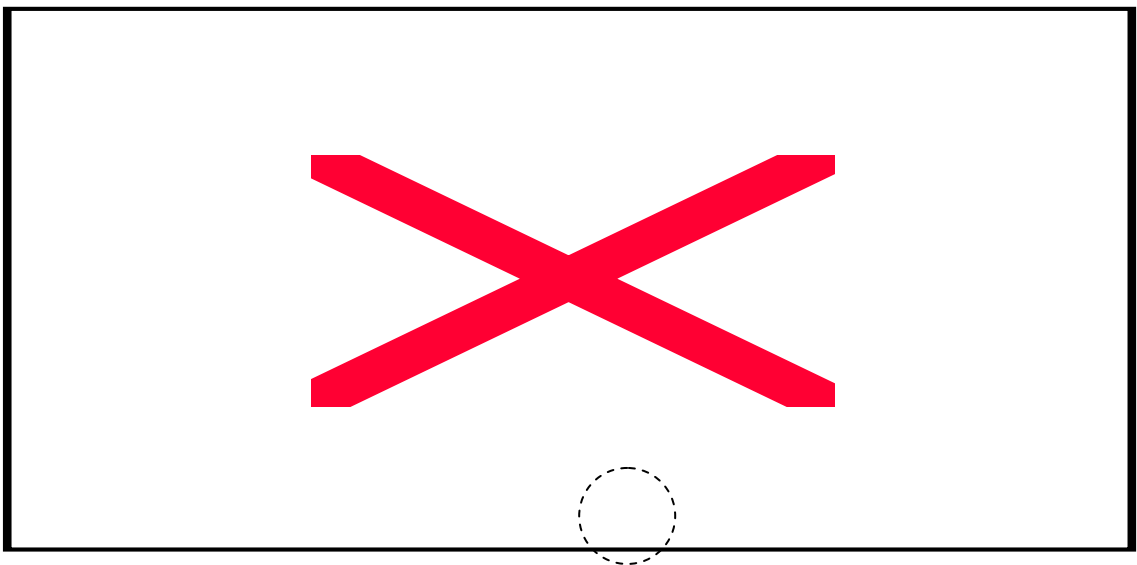
+ Dívida Líquida

Este múltiplo indica o quanto vale o valor total da empresa em bolsa, deflacionado pelo seu EBITDA.

III . Resultados

III. 1 Resultados financeiros

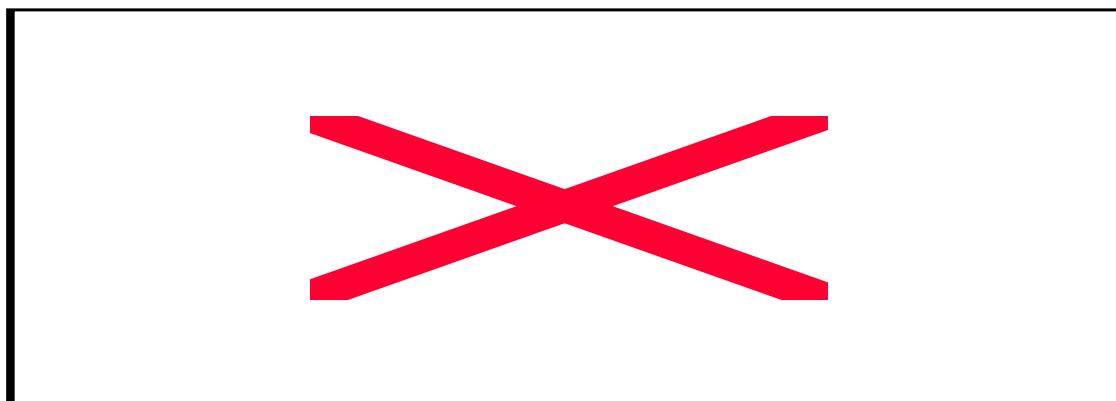
III. 1. 1. Fluxo de Caixa Descontado



O Valor justo da empresa está 30% acima do valor atual. Isso gera um potencial de crescimento grande para a empresa.

III. 1. 2.

Empresas de fumo dos diferentes mercados

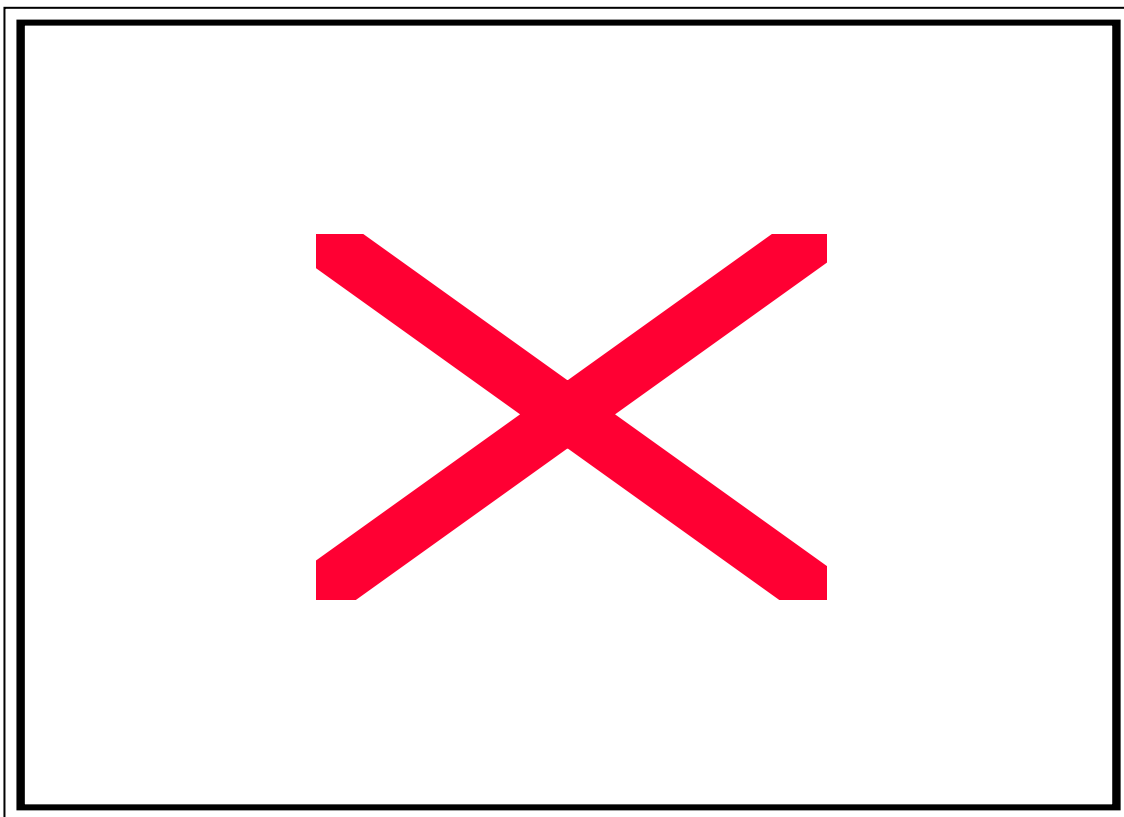


(Tabela 3)

A Souza Cruz opera com um desconto de 60% em relação aos mercados emergentes e 30% em relação aos concorrentes dos mercados desenvolvidos.

III. 2 Resultados em bolsa

III. 2. 1. Beta da Ação CRUZ3

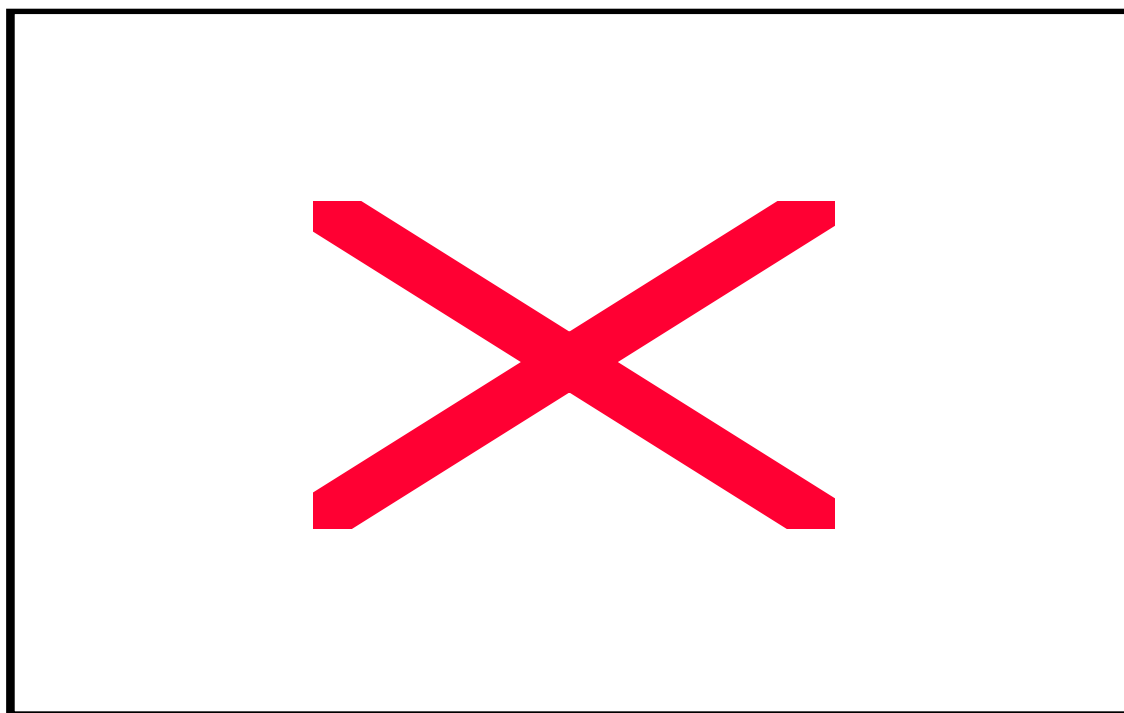


Fonte : Bloomberg

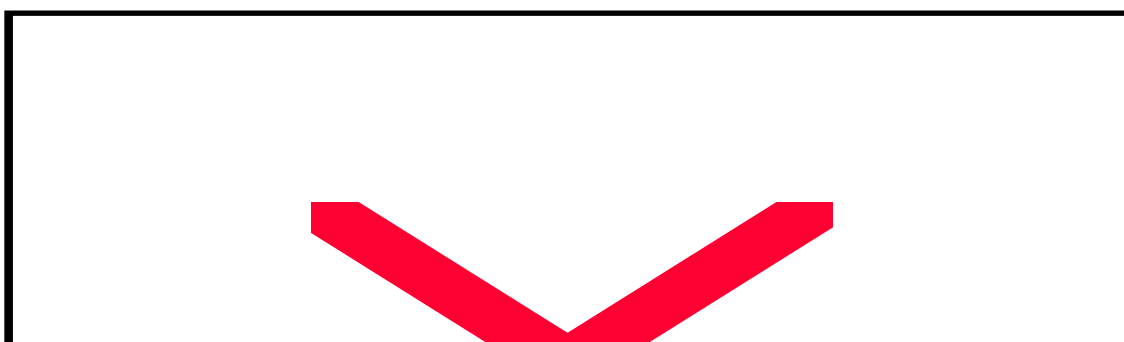
O beta histórico da empresa é de 0,64, o que é bastante baixo. Quanto menor o beta de uma empresa, menor sua correlação com seus fatores de risco. Dessa forma, um beta como esse, expressivamente baixo, nos dá indicações de que a empresa está bastante descorrelacionada de riscos, favorecendo um investimento no papel.

III. 2. 2. Rentabilidade do Papel

Uma análise pontual dos rendimentos do papel CRUZ3 e do Ibovespa, principal índice da Bovespa, são suficientes para uma interpretação dos resultados em bolsa. A observação é feita para o período de outubro de 2000 a abril de 2001. Com um comparativo de rendimentos, chega-se a avaliação relativa dos rendimentos do papel.



seguintes, o papel alcançou uma valorização de 13,16%, atingindo o preço de R\$ 10,40 em 02 de maio de 2001. Sua cotação máxima foi em 27 de março de 2001, quando a ação alcançou cotação de R\$ 11,40, tendo valorizado 24,05%.



Já o Ibovespa, teve uma rentabilidade de 0,72%, passando de 14.791,19 em 01 de novembro de 2000, para 14.897,24 em 02 maio de 2001. Seu máximo foi em 26 de janeiro de 2001, quando atingiu 17.889,05, valorizando 20,94%.

Fica claro um melhor desempenho da ação CRUZ3 em relação à rentabilidade do Ibovespa.

IV . Discussão dos resultados

IV. 1 Situação da empresa

A Souza Cruz é líder no mercado de cigarros brasileiro. Porém, deve se observar que apesar da Souza Cruz consolidar o mercado formal de cigarros brasileiro com uma participação de 79%, ela perde grande espaço para o mercado informal. Estes números não são tão aparentes, porém tomam grande potencial de crescimento da empresa, estimado em 30% do mercado de fumantes brasileiro. Com a aprovação pela receita federal do “Projeto de Cigarro Popular”, acredita-se que poderá haver condições de um considerável crescimento no volume de vendas da empresa

Acredita-se também na emissão pelo presidente Fernando Henrique Cardoso de uma medida provisória do governo, alterando certos pontos da lei a ser aprovada pelo Senado, que restringe a propaganda de cigarros (por exemplo, concedendo um prazo maior da carência para os contratos de patrocínio de eventos culturais e de Fórmula-1 assinados pela indústria de cigarros). Assim a Souza Cruz poderá ter mais tempo para se adaptar à nova situação e encontrar novas maneiras de chegar ao consumidor final. Nesse caso, essa comunicação teria efeito positivo nas contas da empresa, facilitando sua adaptação à nova lei.

A possibilidade de fechamento de capital vem sendo estudada pelo mercado há tempos. Embora remota, caso a BAT tome essa decisão, uma oferta viria

provavelmente com um expressivo prêmio, tendo em vista a história da BAT e as recentes normas da CVM (instrução 345).

IV. 2 Riscos

IV. 2. 1. Restrição à Propaganda

Segundo a organização Pan-americana da Saúde, nos países onde a propaganda foi restringida, o consumo de cigarro diminuiu em cerca de 7%. Porém contra argumenta-se que no médio prazo, os efeitos não sejam tão elevados, mantendo este índice mais moderado.

Existe um período de transição para que o departamento de marketing se adapte à nova lei e encontre formas criativas e eficazes de fazer com que sua publicidade atinja o consumo final. Para este ponto, já discuti anteriormente o retardo de efetivação desta lei.

IV. 2. 2. Contrabando

O mercado informal brasileiro representa aproximadamente 1/3 (50 bi de cigarros/ano) do mercado total de cigarros e é de difícil concorrência, porém com a aprovação do “Projeto de Cigarro Popular”, este quadro pode ser revertido. A Souza Cruz tem lutado para isto e já conquistou uma pequena parcela, diga-se a “elite do mercado informal”, implementando a sua marca Derby.

Permanece porém de difícil esclarecimento, aos consumidores do mercado informal, dos males que a falta de qualidade e regulamentação em cima do setor informal, pode gerar ao consumidor. Faz-se alusão ao cigarro informal de “mata ratos”.

IV. 2. 3. Litígio

O Brasil possui uma infra-estrutura legislativa e judiciária suficiente para causar danos significativos à indústria do cigarro. Porém descarta-se um grande risco de litígio para a Souza Cruz, pelo menos nos próximos 3 a 5 anos, considerando-se :

- (1) O Tipo de indenizações que são concedidas no Brasil
- (2) Os custos de um processo contra a indústria do cigarro
- (3) Os altos impostos sobre vendas e consumo cobrados pelo governo

IV. 2. 4. Taxas de Juro

A possibilidade de aumento das taxas de juro brasileira é um fantasma que assombra as empresas. Teme-se que possa haver um repentino aumento dos juros, tornando os dividendos das empresas menos atrativos.

Deve-se notar porém que este risco atacaria não somente a Souza Cruz, como afetaria o Ibovespa. Dessa forma, a análise continuaria em linha com o esperado para a ação.

IV. 3 Fluxo de caixa descontado

Observamos que na avaliação comparativa de FCD, o valor justo é maior que o valor atual de mercado. Segundo a análise de FCD, o preço alvo do ativo é de R\$ 11,10 (US\$ 6,20).

IV. 4 Valores relativos

IV. 4. 1. Preço / Lucro

Pode-se notar um pequeno aumento deste número nos anos avaliados, porém ainda bastante reduzido, se comparados aos mercados, principalmente os emergentes. Em 1999, o P/E foi de 4,9 e estimado em 5,1 para 2000E e 5,6 em 2001E. Logo, deduz-se se um espaço de crescimento de seus preços relativamente ao seu lucro líquido estimado.

IV. 4. 2. Valor da empresa / Ebitda

Observa-se que houve uma forte redução do valor apurado para 1999,

que foi de 5,1, para o valor estimado para os próximos 2 anos. Em 2000E, verifica-se 3,8 e 2001E 3,7. A empresa tem amplas margens de crescimento de seu valor, principalmente se comparado aos outros mercados, conforme se verifica na Tabela 3

IV. 5 Beta

A empresa apresentou um beta histórico bastante reduzido, de 0,64. Mesmo que já discutido anteriormente, deve-se recordar que quanto menor o beta de uma empresa, menor sua exposição aos fatores de risco. Ou seja, ela não assume correlação com os eventos negativos com grande facilidade e pode ser considerado como um ativo mais seguro, quanto menor for o seu beta.

Dessa forma, o beta do ativo CRUZ3 nos apresenta uma boa oportunidade de investimento, visto do ângulo dos fatores de risco da ação.

IV. 6 Desempenho em Bolsa

O ativo apresentou uma valorização de 13.16% para o período de seis meses seguintes a 01 de novembro de 2000, passando de R\$ 9,19 para R\$ 13,16%. Note que em sua valorização máxima, o papel alcançou R\$ 11,40.

Isso expressa um ótimo resultado em bolsa, visto que para este mesmo período, o Ibovespa valorizou apenas 0,72%. Note porém que em sua máxima neste

período, o Ibovespa teve valorização de 20,94%. Mas como a análise é pontual, deve se levar em conta o resultado para o fechamento do período, que foi bastante significativo.

V . Conclusões

Conforme observado no capítulo anterior, as variáveis estimadas apresentam para o papel uma ótima oportunidade de investimento.

O *upside*³ da ação CRUZ3 é bastante amplo e confirmado por seus múltiplos. Na análise de Fluxo de Caixa Descontado, observamos uma estimativa de ótimo desempenho da ação, levando a crer numa valorização do papel no médio e longo prazos.

Pela observação dos resultados da ação em bolsa, conclui-se que a estimativa de seus valores foi condizente e seus resultados em linha com o esperado.

Importante observar, que independentemente de eventualidades ocorridas na economia brasileira, o papel teve uma performance, conforme a esperada no início dos estudos. Se forem observados os acontecimentos econômicos do período em questão, percebe-se que alguns fatores poderiam Ter prejudicado o desempenho da ação.

O medo de racionamento, não discutido, pois não seria um fato previsto na análise, poderia ter influenciado no papel negativamente. Dessa mesma forma, a

³ *Upside* – expressão em inglês de ampla utilização na discussão de valores de mercado das empresas, que expressa o quanto uma ação tem de espaço para valorizar seu preço em bolsa

desvalorização do real poderia Ter agravado fortemente o desempenho do papel. Porém isso não foi observado.

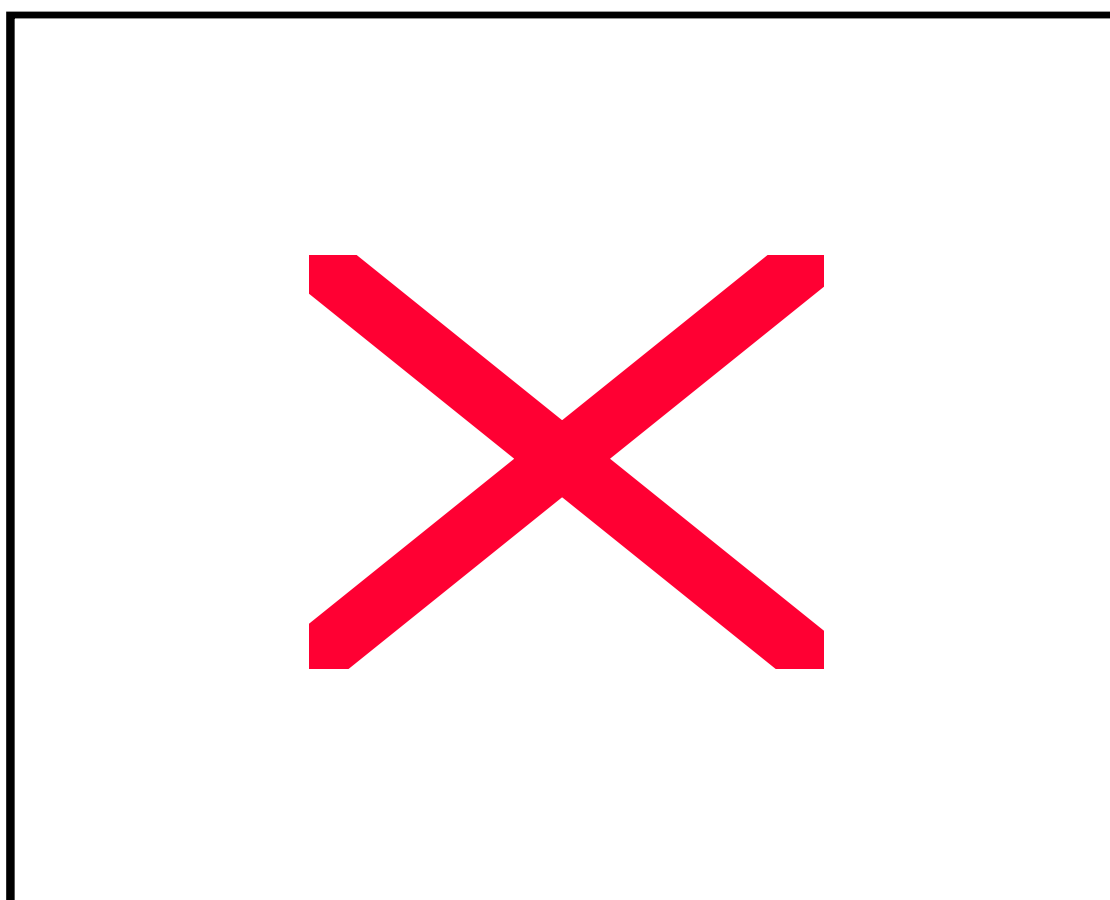
Essa descorrelação do papel com eventualidades não previstas pelo modelo, poderiam ser de maior prejuízo às estimativas. Porém com um beta reduzido, a descorrelação do papel com os fatores econômicos de risco é grande. E de fato deve-se incluir na análise como uma das principais proteções do modelo.

Em suma, os resultados foram bastante precisos e o objetivo da avaliação foi atingido. Críticas ao modelo ficam pouco expressivas e o desempenho em bolsa da ação comprova esta situação.

VI. Anexo

VI.1 Tabela 1

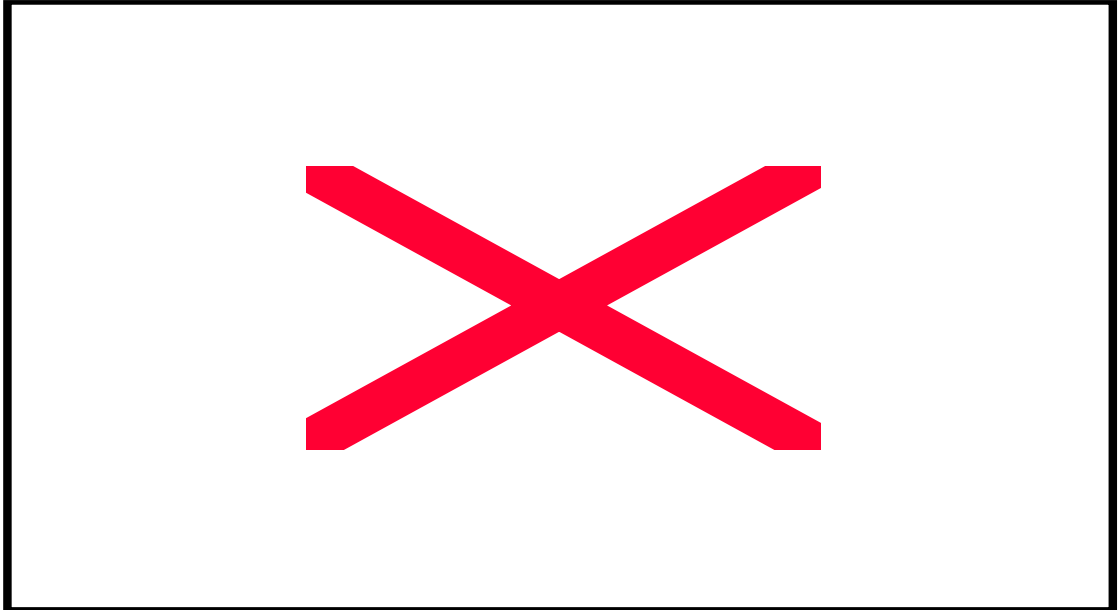
Balanços Patrimoniais da Souza Cruz



(Fonte: Souza Cruz)

VI. 2 Tabela 2

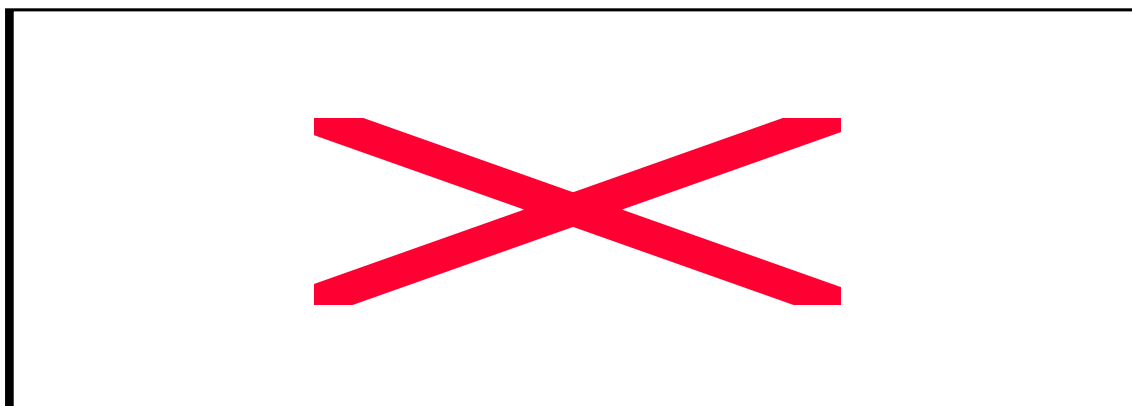
Demonstrativo de Resultado



(Fonte: Souza Cruz)

VI. 3 Tabela 3

Múltiplos



(Fonte: UBS Warburg)

VII . Referências Bibliográficas

DAMODARAN, Aswath. Seminários

DOS SANTOS, Vilmar Pereira. *Manual de Diagnóstico e Reestruturação Financeira de Empresas*. BNDES, Ed Atlas.

ROSS. *Administração Financeira – Corporate Finance*

BREALEY, Richard; MYERS, Steward. *Princípios de Finanças*. Portugal. Mc Graw Hill

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia. *Retorno de Investimento*. Ed Atlas.

www.souzacruz.com.br ; Site da Souza Cruz

www.afubra.org ; Site da Afubra

