

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DA COMPANHIA SOUZA CRUZ S.A.

Autor: Marcos de Andrade Melo da Silveira

Nº de matrícula: 9916267-5

Orientador: José Henrique Tinoco de Araújo

Dezembro de 2003

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DA COMPANHIA SOUZA CRUZ S.A.

Autor: Marcos de Andrade Melo da Silveira

Nº de matrícula: 9916267-5

Orientador: José Henrique Tinoco de Araújo

Dezembro de 2003

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

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

Dedico o presente trabalho a meus parentes, amigos e professores que me acompanharam durante toda a graduação, oferecendo suporte e incentivo para a consolidação de meus conhecimentos.

Agradecimentos especiais a José Henrique Tinoco de Araújo que além acompanhar o trabalho durante toda sua elaboração, sempre ofereceu contribuições fundamentais com preciosas orientações.

## ÍNDICE

<b>I. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>06</b>
<b>II. PANORAMA MACROECONÔMICO .....</b>	<b>08</b>
II.1. CENÁRIO POLÍTICO .....	08
II.2. CENÁRIO EXTERNO .....	09
II.3. CENÁRIO INTERNO .....	09
II.3.1. INFLAÇÃO .....	09
II.3.2. NÍVEL DE ATIVIDADE, CÂMBIO E JUROS .....	11
II.3.3. BALANÇA DE PAGAMENTOS E BALANÇA COMERCIAL .....	13
<b>III. O SETOR FUMAGEIRO .....</b>	<b>14</b>
III.1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO FUMO .....	15
III.1.1. ATÉ 1990 .....	15
III.1.2. O FUMO NA DÉCADA DE 90 .....	16
III.2. PANORAMA ATUAL DO SETOR .....	17
III.3. PERSPECTIVAS PARA OS PRÓXIMOS ANOS .....	20
<b>IV. A EMPRESA SOUZA CRUZ S.A. ....</b>	<b>21</b>
IV.1. HISTÓRIA .....	21
IV.2. IMPACTO SÓCIO-ECONÔMICO .....	22
IV.3. ANTITABAGISMO E CONTRABANDO .....	23
IV.4. ESTRUTURA DO CAPITAL .....	24
IV.5. INVESTIMENTOS .....	24
IV.6. DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS .....	25
IV.6.1 - DEMONSTRATIVO DE RESULTADO .....	25
IV.6.2 - BALANÇO .....	26
<b>V. METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO .....</b>	<b>27</b>
V.1. DESCRIÇÃO .....	27
V.2. TAXA DE DESCONTO .....	27
V.3. FLUXO DE CAIXA A VALOR PRESENTE E PERPETUIDADE .....	31
<b>VI. PREMISSAS ADOTADAS .....</b>	<b>32</b>
VI.1. PROJEÇÃO DO DRE .....	32
VI.1.1. DEMONSTRATIVO PROJETADO .....	34
VI.2. PROJEÇÃO DO BALANÇO .....	35
VI.2.1. ATIVO .....	35
VI.2.2. PASSIVO .....	36
VI.2.3. PATRIMÔNIO LÍQUIDO .....	37
VI.2.4. BALANÇO PROJETADO .....	37
VI.3. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE .....	38

<b>VII. RESULTADOS DA AVALIAÇÃO .....</b>	<b>39</b>
VII.1 COMPARAÇÃO ENTRE VALOR DE MERCADO E VALOR ECONÔMICO .....	40
<b>VIII. ANÁLISE DE SENSIBILIDADES .....</b>	<b>41</b>
VIII.1. SENSIBILIZANDO O WACC .....	41
VIII.2. SENSIBILIZANDO O CRESCIMENTO DA PERPETUIDADE .....	42
VIII.3. SENSIBILIZANDO O CRESCIMENTO DO CONSUMO MUNDIAL .....	43
<b>IX. CONCLUSÃO .....</b>	<b>44</b>
<b>X. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>46</b>

## I – INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objetivo calcular o *valor real* das ações da companhia Souza Cruz S.A. em 31 de dezembro de 2003, utilizando o método de fluxo de caixa descontado. Por *valor real* entende-se o valor justo de venda que pode ser obtido em uma negociação envolvendo as ações da companhia.

A motivação de realizar uma avaliação econômico-financeira da companhia vem de seus fantásticos resultados. Além de completar um século de existência, é uma empresa com uma base sólida no país, alto volume de investimentos e resultados operacionais elevados. Entre os destaques está o mais alto retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – *Return on Equity*) entre as 300 maiores empresas no Brasil, maior contribuinte de impostos entre as empresas privadas, quarta empresa em geração de riqueza e terceiro lugar entre 200 empresas negociadas em bolsa no quesito resultado para os acionistas.

Diante da magnitude da empresa e a importância das avaliações no ambiente empresarial, a avaliação pode ser utilizada para diversos objetivos. Entre eles estão: a comparação entre o *valor real* e o valor de mercado, descobrindo se a ação da empresa está subvalorizada ou não; Analisar investimentos futuros baseando-se no retorno atingido, em termos de valor econômico, de investimentos anteriores e qual a magnitude desse impacto; avaliar a companhia em uma suposta fusão/aquisição, etc. Enfim, a utilização do estudo é vasta o bastante, garantindo ao interessado desde uma abordagem completa da empresa até uma redução nas rodadas de negociações envolvendo a companhia.

A metodologia que será apresentada é o Fluxo de Caixa Livre Descontado, projetado a moeda constante (não contempla inflação futura), pois esta revelou ser o método adequado dada a sólida posição da empresa no Brasil e sua estrutura de negócios.

Além da solidez da empresa, outro fator estimulante é o setor em que a companhia se insere. O setor fumageiro é um setor que vem sofrendo elevada pressão de governos e da população em geral. As campanhas antitabagistas, que ganharam força nos anos 90, e a elevada carga tributária que incide sobre as empresas são fatores que dificultam muito a vida das empresas e dos pequenos agricultores. Apesar disso, o fumo, especialmente o cigarro, é um produto de baixa-elasticidade renda. Essa característica permite que o setor possa ser analisado mais facilmente e garante a seus participantes uma certa previsão do mercado, dado que os choques que atingem a economia têm um efeito reduzido na demanda por seus produtos.

A avaliação da companhia será feita de acordo com os dados da CVM (Comissão de Valores Imobiliários) e da própria Souza Cruz.

## II – PANORAMA MACROECONÔMICO

Após um ano extremamente recessivo (2003), o panorama macroeconômico já se apresenta bem mais ameno para os próximos anos, tanto no cenário externo quanto no interno. No Brasil, a expressão “espetáculo do crescimento” já é ouvida.

No cenário político, as reformas estão progredindo. No cenário externo, a economia americana já apresenta sinais de recuperação. No cenário interno, a economia brasileira também apresenta sinais de crescimento. O fator mais positivo para o Brasil é que essa previsão de crescimento é acompanhada de indicadores muito favoráveis. O câmbio apresenta-se estável no final de 2003, a inflação para 2003 deve atingir apenas 1 dígito e saldo na conta-corrente positivo, fato inédito desde 1992.

A partir desses três cenários poderemos traçar projeções acerca dos números futuros da companhia, conjuntamente com a análise em paralelo dos números atuais.

### II.1 – CENÁRIO POLÍTICO

O cenário político de 2003 foi extremamente agitado. As votações das reformas da Previdência e Tributária no congresso foram eventos cruciais que ocuparam a agenda do congresso e a atenção dos mercados.

Para 2004, eventos dessa magnitude não são esperados, atenuando a influência do cenário político nos agentes econômicos. As eleições municipais de Outubro deverão mobilizar grande parte dos parlamentares, limitando ainda mais a atuação do congresso. Ainda assim, o governo Lula vem mantendo elevado índice de aprovação, o que deve vir a melhorar ainda mais a percepção dos mercados.

Os níveis de avaliação positiva do governo persistem, mesmo após a restritiva política econômica iniciada em 2003, onde o salário real e o consumo declinaram. Se a recuperação econômica realmente ocorrer em 2004, os níveis de popularidade do governo Lula deverão atingir um patamar ainda mais elevado.

Dentre os pontos com possibilidades de avanço em 2004, merecem destaque: a autonomia operacional do Banco Central; a Lei de Falências; e os avanços no marco regulatório.

Embora não tenhamos reformas tão decisivas em 2004 quanto em 2003, é esperada para 2004 uma agenda com o intuito de consolidar a estabilidade econômica e criar

ambiente para um crescimento econômico acelerado, embora o fator incerteza ainda não esteja totalmente dissipado.

## II.2 – CENÁRIO EXTERNO

A economia americana apresentou baixo crescimento econômico nos anos de 2001 e 2002. Em 2003, a economia em geral apresentava indicadores positivos, mas os escândalos contábeis ocorridos no final de 2002 e a guerra do Iraque em 2003 desencadearam choques negativos em sua própria economia e na economia mundial.

O rápido desfecho militar da guerra atenuou os efeitos negativos, dando impulso ao consumo e ao investimento privado, estes ajudados pelo corte nos impostos realizado pelo governo americano. O cenário para o final de 2003 é de um novo ciclo expansivo, respondendo aos estímulos expansionistas das políticas monetárias e fiscais.

O PIB americano poderá crescer vertiginosamente sem que pressões inflacionárias sejam criadas, uma vez que a capacidade ociosa ainda é elevada. Esse cenário da economia americana é altamente benéfico para o Brasil. A baixa inflação americana, em conjunto com a capacidade ociosa, deverá manter as taxas de juros baixas por um longo período, gerando elevada liquidez internacional com baixa aversão ao risco.

## II.3 – CENÁRIO INTERNO

O ano de 2003 foi um ano de ajustes recessivos, elevado desemprego e baixo crescimento. As expectativas para 2004, entretanto, apontam uma melhora geral de todos esses fatores. Isso pode ser comprovado através da comparação de diversos indicadores entre eles o câmbio, a inflação e os juros futuros.

### II.3.1 – INFLAÇÃO

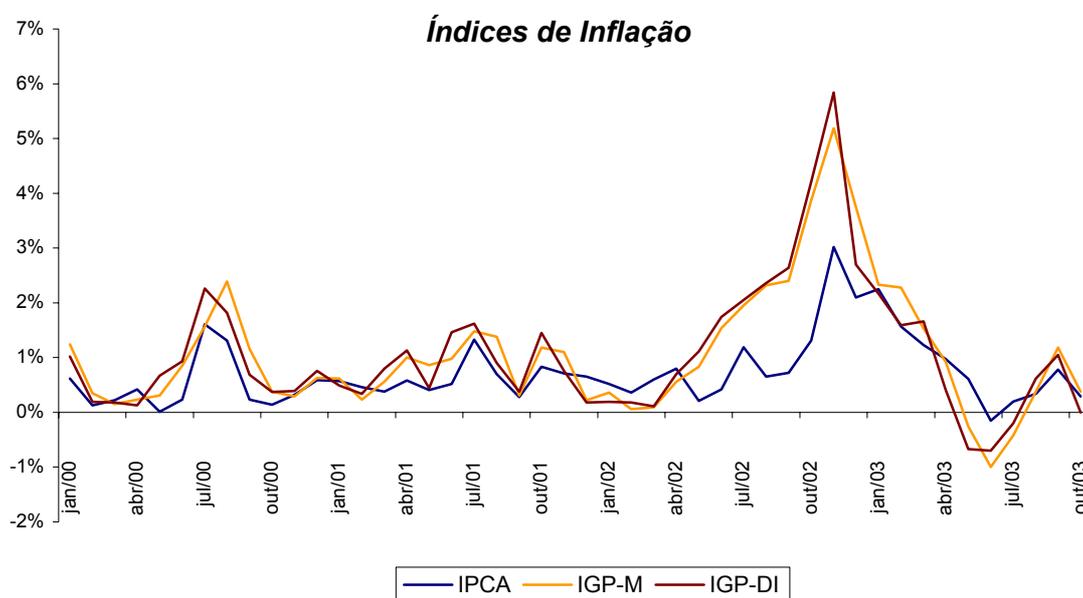
Os índices de inflação atingiram patamares elevados em 2002. O IPCA<sup>1</sup> (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) acumulado de 2002 atingiu 12,5% a.a.,

---

<sup>1</sup> O IPCA é o índice oficial de inflação do governo para medir as metas inflacionárias com o Fundo Monetário Internacional, a partir de 1999. O índice é calculado mensalmente (cobrindo o período do primeiro ao último dia de cada mês) pelo IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. O IPCA verifica as variações dos custos com os gastos das pessoas que ganham de um a quarenta salários mínimos nas regiões

ultrapassando o limite do intervalo de segurança de dois pontos percentuais estabelecido pelo Banco Central. O IGP-M<sup>2</sup> (Índice Geral de Preços – Mercado) e o IGP-DI<sup>2</sup> (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna) atingiram, respectivamente, 25,31% e 26,41% a.a.

Para controlar os indicadores, o BC lançou mão do aumento dos juros para tentar manter a inflação no patamar de um dígito para 2003. Os últimos índices divulgados mostram que a trajetória da inflação se estabilizou após um curto período de deflação. O IPCA de Outubro apresentou o valor de 0,29%, sendo que o índice acumulado de 2003 (até Outubro) aponta inflação de 8,37%, ou seja, dentro do limite estabelecido pelo Banco Central.



Fonte: IPEADData

As expectativas de inflação para 2004 comprovam a estabilização da inflação em patamares baixos. A projeção<sup>3</sup> do IPCA para 2004 aponta uma inflação anual de 6,0%. Se

---

metropolitanas de 11 capitais de estado. A variação média reflete a ponderação das despesas com alimentação, transportes, comunicação, vestuário, etc.

<sup>2</sup> O IGP-M e o IGP-DI são calculados mensalmente (o primeiro cobre o período do dia vinte e um do mês ao dia vinte do mês seguinte e o outro cobre do primeiro ao último dia de cada mês) pela FGV – Fundação Getúlio Vargas. Os dois índices são compostos pelo IPA – Índice de Preço no Atacado (60%), pelo IPC – Índice de Preços ao consumidor (30%) – medidos na cidade de São Paulo e Rio de Janeiro e pelo INCC – Índice Nacional da Construção Civil (10%). O IGP-M tem sido utilizado na correção de contratos de aluguel e como indexador de tarifas, como energia elétrica. O IGP-DI é o indexador de tarifas telefônicas.

<sup>3</sup> Dados retirados do “Relatório de Mercado” do Banco Central do Brasil, 07/11/2003.

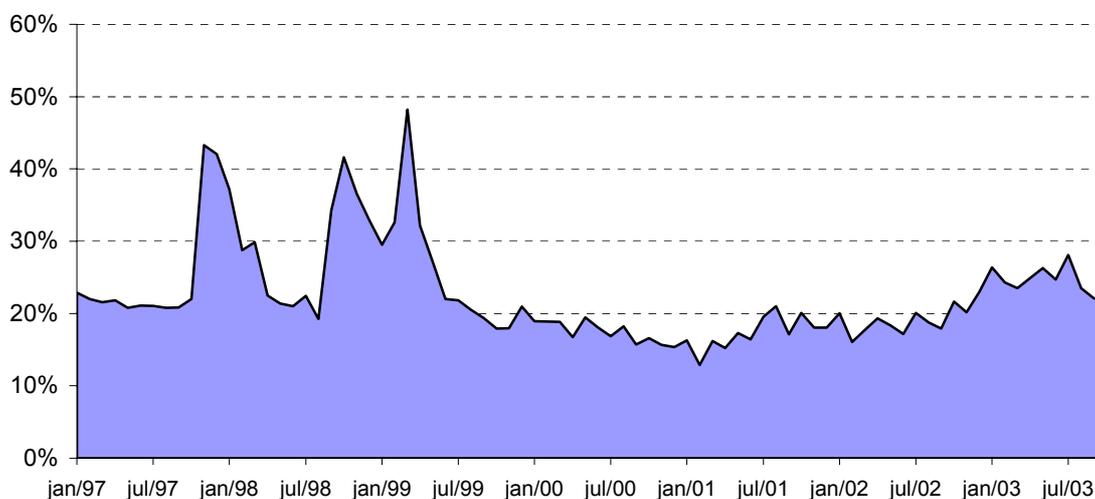
analisarmos o IGP-M e o IGP-DI, verificamos que eles também apresentam números similares. O IGP-M estimado para 2004 é de 6,42% a.a. e o IGP-DI 6,43% a.a.

### II.3.2 – NÍVEL DE ATIVIDADE, CÂMBIO E JUROS

O desempenho econômico brasileiro no ano de 2003 aponta uma desaceleração nas atividades da indústria e comércio, crédito apertado para pessoas físicas e jurídicas e desemprego elevado.

Em 2004 porém, é esperado um novo surto de crescimento. A redução das taxas de juros (SELIC) iniciada em meados de 2003, já está apontando uma retomada das atividades industriais e recuperação do crédito. Na última reunião do COPOM<sup>4</sup> (22 de outubro) o Banco Central decidiu reduzir a taxa mais vez, para 19% a.a., confirmando a estabilização dos preços e o compromisso com a retomada do crescimento.

#### ***Evolução da Taxa Básica de Juros Anual (SELIC)***



*Fonte: IPEADData*

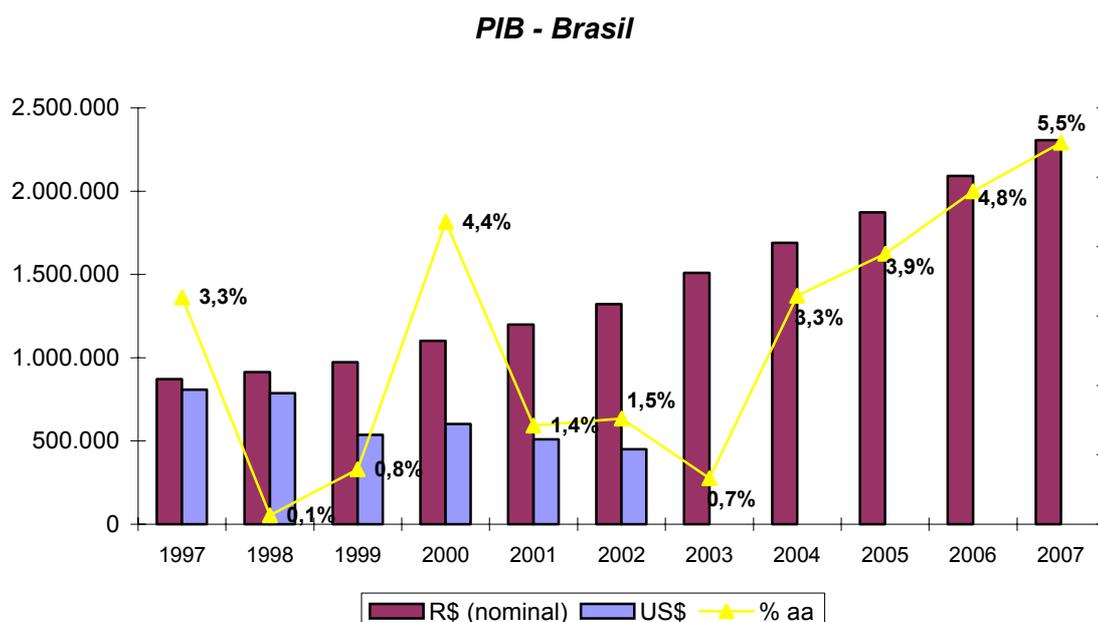
Os setores exportadores ou ligados à exportação não sofreram problemas em 2003. Entretanto, os setores mais prejudicados pela crise (Mobiliário, Eletrônico e

<sup>4</sup> Conselho de Política Monetária ligado ao Banco Central que se reúne duas vezes por mês para definir a taxa de juros básica da economia – aquela que remunera os títulos do governo, e que serve de referência para os bancos fixarem as suas taxas de juros.

Automobilístico) deverão apresentar taxas de crescimento elevadas, compensando a retração observada em 2003.

Com relação ao mercado de trabalho, é sabido que sua dinâmica responde defasadamente em relação aos estímulos. Embora a produção esteja se recuperando no final de 2003, o nível de emprego só deverá se expandir em meados de 2004. Novos postos de trabalho só serão abertos quando os empregadores verificarem que o aumento na demanda é permanente.

As expectativas de mercado<sup>5</sup> quanto ao crescimento da economia em 2003 e 2004, estão em torno de 0,66% e 3,29%, respectivamente. Também deve contribuir para a expansão da atividade industrial a retomada dos investimentos, estacionados nos últimos anos por conta da incerteza política. Essa retomada acarretará em uma recuperação significativa dos setores de construção civil e bens de capital.



Fonte: IPEAData – Estimativas (2003-2007): Banco Central do Brasil

Os fatores de melhor desempenho em 2003, o setor agropecuário e o setor exportador, devem continuar apresentando desempenho positivo em 2004, mesmo com a apreciação cambial ocorrida durante o ano 2003. As projeções da taxa de câmbio<sup>5</sup> para final de 2003 e 2004 são de R\$3,00/US\$ e R\$3,25/US\$, respectivamente.

<sup>5</sup> Dados retirados do “Relatório de Mercado” do Banco Central do Brasil

### II.3.3 – BALANÇO DE PAGAMENTOS E BALANÇA COMERCIAL

O saldo da conta de transações correntes encerrou Setembro com resultado positivo de US\$ 1,338 bilhão. No acumulado de 2003, esse resultado já chega a US\$ 3,856 bilhões. O resultado de Setembro foi o melhor resultado de conta corrente desde que a apuração foi iniciada, em 1980.

Em 2003, o Brasil recebeu até Setembro US\$ 6,467 bilhões de Investimento direto estrangeiro. Resultado baixo se comparado ao mesmo período em 2002, onde o montante chegou a US\$ 12,665 bilhões.

A balança comercial, após fechar 2002 com resultado recorde, em 2003 continua apresentando elevados resultados. O resultado acumulado até Outubro atingiu o saldo positivo de US\$ 20,3 bilhões.

As expectativas do mercado para 2004 apontam para déficit no saldo de conta corrente para 2004, de US\$ 4 bilhões. A estimativa de superávit para a balança comercial é de US\$ 17 bilhões para 2004, US\$ 6 bilhões a menos do que a estimativa para o ano de 2003.

### III - O SETOR FUMAGEIRO

O tabaco é hoje a principal planta não alimentícia cultivada no mundo. Sua produção anual está em torno de seis milhões de toneladas, com crescimento previsto de 1,0 a 1,5% a.a até 2005 (dados da *FAO*<sup>6</sup> – *Food and Agriculture Organization*), movimentando cerca de 20 bilhões de dólares anualmente.

O país que mais produz e consome tabaco nos dias de hoje é a China, produzindo 36% do total mundial e com parcela de consumo de 40%. Em segundo vem a Índia, detendo 9,5% do mercado, sendo seguida pelo Brasil que produz 8% do total produzido no mundo (dados de 2001). O comércio internacional alcança mais ou menos 25% de todo o tabaco produzido. Países como o Zimbábue e o Malai têm no tabaco e seus derivados sua mais significativa via de geração de empregos e o mais importante produto na carteira de exportações. O tabaco apresenta então um importante papel na economia de seus produtores. Nesses países em geral, as indústrias recolhem anualmente altas cifras aos cofres públicos em forma de impostos, além de importantes divisas que são geradas através das exportações.

Embora seja cultivado em mais de 100 países, a balança de produtores não tende a mudar muito, confirmando a liderança Chinesa e o segundo lugar Indiano nos últimos anos, além das estimativas de que assim o mercado deverá permanecer. O Brasil, entretanto, ao contrário desses países ainda apresenta outro lugar de destaque: é o maior exportador de fumo do mundo, apresentando larga diferença para o segundo maior, os Estados Unidos. Isso ocorre porque a China, a Índia e a maioria dos produtores produzem o fumo em grande parte para o consumo próprio, não visando atingir o mercado internacional.

O Brasil é o quinto maior mercado de fumo, com um consumo aproximado de 150 bilhões de cigarro ao ano (incluindo o volume suprido pelo mercado ilegal). O fumo e o cigarro mais especificamente, são produtos que apresentam baixa elasticidade-renda, favorecendo-se em ambientes de crise e queda no valor aquisitivo. No mercado brasileiro, o maior problema enfrentados pelas companhias é o crescente contrabando de cigarros, a elevada carga tributária e a forte campanha contra o fumo, sendo atualmente proibidas propagandas na mídia envolvendo cigarros. A elevada carga tributária encarece o produto

---

<sup>6</sup> A *FAO* é uma das maiores agências das Nações Unidas. Seu objetivo é promover o desenvolvimento agrícola e melhorar a qualidade dos alimentos. A organização possui um rico banco de dados sobre o assunto, cobrindo praticamente todos os países do mundo.

legal, abrindo cada vez mais espaço para os produtos ilegais. A concorrência desleal prejudica os negócios das empresas e já ocupa aproximadamente 1/3 do mercado consumidor brasileiro. O mercado brasileiro é dominado pela empresa Souza Cruz, que detém 78% do mercado legal (dados de 2002).

### III.1 – EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO FUMO

#### III.1.1 – ATÉ 1990

O uso do tabaco surgiu aproximadamente no ano 1000 a.C., nas sociedades indígenas da América Central, em rituais mágicos e religiosos. A planta, chamada cientificamente de *Nicotiana Tabacum*, chegou ao Brasil através de tribos indígenas que migravam pelas Américas. Em 1492, quando Cristóvão Colombo descobre a América, o homem branco tem o primeiro contato com o fumo. Em 1497, já era registrado o primeiro uso de tabaco na Europa. Nos anos 1600, o tabaco passa a ser cultivado no Brasil, a princípio apenas para consumo próprio dos colonos. Como na Europa a demanda crescia, vários comerciantes procuraram estabelecer um fornecimento regular da folha com os produtores, com o objetivo de também abastecer o mercado europeu. O consumo de tabaco no mundo começa a se popularizar nesse período em que a oferta torna-se constante.

Em 1674, começaram a aparecer no Brasil as primeiras legislações reguladoras da produção e junto com as legislações, elevados tributos para o fumo. De 1690 a 1730 uma legislação especial tentou regular o comércio a partir do controle das cargas transportadas às vastas extensões do território, com resultado pouco eficaz. Em 1751, o Marquês de Pombal cria novos regulamentos e órgãos especiais de inspeção. A partir dessa data, a legislação finalmente foi respeitada e perdurou até a Independência. O fumo nessa época era também a principal moeda de transação no tráfico de escravos.

No início do século XIX, os primeiros estudos relacionando o fumo com doenças como o câncer começam a aparecer. Por volta de 1860, inicia-se a industrialização do fumo. O tráfico de escravos havia terminado e a imprensa se desenvolvia rapidamente, ajudando a propagar o hábito de fumar pelo mundo. Com a produção de cigarros, o fumo espalhou-se rapidamente por todos os continentes.

A indústria de cigarros no Brasil se consolida a partir do final do século XIX. O sistema de produção criado pela *British American Tobacco* (BAT), em 1918, na região sul

do Brasil, é exemplo desta consolidação. A BAT é controladora acionária da empresa Souza Cruz desde 1914. As multinacionais americanas e britânicas dominam o setor de tabaco desde que o cigarro se firma como principal forma de consumo, o que ocorre no início do século XX. Entre 1904 e 1947, as indústrias de tabaco dos EUA crescem tão ou mais rapidamente que as de carros, lançando marcas populares de cigarros. O consumo interno nos países cresce tanto que nenhuma firma se interessa por exportações. A BAT se torna, ao final da 2ª Guerra Mundial, a maior fabricante de cigarros do mundo, expandindo-se principalmente na China. No Brasil porém, com o surgimento das primeiras grandes fábricas, não só o mercado interno foi suprido, como também verificou-se uma vigorosa retomada das exportações. Nos anos do pós-guerra, com o crescimento do consumo dos fumos claros, a produção brasileira se expande ainda mais. O fumo claro era produzido no Sul do país enquanto o escuro no Nordeste. É importante salientar que a popularização do fumo claro não resultou no desaparecimento dos fumos escuros. Em 1980, o Brasil era o maior exportador de fumos escuros do mundo.

Com a expansão e consolidação da produção brasileira, a região sul torna-se crescentemente, nas décadas de 80 e de 90, parte do cenário internacional do comércio de tabaco. Abaixo, dados do mercado interno e das exportações de fumo do Brasil no período de 1950 a 1980.

<b>Em toneladas</b>	<b>1950</b>	<b>1960</b>	<b>1970</b>	<b>1980</b>
Mercado Interno	72.145	129.808	190.462	259.575
Exportação	35.805	61.618	53.538	145.285
Produção Total	107.950	191.426	244.000	404.860

*Fonte: IBGE, Nardi - 1985*

### III.1.2 – O FUMO NA DÉCADA DE 90

Apesar da campanha contra o fumo ter se iniciado nos anos 50, o movimento se intensificou na década de 90. Ações contra as grandes empresas tabagistas cresceram em larga escala apesar do crescimento no consumo mundial. Além disso, na década de 90, a carga tributária sobre os produtos derivados do tabaco atingiu seu ápice.

O preço do tabaco nesse período sofreu elevada queda no ano de 1993, apresentando recuperação nos anos seguintes e novamente um movimento de queda a

partir de 1998. Nesse período houve uma larga diferença entre produto ofertado e demandado, justificado principalmente pela recessão que diversos países atravessavam.

A elevada carga de imposto que incide sobre os cigarros funcionaria com duas finalidades. Enquanto seria um eficiente instrumento para arrecadar impostos, com o aumento dos preços essa iniciativa levaria a uma redução no consumo de tabaco (principalmente de cigarros). Essa política, entretanto, apresenta uma grande falha. Com a elevação no preço dos derivados do tabaco, criou-se espaço para o crescimento do mercado informal e a importação de outras regiões que não apresentavam uma tarifação tão elevada. Esse movimento ocorreu na maioria dos países do mundo, especialmente na América do Norte e Europa.

As empresas na década de 90, enfrentaram o crescimento do movimento antitabagista, a elevada tributação de seus produtos, que aumentavam sensivelmente os preços, e o crescimento do mercado informal, o que reduzia o *marketshare* das empresas em um mercado cada vez mais restrito.

### III.2 – PANORAMA ATUAL DO SETOR

A elevada tributação e a atuação do mercado informal são os principais problemas enfrentados atualmente pelo setor fumageiro nos principais países. Esses problemas, conforme explicado acima, estão intimamente ligados.

No Brasil, o setor fumageiro investe em políticas ambientais e no contra-ataque ao movimento antitabagista, enquanto o governo mantém uma política ambígua, de fomento da produção, via crédito bancário, e simultaneamente de combate ao fumo devido aos riscos e problemas que o consumo pode causar.

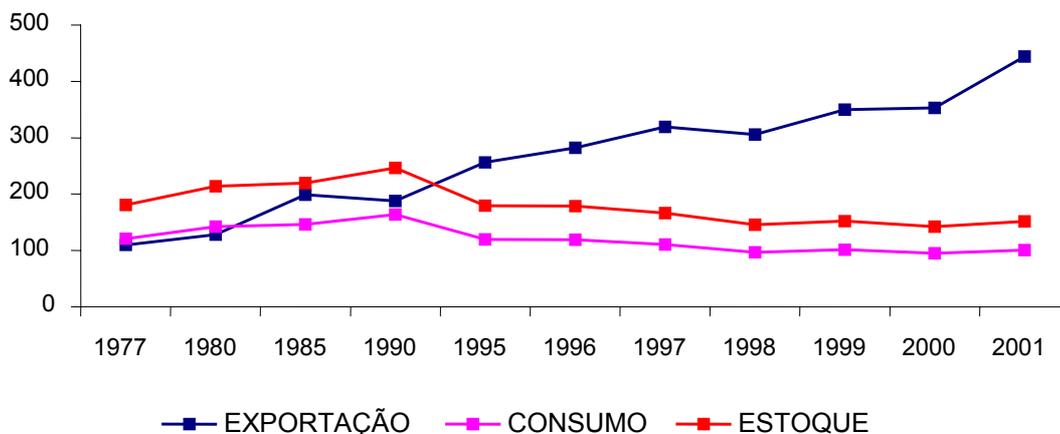
Enquanto isso, o consumo total não apresenta tendência de queda, confirmando um crescimento estável para os próximos anos. O principal mercado consumidor é a China, que apresenta um mercado fechado, com baixo volume de comércio exterior e baixa competitividade externa. Com a possível abertura do mercado Chinês para os próximos anos, os países exportadores vislumbram a possibilidade de atuar nesse mercado.

Consumo	1999	2000	2001	2002	2003*
China	2.410.545	1.235.471	2.601.350	2.772.904	2.897.554
India	478.350	474.275	471.947	481.130	488.130
Estados Unidos	572.700	498.909	483.909	463.190	463.200
Russia	265.700	301.480	308.510	309.300	293.100
Alemanha	170.035	175.304	177.791	180.000	162.000
Indonésia	153.585	170.540	166.125	155.140	155.140
<b>Total Mundial</b>	<b>6.435.029</b>	<b>5.134.733</b>	<b>6.433.790</b>	<b>6.594.090</b>	<b>6.631.054</b>

Fonte: USDA (\* dados estimados)

Embora o Brasil tenha apresentado uma leve queda no consumo nos últimos 10 anos, o país já ocupa o 3º lugar na produção de fumo e em 1993 passou a ser o primeiro país do mundo em exportação de fumo em termos de volume. Em termos de valor, no entanto, perde longe para os Estados Unidos, pois o fumo cru e beneficiado deste país tem preço muito mais elevado. O desempenho do fumo brasileiro é fruto das variedades nobres cultivadas, boa orientação técnica e utilização de insumos especialmente recomendados para a cultura, além da qualificação do produtor. O estoque apresentado no gráfico abaixo é uma reserva técnica das fábricas para atender o consumo doméstico e o mercado externo com produtos manufaturados.

#### **Desempenho do setor fumageiro brasileiro em milhares de toneladas**



Fonte: ABIFUMO/AFUBRA

O preço do fumo em US\$ vem apresentando uma tendência de queda nos últimos 7 anos. O quadro abaixo ilustra o volume de exportação brasileira e o preço médio do fumo em dólares, lembrando que o setor fumageiro no Brasil não sentiu esse efeito devido à desvalorização cambial ocorrida pós-99<sup>7</sup>. A desvalorização ofuscou por completo o impacto da queda dos preços internacionais no mercado brasileiro.

ANO	QUANT. (TON.)	US\$/kg	RECEITA (US\$)
1996	282.364	3,82	1.078.630.480
1997	319.000	3,45	1.100.550.000
1998	300.500	3,30	991.650.000
1999	343.000	2,68	919.240.000
2000	341.500	2,52	860.580.000
2001	415.000	2,33	966.950.000
2002	440.000	2,39	1.051.600.000

Fonte: AFUBRA, SINDIFUMO, SEAB/DERAL

Os principais concorrentes das exportações brasileiras apresentam sérios problemas em suas economias. Seu principal concorrente, o Zimbábue, passa por um conturbado processo de reforma agrária e de incertezas econômicas que acabam por beneficiar a produção brasileira.

O sistema produtivo brasileiro chamado de “Sistema Integrado de Produção” é o grande responsável pelo sucesso sócio-econômico da atividade no Brasil. Esse sistema, criado pela BAT (*British American Tobacco*), controladora da Souza Cruz S.A., teve como propósito inicial garantir a normalidade do abastecimento de matéria prima para a fábrica de cigarros instalada no Rio de Janeiro. Nesse sistema, as empresas, seguindo o exemplo da BAT/Souza Cruz, passam a fornecer, como forma de adiantamento, as sementes e os fertilizantes, além de financiar a construção das estufas. Os agricultores passam a ter condições de fornecer um fumo de qualidade e com a regularidade necessária. Esse sistema criado em 1918 se mostra eficiente até os dias de hoje.

<sup>7</sup> A desvalorização cambial ocorrida em 1999 é explicada pela adoção do regime de flexibilidade cambial, substituindo o regime anterior, de câmbio fixo. No regime de câmbio fixo, o Banco Central fixa a taxa nominal de câmbio e ajusta o excesso de demanda ou oferta através de suas reservas internacionais. No regime de câmbio flexível, o Banco Central teoricamente deixa de intervir, cabendo ao mercado estabelecer a cotação.

### III.3 – PERSPECTIVAS PARA OS PRÓXIMOS ANOS

A demanda por tabaco deverá continuar apresentando crescimento nos próximos anos. Esse crescimento é justificado pelo aumento do consumo nos países em desenvolvimento e subdesenvolvidos, mesmo com o declínio esperado nos países desenvolvidos. É importante acrescentar que os países em desenvolvimento e subdesenvolvidos são responsáveis por 70% do consumo de tabaco no mundo.

De acordo com a *FAO*, o crescimento esperado até 2005 varia entre 1,0% e 1,5% a.a. De 2005 a 2010, de acordo com um estudo não publicado da *FAO*, o crescimento deverá ser ainda maior. A divergência no consumo apresentada entre países desenvolvidos e em desenvolvimento tende a aumentar ao longo do tempo.

Países que foram na última década tradicionais exportadores de fumo, devem apresentar problemas para os próximos anos. Índia e Zimbábue apresentam grande fragilidade macroeconômica e graves problemas internos que deverão perdurar nos próximos anos. Esse quadro é extremamente favorável no curto e médio prazo para Brasil e China, no sentido que a participação desses países no mercado mundial aumentará consideravelmente. A China, entretanto, ainda carece de uma estrutura de produção mais avançada que possibilite atender também o mercado externo. Nesse contexto, o país com perspectivas mais favoráveis é o Brasil.

#### IV – A EMPRESA SOUZA CRUZ S.A.

A Souza Cruz é a empresa líder no setor de cigarros no Brasil, sendo um dos cinco maiores grupos privados no país. A empresa é líder no mercado doméstico de cigarros com participação de 78% no mercado legal de cigarros em 2002, sendo que a companhia detém 6 das 10 marcas mais vendidas no Brasil. A Souza Cruz é controlada pela BAT (*British American Tobacco*).

A presença da Souza Cruz no país gera aproximadamente 5 mil empregos diretos e aproximadamente 380 mil indiretos. Para atender ao consumidor, a empresa possui 190 mil pontos de venda direta e uma complexa rede de distribuição. Todo o processo é feito através de modernas redes de distribuição em São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba, Porto Alegre, Recife e Belo Horizonte.

Sua matriz está localizada no Rio de Janeiro. Possui duas fábricas de cigarro, uma localizada em Uberlândia (MG) e outra em Cachoeirinha (RS). Utilizando tecnologia de ponta e com volume de investimentos superior a 500 milhões de reais até 2005, a fábrica de Cachoeirinha ocupa apenas 10% de um terreno de 208 hectares. A área restante (90%) é utilizada para preservação ambiental.

A Souza Cruz participa em todo o ciclo da produção de cigarro, desde a produção agrícola de sua matéria-prima, passando pelo processamento e finalizando com a fabricação e a distribuição dos produtos.

##### IV.1 – HISTÓRIA

A Souza Cruz foi fundada em 25 de Abril de 1903, no Rio de Janeiro. O fundador, Albino Cruz, colocou em funcionamento a primeira máquina capaz de enrolar cigarros de papel. A pequena fábrica não comportava a necessidade de produção e, em 1910, Albino Cruz comprava a Imperial Fábrica de Rapé de José Paulo Cordeiro. Em 1914, devido à necessidade de incorporar tecnologia em seu negócio, Albino Cruz passa o controle acionário da empresa para a BAT (*British American Tobacco*).

Em 1920, a empresa inicia o processo de fomento da produção de fumo no Sul do Brasil, através da implantação do “Sistema Integrado de Produção”, criado em 1918. Nas décadas de 30 e 40, a empresa se fortalece, inaugurando fábricas e filiais em todo o país.

Nos anos 70 e 80, a empresa consolida sua posição, passando a focar seus produtos em alta qualidade, com o intuito de atender também o mercado externo. Em 1978, foi instalada a fábrica de Uberlândia, a maior e mais moderna da América Latina. Em 1987 foi implantado o primeiro armazém refrigerado para fumo em Brusque (SC), com o objetivo de manter a qualidade do produto mesmo aumentando o período de estocagem.

Nos últimos 10 anos a empresa continuou investindo. Em 1995, inaugurou sua Central Integrada de Distribuição em São Paulo. No ano seguinte, implantou o Complexo de Processamento de Fumo<sup>8</sup> em Santa Cruz do Sul (RS), gerando 2000 empregos diretos e 13.600 indiretos num investimento de R\$81 milhões. Em 1987, a fábrica de Cachoeirinha entrou em funcionamento.

Em 2000, a empresa firmou com o governo do estado do Rio Grande do Sul um convênio para a construção de um moderno complexo de cigarros na fábrica de Cachoeirinha. O montante de investimentos será de aproximadamente R\$500 milhões até 2005 para ampliar a capacidade de produção da fábrica para 45 bilhões de cigarros anuais. O complexo foi inaugurado em 25 de Abril de 2003 para comemorar o centenário da empresa.

#### IV.2 – IMPACTO SÓCIO-ECONÔMICO

O setor fumageiro envolve aproximadamente 2,2 milhões de pessoas, considerando-se os fumicultores, transportadores, funcionários das indústrias de beneficiamento e das fábricas de cigarros, postos de venda, fabricantes e distribuidores de insumos agrícolas, além dos fornecedores de matéria-prima. O cultivo e a produção do fumo prestam importante contribuição social, amenizando o desemprego e gerando elevadas receitas com impostos.

A companhia Souza Cruz, portanto, tem forte impacto na geração de emprego e renda no Brasil, estendendo-se por todo território. O setor de fumo foi classificado pelo BNDES entre os 24 “setores-chave” da economia brasileira em termos de sua capacidade de acelerar o crescimento econômico. O setor tem ainda uma grande capacidade de gerar cadeias produtivas, gerando ainda mais investimentos. Ainda de acordo com o BNDES, as

---

<sup>8</sup> Moderno complexo de produção com capacidade de produção de 120 mil/ toneladas por ano. Esse complexo contém armazéns de última geração para garantir a conservação do fumo, aumentando a flexibilidade e a eficiência no processamento da matéria-prima.

atividades da Souza Cruz geram 216 empregos para cada milhão de dólares movimentado. O potencial total de empregos, diretos e indiretos, chega a 1,19 milhões.

A posição da Souza Cruz no mercado externo também é extremamente positiva. A empresa tornou o Brasil referência no mercado internacional de fumo. A contínua modernização da companhia, além de elevar a reputação brasileira no exterior também traz importantes contribuições para o mercado interno. Diversas instituições financeiras e fornecedores se fortaleceram, assim como o setor de propaganda, onde a parceria com a Souza Cruz elevou tanto os resultados financeiros quanto o próprio recurso humano.

Os 45 mil parceiros que fornecem seus produtos a Souza Cruz, entre eles os fumicultores, apresentam nítido desenvolvimento devido à atuação da companhia. Os impactos no setor rural brasileiro são evidentes. Através da empresa, o pequeno produtor tem acesso a novas tecnologias, suporte técnico da empresa e orientações para preservação do meio ambiente. Esses procedimentos estão intimamente relacionados com o “Sistema Integrado de Produção”. O elo entre o produtor e a indústria é ilustrado pelo trecho abaixo:

“Com relação a British Tobacco, a empresa buscou controlar o processo produtivo, não apenas através da já citada introdução de novas técnicas de secagem em fornos e cultivo de espécies selecionadas, mas também pela difusão de conhecimentos sobre o plantio e o preparo do fumo entre os pequenos proprietários rurais. A empresa procurou impor um determinado padrão de qualidade à produção fumicultora, realizando “adiantamentos” aos colonos para que estes pudessem adquirir fertilizantes fungicidas e outros insumos. Para tanto, técnicos percorriam as lavouras para ministrar conhecimentos. Além destas providências, a companhia buscou providenciar o transporte da matéria-prima até a empresa. (Pesavento, 1983, p.215)”

Através disso, podemos verificar o importante papel da empresa na ligação do produtor com o mercado brasileiro e internacional através de ajuda direta e indireta.

#### IV.3 – ANTITABAGISMO E CONTRABANDO

Embora a Souza Cruz seja a maior empresa de tabaco brasileira, a companhia enfrenta fortes desafios futuros, como o antitabagismo crescente no mundo e o devastador mercado informal.

O movimento antitabagista cresceu mais fortemente nos anos 90, mas ainda continua em plena ascensão. As autoridades públicas e a comunidade médica divulgam que o ato de fumar causa doenças e em alguns casos até exclusão social. Inúmeras regulamentações foram e estão sendo introduzidas com o intuito de reduzir o consumo do cigarro. A mais recente dessas medidas foi a obrigatoriedade de se publicar no verso dos maços fotos de pessoas enfermas e outras situações onde as pessoas são prejudicadas pelo fumo.

A concorrência ilegal é outro problema grave a ser enfrentado pela empresa. Os produtos contrabandeados, além de não gerarem receita de impostos para o governo e prejudicarem a saúde financeira da empresa, são uma séria ameaça à saúde dos consumidores dados que suas misturas não são fiscalizadas e apresentam um produto de baixa qualidade. O produto contrabandeado se origina em grande parte do Paraguai. Alguns dados comprovam isso: entre 1998 e 2001, o número de fábricas de cigarro no Paraguai cresceu de 2 para 29. A companhia tenta combater de diversas maneiras esse problema através de processos na justiça e apoio na abertura de centros de controle.

#### IV.4 – ESTRUTURA DO CAPITAL

O capital social da Souza Cruz está dividido em 305.690.100 ações ordinárias (a empresa não apresenta ações preferenciais). A composição acionária é dividida da seguinte forma: 75,3% pertence a BAT e 24,7% pertence aos minoritários (*free float* Bovespa), sendo que 10% dos minoritários pertence a pessoas físicas no Brasil.

#### IV.5 – INVESTIMENTOS

A companhia Souza Cruz apresentou aporte de investimentos de R\$73,7 milhões em 2000, R\$138,1 milhões em 2001 e R\$261 milhões em 2002. Os investimentos de 2001 e 2002 objetivaram a construção da fábrica de Cachoeirinha e a implantação do Sistema SAP, além do compromisso com o aumento na produtividade como forma de combate ao mercado informal.

<b>Investimentos</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
R\$ (milhões)	73,7	138,1	260,9

Fonte: Souza Cruz S.A.

## IV.6 – DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS

Abaixo estão os demonstrativos contábeis da Souza Cruz no exercício de 2000 a 2002. Os demonstrativos se referem ao resultado consolidado da companhia Souza Cruz, englobando o resultado de suas controladas. Como a controladora possui 100% das controladas com apenas uma exceção, os resultados das controladas não são significantes, o resultado do consolidado é uma tradução mais fiel dos números da empresa.

### IV.6.1 – DEMONSTRATIVO DE RESULTADO

<b>Demonstrativo de Resultado</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>2.818.611</b>	<b>2.375.166</b>	<b>2.037.851</b>
Receita Bruta	6.184.753	5.808.976	5.337.133
Imposto sobre as vendas	(3.366.142)	(3.433.810)	(3.299.282)
<b>Custo de Vendas</b>	<b>(1.034.485)</b>	<b>(939.439)</b>	<b>(830.929)</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.784.126</b>	<b>1.435.727</b>	<b>1.206.922</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(749.852)</b>	<b>(741.737)</b>	<b>(750.023)</b>
Vendas	(348.010)	(348.855)	(347.354)
Gerais e Administrativas	(413.051)	(339.087)	(335.506)
Financeiras	22.400	(20.056)	(61.485)
Outras despesas	(24.190)	(38.779)	(15.566)
Resultado da Equiv. Patrimonial	12.999	5.040	9.888
<b>Resultado Operacional</b>	<b>1.034.274</b>	<b>693.990</b>	<b>456.899</b>
<b>Resultado Não Operacional</b>	<b>(18.297)</b>	<b>(14.067)</b>	<b>5.358</b>
<b>LAIR</b>	<b>1.015.977</b>	<b>679.923</b>	<b>462.257</b>
IR e CSSL	(175.643)	(156.716)	(108.566)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>840.334</b>	<b>523.207</b>	<b>353.691</b>
Reversão de Juros	120.490	111.183	140.639
<b>Lucro Líquido após reversão</b>	<b>960.824</b>	<b>634.390</b>	<b>494.330</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.087.300</b>	<b>792.200</b>	<b>612.900</b>

## IV.6.2 - BALANÇO

<b>Balanço</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
<b>Ativo Total</b>	<b>2.968.622</b>	<b>2.182.089</b>	<b>2.277.796</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>1.968.286</b>	<b>1.410.841</b>	<b>1.254.260</b>
Disponibilidades	224.118	452.125	271.326
Créditos	227.280	227.175	145.233
Estoques	522.669	444.794	460.875
Outros	994.219	286.747	376.826
<b>Ativo Realizável A Longo Prazo</b>	<b>268.898</b>	<b>218.009</b>	<b>516.788</b>
Créditos Diversos	109.864	84.930	384.360
Créditos Com Pessoas Ligadas	84.511	44.562	39.120
Outros	74.523	88.517	93.308
<b>Ativo Permanente</b>	<b>731.438</b>	<b>553.239</b>	<b>506.748</b>
Investimentos	30.721	23.164	20.986
Imobilizado	699.865	527.714	481.052
Diferido	852	2.361	4.710
<b>Passivo Total</b>	<b>2.968.622</b>	<b>2.182.089</b>	<b>2.277.796</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>1.436.965</b>	<b>895.646</b>	<b>746.173</b>
Empréstimos E Financiamentos	454.814	66.900	31.419
Debêntures	-	-	-
Fornecedores	39.639	41.749	39.210
Impostos, Taxas E Contribuições	230.728	192.760	202.272
Dividendos A Pagar	418.581	314.254	335.007
Provisões	141.824	150.512	89.948
Dívidas Com Pessoas Ligadas	-	-	-
Outros	151.379	129.471	48.317
<b>Passivo Exigível A Longo Prazo</b>	<b>29.209</b>	<b>31.621</b>	<b>332.410</b>
Empréstimos E Financiamentos	-	-	302.851
Debêntures	-	-	-
Provisões	-	-	-
Dívidas Com Pessoas Ligadas	-	-	-
Outros	29.209	31.621	29.559
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.502.448</b>	<b>1.254.822</b>	<b>1.199.213</b>
Capital Social Realizado	466.435	466.435	466.435
Reservas De Capital	493.441	444.542	389.097
Reservas De Reavaliação	-	-	-
Reservas De Lucro	424.900	226.666	226.666
Lucros/prejuízos Acumulados	117.672	117.179	117.015

## V – METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

O valor de uma companhia pode ser expresso pela capacidade de suas operações de proporcionar uma taxa de retorno apropriada para remunerar os acionistas ou os financiadores do empreendimento.

### V.1 – DESCRIÇÃO

A metodologia a ser utilizada para a avaliação será o Fluxo de Caixa Livre<sup>9</sup> Descontado. Essa metodologia se mostra a mais adequada, pois considera todos os elementos associados ao fluxo de caixa da Souza Cruz nas operações futuras, devidamente ajustado ao risco pela taxa de desconto (*WACC*).

Essa escolha ainda pode ser fundamentada por diversos motivos. No mercado brasileiro, não existe um grande número de empresas similares, dificultando alguma comparação com empresas do setor. Os dados sobre as empresas estrangeiras similares não são aplicáveis devido às diferenças entre os mercados, dados sócio-econômicos, aspectos das economias,... Esses fatores fortalecem a escolha do método acima apresentado, que, dado as características gerais, revela ser o mais apropriado.

### V.2 – TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto é aplicada ao valor do fluxo de caixa futuro de uma operação para se determinar o valor que o mesmo teria numa base de fluxo de caixa.

Essa taxa também é conhecida como a taxa de retorno esperada pelos investidores para direcionar recursos para um investimento específico. A taxa de desconto é uma taxa composta de diversos fatores, que será aplicada para descontar a valor presente os fluxos de caixa gerados pela operação. Essa taxa é análoga ao custo de oportunidade da companhia.

A taxa de desconto utilizada foi definida através dos modelos *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) e *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). Esses métodos refletem os retornos requeridos pelos credores financeiros (capital de terceiros) e pelos acionistas

---

<sup>9</sup> Fluxo de Caixa Livre é o fluxo de caixa sem dívida. Esse modelo de fluxo de caixa é usualmente demonstrado para os financiadores da empresa, sejam acionistas ou instituições financeiras.

(capital próprio), ponderando-se suas respectivas participações no total do capital da empresa.

O custo do capital próprio é normalmente calculado através de retornos observados no mercado. O modelo *CAPM* foi desenvolvido para realizar essa operação, pois se desdobra em diversos elementos que podem ser analisados individualmente.

- *Formula do modelo CAPM:*

$$K_p = R_f + [E(R_m) \cdot \beta - R_f] + \text{Risco Brasil}$$

Onde:

$K_p$  = Retorno exigido (ou esperado) pelo capital próprio

$R_f$  = Taxa livre de risco

$\beta$  = Beta

$E(R_m)$  = Retorno médio do mercado

- *Taxa livre de risco:*

Representa o retorno requerido pelo investidor para um investimento em títulos conceituadamente sem risco. Para o cálculo de retorno sem risco, será utilizado como referência o rendimento do título do tesouro americano, o *T-bond* de 30 anos. A taxa utilizada é de **5,15% a.a.**, conforme consultado no jornal *Valor Econômico*.

- *Prêmio de risco de mercado:*

Representa o retorno acima da taxa livre de risco que o investidor exige por aplicar no mercado de capitais devido ao seu maior risco inerente. Para determinarmos o prêmio de risco de mercado, foi utilizado o retorno médio das empresas que compõem o índice *Dow Jones Industrial* nos últimos 10 anos. O prêmio obtido calculado é de **4,53% a.a.** segundo dados do site *Dow Jones Indexes*.

- *Beta*

O coeficiente Beta ( $\beta$ ) da equação *CAPM* é a medida de risco da empresa ou do setor em análise. Esse risco é quantificado através de métodos estatísticos que determinam a

relação entre os retornos sobre ações da empresa em comparação aos retornos de mercado. O Beta da companhia Souza Cruz é de **0,41** de acordo com o site *Economática*.

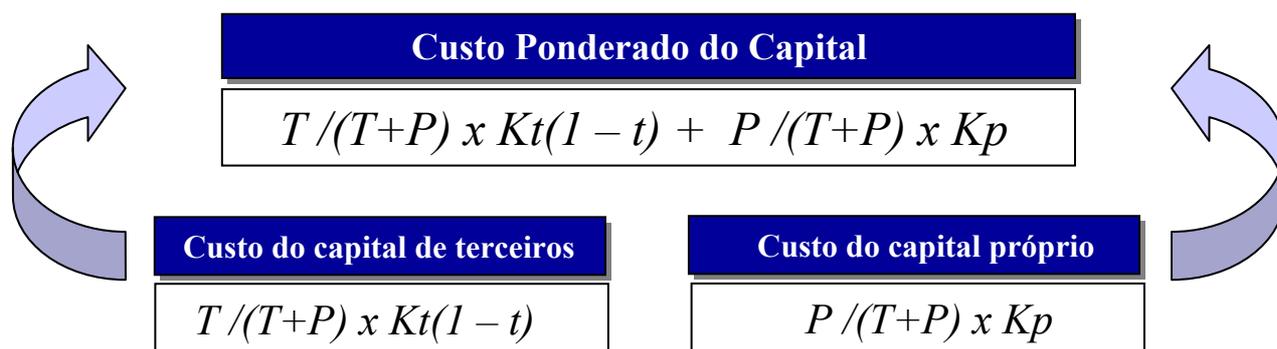
- *Risco Brasil*

Esse fator representa o montante adicional de prêmio (juros) que o investidor exige por estar exposto ao “Risco Brasil”. Essa taxa indica o quanto o título do governo brasileiro deve pagar a mais em relação ao título do governo americano para atrair o investidor. O indicador do risco é **530** (equivalente a 5,30% de prêmio) O jornal *Valor Econômico* foi a fonte desse indicador.

<b>CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO</b>	
T-bond - 30 ANOS	5,15%
Retorno Down Jones	9,92%
<b>Prêmio de risco do mercado</b>	<b>4,53%</b>
IR e CSLL	34,00%
Debt/Equity	28,28%
Beta	0,41
Risco-Brasil	5,30%
<b>Custo do capital próprio</b>	<b>12,31%</b>

O custo do capital de terceiros (endividamento ou alavancagem) se refere à taxa com a qual a Souza Cruz consegue prospectar seus empréstimos. A empresa consegue financiamentos a taxa de 3,5% a.a. adicionada da variação cambial, que de acordo com as previsões deverá ser aproximadamente de 6% nos próximos anos.

Abaixo está indicado como o *WACC* é calculado e sua respectiva estrutura.



Onde:

T = Percentual de capital de terceiros

P = Percentual de capital próprio

K<sub>t</sub> = Custo do capital de terceiros

t = Alíquota do imposto de renda

K<sub>p</sub> = Custo do capital próprio (Ver *CAPM* explicado acima)

Dessa forma, após a aplicação do método acima descrito, conclui-se que a taxa de desconto que será utilizada para descontar o fluxo de caixa futuro é de 8,60% a.a. real, ou seja, líquida da inflação.

WACC	
T-bond - 30 ANOS	5.15%
Retorno Dow Jones	9.92%
<b>Prêmio de risco do mercado</b>	<b>4.53%</b>
IR e CSLL	34.00%
Debt/Equity	28.28%
Beta	0.41
Risco-Brasil	5.30%
<b>Custo do capital próprio</b>	<b>12.31%</b>
<b>Custo do capital de terceiros</b>	<b>9.65%</b>
Percentual de capital próprio	77.96%
Percentual de capital de terceiros	22.04%
<b>WACC Nominal</b>	<b>11.00%</b>
Taxa de inflação americana	2.40%
<b>WACC Real</b>	<b>8.60%</b>

### V.3 –FLUXO DE CAIXA A VALOR PRESENTE E PERPETUIDADE

Para projetarmos o Fluxo de Caixa Livre é necessário premissas para que possamos estimar o valor futuro do fluxo. As premissas serão detalhadas no capítulo seguinte, sendo parte fundamental da avaliação.

A fórmula de desconto do Fluxo de Caixa Livre é a seguinte:

$$FCVP = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCP_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

FCVP = Fluxo de Caixa a Valor Presente

FCP = Fluxo de Caixa Operacional Projetado

WACC = Taxa de desconto (Custo médio ponderado do capital)

A perpetuidade, ou valor residual, é calculado sobre o último fluxo de caixa projetado a ser utilizado conforme a fórmula abaixo:

$$Perpetuidade_n = \frac{FCP_n \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Onde:

g = Taxa de crescimento da perpetuidade

n = Último ano da projeção

O valor da empresa será determinado pela soma do fluxo de caixa a valor presente com a perpetuidade, após os ajustes necessários como dedução de provisões, deduções de empréstimos/financiamentos e soma de disponibilidades.

## VI – PREMISSAS ADOTADAS

Na avaliação econômico-financeira da Souza Cruz é adotado o conceito de fluxo de caixa descontado a valor presente. Na projeção das operações da companhia é considerado o período compreendido entre Janeiro de 2004 à Dezembro de 2008 (período de 5 anos).

Todos os valores presentes na avaliação foram projetados em moeda constante (a inflação foi desconsiderada) em Reais.

Como base para as projeções foi utilizado o relatório anual da Souza Cruz de 2002 e o relatório semestral da companhia, além dos dados disponibilizados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

O DRE e o balanço foram projetados para os próximos 5 anos, conforme acima mencionado. A taxa de desconto utilizada é de 8,60% e o crescimento da perpetuidade de 3,00%.

### VI.1 – PROJEÇÃO DO DRE

- *Projeção da Receita Bruta*

De acordo com o *mix* de venda apresentado no ano de 2002 e a previsão para 2003, poderemos projetar o *mix* de venda para os próximos anos. Comparando os dados de 2002 com o de anos anteriores, verificou-se que a estrutura não apresentou mudanças significativas, facilitando a projeção de vendas internas.

Como premissa da projeção da receita, assumimos que a participação da companhia no mercado deve crescer gradualmente, devido ao aumento de eficiência que a companhia vem obtendo nos últimos anos. A participação da Souza Cruz no mercado interno atingirá o teto de 80% em 2007. Consideramos na avaliação a premissa de que o mercado ilegal não deverá ultrapassar 1/3 do mercado em 2004, apresentando queda gradual para os próximos anos devido ao maior rigor das autoridades nacionais e internacionais com os produtos ilegais.

Apesar do crescimento do antitabagismo, não é esperada uma redução no consumo interno de cigarros, apenas um crescimento cada vez mais lento. O mercado externo apresenta taxas similares, embora essas taxas apresentem grande variação entre os países.

Apesar disso, é esperado um significativo aumento da participação brasileira no comércio mundial de fumo. O produto brasileiro tem vantagem comparativa em relação a

outros países, o que, somado a previsão de uma abertura cada vez maior do mercado chinês (o maior do mundo) e o esmagamento dos produtores americanos e europeus, justificam o aumento da participação brasileira.

RECEITA	Real			Projeção					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Receita Total (Em milhões de R\$)</b>									
Mercado Interno	4.909,2	5.150,0	5.365,0	6.238,3	6.504,7	6.798,7	7.100,4	7.409,8	7.679,1
Mercado Externo (Líquida)	427,9	659,0	819,7	914,9	1.032,0	1.193,0	1.350,9	1.555,2	1.804,7
<b>TOTAL</b>	<b>5.337</b>	<b>5.809</b>	<b>6.185</b>	<b>7.153</b>	<b>7.537</b>	<b>7.992</b>	<b>8.451</b>	<b>8.965</b>	<b>9.484</b>

Devido a esses fatores, foi utilizado na projeção a premissa de que a participação das exportações no total da receita da companhia é crescente.

- *Impostos sobre as vendas*

Os impostos foram projetados em linha com a legislação fiscal em vigor de 01/11/2003. A estrutura das alíquotas não deve ser alterada para os próximos anos, já sendo considerada elevada até para patamares internacionais. A estrutura abaixo foi utilizada na projeção dos resultados:

<b>Impostos</b>	<b>Alíquota</b>
IPI	33,17%
ICMS Indústria	22,18%
ICMS Varejo	2,82%
Selo de Controle	2,94%
COFINS	3,54%
PIS	0,90%
<b>TOTAL</b>	<b>65,55%</b>

- *Projeção de Custos e Despesas Operacionais*

As características dos custos e despesas envolvidos nas operações da Souza Cruz foram analisadas para se determinar as bases e critérios a serem utilizados na avaliação.

A companhia vem apresentando ganhos de eficiência em suas operações e com a inauguração da fábrica de Cachoeirinha, esses indicadores tendem a se elevar ainda mais.

Devido a esse desempenho, as despesas com vendas deverão representar um percentual decrescente da receita líquida. Atualmente esse percentual está em torno de 11%. Para 2007, esperamos um percentual de 8,5%. Em 2000, o percentual era de 17%.

As despesas administrativas apresentam estrutura similar. Enquanto em 2000 representavam 16,5% da receita líquida, em 2003 representa 13,5% e para 2007 projetamos o percentual de 12,0%.

- *IR e CSSL*

O imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido obedecem a legislação vigente de 01/11/03, de 25,0% e 9,0%, respectivamente. Os dados apresentados pela empresa indicam que a empresa se beneficiou da conta de prejuízos fiscais em anos anteriores (em suas controladas) até 2002. Não foi utilizado na projeção esse tipo de artifício, pois o resultado final não retrataria a realidade operacional da companhia.

- *Reversão de juros - Juros sobre o capital próprio*

Para calcularmos os juros sobre capital próprio, foi consultada a lei no. 9249/95 art. 9º que indica que o Juros sobre o capital é calculado de acordo com a variação da TJLP. Através do Balanço projetado e das contas de reserva de lucro, reserva de avaliação e Capital Social Realizado, multiplicados pela TJLP vigente, encontramos o juros sobre o capital próprio da companhia que é somado ao lucro líquido.

#### VI.1.1 – DEMONSTRATIVO PROJETADO

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Receita líquida</b>	<b>3.063.967</b>	<b>3.272.881</b>	<b>3.535.212</b>	<b>3.797.011</b>	<b>4.107.852</b>	<b>4.450.142</b>
Receita Bruta	7.153.176	7.536.724	7.991.780	8.451.301	8.964.957	9.483.793
Imposto sobre as vendas	(4.089.209)	(4.263.842)	(4.456.568)	(4.654.291)	(4.857.106)	(5.033.651)
<b>Custo de Vendas</b>	<b>(1.072.389)</b>	<b>(1.112.780)</b>	<b>(1.166.620)</b>	<b>(1.234.028)</b>	<b>(1.314.513)</b>	<b>(1.424.045)</b>
<b>Receita Bruta</b>	<b>1.991.579</b>	<b>2.160.102</b>	<b>2.368.592</b>	<b>2.562.982</b>	<b>2.793.339</b>	<b>3.026.097</b>
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(789.167)</b>	<b>(786.210)</b>	<b>(805.635)</b>	<b>(837.371)</b>	<b>(875.724)</b>	<b>(949.317)</b>
Vendas	(337.036)	(327.288)	(335.845)	(341.731)	(349.167)	(378.262)
Gerais e Administrativas	(413.636)	(425.475)	(441.901)	(465.134)	(492.942)	(534.017)
Financeiras	(30.640)	(32.729)	(35.352)	(37.970)	(41.079)	(44.501)
Outras despesas	(15.320)	(8.182)	-	-	-	-
Resultado da Equiv. Patrimonial	7.464	7.464	7.464	7.464	7.464	7.464
<b>Resultado Operacional</b>	<b>1.202.411</b>	<b>1.373.892</b>	<b>1.562.957</b>	<b>1.725.611</b>	<b>1.917.615</b>	<b>2.076.780</b>
<b>Resultado Não Operacional</b>	-	-	-	-	-	-
<b>LAIR</b>	<b>1.202.411</b>	<b>1.373.892</b>	<b>1.562.957</b>	<b>1.725.611</b>	<b>1.917.615</b>	<b>2.076.780</b>
IR e CSSL	(408.820)	(467.123)	(531.405)	(586.708)	(651.989)	(706.105)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>793.591</b>	<b>906.769</b>	<b>1.031.552</b>	<b>1.138.904</b>	<b>1.265.626</b>	<b>1.370.675</b>
Reversão de Juros	136.439	121.610	106.789	97.879	94.923	94.923
<b>Lucro Líquido após reversão</b>	<b>930.030</b>	<b>1.028.379</b>	<b>1.138.341</b>	<b>1.236.783</b>	<b>1.360.549</b>	<b>1.465.598</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.225.587</b>	<b>1.399.157</b>	<b>1.590.845</b>	<b>1.756.117</b>	<b>1.951.230</b>	<b>2.113.817</b>

## VI.2 – PROJEÇÃO DO BALANÇO

### VI.2.1 – ATIVO

- *Disponibilidades*

De acordo com dados históricos, foi projetado com o percentual médio de 5,50% sobre a receita bruta obtida entre 2000 e 2002.

- *Créditos*

Assim como as disponibilidades, os créditos foram projetados através do percentual médio da receita bruta. O percentual encontrado foi de 3,44% da receita bruta obtida entre 2000 e 2002.

- *Estoques*

A projeção dos estoques foi realizada utilizando a participação de 8,25% dos estoques sobre a receita bruta. Novamente foi utilizada a média de 2000 a 2002. É importante salientar que esse percentual apresentou variação muito pequena nesse período.

- *Créditos diversos (Contas a receber)*

Para a projeção de créditos diversos foi calculada sua participação na receita bruta nos últimos três anos. O percentual encontrado foi de 1,62%

- *Créditos com pessoas ligadas*

Essa conta se refere aos créditos com suas controladas. O percentual médio calculado foi de 0,96%.

- *Investimentos*

A conta de Investimentos representa a participação em controladas, utilizando o método de equivalência patrimonial. O resultado projetado é a média dos últimos três anos.

- *Imobilizado*

O saldo do Imobilizado foi calculado de acordo com a previsão de Investimentos da empresa para os próximos anos, reduzido pela depreciação anual.

- *Diferido*

A projeção de diferido foi linearizada para todos os anos a partir do resultado obtido em 2002. Já a amortização vem sendo calculada de acordo com os fundamentos econômicos expressos na lei 247 da CVM.

## VI.2.2 - PASSIVO

- *Empréstimos e Financiamentos*

A conta de empréstimos e financiamentos da empresa foi calculada de acordo com a média dos últimos três anos, levando em consideração as taxas utilizadas pelo mercado.

- *Fornecedores*

A conta de fornecedores foi projetada através da participação média de 4,33% sobre o custo de vendas e as vendas projetadas para os anos seguintes.

- *Impostos, Taxas e Contribuições (IPI, ICMS, PIS/COFINS)*

Analisando o balanço dos últimos três anos verificou-se que o percentual desse conta sobre a receita bruta é de 3,61%. Basicamente, os itens que compõem o saldo são IPI, ICMS e PIS/COFINS.

- *Dividendos a pagar*

Essa conta foi calculada através de sua participação no lucro líquido nos últimos três anos. O percentual utilizado na projeção foi de 53,62%, respeitando o número estabelecido pela lei das S.A. (pelo menos 25% do lucro líquido deve ser distribuído na forma de dividendos).

- *Provisões*

A conta de provisão foi linearizada a partir do resultado obtido no ano de 2002. Essa conta é composta pelos seguintes itens: Provisão de férias, 13º salário e contingências trabalhistas e fiscais.



### VI.3 – PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE

- *Investimentos*

A Souza Cruz realizou elevados investimentos nos anos anteriores e em 2003 para a construção da fábrica de Cachoeirinha, implantação do sistema SAP e a construção do centro de distribuição. Para os próximos anos, não é previsto investimentos para melhorias dessa magnitude. Os investimentos foram projetados de forma a repor o valor depreciado ao longo dos anos.

- *Depreciação*

Projetou-se a depreciação dos bens existentes e dos novos investimentos, utilizando as mesmas taxas aplicadas pela Souza Cruz. A taxa de depreciação média é de 9,67% ao ano.

- *Capital de Giro*

Para a base de cálculo do capital de giro, foram consideradas as seguintes linhas do Ativo Circulante: Disponibilidades, Créditos (Contas a receber) e Estoques. As linhas do Passivo Circulante utilizadas são: Empréstimos e Financiamentos, Fornecedores, Impostos e Contribuições, Dividendos a Pagar e Provisões.

#### VI.3.1 – FLUXO DE CAIXA LIVRE PROJETADO

FREE CASH FLOW	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Atividades Operacionais</b>						
(+) Lucro líquido	930.030	1.028.379	1.138.341	1.236.783	1.360.549	1.465.598
(+) Depreciação e Amortização	167.142	187.616	209.114	231.686	255.388	280.274
<b>(=) Fluxo de caixa gerado na operação</b>	<b>1.097.173</b>	<b>1.215.995</b>	<b>1.347.454</b>	<b>1.468.469</b>	<b>1.615.937</b>	<b>1.745.872</b>
(+) Variação do Capital de giro	325.108	290.093	265.585	254.835	254.676	270.024
<b>(=) Atividades Operacionais líquidas</b>	<b>1.422.281</b>	<b>1.506.088</b>	<b>1.613.039</b>	<b>1.723.304</b>	<b>1.870.613</b>	<b>2.015.896</b>
<b>Atividades de Investimento</b>						
(-) Investimentos	(201.700)	(211.785)	(222.374)	(233.493)	(245.168)	(257.426)
<b>(=) Atividade de Investimento líquida</b>	<b>(201.700)</b>	<b>(211.785)</b>	<b>(222.374)</b>	<b>(233.493)</b>	<b>(245.168)</b>	<b>(257.426)</b>
<b>(=) Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>1.220.581</b>	<b>1.294.303</b>	<b>1.390.665</b>	<b>1.489.811</b>	<b>1.625.445</b>	<b>1.758.470</b>
<b>Financiamentos</b>						
(+) Aumento de capital	-	-	-	-	-	-
(-) Pagamento de dividendos	(837.027)	(904.974)	(978.973)	(1.038.898)	(1.115.650)	(1.172.479)
<b>(=) Atividade de Financiamento líquida</b>	<b>(837.027)</b>	<b>(904.974)</b>	<b>(978.973)</b>	<b>(1.038.898)</b>	<b>(1.115.650)</b>	<b>(1.172.479)</b>
<b>FLUXO DE CAIXA LIVRE</b>	<b>383.553</b>	<b>389.329</b>	<b>411.692</b>	<b>450.913</b>	<b>509.795</b>	<b>585.991</b>

## VII – RESULTADOS DA AVALIAÇÃO

A avaliação econômico-financeira da Souza Cruz foi realizada com base no valor presente líquido do fluxo de caixa gerado pelas operações futuras, conforme premissas e considerações mencionadas em capítulos anteriores.

Utilizando a projeção do Fluxo de Caixa Livre e trazendo a valor presente seus saldos, obtemos o Fluxo Operacional da Empresa a valor presente, já incluindo a perpetuidade. O valor encontrado do Fluxo Operacional foi de R\$ 9,328,849,000 (nove bilhões, trezentos e vinte e oito milhões e oitocentos e quarenta e nove mil reais).

FREE CASH FLOW	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>FLUXO DE CAIXA LIVRE</b>	383.553	389.329	411.692	450.913	509.795	585.991
Taxa de desconto	1,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66
<b>FLUXO DE CAIXA A VALOR PRESENTE</b>	383.553	358.491	349.056	352.028	366.472	387.880
FLUXO DE CAIXA A VALOR PRESENTE	<b>2.197.480</b>					
PERPETUIDADE	<b>7.131.370</b>					
<b>FLUXO OPERACIONAL DA EMPRESA</b>	<b>9.328.849</b>					

A próxima etapa após encontrar o fluxo operacional descontado pelo Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é realizar os ajustes necessários. As aplicações financeiras da empresa (disponibilidades), assim como sua dívida líquida (empréstimos e financiamentos) e as provisões devem ser somadas/subtraídas ao valor final para encontrarmos o valor econômico da empresa. Esses ajustes estão apontados abaixo (em milhares de R\$):

<b>FLUXO OPERACIONAL DA EMPRESA</b>	<b>9.328.849</b>
<b>AJUSTES</b>	
(+) Disponibilidades	342.913
(-) Empréstimos e Financiamentos	(368.814)
(-) Provisões	(141.824)
<b>VALOR ECONÔMICO DA EMPRESA</b>	<b>9.161.124</b>

Dessa forma, com base no escopo da avaliação, análises, pesquisas, informações obtidas e o conhecimento obtido na execução do trabalho, o valor econômico da companhia Souza Cruz S.A. na data de 31 de dezembro de 2003 é de R\$ 9,161,124,000 (nove bilhões, cento e sessenta e um milhões e cento e vinte e quatro mil reais).

## VII.1 – COMPARAÇÃO ENTRE O VALOR DE MERCADO E O VALOR ECONÔMICO

A última pesquisa feita para a base da avaliação indicou o preço da ação da companhia Souza Cruz S.A. na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) a ser utilizado na avaliação. Como forma de evitar movimentos especulativos, que podem causar grandes variações diárias, o valor da ação utilizado na avaliação será a média dos últimos 45 dias (período de 01/10/2003 até 15/11/2003). O preço médio da ação encontrado no período corresponde a R\$ 27,30.

A partir desses dados, podemos chegar ao valor de mercado da companhia. O capital social da Souza Cruz está dividido em 305.690.100 ações ordinárias (ON). A empresa não lançou no mercado ações preferenciais. Assim, calculamos o valor de mercado multiplicando o valor de ações pelo valor das mesmas. Dessa forma, encontramos o valor de mercado de R\$ 8,343,153,000 (oito bilhões, trezentos e quarenta e três milhões e cento e cinquenta e três mil).

O potencial de valorização da empresa pode ser verificado de acordo com o diagrama abaixo:



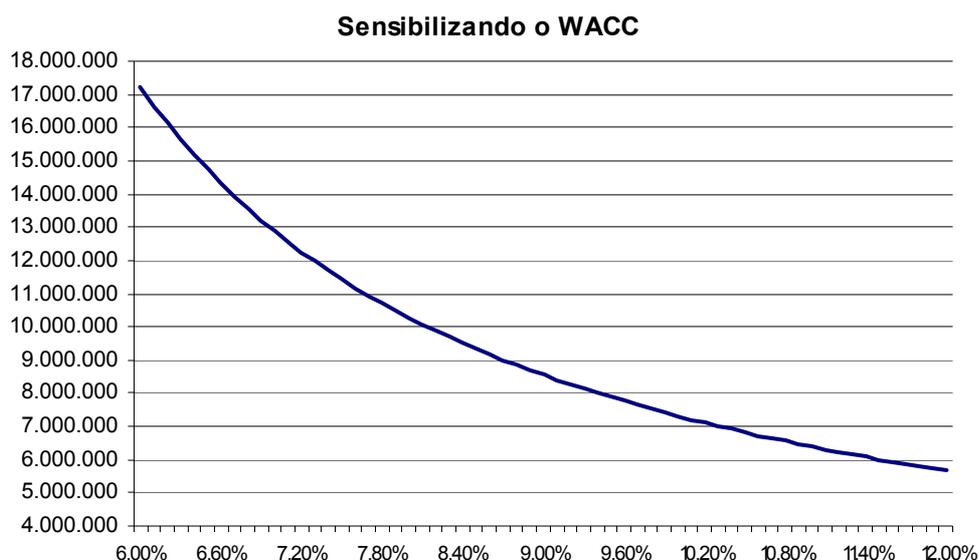
A avaliação econômico-financeira indica um valor maior da companhia do que o mercado, do que podemos concluir que as ações da empresa estão subavaliadas, ou seja, as ações apresentam potencial de apreciação, da magnitude de 9,80%. O *valor justo* das ações da empresa indica um preço da ação de R\$ 29,98 de acordo com a avaliação.

## VIII – ANÁLISE DE SENSIBILIDADES

Em trabalhos de avaliação econômico-financeira, é essencial chegar a um entendimento da consistência dos resultados obtidos, ou seja, que nível de variação nas premissas definidas ou nas principais variáveis pode ocorrer sem que o efeito no resultado final seja radical. Devido a isso, será realizada uma análise de sensibilidades nos itens abaixo descritos, mantendo as outras premissas constantes:

### VIII.1 – SENSIBILIZANDO O WACC

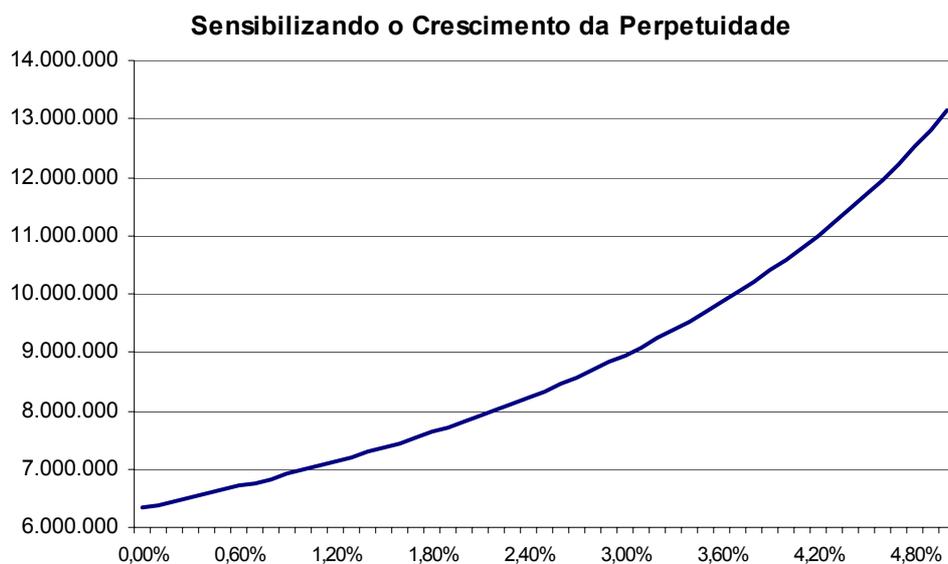
Após realizar a análise de sensibilidades com o WACC, verificamos que o valor da companhia é decrescente em relação ao WACC de acordo com o gráfico abaixo:



A explicação por trás desse resultado é que o aumento do custo médio ponderado do capital (causado pelo aumento do risco, por exemplo), irá gerar um aumento na incerteza em relação às operações futuras da empresa. Apesar disso, como o custo do capital próprio é maior que o custo do capital de terceiros, a empresa poderia apresentar um nível de alavancagem (endividamento) maior, reduzindo seu WACC e aumentando seu valor final.

## VIII.2 – SENSIBILIZANDO O CRESCIMENTO DA PERPETUIDADE

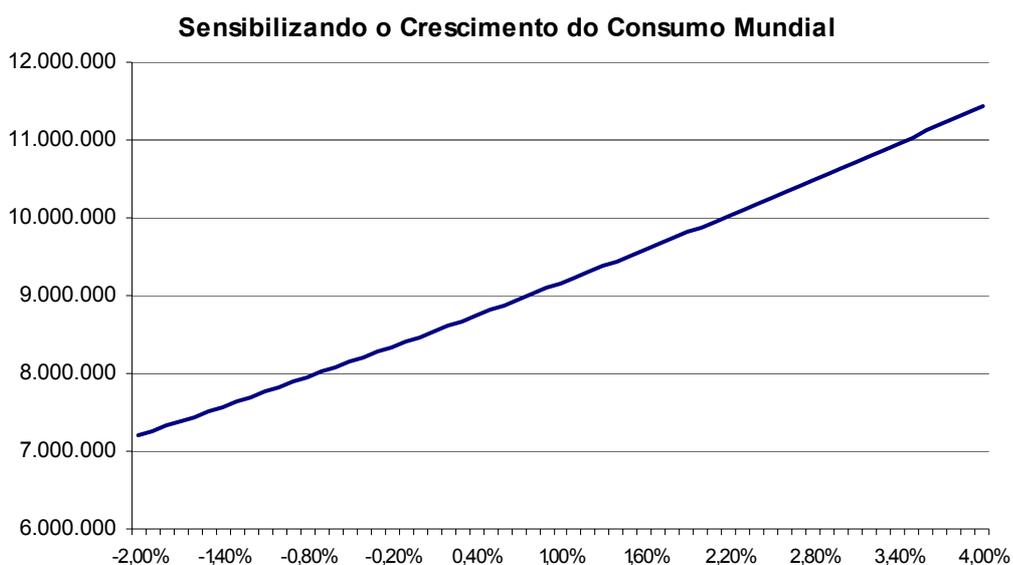
O fator que será sensibilizado abaixo é o crescimento da perpetuidade. Logicamente, o valor da companhia é crescente em relação ao crescimento da perpetuidade.



Nesse caso, a taxa de crescimento utilizada na avaliação, de 3,00%, indica o valor da companhia de R\$ 9,161,124,000. Se fosse utilizada a premissa de que a perpetuidade não apresenta crescimento, o valor da companhia se reduziria para R\$ 6,538,813,000.

### VIII.3 – SENSIBILIZANDO O CRESCIMENTO DO CONSUMO MUNDIAL

Sensibilizaremos abaixo o crescimento do consumo mundial. Assim como no crescimento da perpetuidade, o valor da companhia é crescente em relação ao crescimento do consumo mundial.



Como parte de sua receita vem de suas exportações, uma elevação no valor exportado devido ao crescimento do consumo mundial de tabaco, irá gerar um aumento no seu faturamento futuro, aumentando a geração de caixa e o valor da companhia.

## IX – CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo encontrar o *valor justo* ou o valor econômico da companhia Souza Cruz S.A.

Conforme já citado, o setor no qual a empresa se insere é um setor desafiador e curioso ao mesmo tempo. O setor fumageiro cada vez mais é atacado pelo governo e pelo movimento antitabagista. As medidas tomadas contra o setor são cada vez duras, como proibição de propaganda, elevada carga tributária, avisos sobre doenças, etc.

Além disso, os fumicultores e as empresas do setor ainda sofrem com a concorrência desleal. Os produtos contrabandeados, muitas vezes provenientes do Paraguai, entram facilmente no Brasil, concorrendo diretamente com os produtos legais. Essa concorrência é desleal, pois os produtos contrabandeados não pagam impostos, geralmente não passam por nenhum controle de qualidade e, por isso, apresentam preços mais acessíveis.

O consumidor, que muitas vezes sofre os principais problemas do cotidiano atual como desemprego, depreciação da renda, entre outros, muitas vezes acaba recorrendo a esses produtos mais baratos, sem levar em conta o mal que pode estar fazendo a sua saúde.

Esse problema enfrentado pelo setor depende do governo e dos órgãos de fiscalização para ser solucionado. O governo, entretanto, apresenta um posicionamento incoerente. Enquanto combate o tabaco através dos pontos acima mencionados, atua também como fomentador, disponibilizando linhas de crédito acessíveis. Na realidade, o setor fumageiro é estratégico, sendo um grande gerador de empregos (no Brasil e no mundo), de receitas com impostos e consideráveis divisas através do volume de exportações.

O produto brasileiro, no quesito exportações, apresenta vantagem comparativa em relação aos outros países. Além disso, seus principais concorrentes, Zimbábue e Malai, apresentam graves problemas de ordem interna, tornando o Brasil o maior exportador de fumo do mundo.

Nesse contexto, a companhia Souza Cruz apresenta elevados resultados, sendo a maior empresa do setor, abastecendo 78% do mercado do mercado legal no Brasil. A empresa é vista com uma excelente pagadora de dividendos, distribuindo em média 90% de seu lucro líquido.

A projeção dos números da companhia indica que esse potencial deverá se elevar ainda mais no futuro devido tanto ao ambiente econômico favorável como ao esforço realizado ao longo do tempo para aumentar sua eficiência operacional. É importante

acrescentar que a indisponibilidade de dados dificultou a projeção dos dados, sendo necessário algumas simplificações ao longo do trabalho.

Entretanto, a metodologia aplicada, avaliação através do fluxo de caixa operacional descontado, é a mais apropriada para a empresa e apresenta resultados confiáveis, capazes de traduzir a realidade atual e futura da empresa.

O resultado encontrado aponta que o valor econômico da empresa na data-base de 31 de dezembro de 2003 é de R\$ 9,161,124,000 (nove bilhões, cento e sessenta e um milhões e cento e vinte e quatro mil reais). O valor de mercado, apontado pelo valor das ações da Souza Cruz, indica o valor de R\$ 8,343,153,000 (oito bilhões, trezentos e quarenta e três milhões e cento e cinquenta e três mil). Desse resultado podemos concluir que a empresa apresenta potencial de valorização de 9,80% até o final de 2003.

A análise de sensibilidades apresentou resultados interessantes, fundamentais para um entendimento mais completo do resultado final. Podemos concluir que o WACC (Custo Médio Ponderado do Capital) e a Perpetuidade são as variáveis de maior efeito no valor da companhia. O crescimento do consumo mundial, embora tenha efeito considerável, este não é tão poderoso no valor final da companhia.

## X – REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

- AFUBRA – Associação dos Fumicultores do Brasil – <http://www.afubra.com.br/>
- Agropecuária colonial & industrialização. Porto Alegre: Mercado Aberto, 1983. 216 p. p. 192 – 226.
- Associação Brasileira da Indústria do Fumo – <http://www.abifumo.com.br/>
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES - <http://www.bndes.gov.br/>
- Copeland, T. Koller, T, Murrin, J., 1997, “Valuation - Measuring and managing the value of companies”
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM - <http://www.cvm.gov.br/>
- Damodaran, Aswath, 1999, “Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance”
- Damodaran, Aswath, 1996, “Avaliação de Investimentos. Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo”
- FAO – Food and Agriculture Organization of the United Nations – <http://www.fao.org/>
- Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – <http://www.agricultura.gov.br/>
- Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior - <http://www.mdic.gov.br>
- Gitman, Lawrence J. – “Princípios de administração financeira” Ed.Harbra.
- Pratt, Shannon P. – “Cost of Capital – Estimations and Applications” Ed. John Wiley & Sons
- Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey – “Administração Financeira – Essentials of Corporate Finance” Ed. Atlas

- SINDIFUMO – Sindicato da Indústria do Fumo
- Souza Cruz S.A. –<http://www.souzacruz.com.br/>
- Pesavento, S. J. A produção gaúcha de fumo. In: PESAVENTO, S. J. RS:
- Tobacco News and Information – <http://www.tobacco.org/>
- USDA – United States Department of Agriculture – <http://www.usda.gov/>