

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACC - FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS**

Maxwell Jansley Dias Bezerra

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

AMBEV S/A

Rio de Janeiro – RJ

2017

Maxwell Jansley Dias Bezerra

***VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
AMBEV S/A***

Trabalho de conclusão do curso apresentado como requisito parcial à conclusão do curso de Administração da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis – FACC da Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

Orientador: Alexis Cavicchini

Rio de Janeiro

2017

Dedicatória

“Ter um sonho grande dá o mesmo trabalho de ter um sonho pequeno”.

(Jorge Paulo Lemann)

RESUMO

A avaliação de uma empresa é um assunto bastante abordado pelos administradores, por ser uma tarefa importantíssima para com a corporação estudada. Tal avaliação poderá ser realizada com diversos objetivos, dentre eles: Na decisão de vendê-las, buscando uma avaliação cuidadosa do negócio, a fim de se encontrar um preço justo de venda. Ainda assim, a avaliação de uma empresa também é importante para quem deseja comprá-la, na qual uma criteriosa é um pré requisito para diminuir os riscos inerente do negócio. Por outro lado, a importância de tal avaliação também é aplicada para a parceria de novos sócios na empresa, na qual estes poderão avaliar seus riscos antes de entrarem nessa empreitada, assim como na avaliação de fusões e aquisições.

O presente estudo tem por objetivo avaliar a empresa Companhia de Bebidas das Américas (AmBev), aplicando o método de Fluxo de Caixa Descontado, pelo fato de ser o mais utilizado atualmente pelos profissionais da área, assim como pelo fato de que foi por diversas vezes considerado o método mais abrangente por identificar todos os itens-chaves que afetam o valor da empresa.

A empresa AMBEV S/A é uma empresa brasileira, que atua na indústria brasileira de bebidas, na venda de Cervejas, refrigerantes, chá gelado e água mineral. Foi analisada a indústria de bebidas no Brasil, como também o cenário político-econômico que a empresa estudada está inserida.

Por fim, o estudo busca determinar um valor considerado "justo" por ação da empresa, realizando uma projeção dos resultados para os cinco anos subseqüentes trazidos a valor presente.

Palavras-chave: Avaliação de empresas. Fluxo de Caixa Descontado. AMBEV. Valor.

LISTA DE SIGLAS

DFC – Fluxo de Caixa Descontado

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

DEPEC – Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos

TMS – Transportation Management System

CAGR – Compound Annual Growth Rate

PIB – Produto Interno Bruto

FMI – Fundo Monetário Internacional

CDI – Certificado de Depósito Bancário

SUMÁRIO

1.	Introdução	8
	1.1.1 Objetivos	9
	1.1.1. Objetivo Geral	9
	1.1.2. Objetivos Específicos	9
2.	Referencial Teórico	9
	2.1 Histórico da empresa	9
	2.2 Indústria de Bebidas	10
	2.2.1. No Brasil	10
	2.2.2. Em âmbito global	10
	2.3 Economia	11
	2.3.1 Economia brasileira	11
	2.3.2. Economia global	11
3.	Metodologia da pesquisa	12
	3.1 Fluxo de Caixa Descontado	12
	3.2 Fluxo de Caixa Livre	12
	3.2.1 Para a empresa	13
	3.2.2 Para o Patrimônio Líquido	14
	3.3 Custo de Capital	14
	3.3.1 Custo de Capital Próprio – WACC	15
	3.3.2 Custo Ponderado de capital	16
	3.3.3 Taxa Livre de Risco	16
	3.3.4 Prêmio de Risco	17
	3.3.5 BETA	17
4.	Aplicação do Método	19
	4.1 Identificando o Market Cap	19
	4.2 Participações de capital	19
	4.3 BETA	20
	4.4 Taxa Livre de Risco	20
	4.5 Prêmio de Risco	21

4.6	Custo de Capital Próprio	21
4.7	Custo de Capital de Terceiros	22
4.8	WACC.....	22
4.9	Fluxo de Caixa Livre para a Empresa	23
4.10	Projeções do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa	24
4.11	Definição do Valor Presente dos fluxos de caixa	25
4.12	Definição do valor dos Fluxos de Caixa na Perpetuidade	26
4.13	Valor Final da Empresa	26
5.	CONCLUSÃO	27
	Referencias Bibliográficas.....	28
	Anexos	30

1) INTRODUÇÃO

Com o crescimento da economia e as informações que dela são trazidas, muitas ferramentas vem surgindo com o propósito de avaliação de uma empresa. Sendo algo inovador, tais ferramentas vêm sido observadas por diversas pessoas, sobretudo investidores e empresários.

Para um administrador, o gerenciamento do valor de uma empresa é uma tarefa com importância demasiada, visto que representa uma ação que pode alterar por completo o rumo de uma empresa, positivamente ou negativamente.

Segundo ASSAF NETO (2010), a avaliação de empresas é uma tarefa complexa que não se processa por meio dos fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados encontrados.

Porem, calcular um valor justo para uma empresa tem uma importância extrema pela necessidade de uma análise detalhada de dados contábeis, assim como do cenário político-econômico que a empresa estudada está inserida, além da necessidade de serem observadas as particularidades e peculiaridades da empresa avaliada.

Pode-se notar que existem diversos métodos para avaliar uma empresa, porem, segundo COPELAND (2000), pelo fato de que o valor de uma empresa é avaliado pela sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo, o método de Fluxo de Caixa Descontado é visto como a melhor ferramenta para esta avaliação.

Segundo Martelanc et al (2009), esse método tem como base a idéia de que o valor de um empreendimento está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os seus fluxos operacionais estarão disponíveis para distribuição.

A empresa escolhida para realizar a avaliação foi a AMBEV. Trata-se de uma empresa inserida na indústria nacional e internacional de Bebidas, produtora de bens de consumo, tais como cervejas, refrigerantes, chá gelado e água mineral. A AMBEV domina boa parte do mercado de bebidas do Brasil, e já conquistou títulos importantes, como em 2012, por ser a maior empresa da América Latina.

Um dos fatores responsáveis pela escolha dessa empresa para avaliação é o fato de que segundo o Great Place do Word Institute (GPTW), a empresa foi eleita como uma das cem melhores empresas para se trabalhar no Brasil, além de estar preocupada com o desenvolvimento do mundo e a preservação do meio ambiente. Além disto, o fato da

empresa ter sofrido com a crise econômica atual brasileira, consequência de uma redução de 20% do lucro bruto da empresa no ano deste estudo, comparado com o mesmo período no ano passado, tornou-se interessante a avaliação da coerência ou não da desvalorização dos papéis da empresa negociados na bolsa de valores.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo geral

Este estudo tem como objetivo geral realizar uma análise de *Valuation* da empresa AMBEV S/A pelo método do Fluxo de Caixa Descontado. Como desenvolvimento do trabalho, será analisado o histórico da empresa, a indústria de bebidas no Brasil e em escala global, e o desdobramento político-econômico atual e seu impacto na empresa estudada.

1.1.2 Objetivos específicos

Para ser possível o estabelecimento de projeções econômicas para a empresa, será realizada uma análise do cenário econômico atual, para então ser possível determinar os fluxos de caixa futuros da empresa. Ao final do estudo, após uma avaliação por completo de todos os fatores inerentes da pesquisa, será possível estabelecer um valor "justo" para a empresa avaliada, como também determinar uma opinião sobre a ação de compra ou venda das suas ações negociadas em Bolsa de Valores, contribuindo assim para uma análise mais detalhada de processos de fusão e aquisição, venda/compra da empresa, ou a inserção de um novo sócio na empresa.

2) REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Histórico da empresa

A empresa Companhia de Bebidas das Américas (AMBEV) nasceu de uma fusão entre a Companhia Antartica Paulista de São Paulo e a Companhia Cervejaria Brahma do Rio de Janeiro. Fundada pelos sócios Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Telles, desde o ano de sua fundação (1999) até os dias atuais, a empresa

realizou uma série de aquisições, e sofreu uma fusão, entre a AMBEV e a INTERBREW, que fizeram com que ela passasse do posto de quinta maior cervejaria do mundo em 2004, para a maior do mundo nos dias atuais. (Inbev).

No Brasil, a empresa domina a maior parte do mercado de bebidas, e atualmente a empresa tem operações em 16 países distintos, são eles: Brasil, Canadá, Argentina, Bolívia, Chile, Paraguai, Uruguai, Guatemala, República Dominicana, Cuba, Panamá, Barbados, Nicarágua, Saint Vicent, Dominica e Antigua.

A AMBEV possui seu capital aberto na BOVESPA e na NYSE. A negociação na Bovespa se dá através de ações ordinárias, através do símbolo ABEV3 e na NYSE por meio de ADRs, através do símbolo ABEV.

2.2 Indústria de Bebidas

2.2.1 Indústria de Bebidas no Brasil

De acordo com o DEPEC, a produção de bebidas no Brasil vem sofrendo reduções desde 2014, atingindo um declínio na ordem dos 4,8% em 2015, 2,7% em 2016 e 0,9% em 2017. Ainda segundo o DEPEC, a produção industrial de bebidas alcoólicas sofreu um impulso do ano de 2016 para 2017, alcançando a marca de 2,7% em Março/2017. Em contrapartida, a produção industrial de bebidas não alcoólicas sofreu um declínio de 4,0% do ano de 2016 para 2017.

2.2.2 Indústria de Bebidas em âmbito global

Segundo um estudo realizado pela TMS, o mercado global de bebidas tem testemunhado um crescimento significativo ao longo dos últimos anos, impulsionado por uma série de fatores favoráveis. A crescente população urbana, juntamente com o aumento dos rendimentos disponíveis são responsáveis por isso. Ainda de acordo com o estudo, é provável que o mercado global de bebidas alcoólicas expanda em um CAGR de 6,4% em relação às receitas entre 2017 e 2025. O mercado global em 2017 é de US\$ 1,2 Trilhão.

2.3 Economia

2.3.1 Economia brasileira

A economia brasileira deve sair da recessão este ano e aumentar o ritmo de crescimento em 2018 e 2019. Enquanto que a estimativa para a expansão do PIB no ano de 2017 permaneceu em 0,7%, para 2018, a projeção subiu de 1,6% para 1,9%. (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONOMICO – OCDE, Dezembro 2017).

Para a OCDE, a expectativa é que o crescimento se intensifique, embora a confiança seja sensível à evolução política. A inflação se apresenta abaixo da meta, com centro em 4,5%, permitindo assim taxas de juros menores, colaborando para a recuperação dos investimentos.

Em Dezembro de 2017, o Câmbio Real – Dólar opera em 3,23 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, Dezembro 2017). O controle inflacionário e a redução do dólar contribuem positivamente para os fabricantes de bebidas no Brasil, que vêem possibilidade de reduzir o custo de produção, pela tributação das categorias de bebidas.

Na questão política, nota-se uma esperança para o próximo ano, tendo em vista as eleições presidenciais em 2018, além da licitação de blocos exploratórios de petróleo que vem ocorrendo desde Setembro deste ano, o que possibilita a retomada de investimentos estrangeiros no Brasil.

Uma visão geral dos economistas e analistas de mercado indicam uma projeção otimista para 2018, com crescimento da economia, e uma possível retomada dos investimentos no país, o que favorece a produção de bebidas localmente, e fortalece a indústria de bebidas brasileira.

2.3.2 Economia global

De acordo com um estudo realizado pelo FMI, existe um otimismo para 2018, especialmente nos mercados emergentes e nas economias em desenvolvimento. Ainda segundo o estudo, as projeções de crescimento global são estimadas em 2,0% em 2018.

As perspectivas de crescimento em curto prazo foram revisadas para a China, devido ao estímulo político esperado, mas foram revisadas para baixo para uma série de outras economias, como México, Índia e Brasil.

3) METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa Descontado é um método que possui o objetivo de avaliar a riqueza econômica de uma organização, sendo dimensionada pelos benefícios de caixa que serão agregados no futuro, e também descontados por uma taxa de atratividade, a qual reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital.

Por meio dessa ferramenta, é possível trazer, para o presente, por meio de uma taxa de desconto, o fluxo de caixa futuro de uma organização. Tal taxa de desconto mencionada anteriormente geralmente é formada por todos os custos do capital, como também pelos riscos do negócio.

Segundo MARTINS (2001), ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia.

Este método de avaliação de empresas é bastante popular e utilizado no mercado.

Profissionais da área, tais como investidores, analistas, como também fundos de investimento e empresas em processos de fusão e aquisição utilizam essa ferramenta para diminuir os riscos de suas possíveis ações.

Segundo DAMODARAN (2002), a avaliação do valor de uma empresa através do DFC torna-se uma ferramenta coerente, na medida em que nos permite determinar sua capacidade de geração de valor. Ainda segundo DAMODARAN (1997), essa metodologia é a mais fácil de ser utilizada em empresas que apresentam fluxos de caixa positivos, os quais possam ser estimados de maneira confiável para períodos futuros, onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto.

3.2 Fluxo de Caixa Livre (FCL)

O Fluxo de Caixa Livre, também conhecido como Cash Flow em inglês, é o dinheiro efetivo, também denominado caixa da empresa, que resta à empresa após o pagamento de suas despesas. Sendo assim, o valor final obtido representa o disponível para pagamento de direitos dos acionistas e credores, desconsiderando assim as amortizações, juros e dividendos.

Segundo DAMODARAN (2012), a forma mais simples e direta de se estabelecer o caixa

gerado pela empresa é a partir da verificação dos dividendos pagos pela mesma.

O excesso de caixa que poderá ser pago aos acionistas pode ser determinado pela seguinte tabela:

CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE

- (=) Receitas Líquidas
- (-) Custo de vendas
- (-) Despesas operacionais

- (=) EBIT
- (+) Depreciação e ajustes de despesas

- (=) EBITDA
- (-) Impostos em relação ao lucro
- (=) Montante gerado com as vendas
- (-) Investimentos

- (=) Fluxo de Caixa Livre

3.2.1 Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

Também conhecido como Free Cash Flow to Firm, O Fluxo de Caixa Livre para a empresa, segundo COPELAND é igual ao fluxo de caixa operacional após impostos da empresa, somados a encargos de depreciação, e reduzidos a investimentos em capital de giro operacional, equipamentos, instalações, e demais ativos oriundos da empresa.

O cálculo do Caixa Livre para a empresa pode ser feito através da seguinte fórmula:

$$FCFF = EBIT \times (1 - IR) + \Pi - (CAPEX + \Delta WC),$$

Sendo:

EBIT = Sigla em inglês para Earnings Before Interest and Taxes, ou seja, Lucro Antes dos Juros e Tributos;

IR = Imposto de Renda

Π = Depreciação, ou seja, perda de valor, porém sem redução de caixa;

CAPEX = Despesas de Capital, ou seja, quantidade de dinheiro gasto na compra de bens de capital, onde há redução de caixa;

ΔWC = Variação não monetária no capital de giro, ou seja, aumento de ativos circulantes não monetários e/ou aumento de passivos não monetários, reduzindo e aumentando o caixa da empresa, respectivamente.

3.2.2 Fluxo de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido

Já o cálculo do fluxo de caixa livre para o patrimônio líquido, também chamado de *Free Cash Flow to Equity*, pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$FCFE = LL + \Pi + CAPEX - \Delta WC + \Delta D$$

Onde:

LL = Lucro Líquido, ou seja, o lucro após despesas e impostos;

ΔD = Variação líquida da dívida, ou seja, amortizações e novas dívidas, reduzindo e aumentando o caixa da empresa, respectivamente.

3.3 Custo do Capital

Segundo Altkinson (2000), o Custo de Capital pode ser representado pela taxa de juros que as empresas usam para calcular, descontando ou compondo, o valor do dinheiro no tempo (custo de oportunidade). Tal custo pode ser calculado levando-se em consideração os custos dos recursos à disposição da empresa, assim como o capital próprio e de terceiros.

De acordo com Costa, Costa e Alvim (2011), determinar o custo do capital pode subavaliar ou superavaliar o valor da empresa e isso pode trazer sérios prejuízos para organização, visto que, a cada dia esse mecanismo está mais inserido na vida empresarial, participando significativamente no processo decisório da empresa.

Sendo assim, o custo do capital de uma empresa torna-se um fator de alta importância para tomada de decisões organizacionais.

3.3.1 Custo de Capital Próprio – WACC

O custo de capital próprio, também denominado WACC (Weighted Average Cost of Capital) para empresas de capital aberto, refere-se a uma medida de avaliação do risco relacionado ao investimento em uma empresa. No momento em que se é avaliado uma empresa, o risco de suas operações são considerados, assim como é considerado o risco do investimento de capital próprio na empresa quando se avalia o patrimônio líquido.

O princípio geral mais importante para estimar o WACC é que “ele deve condizer com a abordagem geral da avaliação e com a definição do fluxo de caixa a ser descontado” (COPELAND, 2000).

O risco mencionado anteriormente é mensurado e calculado pelo risco inerente do setor de atuação da organização, no caso da AMBEV, a indústria de bebidas, assim como pelo grau de alavancagem da empresa (capital próprio e de terceiros).

A fórmula do Custo de Capital próprio é a seguinte:

$$\text{Custo do capital próprio} = \text{Taxa livre de risco} + \text{Beta} + \text{PRA}$$

Partindo-se desse pressuposto, em empresas de capital aberto, o WACC é obtido através do Capital Asset Pricing Model (CAPM), onde o custo do capital próprio é alcançado pela estimação de um prêmio de risco, o qual compara a taxa de juros livre de risco, assim como o prêmio de risco do mercado em que a empresa atua.

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011), esse modelo determina a taxa de retorno teórica apropriada de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado.

Já a fórmula do CAPM pode ser definida como:

$$R = R_f + \beta \cdot (R_M - R_f)$$

Onde:

R = taxa de retorno esperada de um ativo;

R_f = taxa livre de risco;

β = BETA = Risco global em investir em um grande mercado.

R_M = taxa de retorno esperada a ser paga pelo mercado

De acordo com DAMODARAN, para que se possa realizar o cálculo do WACC de maneira correta, é necessário o conhecimento de três definições, são elas:

- Prêmio de Risco da Ação: Prêmio exigido pelos investidores;

- Beta: Também denominado risco relativo, representa o movimento de uma ação em relação ao movimento de mercado.
- Taxa Livre de Risco: São utilizadas as taxas de títulos públicos federais de longo prazo como referência, assumindo assim que os governos não dão calotes;

3.3.2 Custo Ponderado de Capital

Também chamado de Weighted Average Cost of Capital – WACC em inglês, o cálculo do custo médio ponderado de capital surge com a finalidade de mensurar o seu valor e dar suporte nas tomadas de decisões.

Trata-se de uma taxa que mede a remuneração requerida sobre o capital investido em uma organização.

Segundo DAMODARAN (1997), o Custo Médio Ponderado de Capital pode ser intuitivamente definido como “a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras.

De acordo com COPELAND (2002), o custo médio ponderado (WACC) pode ser obtido através da seguinte fórmula:

$$WACC = R_b \times B / S+B \times (1 - IR) + R_s \times S / S + B$$

Onde:

R_b = Custo de Capital de Terceiros (Alheio)

B = Valor do Capital de Terceiros (Alheio)

R_s = Custo do Capital Próprio

S = Valor do Capital Próprio

IR = Alíquota do Imposto de Renda

3.3.3 Taxa Livre de Risco

De acordo com COSTA, COSTA E ALVIM (2011), a taxa livre de risco é o piso que forma a taxa de desconto para avaliações de empresas.

Essa taxa é utilizada para calcular o retorno relativo do ativo financeiro. Enquanto que no Brasil a taxa livre de risco geralmente adotada é o CDI, portanto como alguns ativos possuem

alta ou baixa volatilidade, representando alto ou baixo risco respectivamente, é utilizado também ativos cuja volatilidade é muito pequena, como os T-Bills (Treasury Bills) do Governo Norte Americano.

3.3.4 Prêmio de Risco

O Prêmio de Risco do mercado pode ser entendido como a diferença entre o rendimento de um título público de um país, relacionado com outro investimento visto como seguro. Em outras palavras, trata-se do retorno desejável pelos investidores em decorrência do risco assumido no negócio.

De acordo com COPELAND, KOLLER E MURRIN (2000), o premio de risco pode ser estimado com base em dados históricos que procurem prever o futuro.

De acordo com DAMODARAN, uma variável sugerida para o premio de risco é o CRP (Country Risk Premium – Premio de risco-país), pois nessa avaliação o calculo do premio é tido relacionando o risco de descuido do país em questão.

A fórmula para o calculo do premio de risco é a seguinte:

$$\text{Retorno esperado do ativo} = R_f + \beta_L \times (\text{MRP} + \text{CRP})$$

Onde:

R_f = Taxa de juros do tesouro dos EUA;

β_L = Beta alavancado

MRP = Premio de risco de um mercado consistente (Ex: EUA)

CRP = Premio de risco do país.

3.3.5 BETA

O coeficiente Beta é uma medida de risco sistemático, ou seja, não diversificável. Esse coeficiente estuda o comportamento de um determinado título em relação ao mercado, podendo representar assim a volatilidade dos retornos, comparados aos retornos do mercado. De acordo com ASSAF NETO (2008), quanto maior o beta de uma ação, maior será o risco e o seu retorno ao mercado.

Para DAMODARAN (2002), o Beta pode ser influenciado por algumas variáveis, como por

exemplo, a alavancagem operacional da empresa, onde empresas com menor alavancagem tendem a possuir um Beta inferior às empresas do mercado com maiores alavancagens. Ainda assim, outro fator que influencia o Beta é o tipo de negócio que a empresa possui, assim como sua alavancagem financeira, esta última pelo fato de que quanto maior a alavancagem financeira, maior será o Beta.

O Beta possui certas representações, de acordo com seu valor, são elas:

$\beta = 1,0$ = Ação acompanhando a trajetória do retorno esperado do mercado;

$\beta > 1,0$ = Risco da ação mais elevado comparado ao risco de retorno do mercado.

$\beta < 1,0$ = Risco da ação menor que o risco do retorno do mercado.

O Beta pode ser calculado da seguinte forma:

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(r_a, r_p)}{\text{Var}(r_p)},$$

ou seja, é a Covariância entre o Retorno do Ativo e do Mercado /
Variância do Retorno do Mercado

Onde:

β_a = Beta

r_a = Retorno do Ativo

$r_p = r_m$ = Retorno do Portfólio = Retorno do Mercado

Ainda referente ao Beta, existe um Beta Alavancado que se tratam das variáveis das empresas considerando a estrutura de capital existentes, exprimindo os riscos do negócio e financeiro da empresa. Nesse caso, o Beta alavancado da empresa pode ser calculado da seguinte forma:

$$\beta_L = \beta_i [1 + (1 - t) \times B/S]$$

Onde:

B = Bonds = Dívida da empresa

S = Stocks = Valor de mercado da empresa

t = alíquota do Imposto de Renda

4) APLICAÇÃO DO MÉTODO

4.1 Identificando o Market Cap

O valor de mercado, também denominado como Market Cap, foi possível ser estabelecido, tomando como referencia o fechamento das ações da AMBEV no dia 11/12/2017 (R\$ 21,10), assim como a quantidade de ações que compõem o capital social da empresa. As informações foram extraídas do site da BOVESPA.

AÇÕES	PREÇO	VALOR
Ordinárias	15.717.615.419	21,10
TOTAL		331.641.685.340,90

4.2 Participações de capital

Para determinar a participação de capital de terceiros foi utilizada a seguinte fórmula:

Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo / Ativo Total = % Capital de Terceiros

De acordo com os dados do Balanço Patrimonial em anexo, temos:

- Passivo Circulante = 23.481,75

- Exigível a Longo prazo = 10.599,00

- Passivo Total = 83.020,22

$23.481,75 + 10.599,00 / 83.020,22 = 41,05\%$

Dessa forma, deduz-se que o capital próprio representa 58,95% do capital social da empresa.

4.3 Beta

Através de dados da NYU, foi possível achar o Beta desalavancado

Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Beverage Alcoholic Beta– 0,63

Tendo o Beta desalavancado, a fórmula para obter o Beta alavancado pode ser utilizada, através da fórmula já vista anteriormente: Utilizamos a alíquota de 34% para o Imposto de Renda, tendo em vista que se trata de uma empresa tributada pelo Lucro Real, possuindo lucros superiores ao limite estipulado.

$$\beta_L = \beta_i [1 + (1 - t) \times B/S]$$

Dados:

$$\beta_L = \beta_i [1 + (1 - t) \times B/S]$$

$$\beta_i = 0,63$$

$$\beta_L = 0,63 [1 + (1 - 0,34) \times 0,1028]$$

Imposto de Renda = 34%

$$\beta_L = 0,67$$

$$B = 34.080,75$$

$$S = 331.641,68$$

4.4 Taxa Livre de Risco

Como se está tomando como base de referência um mercado maduro, foi adotada a taxa T-Bond americano de 10 anos, cuja volatilidade é bem pequena, o que fará com que o cálculo demonstre um aspecto mais realista do negócio em si.

A taxa escolhida foi de 2,04% ao ano.

Fonte: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

4.5 Prêmio de Risco

De acordo com a fórmula vista anteriormente, pode-se calcular o Prêmio de Risco.

$$\text{Retorno esperado do ativo} = R_f + \beta_L \times (\text{MRP} + \text{CRP})$$

De acordo com DAMODARAN, a composição do Premio do Risco se dá pelo risco de um mercado maduro (exemplo: EUA), somado ao risco de premio do país (BRASIL). Este último é obtido pelo Premio do SCDS (Sovereign Credit Default Swap) de 10 anos do país emergente (BRASIL) subtraído pelo Premio do CDS americano. O valor resultante desse cálculo deve ser multiplicado pela volatilidade relativa de um país emergente, que neste caso pode ser representado:

$$\text{Risco de um mercado maduro (EUA)} = 5,69\%$$

$$\text{Risco premio do país (9,64\%)} - \text{CDS americano (3,21\%)} = 6,43\%$$

$$R_f = 2,04$$

$$5,69\% + (6,43\% \times 2,04) = 18,81\%$$

Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

4.6 Custo de Capital Próprio

Com os dados já obtidos, aplica-se a fórmula do CAPM para se obter o custo de capital próprio, da seguinte maneira:

$$R = R_f + \beta \cdot (R_M - R_f)$$

$$R = 2,04 + 0,67 (18,81 - 2,04\%) = 13,27\%$$

Obs: Após se obter a taxa de desconto, faz-se necessário que a mesma taxa seja ajustada para o mercado brasileiro, utilizando dessa maneira a paridade de juros. Para tal, existe uma fórmula de cálculo, como é demonstrada a seguir:

$$1 + J(\text{R\$}) = 1 + J(\text{USD}) \times 1 + I(\text{R\$}) / 1 + I(\text{USD})$$

Tomando como base a Inflação média dos EUA, comparando os últimos 5 anos, IPC, identifica-se uma média de 1,29%.

Em referencia a Inflação Brasileira, em uma média também de 5 anos, obtivemos o IPC de 6,58%

Fonte: <http://pt.global-rates.com/estatisticas-economicas/inflacao/indice-de-precos-ao-consumidor/>

Nesse caso, contando a inflação dos EUA e Brasil, o custo de capital próprio seria de 18,11%.

4.7 Custo de Capital de Terceiros

Sugerido por DAMODARAN, através do modelo DEFAULT SPREAD, obteve-se o rating da empresa através das agências S&P (BBB+) e Moody's (Baa3), referindo-se a qualidade de crédito da empresa com relação a suas obrigações financeiras.

Seguindo a tabela sugerida pelo autor, obtivemos o spread de 2,50%

Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Fórmula: $R_b = R_f + \text{Risco País} + \text{Spread Rating}$

$$R_b = 2,04\% + 9,64\% + 2,50\% = 14,18\%$$

Como feito anteriormente no cálculo do Custo de Capital Próprio, deve-se também para o Custo de Capital de Terceiros obter a taxa de desconto ajustada ao mercado brasileiro. Contando a taxa de inflação média Brasileira e o IPC médio americano, obteve-se um custo de capital de terceiros de 19,47%.

4.8 WACC

Através da fórmula do cálculo do Custo médio ponderado de capital:

$WACC = R_b \times B / S+B \times (1 - IR) + R_s \times S / S + B$, obtêm-se:

$$WACC = 19,47\% \times 41,05\% \times 66\% + 18,11\% \times 58,95\% = 15,94\%$$

4.9 Fluxo de Caixa Livre para a empresa

R\$ Mil	Períodos			
	Realizados			
	2013	2014	2015	2016
Rec. Operacional Líquida	34.791.390	38.079.783	46.720.139	45.602.561
CPV	-11.397.801	-12.814.588	-16.061.372	-16.676.959
Lucro Bruto	23.393.589	25.265.195	30.658.771	28.925.602
Despesas Operacionais	-8.029.899	-9.438.595	-11.880.271	-11.819.242
Ebit	- 15.363.690	15.826.600	18.778.500	17.106.360
Resultado Financeiro	-1.563.426	-1.475.404	-2.268.203	-3,702.005
Lucro Antes IR e CS	13.811.684	14.368.577	16.513.389	13.398.370
Lucro Líquido	9.534.969	12.065.513	12.423.771	12.546.610
Depreciação e Amortização	2.105.097	2.392.508	3.074.620	3.512.005
Capex	-3.810.300	-4.493.000	-5.261.200	-4.132.700
Nec. Capital de Giro				
Ebitda	13.811.684	14.368.577	16.513.389	13.398.370
Var. NCG	-	682.700	768.200	-1.128.500
IR	-2.457.614	-2.006.558	-3.634.248	-314.973
Capex	-3.810.300	-4.493.000	-5.261.200	-4.132.700
Free Cash Flow	7.543.770	8.551.719	8.368.141	7.822.197

4.10 Projeções do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

De acordo com os dados relatados na primeira parte do referido trabalho, relacionados à conjuntura econômica do Brasil e em âmbito global, assim como dados da indústria de bebidas no Brasil e no mundo afora e dados financeiros da empresa estudada nos anos anteriores, pôde-se apresentar projeções da empresa nos próximos exercícios, de acordo com o quadro abaixo:

Em Milhões (R\$)	PERÍODOS PROJETADOS				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Rec. Operacional Líquida	50.162.817,00	55.179.099,00	60.697.009,00	66.766.710,00	73.443.381,00
CPV	19.603.567,00	22.175.109,00	25.052.700,00	28.270.857,00	31.867.860,00
Lucro Bruto	30.559.250,00	33.003.990,00	35.644.309,00	38.495.853,00	41.575.521,00
Despesas Operacionais	12.597.572,00	14.144.229,00	15.841.560,00	17.702.967,00	19.742.991,00
Ebit	17.961.678,00	18.859.761,00	19.802.749,00	20.792.886,00	21.832.530,00
Resultado Financeiro	3.893.390,00	4.088.059,00	4.292.462,00	4.507.085,00	4.732.439,00
Lucro Antes IR e CS	14.068.288,00	14.771.702,00	15.510.287,00	16.285.801,00	17.100.091,00
Lucro Líquido	13.801.271,00	15.181.398,00	16.699.537,00	18.369.490,00	20.206.439,00

% efetivo de IR e CS sobre o EBIT	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Depreciação e Amortização	3.863.205,00	4.249.525,00	4.674.477,00	5.141.924,00	5.656.116,00
Capex	910.000,00	920.000,00	930.000,00	940.000,00	950.000,00
Ebitda	14.068.288,00	14.771.702,00	15.510.287,00	16.285.801,00	17.100.091,00
Var. NCG	206.635,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00
IR	6.106.970,00	6.412.318,00	6.732.934,00	7.069.581,00	7.423.060,00
Capex	910.000,00	920.000,00	930.000,00	940.000,00	950.000,00
Free Cash Flow	7.257.953	7.449.384	7.857.353	8.286.220	8.737.031

Fonte: dados definidos pelo autor

4.11 Definição do Valor Presente dos fluxos de caixa

De acordo com a fórmula para se obter o Valor Presente dos fluxos de caixa, referente a cada exercício da empresa, partindo do método de Fluxo de Caixa Descontado, foi possível estabelecer seus valores, conforme quadro a seguir:

Empresa: AMBEV S/A (Em milhões)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Fluxo de Caixa Livre	7.257.953	7.449.384	7.857.353	8.286.220	8.737.031
Valor Presente dos Fluxos de Caixa	6.260.094	5.541.872	5.041.612	4.585.876	4.170.619

Fonte: dados definidos pelo autor

O valor presente total acumulado resultou em R\$ 25.600,073 milhões.

4.12 Definição do valor dos Fluxos de Caixa na Perpetuidade

Após a definição do Valor Presente dos fluxos de caixa de cada exercício e acumulado, faz-se necessário realizar outro cálculo, com o intuito de recalculer os valores do Custo de Capital Próprio (CAPM) e o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Isso se dá pelo fato de que, segundo DAMODARAN (2012), os betas das empresas na perpetuidade tendem a 1,0.

Nesse caso, revendo a fórmula do Custo de Capital Próprio explicada na parte inicial do referido estudo, tem-se:

$$\begin{aligned} \text{Custo de capital próprio} &= \text{Taxa livre de risco} + (R_M - R_F) \\ &= 2,04 + 1 \times (18,81 - 2,04) = 18,81 \end{aligned}$$

Para recalculer o Custo Médio Ponderado de Capital, tem-se:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= R_b \times B / S+B \times (1 - \text{IR}) + R_s \times S / S+B \\ &= 19,47\% \times 41,05\% \times 66\% + 23,65\% \times 58,95\% = 19,21\% \end{aligned}$$

Após o cálculo do WACC, pode-se por meio dos resultados obtidos nele, calcular o valor do fluxo de caixa na Perpetuidade, através do seguinte cálculo:

$$8.737.031 \times (1 + 5,1\%) / (23,65\% - 5,1\%) = \text{R\$ } 49.501.991$$

Ao se trazer esse resultado a Valor Presente, obtêm-se o valor de R\$ 29.557.895 milhões.

4.13 Valor Final da Empresa

Após todos os cálculos obtidos nos itens anteriores, pode-se obter um valor final para a AMBEV S/A, somando o valor presente dos fluxos de caixa ao valor presente da perpetuidade, e posteriormente subtraindo do valor resultante a dívida líquida da empresa. É importante frisar que a dívida líquida é determinada pelos empréstimos e financiamentos contidos no Balanço Patrimonial, resultando assim na quantidade de dinheiro que a organização precisa para que então possa zerar o passivo, o que gera a despesa financeira.

Valor Presente Fluxo de Caixa Acumulado →	R\$ 25.600.073
+	
Valor Presente dos Fluxos de Caixa na Perpetuidade →	R\$ 29.557.895

-
 Dívida Líquida → - R\$
 10.730.481

Valor Justo por trimestre: R\$ 65.888.449 Milhões

VALOR JUSTO DA EMPRESA: R\$ 263.553.796 Mil

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve o objetivo de avaliar uma das empresas mais populares e bem sucedidas do Brasil, a AMBEV S/A. Pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, no final do referido trabalho, foi possível achar um valor justo da empresa de R\$ 263.553.796 Mil. A obtenção de um valor justo da empresa colabora para tomada de decisões gerenciais, do valor justo de uma ação da organização, assim como impacta nos resultados de gestão e na elaboração de novas estratégias empresariais. Nesse sentido, pode-se afirmar que, de acordo com as informações obtidas sobre as ações disponíveis da empresa, o valor justo de cada ação da empresa é de R\$ 16,77. Levando-se em consideração, no dia 11/12/2017, o fechamento da ação ordinária ABEV3 na BOVESPA, não é possível realizar uma recomendação de compra do ativo, tendo em vista que o valor da ação está cotada a um valor superior ao da referida análise.

A elaboração da avaliação da empresa AMBEV S/A transcorreu na normalidade, pelo fato das informações de fácil acesso sobre a empresa, encontradas em sites próprios e na BOVESPA. A empresa faz parte do Nível 1 de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, sendo considerado um excelente indicador para o mercado, o que facilita ainda mais na obtenção das informações sobre a organização. Porém, durante o estudo, notou-se as diferentes opiniões de analistas e pesquisadores de mercado com relação ao valor da empresa analisada. No entanto, tais opiniões não tiveram grande relevância para o estudo, pois como já dizia DAMODARAN (2012), toda análise de empresa é tendenciosa, dependendo tanto da percepção do avaliador quanto do objeto de estudo na determinação do valor de uma empresa. Ao final do estudo, o resultado foi satisfatório, uma vez que pôde ser constatado que o valor descoberto é similar ao atual da empresa, tanto em relação ao valor da empresa, quanto de suas ações.

Referências bibliográficas

- AMBEV S/A, Relações com os investidores, disponível em http://ri.ambev.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=44093 Acesso em Dezembro de 2017
- ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- ATKINSON, A. A. et al. **Contabilidade gerencial**. Tradução de André Olímpio Mosselman Du Chenoy Castro. São Paulo: Atlas, 2000.
- BLOOMBERG, disponível em: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us> Acesso em Dezembro de 2017
- BMF&BOVESPA, disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm?codigo=12653 Acesso em Dezembro de 2017
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas**. Tradução de Maria Cláudia S. R. Ratto. [Original em inglês: Valuation – measuring and managing the value of companies.] 2ª. ed . São Paulo: Makron Books, 2000.
- COSTA, Luiz Guilherme T. A.; COSTA, Luiz Rodolfo T. A.; ALVIM, Marcelo Arantes. Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. São Paulo: Atlas, 2011.
- DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 2. ed. New York: Wiley, 2002.
- DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark. 1997.
- DAMODARAN, Aswath, Valuation – Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. LTC, 2012
- DEPEC – Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos. Disponível em https://www.economiaemdia.com.br/EconomiaEmDia/pdf/infset_industria_de_bebidas.pdf. Acesso em Dezembro de 2017

FUNDAMENTUS. Disponível em: www.fundamentus.com.br Acesso em: de Dezembro de 2017.

GOOGLE FINANCE, Disponível em:
https://www.google.com/finance/historical?q=BVMF%3AKLBN3&ei=ZaV-V_HyE8mOeb6qluAG Acesso em Dezembro de 2017

IMF. Disponível em <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acesso em Dezembro de 2017

MARTELANC, Roy, PASIN, Rodrigo, PEREIRA, Fernando. **Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e *Private Equity***. São Paulo: Pearson, 2009.

MARTINS, E. Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

NYU BETAS, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
Acesso em Dezembro de 2017

STERN UNIVERSITY, NYU – Disponível em:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm Acesso em
Dezembro de 2017.

Anexos

Anexo 1 – Balanço Patrimonial AMBEV S/A:

	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17
Ativo Circulante	<u>19.990.967</u>	<u>23.886.851</u>	<u>21.297.374</u>	<u>23.042.848</u>	<u>22.230.596</u>
Caixa e bancos	<u>7.285.217</u>	<u>7.876.849</u>	<u>7.230.261</u>	<u>8.757.342</u>	<u>8.340.688</u>
Aplicações financeiras	<u>274.577</u>	<u>282.771</u>	<u>9.903</u>	<u>8.770</u>	<u>7.820</u>
Títulos para negociação	<u>274.577</u>	<u>282.771</u>	<u>9.903</u>	<u>8.770</u>	<u>7.820</u>
Clientes	<u>3.770.113</u>	<u>4.330.810</u>	<u>3.191.629</u>	<u>3.461.865</u>	<u>3.612.099</u>
Estoques	<u>4.275.809</u>	<u>4.347.052</u>	<u>4.510.324</u>	<u>4.663.951</u>	<u>4.373.394</u>
Impostos e contribuições a recuperar	<u>2.384.293</u>	<u>4.693.724</u>	<u>4.293.956</u>	<u>3.852.294</u>	<u>3.749.734</u>
Outros	<u>489.904</u>	<u>817.553</u>	<u>591.317</u>	<u>715.286</u>	<u>703.954</u>
Não Circulante	<u>59.119.229</u>	<u>59.954.567</u>	<u>59.436.568</u>	<u>61.081.163</u>	<u>60.789.827</u>
Realizável a Longo Prazo	<u>5.995.304</u>	<u>4.743.535</u>	<u>5.108.606</u>	<u>5.800.519</u>	<u>6.530.838</u>
Tributos Diferidos	<u>3.546.910</u>	<u>2.268.142</u>	<u>2.567.996</u>	<u>3.246.697</u>	<u>4.090.189</u>
Depósitos judiciais	<u>603.125</u>	<u>571.305</u>	<u>551.332</u>	<u>564.897</u>	<u>558.198</u>
Outros	<u>389.156</u>	<u>352.235</u>	<u>465.075</u>	<u>444.286</u>	<u>414.717</u>
Investimentos	<u>387.974</u>	<u>300.115</u>	<u>294.062</u>	<u>306.635</u>	<u>253.506</u>
Imobilizado	<u>18.341.681</u>	<u>19.153.836</u>	<u>18.658.350</u>	<u>18.638.073</u>	<u>18.480.755</u>
Intangível	<u>34.394.270</u>	<u>35.757.081</u>	<u>35.375.550</u>	<u>36.335.936</u>	<u>35.524.728</u>
Outros Intangíveis	<u>4.740.515</u>	<u>5.245.881</u>	<u>5.098.985</u>	<u>5.239.605</u>	<u>4.591.168</u>
Ativo Total	<u>79.110.196</u>	<u>83.841.418</u>	<u>80.733.942</u>	<u>84.124.011</u>	<u>83.020.423</u>

Passivo Circulante	<u>21.877.422</u>	<u>28.773.650</u>	<u>23.904.354</u>	<u>26.015.981</u>	<u>23.481.745</u>
Empréstimos e Financiamentos	<u>2.517.510</u>	<u>3.630.604</u>	<u>3.469.544</u>	<u>3.590.840</u>	<u>1.968.899</u>
Debêntures	-	-	-	-	-
Fornecedores	<u>7.698.589</u>	<u>9.793.009</u>	<u>8.684.987</u>	<u>7.683.124</u>	<u>7.813.570</u>
Diferimento de Impostos	<u>137.529</u>	<u>176.568</u>	<u>155.627</u>	<u>165.317</u>	<u>161.492</u>
Obrigações sociais e trabalhistas	<u>776.259</u>	<u>686.627</u>	<u>750.998</u>	<u>799.488</u>	<u>858.084</u>
Dividendos e JCP a pagar	<u>584.492</u>	<u>1.714.401</u>	<u>615.482</u>	<u>3.139.950</u>	<u>736.432</u>
Juros a pagar	<u>48.916</u>	<u>79.606</u>	<u>66.005</u>	<u>80.959</u>	<u>84.381</u>
Outros passivos	<u>1.154.599</u>	<u>1.468.809</u>	<u>909.775</u>	<u>1.029.766</u>	<u>1.014.830</u>
Não Circulante	<u>8.068.854</u>	<u>8.416.495</u>	<u>8.148.715</u>	<u>8.375.968</u>	<u>10.599.000</u>
Empréstimos e Financiamentos	<u>1.691.886</u>	<u>1.765.706</u>	<u>1.663.384</u>	<u>1.326.796</u>	<u>1.360.712</u>
Debêntures	<u>100.318</u>	<u>100.803</u>	<u>101.287</u>	<u>101.771</u>	<u>102.255</u>
Outras contas a pagar -					
Imp Renda e C.social a pagar	-	-	-	-	<u>2.351.034</u>
Provisões	<u>397.966</u>	<u>765.370</u>	<u>843.270</u>	<u>889.488</u>	<u>523.820</u>
Provisões fiscais	<u>124.887</u>	<u>511.335</u>	<u>600.221</u>	<u>651.667</u>	<u>297.130</u>
Outras provisões	<u>747</u>	<u>746</u>	<u>729</u>	<u>784</u>	<u>782</u>
Participações dos Minoritários					
Patrim. Líquido – acionistas controladores	<u>49.163.920</u>	<u>46.651.273</u>	<u>48.680.873</u>	<u>49.732.062</u>	<u>48.939.678</u>
Capital Social Realizado	<u>57.614.140</u>	<u>57.614.140</u>	<u>57.614.140</u>	<u>57.614.140</u>	<u>57.614.140</u>
Reservas de Capital	<u>55.490.884</u>	<u>54.529.780</u>	<u>54.527.032</u>	<u>54.583.876</u>	<u>54.612.604</u>
Reservas de Reavaliação	-	-	-	-	-
<i>Reservas de Lucros</i>	<u>6.162.152</u>	<u>9.700.248</u>	<u>9.700.248</u>	<u>9.700.248</u>	<u>9.700.248</u>
Ajustes de avaliação Patrimonial	<u>(76.669.707)</u>	<u>(77.019.120)</u>	<u>(77.195.949)</u>	<u>(75.828.400)</u>	<u>(76.460.61)</u>

Ações em Tesouraria	(341.911)	=	=	=	=
Lucros Acumulados	<u>5.834.137</u>	=	<u>2.199.284</u>	<u>1.699.355</u>	<u>1.699.578</u>

Patrim.Líquido - atribuído aos não controladores

Passivo Total	<u>79.110.196</u>	<u>83.841.418</u>	<u>80.733.942</u>	<u>84.124.011</u>	<u>83.020.423</u>
----------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------

Anexo 2 - DRE

Demonstração do Resultado	30/09/2017	30/09/2016	30/09/2015	30/09/2014	30/09/2013
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	11.362,3 M	10.482,8 M	10.745,1 M	8.624,4 M	8.462,6 M
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-4.482,1 M	-4.215,5 M	-3.743,9 M	-2.955,8 M	-2.834,8 M
Resultado Bruto	6.880,2 M	6.267,3 M	7.001,2 M	5.668,6 M	5.627,8 M
Despesas/Receitas Operacionais	-3.270,9 M	-3.139,9 M	-2.782,9 M	-2.175,2 M	-1.961,2 M
Despesas com Vendas	-2.971,0 M	-2.952,0 M	-2.613,8 M	-2.159,9 M	-1.999,9 M
Despesas Logísticas	-1.526,1 M	-1.471,8 M	-	-	-
Despesas Comerciais	-1.445,0 M	-1.480,2 M	-	-	-
Despesas Gerais e Administrativas	-528,5 M	-505,1 M	-569,5 M	-394,2 M	-352,5 M
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M
Outras Receitas Operacionais	289,8 M	364,4 M	465,6 M	404,3 M	425,2 M
Recorrentes	289,8 M	364,5 M	465,6 M	404,3 M	425,2 M
Não Recorrentes	0,0 M	-0,2 M	-	-	-
Outras Despesas Operacionais	-56,7 M	-37,8 M	-64,9 M	-28,5 M	-37,9 M
Recorrentes	-36,2 M	-22,9 M	0,0 M	-16,3 M	-30,9 M
Não Recorrentes	-20,5 M	-14,9 M	0,0 M	-12,1 M	-6,9 M
Recorrentes	-	-	-45,3 M	-	-
Não Recorrentes	-	-	-19,6 M	-	-
Resultado de Equivalência Patrimonial	-4,5 M	-9,4 M	-0,3 M	3,0 M	3,9 M
Participação nos resultados de controladas e coligadas	-	-	-	-	0,0 M
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	3.609,2 M	3.127,5 M	4.218,3 M	3.493,4 M	3.666,6 M
Resultado Financeiro	-674,9 M	-722,6 M	-316,6 M	-221,1 M	-495,1 M
Receitas Financeiras	186,1 M	137,8 M	316,3 M	345,1 M	185,4 M
Despesas Financeiras	-861,1 M	-860,5 M	-632,9 M	-566,2 M	-680,5 M
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	2.934,3 M	2.404,8 M	3.901,6 M	3.272,3 M	3.171,5 M
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-2.797,8 M	778,3 M	-834,7 M	-381,8 M	-832,5 M
Corrente	-3.715,3 M	-524,9 M	-526,0 M	-857,7 M	-370,2 M
Diferido	917,5 M	1.303,3 M	-308,7 M	475,9 M	-462,3 M
Resultado Líquido das Operações Continuadas	136,5 M	3.183,1 M	3.066,9 M	2.890,5 M	2.339,0 M
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M
Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M

Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M
Ganhos/Perdas Líquidas sobre Ativos de Operações Descontinuadas	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M	0,0 M
☒ Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	136,5 M	3.183,1 M	3.066,9 M	2.890,5 M	2.339,0 M
Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	0,2 M	3.061,2 M	2.950,7 M	2.813,6 M	2.289,7 M
Atribuído a Sócios Não Controladores	136,3 M	121,9 M	116,2 M	76,9 M	49,3 M
☒ Lucro por Ação - (Reais / Ação)	-	-	-	-	-
☒ Lucro Básico por Ação	-	-	-	-	-
ON	-	0,19000	0,19000	0,18000	0,24000
☒ Lucro Diluído por Ação	-	-	-	-	-
<i>Critério de Consolidação</i>	Consolidada	Consolidada	Consolidada	Consolidada	Consolidada
<i>Critério de Elaboração</i>	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS