



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ

FACC - FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO – MONOGRAFIA

**AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS – UMA COMPARAÇÃO ENTRE AS EMPRESAS DE
TABACO (SOUZA CRUZ E BAT)**

Autor: Nathália Casério Brborich

Orientador: Marco Antonio Cunha de Oliveira

DEZEMBRO / 2009

**AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS – UMA COMPARAÇÃO ENTRE AS EMPRESAS DE
TABACO (SOUZA CRUZ E BAT)**

Monografia submetida ao corpo docente da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito necessário à obtenção do título de graduado em Administração.

Prof. Orientador Marco Antonio
Cunha de Oliveira

Rio de Janeiro, ____ de _____ de _____

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| RESUMO..... | 4 |
| ABSTRACT..... | 5 |
| 1. INTRODUÇÃO | 6 |
| 1.1 A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS | 9 |
| 1.2 OBJETIVO..... | 11 |
| 2. METODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS | 12 |
| 2.1 MODELO DO VALOR CONTÁBIL | 13 |
| 2.2 MODELO DO VALOR DE LIQUIDAÇÃO | 14 |
| 2.3 MODELOS BASEADOS EM LUCROS | 14 |
| 2.4 MODELO COM BASE NO VALOR DAS AÇÕES EM BOLSA DE VALORES | 15 |
| 2.5 MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (DCF) | 17 |
| 3. MODELO DOS MÚLTIPLOS OU ÍNDICES | 22 |
| 3.1 ÍNDICE P/L (Preço / Lucro) | 25 |
| 3.2 ÍNDICE P/BV (Preço / Valor Contábil)..... | 27 |
| 3.3 ÍNDICE P/V (Preço / Vendas) | 29 |
| 3.4 ÍNDICE EV/ EBITDA (<i>Enterprise Value</i> / Ebitda)..... | 31 |
| 4. EMPRESAS DE TABACO | 34 |
| 4.1 VISÃO GERAL DO GRUPO B.A.T. | 34 |
| 4.2 VISÃO GERAL DA SOUZA CRUZ..... | 36 |
| 5. APLICAÇÃO PRÁTICA DOS MÚLTIPLOS..... | 39 |
| 5.1 EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS CONTAS | 39 |
| 5.2 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS | 41 |
| 6. CONCLUSÃO | 45 |
| 7 . BIBLIOGRAFIA..... | 47 |
| ANEXOS | 49 |

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar os diferentes métodos de avaliação de empresas, tarefa de extrema importância para alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente as potencialidades e perspectivas das empresas. Como tema principal desta análise será dado foco a comparação através dos índices preço-lucro, preço-valor patrimonial, preço-vendas e *enterprise value*-*ebitda* das empresas de tabaco Souza Cruz e B.A.T.

ABSTRACT

This paper aims to present the different methods of evaluation of companies, a task extremely important to achieve a fair economic value, it represents the potential and prospects of companies. As the main theme, this analysis will focus through the comparison of price-earnings, price-book value, price-sales and enterprise value-ebitda of tobacco companies Souza Cruz, B.A.T.

1. INTRODUÇÃO

No cenário atual identificamos a crescente preocupação dos gerentes financeiros em conhecer o valor de suas empresas. Torna-se cada vez mais necessário, em um cenário mundial globalizado, aonde a competitividade basicamente define os ambientes profissionais mais prontos para sobreviver, que as empresas conheçam suas capacidades internas e oportunidades externas e tracem as melhores estratégias de crescimento.

Sendo a avaliação uma das principais funções de um gerente financeiro por mensurar a agregação de valor, faz-se necessário à obtenção de uma análise criteriosa das variáveis internas de uma organização e também uma apreciação cuidadosa do ambiente temporal no qual as organizações desempenham suas atividades.

Segundo MARTINS (2001), existem inúmeras razões que levam uma companhia, ou grupo de investidores a determinar valores de uma empresa para sustentar valores negociados, como, por exemplo, a compra e venda de um empreendimento por sócios do mesmo grupo ou de diferentes grupos, processos de fusão ou incorporação de empresas, processos de liquidação, estratégias de fechamento ou abertura de capital, avaliação por parte dos acionistas, da habilidade dos gestores da empresa em gerar riquezas e retornos para seus investimentos, dentre outras situações.

Resumidamente avaliar uma empresa significa revelar qual o seu valor econômico.

É possível apontar algumas metodologias de avaliação distintas, que vão desde a simples inserção de números em fórmulas, a estudos mais aprofundados, que envolvem inclusive a análise dos aspectos socioeconômicos aplicáveis à empresa. No entanto, as técnicas mais utilizadas normalmente não consideram os fatores não financeiros, que em muitos casos elevam o valor de uma empresa além do montante revelado através dos referenciais numéricos. Por isso ressalta-se a importância de considerar todas as variáveis durante uma avaliação.

Existem diversas formas de se medir o patrimônio e o lucro de uma empresa, uma das mais comuns é através da análise do custo histórico, que com base em transações ocorridas, ao passar pelo custo corrente e considerar a reposição de valores de produção, avalia-se cada ativo e passivo pelo seu valor líquido de realização e culminamos o valor presente dos fluxos de caixa futuros, que são entendidos como fluxos de caixa gerados pela empresa, levados a valor presente, descontados a uma taxa de retorno que remunere o capital investido, considerando o risco e o retorno associado à operação.

A avaliação patrimonial das empresas provoca, até hoje, discussões acadêmicas em relação a confusões conceituais e críticas quanto à relevância e à

utilidade da contabilidade como única maneira de se chegar a uma avaliação mais efetiva.

Os diferentes conceitos e princípios da avaliação patrimonial e, conseqüentemente, do lucro devem ser vistos como complementares. Nenhum deles possui todas as informações, utilidade e qualidade desejadas pelos usuários, não devendo, portanto, serem tratados como excludentes.

Observa-se que como fruto dessa falta de visão acabou nascendo à idéia de que os modelos são conflitantes, e que a avaliação contábil nada tem a ver com a avaliação patrimonial, e avaliar uma empresa é, desprezar a avaliação contábil.

A capacidade de gerenciar valor é essencial para o desenvolvimento de estratégias corporativas e empresariais sólidas. As técnicas e abordagens de avaliação de empresas podem ser complexas em seus detalhes, mas são relativamente diretas em seus objetivos e suas aplicações.

A decisão de se fazer ou não um investimento, é bem simples em seu conceito inicial, deve-se investir sempre que os benefícios esperados forem maiores que os custos envolvidos na operação. Caso contrário, não existe lógica econômica no investimento. Essa regra é conhecida como fluxo de caixa descontado (DCF), ou método do valor presente líquido (VPL) e tem sido a base teórica das decisões de investimento nos últimos tempos.

1.1 A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Para Copeland, Koller e Murrin (2002) as empresas que se concentram na construção de valor, estarão sendo boas cidadãs uma vez criarão mais valor para seus acionistas. Utilizando como exemplo a parte interessada representada pelos empregados, empresas que procurem elevar seus lucros por meio de más condições de trabalho, salários baixos e sonegação de benefícios, terão dificuldade para atrair e reter funcionários de alta qualidade. Com uma maior mobilidade e melhor educação, tais empresas serão mais lucrativas.

Assim entende-se que as empresas com maior produtividade de trabalho têm melhores chances de criar mais valor do que as que apresentam baixa produtividade, e de que esses ganhos não são obtidos às custas dos funcionários. Em geral empresas capazes de criar mais valor, também criarão mais empregos. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, apud Lapkousk, 2005).

A crença básica que guia os administradores através da mensuração de valor está relacionada à construção de valor para os acionistas, que possibilita a manutenção de empresas consideradas saudáveis e sólidas, gerando maiores oportunidades de carreira para seus gestores e colaboradores.

Copeland, Koller e Murrin (2006, pág. 17) entendem que os administradores devem concentrar-se na criação de valor por dois motivos:

“Primeiramente, na maioria dos países desenvolvidos, a influência dos acionistas domina os interesses da alta administração. Em segundo lugar, as economias voltadas para os acionistas parecem ter melhor desempenho em relação a outros modelos econômicos e as demais partes interessadas não são exploradas pelos acionistas”.

Já para FALCINI (2001, pág. 124) existem algumas circunstâncias principais que acabam levando as empresas a realizar estimativas de valor:

“A compra ou venda de um bem, de uma empresa, de um fundo de comércio;
nos estudos de viabilidade de associações de interesses das empresas;
numa partilha entre herdeiros;
na determinação do valor das participações sociais;
na fusão de duas ou mais empresas;
no aporte inicial de bens de uma empresa para a outra;
num aumento de capital num aporte de bens;
numa eventual conversão da dívida de um país por ações ou participações em empresas;
na privatização de empresas estatais;
numa dissolução societária;
etc.”

1.2 OBJETIVO

O objetivo deste trabalho será realizar uma comparação através dos índices: Preço/Lucro (P/L); Preço/Valor Patrimonial (P/BV); Preço/Vendas (P/V) e *Enterprise Value/Ebitda* (EV/Ebitda) das empresas de tabaco Souza Cruz e BAT (*British American Tobacco*) através da análise de avaliação por múltiplos.

O referido trabalho será desenvolvido nas seguintes etapas: o segundo capítulo apresenta os modelos básicos de avaliação de empresas; o terceiro capítulo apresenta o referencial teórico sobre a avaliação por múltiplos; o quarto capítulo disserta sobre as empresas Souza Cruz e B.A.T. (*British American Tobacco*); o quinto capítulo faz referência à aplicação dos múltiplos nas empresas citadas acima e o sexto capítulo apresenta a conclusão.

2. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existe um vasto número de métodos para avaliar empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa e a disponibilidade e confiabilidade das informações disponíveis.

Segundo a visão de MARTINS (2001), o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que representa a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa.

Já DAMODARAN (1997) diz não haver um modelo considerado sempre o melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa avaliada, e conclui: “Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo” (DAMODARAN, 1997, apud Gewehr, 2007).

Dentro desse contexto, apresentaremos alguns dos métodos de avaliação de empresas para depois focarmos na análise de comparação das empresas por múltiplos.

2.1 MODELO DO VALOR CONTÁBIL

Esse método de avaliação contábil, também conhecido como valor patrimonial ou *Book Value*, utiliza-se das demonstrações financeiras da empresa, ou seja, de seus números contábeis para diagnosticar o seu valor através da diferença matemática entre seus passivos exigíveis e ativo total, apurando-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. A fórmula utilizada é a seguinte:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Ativos} - \text{Passivos Exigíveis} = \text{Patrimônio Líquido}$$

De acordo com Silva (2001), existem algumas desvantagens da utilização desse método como indicador efetivo de valor econômico, tais como:

- A contabilização de acordo com o princípio de competência torna a contabilidade desbalanceada em relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;
- Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis, mas são relevantes para a apuração do valor econômico como operações com derivativos, arrendamento mercantil, entre outras.

Porém apesar de suas limitações a situação contábil de uma empresa deve ser considerada na análise como informação útil, pois age como ponto de partida para análise financeira dentro de um processo de avaliação da empresa.

2.2 MODELO DO VALOR DE LIQUIDAÇÃO

De acordo com Martins (2001), neste modelo são avaliados todos os ativos que forneçam condições de serem negociados com terceiros, sendo ignorados aqueles que venham a gerar algum ganho futuro para a empresa, como bens/direitos registrados no ativo diferido, despesas antecipadas, entre outros.

2.3 MODELOS BASEADOS EM LUCROS

A definição de lucro para esse modelo é bem abrangente: lucro é o fluxo de caixa depois da reposição dos ativos depreciados. Estes modelos podem dividir-se de acordo com o objetivo da avaliação: o capital próprio (P), ou então o valor total da empresa (V). A definição dos modelos para cada caso segue abaixo:

| Valor | Lucro | Taxa Retorno |
|---------------------|----------------------------|---|
| Capital Próprio (P) | Lucro Líquido | Custo do Capital Próprio |
| Empresa (V) | Lucro Operacional Ajustado | Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) |

Tabela 1: Modelos de Avaliação baseados em lucros

Fonte: Martins (2001)

2.4 MODELO COM BASE NO VALOR DAS AÇÕES EM BOLSA DE VALORES

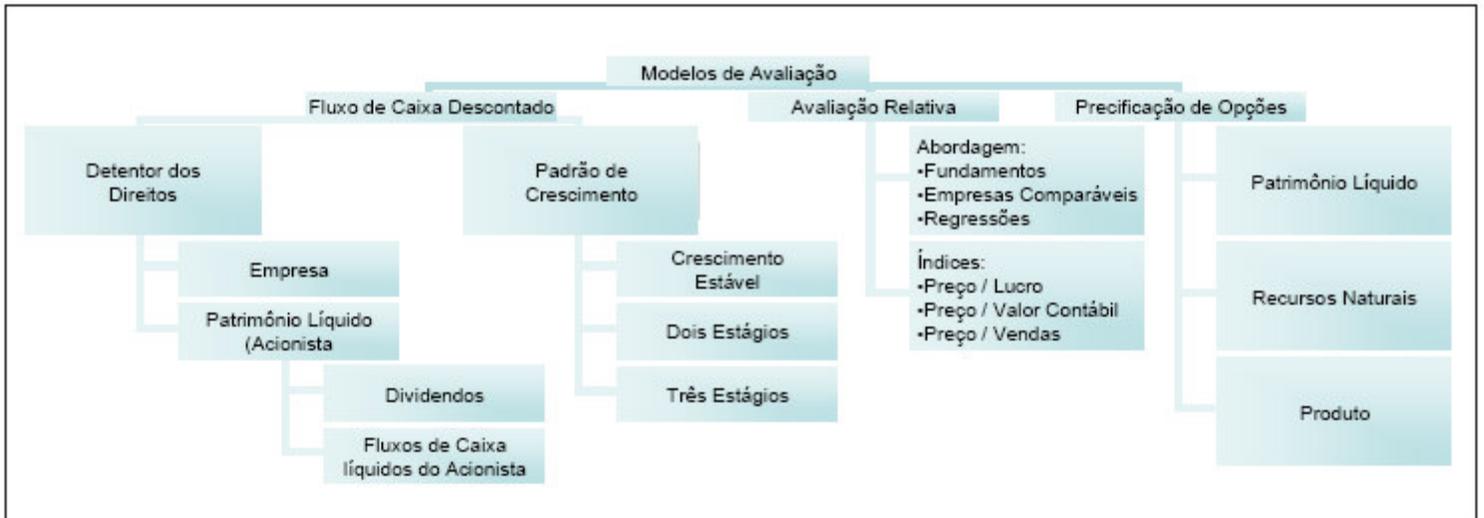
Caracterizado como um dos mais simples métodos de avaliação, este modelo é válido apenas para as sociedades anônimas de capital aberto, ou seja, com ações negociáveis na bolsa de valores, uma vez que, é baseado nos valores de cotação das ações preferenciais e ordinárias, de acordo com a seguinte equação:

$$\text{Valor da Empresa} = (\text{R\$ Ações Ordinárias} \times \text{Quantidade de Ações Ordinárias Emitidas}) + (\text{R\$ Ações Preferenciais} \times \text{Quantidade de Ações Preferenciais Emitidas})$$

De acordo com Cornell (1994, apud Soute et al, 2008) são identificados quatro modelos de avaliação de empresas bastante difundidos, sendo eles:

- a) avaliação pelo valor contábil (*book value*),
- b) avaliação de ações e dívidas,
- c) avaliação por múltiplos de mercado e
- d) avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

Já Copeland, Koller e Murrin (2002) focam seu trabalho na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado, mas enumeram outras formas indiretas de indicar valor ao justificar a superioridade desse método. Algumas formas ou indicadores são: lucro por ação, retorno sobre o patrimônio líquido e valor de mercado adicionado (*MVA – Market Value Added*), entre outros.



Fonte: DAMODARAN, 2005, pág. 616

A avaliação de direitos contingentes é também conhecida como teoria de precificação de opções ou modelo de avaliação por opções. E ainda segundo Damodaran (2005, pág.439):

“Opções são valores mobiliários derivativos, isto é, são títulos que derivam seu valor de um ativo subjacente. [...] Confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma quantidade predeterminada de um ativo subjacente a um preço fixo, denominado preço de exercício, antes ou na data de vencimento da opção. Como se trata de um direito e não de uma obrigação, o investidor pode decidir por não exercer este direito e permitir que a opção expire. Existem dois tipos de opção: opções de compra (call) e opções de venda (put).”

Copeland, Koller e Murrin (2002, pág. 157) afirmam que:

“ [...] os modelos de avaliação por opções são variações sobre os modelos comuns de fluxo de caixa descontado que incluem ajuste para a capacidade da administração para modificar decisões à medida que se tornam disponíveis maiores informações. Os modelos por opções são especialmente promissores na avaliação da flexibilidade estratégica e operacional, como a que se refere à abertura e ao fechamento de instalações, abandono de operações e exploração de desenvolvimento de recursos naturais. ”

Neste trabalho vamos apresentar o Modelo do Fluxo de Caixa Descontado para depois focarmos no modelo de análise por múltiplos e realizarmos na prática uma comparação entre as empresas de tabaco Souza Cruz e B.A.T.

2.5 MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (DCF)

Esse método consiste em condensar o desempenho futuro de uma empresa e descontá-lo a fim de chegar ao valor presente ao mesmo custo de oportunidade do capital investido.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) o modelo DCF determina o valor acionário de uma empresa como sendo o valor de suas operações menos o valor do endividamento e outras formas de passivo de prioridade superior à do capital ordinário. “ Desde que as taxas de desconto sejam corretamente selecionadas para refletir o risco de cada fluxo de caixa, a abordagem empresarial resultará no mesmo valor patrimonial que resultaria se descontasse o mesmo fluxo de caixa dos acionistas ao custo do capital social. “

Assim para empresas consideradas “normais” (com lucro e sem grandes mudanças de perfil previstas ao longo do período analisado), pode-se aplicar o método do fluxo de caixa descontado sem muitas adaptações, como segue demonstrado pela seguinte fórmula:

$$VPFC = FC1/(1+r) + FCn / (1+r)^n + \{FCn * (1+g p) / [(r p - g p) * 1/ (1+r)^n]\} \quad [eq. 1]$$

Onde:

VPCF = Valor Presente do Fluxo de Caixa

FC1 = Fluxo de Caixa no ano 1

FCn = Fluxo de Caixa no ano n

r – taxa de desconto antes da perpetuidade

r p – taxa de desconto na perpetuidade

g p – taxa de crescimento na perpetuidade

Ou seja, na abordagem pelo fluxo de caixa descontado, o valor de uma empresa é seu fluxo de caixa previsto, descontado a uma taxa que irá refletir o grau de risco do fluxo. O modelo DCF aplica essa abordagem às empresas em sua totalidade, já que podemos considerá-las na prática, agrupamentos de projetos individuais.

O modelo baseia-se no conceito de que um investimento agrega valor se gerar retorno sobre investimentos superior ao retorno que se poderia obter em investimentos de nível de risco semelhantes.

Em linhas gerais, o método do fluxo de caixa descontado consiste em estimar os fluxos de caixa futuros da empresa e trazê-los a valor presente por uma determinada taxa de desconto.

Para Damodaran (1997) os fluxos de caixa livres são a soma dos fluxos de caixa para os detentores de direito da empresa, incluindo todos que possuem ações e pode ser medido através da soma dos fluxos de caixa para os detentores de direitos:

$$\text{FCFF} = \text{FCFE}$$

+ Despesas de juros (1- percentual de impostos)

+ Pagamento de principal

- Novas dívidas

Onde:

FCFF = Fluxos de Caixa Líquidos da empresa

FCFE = Fluxos de Caixa Líquidos do acionista

As principais diferenças entre o FCFF e o FCFE advêm dos fluxos de caixa associados com dívidas – pagamento de juros, pagamento do principal e novos endividamentos.

Na avaliação pelo enfoque do FCFE descontam-se os fluxos de caixa esperados do acionista após a dedução de todas as despesas, pagamento de juros e principal pela taxa de retorno exigida pelos investidores.

Na avaliação pelo enfoque da empresa, obtém-se o valor presente da empresa como um todo, através dos fluxos de caixa esperados para a empresa, descontados pelo custo médio ponderado de capital (WACC).

As empresas compostas por capital próprio e de terceiros para financiamento de suas atividades operacionais utilizam a taxa de desconto representada pelo custo

médio de capital ponderado (WACC), o qual é obtido pelo cálculo da média ponderada de todos os custos de financiamentos de médio e longo prazo, utilizados por uma empresa para financiar suas atividades. Ou seja, através desse modelo, são considerados o custo do patrimônio líquido (capital próprio) e o custo da dívida (capital de terceiros). Por considerar as diferentes fontes de capital essa taxa representa os diferentes custos de capitais associados.

No quadro abaixo estão ressaltadas as principais diferenças entre o fluxo de caixa livre (gerado pela empresa após a dedução dos impostos) e o fluxo de caixa dos acionistas:

| Fluxo de Caixa Livre | Fluxo de Caixa do acionista |
|--|--|
| Receitas (-) Custos das vendas (-) Despesas operacionais (-) Depreciação e Amortização (=) Lucro antes dos juros e tributos (EBIT) (+) Ajustes das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa (=) Lucro antes dos juros, tributos sobre lucro, depreciação, amortização e exaustão (EBITDA) (-) Imposto de Renda/Contribuição Social (=) Geração de Caixa Operacional (-) Investimentos Permanentes (ou desinvestimentos) <ul style="list-style-type: none"> • Permanentes • Circulantes (=) Fluxo de Caixa livre | Receitas (-) Custos das vendas (-) Despesas Operacionais (-) Depreciação e Amortização (=) Lucro antes dos juros e tributos (EBIT) (-) Despesas com Juros (=) Lucro antes dos impostos (-) Impostos (=) Lucro Líquido (+) Depreciação e Amortização (=) Fluxo de Caixa proveniente das operações (-) Variação Capital de Giro (-) Pagamento de Principal (+) Entradas decorrentes de novas dívidas (=) Fluxo de Caixa dos Acionistas |

Tabela 2: Fluxo de Caixa Livre e Fluxo de Caixa dos Acionistas
 Fonte: Adaptado de Martins (2001)

Dessa forma podemos perceber que a principal diferença entre o fluxo de caixa dos acionistas e o fluxo de caixa livre é o valor da dívida, em que o mesmo resultado seria obtido pelo desconto do custo da dívida do fluxo de caixa dos acionistas.

Assim é através das projeções de fluxos futuros, que se calcula o valor presente das ações.

3. MODELO DOS MÚLTIPLOS OU ÍNDICES

O uso de múltiplos na avaliação de empresas é uma ferramenta muito importante, juntamente com a análise de fluxo de caixa descontado. Consiste em uma técnica bastante simples, basicamente na comparação de um índice da empresa avaliada com outros índices comparáveis, como de empresas concorrentes, semelhantes, ou o índice médio do setor analisado. No caso do trabalho em questão, serão comparados os índices da Souza Cruz com os da B.A.T (*British American Tobacco*).

Conforme Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, pág.183, apud Soute et al, 2008), “[...] a aplicação de tal metodologia para se determinar o valor de uma empresa consiste em encontrar outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, obter seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada.”

Damodaran (2005, pág.18) apresenta que “[...] a atratividade dos indicadores é que são simples e é fácil de relacioná-los. Podem ser utilizados para obter estimativas de valor com rapidez, para empresas e ativos, e são especialmente úteis quando há um grande número de empresas comparáveis.”

A avaliação relativa através de múltiplos pode ser realizada em quatro etapas (DAMODARAN, 2005, apud Correia Neto, 2005). Estas etapas são utilizadas como

forma de aumentar a segurança do método e detectar eventuais maus usos. As etapas da avaliação relativa são apresentadas a seguir:

- Defini-se um múltiplo consistente e uniforme entre as empresas comparadas;
- Verifica-se a distribuição horizontal entre as empresas do setor e entre as empresas do mercado global;
- Analisa-se o múltiplo e suas características;
- Defini-se as empresas usadas na comparação.

A primeira etapa da avaliação relativa consiste em definir os múltiplos que serão utilizados na comparação. É possível utilizarem-se várias medidas de desempenho, a escolha dessas medidas deve ser bastante criteriosa e, principalmente, uniforme. O múltiplo, calculado para as empresas que serão comparadas, deve ser definido de maneira uniforme para todas as empresas.

A segunda etapa objetiva comparar o múltiplo calculado com algum critério, a fim de verificar se ele está abaixo ou acima de um valor médio para o setor observado. A distribuição horizontal dos múltiplos calculados para várias empresas pode dar uma indicação prévia da posição da empresa analisada frente à situação das outras empresas no mercado ou no setor específico. Uma forma de análise poderia ser a utilização da média e o desvio-padrão como características dos múltiplos observados no mercado. No caso específico desse trabalho, serão analisados os múltiplos P/L, P/BV, P/V e EV/Ebtida e obtidas comparações da Souza Cruz com a B.A.T.

A terceira etapa consiste, basicamente em analisar os múltiplos e as suas variáveis determinantes.

Já na quarta e última etapa, envolve-se a definição das empresas utilizadas na comparação. Ou seja, uma empresa é comparável quando suas características de fluxos de caixa, potencial de crescimento e risco são semelhantes às da empresa analisada. Esta definição não restringe, portanto, a comparação de empresas do mesmo setor de atividade. As empresas comparadas podem pertencer a setores diferentes, desde que atendam ao requisito de consistência em fluxo de caixa, crescimento e risco. Entretanto, pode-se usar a hipótese de que empresas do mesmo setor, por força do mercado em que atuam, possam ter os mesmos perfis destas três dimensões.

Evidentemente, empresas diferentes, inclusive do mesmo setor, não apresentarão estas características estritamente semelhantes. As diferenças existentes devem ser controladas adequadamente. Existem três métodos de controle destas diferenças: ajustes subjetivos, múltiplos modificados e regressões setoriais ou de mercado.

Algumas das vantagens do método de análise por múltiplos é que, inicialmente, ele pode ser realizada de forma rápida, em comparação com os outros métodos. Também é considerado um método de fácil entendimento, além de refletir valores bastante próximos dos valores precificados pelo mercado, em função de sua avaliação ser relativa a uma empresa do mercado (DAMODARAN, 1997).

Os pontos fracos desse método são conseqüências diretas de suas vantagens. Caso o mercado não esteja fazendo uma avaliação correta das empresas usadas na comparação, o método resultará em um valor também incorreto. A subjetividade na escolha dos múltiplos pode distorcer a avaliação (DAMODARAN, 1997, apud Holanda et al, 2007).

3.1 ÍNDICE P/L (Preço / Lucro)

É o indicador mais utilizado pelo mercado devido a sua facilidade de comparação e corresponde a uma das formas mais simples de analisar o valor de qualquer ativo.

Representa a cotação da ação dividida pelo lucro por ação. De um modo geral, o P/L indica o tempo de retorno de um investimento.

Sua simplicidade o torna, de acordo com Damodaran (1997), uma opção atraente para aplicação que varia de fixação de preços de ofertas públicas iniciais à realização de análises de valor relativo. O mesmo ainda ressalta que o P/L reflete com maior probabilidade os humores e as percepções do mercado. (DAMODARAN, 1997, apud Gewehr, 2007)

Há várias razões pelas quais os índices preço/lucro são tão utilizados, entre elas, pode-se citar:

- Informação estatística que relaciona o preço pago aos preços atuais;
- É simples de se calcular e as informações são de fácil acesso, proporcionando desta forma, a comparação entre ações;
- Pode também ser um indicador que expressa várias características da empresa, como risco e o crescimento, além da percepção do mercado sobre a empresa.

No entanto, é importante atentar para o fato de que existem limitações contábeis e que as mesmas devem ser consideradas durante a análise. O lucro não é necessariamente caixa, por exemplo, se uma empresa realizar investimentos na produção física, é provável que nos períodos iniciais, apesar dos lucros o fluxo de caixa seja negativo. Outra limitação são os itens extraordinários que inflam o lucro, como é o caso de uma venda de um imobilizado.

Além do fato de que existem diferenças nos fundamentos entre países e entre empresas, que no decorrer do tempo, pode resultar em índices diferentes. Uma falha em não se levar em consideração essas diferenças pode acarretar conclusões erradas na comparação dos índices.

3.2 ÍNDICE P/BV (Preço / Valor Contábil)

Esse índice representa a cotação da ação dividida pelo patrimônio líquido por ação. Indica a relação existente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa, com intenção de avaliar como o mercado julga a companhia.

O valor contábil do patrimônio líquido é a diferença do valor contábil dos ativos e o valor contábil dos passivos. Para Póvoa (2007, apud Gewehr, 2007), este múltiplo é interessante pois confronta no numerador uma variável bastante dependente de expectativas futuras, o preço da ação, com um denominador formado pelo patrimônio líquido, somatório dos recursos investidos pelos acionistas.

O indicador preço/ valor contábil (P/BV) é considerado útil na análise de investimento, pois o valor contábil fornece uma medida relativamente estável e intuitiva de valor que pode ser comparada com o preço do mercado, além de proporcionar àqueles que desconfiam do valor obtido pelo fluxo de caixa descontado uma referência muito mais simples para comparação.

Segundo Damodaran (2005), a estimativa contábil de valor é determinada por normas contábeis e é fortemente influenciada pelo preço original, pago pelo ativo e por outros ajustes contábeis (como depreciação), e que, freqüentemente, os investidores analisam a relação entre o preço pago por uma ação e o valor contábil do patrimônio líquido como uma medida de supervalorização ou subvalorização da ação. Outro fator

positivo na utilização desse índice é a possibilidade de aplicação em empresas com lucros negativos, que não podem ser avaliadas pelo índice de preço/lucro.

As desvantagens principais presentes neste indicador consistem em:

- Os valores contábeis e os lucros são afetados pelas decisões contábeis sobre depreciação e outras variáveis;
- Variação de normas contábeis, conseqüentemente, não proporciona uma comparação entre as empresas devido às diferenças nos dados, como, por exemplo, as normas contábeis entre países;
- O valor contábil em empresas de serviço não tem muito significado por não possuírem ativos fixos significativos;
- O valor contábil do patrimônio líquido pode- se tornar negativo, se uma empresa tiver constantes prejuízos.

Quando utilizada a definição de múltiplo justo, atrelada ao fluxo de caixa descontado, e ao se considerar dados projetados, conclui-se que o P/BV é função do *payout*, retorno sobre patrimônio líquido, crescimento do lucro líquido e da taxa de desconto para o acionista. O retorno sobre capital próprio é considerado o principal *driver*. Dessa forma quando se leva em consideração à relação P/BV e o retorno sobre patrimônio líquido, percebe-se que empresas com altos ROEs (*Return on equity*) são negociadas acima do valor contábil. Assim empresas que deveriam atrair atenção dos investidores são aquelas com alto ROE e baixo P/BV. Damodaran (1997) sugere um

controle sobre as diferenças no retorno sobre patrimônio líquido através do cálculo (P/BV) / ROE. Lundholm e Sloan (2004, apud Gewehr, 2007) ressaltam essa visão e citam que grandes múltiplos são decorrentes de alta rentabilidade somada ao alto crescimento.

| | | |
|-------------|--|--|
| Índice P/BV | Supervalorizado Baixo ROE Alto P/BV | Alto ROE Alto P/BV |
| | Baixo ROE Baixo P/BV | Subvalorizado Alto ROE Baixo P/BV |

ROE - Return on equity

Fonte: DAMODARAN (1997, pág. 404)

Para DAMODARAN (1997) a diferença entre retorno sobre o patrimônio líquido e a taxa de retorno exigida é uma medida da capacidade da empresa de obter lucros acima do normal no negócio de atuação no longo prazo.

3.3 ÍNDICE P/V (Preço / Vendas)

Esse índice (preço / vendas) mostra uma variável do acionista (preço), com uma variável pertencente à firma como um todo. Segundo Damodaran (1997, apud Holanda et al,2007), apesar de outros indicadores como o preço/lucro (PL) e preço/valor contábil (P/BV) serem mais utilizados, as vantagens deste índice em relação aos outros é que o mesmo pode ser obtido até mesmo para empresas mais problemáticas e não tão influenciadas pelas decisões contábeis relativas à depreciação, estoques e encargos extraordinários; pois a receita é relativamente difícil de se

manipular e por não ser tão volátil, como os índices do P/L, pode ser mais confiável em termos de avaliação.

Esse índice propicia uma ferramenta conveniente para examinar os efeitos de mudanças na política de preços e de outras decisões estratégicas corporativas, além de tornar muito mais fácil comparar empresas de diferentes mercados, com diferentes sistemas de contabilidade utilizados do que comparar múltiplos de lucros ou valor contábil.

Uma das vantagens que podem ser citadas na utilização das receitas, ao invés dos lucros e do valor contábil, é a estabilidade. No entanto, pode também se tornar uma desvantagem em decorrência de problemas do controle de custos. Pois nesses casos, as receitas não declinariam mesmo que os lucros e o valor contábil viessem a diminuir.

Segundo DAMODARAN (1997) a determinante chave dos índices preço/vendas é à margem de lucro. Empresas envolvidas em negócios que possuam alta margem podem esperar vender por índices de vendas muito mais elevados. Uma queda nas margens de lucro tem um duplo efeito. Primeiro a redução na margem de lucro reduz o índice P/V diretamente, segundo a baixa margem de lucro pode levar a um baixo crescimento, e conseqüentemente a baixos índices P/ V.

Dessa forma, mesmo que seja interessante utilizar este indicador, a incompetência de algumas empresas no que se refere ao controle de custos e da

margem de contribuição, pode acarretar em uma avaliação distorcida da empresa. Por isso, deve se levar em consideração à margem de lucro para determinar este índice, além das variáveis-padrões (índice *payout*, taxa exigido de retorno e taxa de crescimento esperado).

Para DAMODARAN (1997) uma das críticas à avaliação tradicional é que a mesma deixa de considerar o valor das marcas nominais e outros intangíveis. Empresas que possuem marcas nominais conhecidas vendem por índices maiores que empresas com marcas menos conhecidas.

3.4 ÍNDICE EV/ EBITDA (*Enterprise Value / Ebitda*)

Esse índice significa o *enterprise value* = (valor de mercado das ações (+) valor da dívida (-) caixa e aplicações financeiras) sobre o Ebitda (Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização).

O Ebitda equivale ao conceito de fluxo de caixa operacional, antes de imposto de renda; segundo Castilhos (2002, apud Gewehr, 2007). Porém essa medida não representa o volume de dinheiro efetivamente recebido pela empresa e deve ser avaliado como um potencial para geração de caixa proveniente dos ativos operacionais, sem efeitos decorrentes da forma de financiamento da empresa (exclui-se as despesas financeiras) e antes dos efeitos de tributos sobre o resultado (Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro no caso da empresa brasileira – Souza Cruz).

O Ebitda pode ser demonstrado conforme a equação abaixo:

Receita Líquida de Vendas
(-) Custo dos Produtos Vendidos
(-) Despesas Operacionais
= Ebit (Lucro Operacional)
(+) Despesas Operacionais Não- Caixa (Depreciação, Amortização ou Exaustão)
= EBITDA

Ou seja, esse índice relaciona o valor total de mercado da empresa somado à dívida líquida de caixa, aos lucros antes dos juros, impostos e depreciação da empresa.

Em teoria o indicador EV / Ebitda procura avaliar quanto tempo à geração operacional de caixa da empresa leva para pagar os acionistas e credores. Subtrai-se o valor do caixa em relação à dívida, uma vez que a receita financeira proveniente daquele não é considerada no Ebitda.

Dessa forma o valor de mercado da empresa não é considerado apenas como valor da empresa com relação ao seu valor de mercado (capital próprio) mas também o nível de capacidade de endividamento da mesma (capital de terceiros). Para exemplificar, no caso de venda da empresa, além do valor de mercado pago, o comprador passa a ser responsável também pelo endividamento da empresa. O EV/Ebitda é um indicador semelhante ao P/L, porém é mais focado na atividade operacional da empresa.

Damodaran (1997) faz uma advertência quanto às avaliações baseadas nos índices Ebit ou Ebitda: “um indicador baixo pode na realidade ser inutilmente otimista para uma empresa em que o Ebit seja maior do que o fluxo de caixa livre para a firma, em função dos investimentos em capital de giro.”

Conforme Póvoa (2004, apud Gewehr, 2007) a grande utilização desse indicador se reflete no fato de que é relativamente fácil de ser computado, pois não se necessita calcular os investimentos físicos e de giro, nem a estrutura de capital da empresa. Contudo, apesar de suas limitações técnicas, é um múltiplo considerado comercialmente forte, pois serve para convencer clientes a comprar e vender empresas.

Os diversos modelos descritos neste trabalho deixam claro que o ideal é considerar em conjunto todos os métodos para se fazer uma avaliação justa das empresas. Assim é bastante importante acompanhar os processos de avaliação com o conceito de que o valor de qualquer ativo se dará pelos resultados futuros esperados que ele vier a prover ao titular da análise.

4. EMPRESAS DE TABACO

4.1 VISÃO GERAL DO GRUPO B.A.T.

A *British American Tobacco*, segundo o website (www.souzacruz.com.br), é o mais internacional grupo de tabaco, atualmente sediado em Londres, apresentando cerca de 13% de participação no mercado global e realizando negócios em mais de 180 mercados nacionais. Uma característica marcante do grupo é sua estrutura descentralizada, aonde cada companhia local tem uma grande liberdade de ação e responsabilidade por suas operações, dentro de uma grade global de princípios e padrões claramente definidos.

Em 2009 apresentando 49 fábricas em 41 países, o grupo B.A.T. produz em torno de 715 bilhões de cigarros por ano e emprega mais de 50 mil colaboradores em todo o mundo.

No começo da década de 90, segundo informações de seu *website*, a *British American Tobacco* decidiu basear o crescimento dos seus negócios no mundo focando esforços unicamente no ramo do tabaco, uma decisão que reorganizou e transformou o grupo, que até então havia diversificado suas atividades. Em 1995, esta orientação incluiu a meta viável, porém desafiadora, de reconquistar a posição de líder da indústria mundial do tabaco. Todas as empresas do grupo adotaram estratégias para atingir este objetivo e, nos últimos anos, a participação da B.A.T. no mercado aumentou em quase

50%.

Esta conquista é resultado do reconhecimento do grupo de que uma única marca não satisfaz a todos. Muitos adultos decidem fumar e fazem escolhas discernindo entre as marcas de sua preferência. Assim, as empresas ligadas a B.A.T. em todo o mundo proporcionam ao fumante adulto um leque de produtos diversificado. O portfólio do grupo inclui cerca de 300 marcas, adequadas global e localmente às suas preferências. Embora 95% dos fumantes do mundo consumam cigarros, a B.A.T. complementa seu mercado de atuação com produtos de tabaco para cachimbos e charutos.

No ano de 2008, o grupo comprou aproximadamente 390 mil toneladas de fumo, cultivadas por mais 300 mil produtores agrícolas, sendo 80% desse volume proveniente de economias em desenvolvimento.

A visão do grupo *British American Tobacco* é, através de suas companhias em todo o mundo, atingir a liderança da indústria global do tabaco, criando valores para os acionistas a longo prazo. Mas a liderança não é um fim em si mesma. O grupo acredita que, se uma companhia, além de liderar sua indústria, consegue ser parceiro preferencial para públicos-chave e gerencia o negócio de maneira sustentável, ela será, certamente, mais valorizada.

O grupo define liderança tanto no sentido quantitativo, como no sentido

qualitativo. Quantitativamente, busca liderança em termos de volume entre os competidores internacionais e, no longo prazo, busca liderança também em termos de valor. O grupo entende que seu sucesso depende de consumidores adultos e fumantes, conscientes dos riscos de fumar e, portanto, deve estar focado nestes consumidores.

Mas as medidas quantitativas não devem direcionar todas as decisões e as ações empresariais. A visão de longo prazo das empresas B.A.T. se concentra na qualidade do negócio e na sua forma de trabalhar. Além disto, qualitativamente, é um objetivo empresarial buscar reconhecimento como líder na indústria e ser a primeira escolha de parceria por governos, ONGs, investidores, fornecedores e colaboradores potenciais.

4.2 VISÃO GERAL DA SOUZA CRUZ

A Souza Cruz e as demais empresas do grupo B.A.T. conquistam cada vez mais espaço, demonstrando ser um grupo do ramo de tabaco responsável, com um negócio sustentável, com um quadro de pessoal altamente qualificado e produtos de excelência.

De acordo com o website da empresa, a Souza Cruz é hoje líder absoluta no mercado nacional de cigarros, com participação de 62,1% do mercado total brasileiro, e está entre as dez maiores contribuintes de impostos do país.

A empresa atua em todo o ciclo do produto, desde a produção e processamento

de fumo, até a fabricação e distribuição de cigarros, a Souza Cruz chega a contar com quase nove mil colaboradores na época da safra de fumo. Atendendo diretamente a 260 mil varejos, a companhia comercializa mais de 78 bilhões de unidades de cigarro por ano.

A Souza Cruz mantém sua sede no Rio de Janeiro e possui duas fábricas de cigarros: uma em Uberlândia (MG) e outra em Cachoeirinha (RS), onde também fica localizado o Centro de Pesquisas e Desenvolvimento e, em abril de 2009, começou a funcionar o novo Departamento Gráfico (DG).

A companhia, aberta desde 1914, é registrada para negociação em bolsas de valores desde 1946, quando iniciou suas operações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, então o principal mercado acionário do Brasil e se encontra desde 1957 na Bolsa de Valores de São Paulo.

Em toda a sua história a empresa sempre desenvolveu de forma pioneira algumas das principais práticas da hoje tão valorizada governança corporativa, construindo uma transparente e qualificada política de relações com acionistas e com o mercado acionário. Com uma estrutura de capital de 100% de ações ordinárias – ações que dão direito a voto a todos os acionistas, fato raro no mercado brasileiro, a empresa conta com um Conselho de Administração composto, em sua maioria, por membros externos, entre líderes de negócios e profissionais reconhecidos. Apenas quatro dos membros deste Conselho são ligados à empresa ou ao acionista controlador.

Em permanente comunicação com analistas e investidores, realizando pelo menos seis reuniões por ano com instituições do mercado, a Souza Cruz é considerada *benchmark* em política de remuneração aos acionistas. Foi pioneira no pagamento de juros sobre o capital próprio, que pratica desde 1996, e vem mantendo, nos últimos anos, uma média de distribuição de dividendos superior a 94% dos seus lucros.

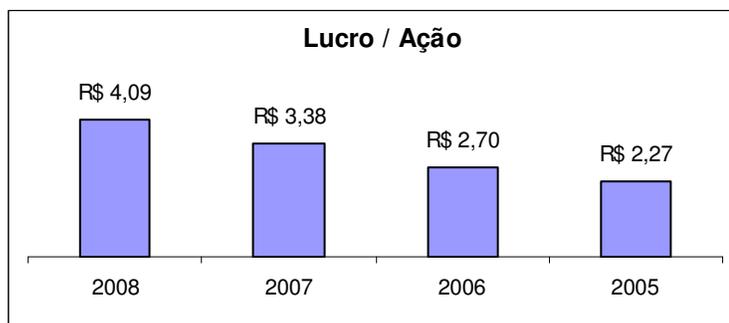
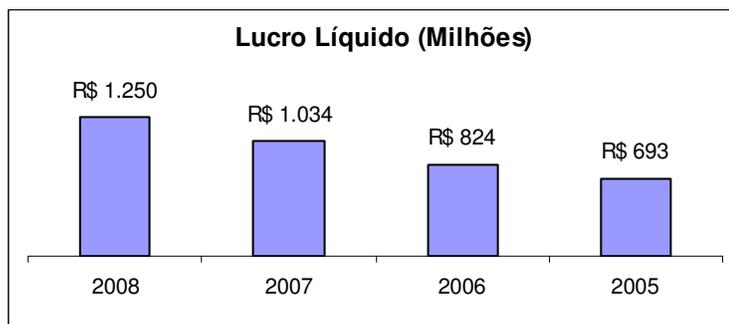
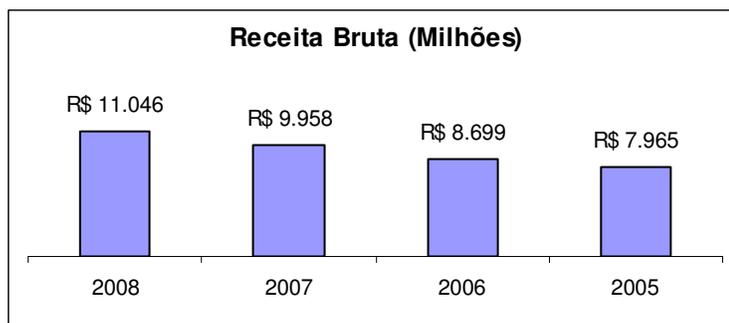
O capital social da Souza Cruz, composto em dezembro de 2008 exclusivamente de ações ordinárias (305,7 milhões de ações ON – Escriturais), com direito a voto nas Assembléias, apresenta como acionista controlador, o grupo B.A.T. Atualmente com 75,3% do capital, os demais 24,7% das ações são negociadas no mercado, pertencendo a fundos de pensão, pessoas jurídicas e pessoas físicas (brasileiras e estrangeiras).

5. APLICAÇÃO PRÁTICA DOS MÚLTIPLOS

Este capítulo fará a aplicação da avaliação por múltiplos às empresas selecionadas. As figuras a seguir apresentam a evolução das principais contas durante o período de 2005 a 2008:

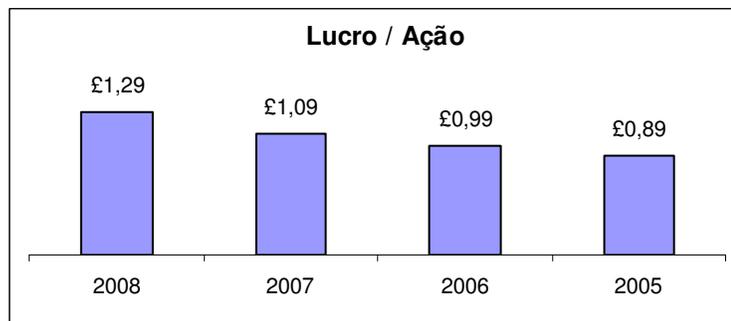
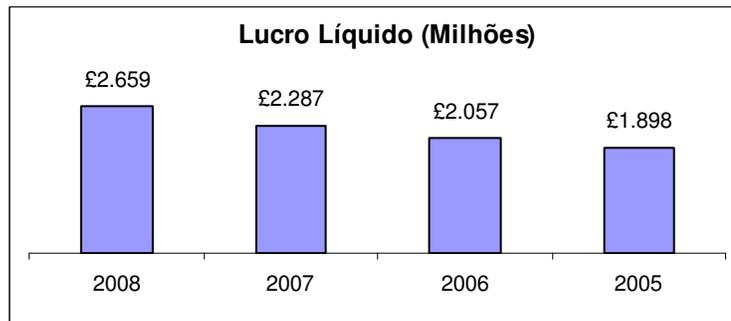
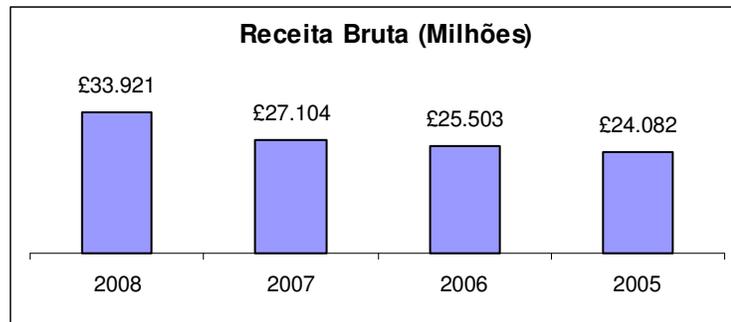
5.1 – EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS CONTAS:

Figura 1: Principais Contas da Souza Cruz



Fonte: Bloomberg

Figura 2: Principais Contas da B.A.T.



Fonte: Bloomberg

5.2 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

- Índice P/L (Preço / Lucro)

| Dez. 2008 | Souza Cruz | B.A.T. |
|------------|--------------|--------------|
| Preço/ação | R\$ 44,10 | £18,00 |
| Lucro/ação | R\$ 4,09 | £1,29 |
| P/L | 10,79 | 13,98 |

Fonte: Bloomberg

Esse índice indica quanto os investidores desejam pagar por uma unidade monetária de lucro contábil. Como esse indicador é uma função crescente do índice *payout* e da taxa de crescimento, e uma função decrescente do risco da empresa, observa-se que o índice P/L da B.A.T. foi mais alto que o da Souza Cruz, o que pode ser explicado devido à mesma apresentar uma menor taxa de desconto.

- Índice P/BV (Preço / Patrimônio Líquido)

| Dez. 2008 (Bilhões) | Souza Cruz | B.A.T. |
|------------------------|-------------|-------------|
| Valor Mercado | R\$ 13,481 | £35,928 |
| PL | R\$ 2,13 | £7,22 |
| P/BV | 6,34 | 4,98 |

Fonte: Bloomberg

| Dez. 2008 (Bilhões) | Souza Cruz | B.A.T. |
|------------------------|--------------|--------------|
| LL | R\$ 1,25 | £2,66 |
| PL | R\$ 2,13 | £7,22 |
| ROE | 58,7% | 36,9% |

Fonte: Bloomberg

O índice P/BV é uma função crescente do retorno sobre o patrimônio líquido, do índice *payout* e da taxa de crescimento, e é uma função decrescente do grau de risco da empresa.

Como o ROE (rentabilidade sobre o patrimônio líquido) é o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido e geralmente empresas que tenham alto ROE são negociadas por preços acima dos seus valores contábeis. Ao analisar os índices acima, verificamos que a Souza Cruz apresenta tanto o índice P/BV quanto o ROE maiores que os da B.A.T.

Para DAMODARAN (1997, pág. 404)

“[...] As empresas que deveriam atrair a atenção dos investidores são aquelas que fornecem incompatibilidade de índices P/BV e retornos sobre o patrimônio líquido – baixos índices P/BV e alto ROE ou alto índice PBV e baixo ROE.

- Índice P/V (Preço / Vendas)

| Dez. 2008 (Bilhões) | Souza Cruz | B.A.T. |
|------------------------|-------------|-------------|
| Valor Mercado | R\$ 13,481 | £35,928 |
| Vendas | R\$ 11,05 | £33,92 |
| P/V | 1,22 | 1,06 |

Fonte: Bloomberg

O índice preço/vendas da Souza Cruz é mais elevado que o da B.A.T., isso pode ser atribuído ao fato de que a empresa sofreu sérios reajustes de preço devido ao constante aumento de impostos pelo Governo Brasileiro. Dessa forma a margem líquida da empresa também é maior, já que seu crescimento financeiro no ano de 2008 ocorreu através do aumento de preços, elevando a margem e não através do aumento de volume vendido.

- Índice EV/Ebitda (*Enterprise Value / Ebitda*)

| Dez. 2008 (Bilhões) | Souza Cruz | B.A.T. |
|------------------------|-------------|--------------|
| EV | R\$ 14,828 | £53,955 |
| EBITDA | R\$ 1,74 | £3,25 |
| EV/Ebitda | 8,52 | 16,58 |

Fonte: Bloomberg

O índice *Enterprise Value* das companhias foi calculado através da fórmula:

$$EV = \text{Valor Mercado} + \text{Dívida (curto e longo prazo)} - \text{Caixa e Aplicações}$$

Dessa forma, através de uma análise no balanço das companhias (vide anexos 1 e 2), foi somado ao valor de mercado calculado anteriormente: a dívida, ou seja o passivo de curto e longo prazo das empresas e foi subtraído seus respectivos valores de caixa e aplicações.

Para cálculo do Ebitda (lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização) foram utilizadas as contas (Receita líquida, custo dos

produtos, despesas operacionais e depreciação e amortização) para o cálculo do índice da Souza Cruz, e da B.A.T. as contas (*profit before taxation e depreciation and amortization*). De acordo com Póvoa (2004) esse índice procura ainda avaliar quanto tempo à geração operacional de caixa da empresa levará para pagar os acionistas e credores.

6. CONCLUSÃO

Este trabalho conseguiu atingir seus objetivos propostos, que foram à análise e comparação das empresas de tabaco utilizando a avaliação por múltiplos.

No índice P/L a B.A.T. apresentou um valor superior ao da Souza Cruz. Conforme explicado na sessão anterior, um dos motivos para essa diferença pode ser atribuído ao fato da B.A.T. possuir uma menor taxa de desconto quando comparada a Souza Cruz. Essa relação é decrescente, ou seja, quanto menor a taxa, maior o índice e as taxas variam de acordo com a economia local onde os países estão inseridos, no caso Brasil e Inglaterra.

Em relação aos índices P/BV e ROE, quando o P/BV é maior do que 1, significa que o valor atual do capital próprio é superior ao valor investido pelos acionistas. Tanto os índices da Souza Cruz quanto da B.A.T. são altos e maiores que 1 e a Souza Cruz apresenta tanto o ROE quanto o PBV superiores ao da B.A.T. Estes resultados são coerentes com Damodaran (1997) que diz que empresas com maior ROE devem negociar com maior Preço Valor Patrimonial.

Conforme foi descrito no trabalho, um baixo P/BV pode funcionar como uma medida de risco, já que empresas com preços bem abaixo do valor contábil têm maior probabilidade de estarem com problemas e assim saírem do negócio.

No índice Preço/ Vendas verificamos que a Souza Cruz apresenta um valor um pouco maior quando comparada a B.A.T. Isso conforme explicado se dá em razão da companhia possuir uma elevada margem líquida de vendas, já que sofreu aumentos de tributação e assim foi obrigada a elevar seus preços. As duas empresas possuem foco em marcas Premium, que proporcionam uma alta margem líquida, porém a Souza Cruz acaba sendo líder de mercado em marcas mais populares, pois são as mais vendidas à população com um menor poder aquisitivo. Ainda sim o índice é superior, o que indica que a Souza Cruz possui margens maiores que as da B.A.T. na maioria de seus segmentos.

Conforme explicado anteriormente, o índice EV/Ebitda relaciona o valor total de mercado das empresas, somados à dívida e líquido de caixa, aos lucros antes dos juros, impostos e depreciação das empresas. É importante ressaltar também que esse índice leva em consideração o nível de capacidade de endividamento da empresa. Dessa forma, podemos concluir que a relação dos indicadores da Souza Cruz e B.A.T. são coerentes com os fundamentos das empresas.

Cabe ressaltar que se trata de um trabalho acadêmico, não representando a opinião de investimento.

7 . BIBLIOGRAFIA

- CASTILHOS, Volnei Ferreira, *Avaliação de uma empresa usando o método do fluxo de caixa descontado*, Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*, Ed. Pearson, 2002.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*, Ed. Pearson, 2006.
- CORNELL, B. *Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and Decision Making*. New York: Mc Graw Hill Co., 1994.
- CORREIA NETO, Jocildo FIGUEIREDO, Revisão *Teórica de modelos de avaliação de empresas*, Rev. Cent. Ciênc. Admin., Fortaleza, v. 11, n. 2, 2005.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*, Quality Mark, 1997.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*, Quality Mark, 2005.
- FALCINI, Primo, *Avaliação econômica de empresas*, Ed. Atlas, 1992.
- GEWEHR, Daniel Henrique. *Avaliação relativa de ações baseada em múltiplos de mercado projetados e passados: um estudo comparativo de performance na Bovespa*, Dissertação de Mestrado, Programa de Pós Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

- HOLANDA, Fernanda; ALBUQUERQUE, Lucia; CARVALHO, José Ribamar; CAVALCANTE, Paulo Roberto; *Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias*; Rev. Cent. Ciênc. Admin., Fortaleza, v. 13, n. 1, 2007
- LAPKOUSKI, Simone; *Valuation: Aplicação dos modelos de avaliação*; Manuscrito não publicado, Universidade Tecnológica Federal do Paraná; 2004
- LUNDHOLM, Russel, SLOAN, Richard G., *Equity Valuation & Analysis with Eval*, New York: Mc Graw-Hill, 2004.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. *Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- MARTINS, Eliseu, *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*, Ed. Atlas, 2001.
- PÓVOA, Alexandre, *Valuation: Como precificar ações*, Ed. Globo, 2007.
- SILVA, João Batista. *Avaliação de empresas através do índice preço/lucro*, Manuscrito não publicado, 2001.
- SOUTE, Dione; MARTINS, Eliseu; SCHVIRCK, Eliandro; MACHADO, Márcia; Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento; Revista UNB Contábil, v.11; 2008.

Endereços eletrônicos:

<http://www.tradergrafico.com.br/fechamento/stats.aspBase=IBOV&Papel=CRUZ3>

www.bat.com

www.bloomberg.com

www.bloomberg.com.br

www.souzacruz.com.br

www.xpi.com.br

www.yahoo.com.br

www.cvm.gov.br

Anexo 1: Demonstrativo de Resultados da B.A.T. (consolidado)

| FOUR YEAR SUMMARY | | | | |
|---|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| For the years ended 31 December | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
| | £m | restated £m | restated £m | restated £m |
| Income statement | | | | |
| Gross turnover (including duty, excise and other taxes) | 33.921 | 27.104 | 25.503 | 24.082 |
| Revenue (after deducting duty, excise and other taxes) | 12.122 | 10.018 | 9.762 | 9.325 |
| Profit from operations* | 3.572 | 2.904 | 2.632 | 2.426 |
| Profit before taxation | 3.684 | 3.077 | 2.774 | 2.590 |
| Profit for the year (before minority interest) | 2.659 | 2.287 | 2.057 | 1.898 |
| *after (charging)/crediting | | | | |
| - restructuring and integration costs | (160) | (173) | (216) | (271) |
| - Canadian settlement | (102) | | | |
| - amortisation of trademarks | (24) | | | |
| - gains on disposal of businesses and trademarks | 141 | 75 | 41 | 72 |
| - investment costs written off | | | | |
| | | | | |
| | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
| | pence | restated pence | restated pence | restated pence |
| Earnings per share | | | | |
| - basic unadjusted | 123,28 | 105,19 | 92,57 | 84,48 |
| - diluted unadjusted | 122,54 | 104,46 | 91,81 | 83,80 |
| - diluted adjusted | 128,78 | 108,53 | 98,60 | 89,48 |
| Dividends declared per share | 83,70 | 66,20 | 55,90 | 47,00 |
| | | | | |
| | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
| | £m | restated £m | restated £m | restated £m |
| At 31 December | | | | |
| Balance sheet | | | | |
| Non-current assets | 18.809 | 13.398 | 12.401 | 13.093 |
| Current assets | 8.742 | 5.366 | 5.391 | 5.904 |
| Total assets | 27.551 | 18.764 | 17.792 | 18.997 |
| | | | | |
| Shareholders' funds | 6.944 | 6.871 | 6.357 | 6.264 |
| Minority interests | 271 | 218 | 227 | 247 |
| Total equity | 7.215 | 7.089 | 6.584 | 6.511 |
| Non-current liabilities | 11.435 | 7.121 | 6.755 | 6.650 |
| Current liabilities | 8.901 | 4.554 | 4.453 | 5.836 |
| Total liabilities | 20.336 | 11.675 | 11.208 | 12.486 |
| Total equity and liabilities | 27.551 | 18.764 | 17.792 | 18.997 |

Fonte: www.bat.com

Anexo 2: Demonstração Resultados Souza Cruz

| Descrição da Conta | 2008 (Mi de R\$) | 2007 (Mi de R\$) | 2006 (Mi de R\$) | 2005 (Mi de R\$) |
|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços | 11.046.400 | 9.958.000 | 8.699.473 | 7.964.999 |
| Receita Líquida (nota explicativa 16) | 5.300.616 | 4.846.748 | 4.241.000 | 3.727.000 |
| Deduções da Receita Bruta | -5.745.784 | -5.111.252 | -4.458.433 | -4.238.014 |
| Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços | 5.300.616 | 4.846.748 | 4.241.040 | 3.726.985 |
| Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos | -2.287.141 | -2.166.631 | -1.849.931 | -1.570.268 |
| Resultado Bruto | 3.013.475 | 2.680.117 | 2.391.109 | 2.156.717 |
| Despesas/Receitas Operacionais | -1.426.732 | -1.422.856 | -1.405.186 | -1.369.587 |
| Com Vendas | -722.148 | -641.242 | -650.579 | -606.448 |
| Salários, Encargos Sociais e Benefícios | -243.462 | -193.577 | -165.613 | -151.635 |
| Serviços de Terceiros | -55.964 | -53.443 | -44.534 | -50.000 |
| Manutenção / Materiais | -45.183 | -28.644 | -25.868 | -24.168 |
| Fretes e Armazenagens | -32.103 | -24.793 | -23.445 | -26.955 |
| Trading Marketing & Distribuição | -261.568 | -224.154 | -227.441 | -250.180 |
| Comissões/Corretagens/Bonificações | -47.667 | -48.688 | -45.074 | -37.558 |
| Força/Água e Esgoto/Comunicação/Impostos | -17.873 | -15.067 | -14.167 | -11.907 |
| Viagens e Locomoções | -25.702 | -19.336 | -17.990 | -15.533 |
| Prêmio Seguro/Sinistros não Indenizáveis | -4.303 | -3.772 | -2.762 | -2.040 |
| Depreciação/Exaustão/Amortização | -20.303 | -16.275 | -15.774 | -17.461 |
| Outras Despesas de Vendas | 31.980 | -13.493 | -67.911 | -19.011 |
| Gerais e Administrativas | -770.094 | -826.447 | -664.851 | -621.620 |
| Salários, Encargos Sociais e Benefícios | -256.686 | -245.669 | -191.914 | -189.678 |
| Serviços de Terceiros | -188.626 | -167.896 | -131.218 | -121.980 |
| Manutenção / Materiais | -28.178 | -31.383 | -19.939 | -26.181 |
| Fretes e Armazenagens | -9.976 | -10.277 | -12.142 | -10.994 |
| Trading Marketing & Distribuição | -23.688 | -16.790 | -16.526 | -15.977 |
| Força/Água e Esgoto/Comunicação/Impostos | -19.326 | -62.190 | -50.350 | -47.553 |
| Viagens e Locomoções | -23.950 | -19.054 | -17.647 | -15.071 |
| Prêmio Seguro/Sinistros não Indenizáveis | -10.832 | -15.517 | -13.951 | -8.591 |
| Contribuição a Fundação | -11.676 | -9.410 | -7.640 | -12.412 |
| Depreciação/Exaustão/Amortização | -62.329 | -51.922 | -47.775 | -39.982 |
| Outras Despesas Administrativas | -134.827 | -196.339 | -155.749 | -133.201 |
| Financeiras | -25.633 | -38.159 | -116.047 | -178.714 |
| Receitas Financeiras | 138.489 | 94.668 | 17.115 | -38.114 |
| Variações Monetárias sobre Ativos | 5.977 | 10.094 | 12.322 | 7.776 |
| Variações Cambiais sobre Ativos | 54.096 | -17.062 | -104.820 | -118.423 |
| Outras Receitas Financeiras | 78.416 | 101.636 | 109.613 | 72.533 |
| Despesas Financeiras | -164.122 | -132.827 | -133.162 | -140.600 |
| Juros sobre o Patrimônio Líquido | -109.692 | -119.312 | -139.902 | -169.933 |
| Variações Monetárias sobre Passivos | | | -104 | -11.023 |
| Variações Cambiais sobre Passivos | -13.613 | 38.231 | 85.878 | 79.459 |
| Outras Despesas Financeiras | -40.817 | -51.746 | -79.034 | -39.103 |
| Outras Receitas Operacionais | 82.508 | 79.473 | 28.638 | 39.023 |
| Outras Despesas Operacionais | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado da Equivalência Patrimonial | 8.635 | 3.519 | -2.347 | -1.828 |
| Resultado Operacional | 1.586.743 | 1.257.261 | 985.923 | 787.130 |
| Resultado Não Operacional | -261 | 17.123 | 3.497 | -834 |
| Receitas | 2.003 | 25.744 | 7.622 | 7.135 |
| Despesas | -2.264 | -8.621 | -4.125 | -7.969 |
| Resultado Antes Tributação/Participações | 1.586.482 | 1.274.384 | 989.420 | 786.296 |
| Provisão para IR e Contribuição Social | -442.468 | -389.985 | -360.145 | -291.685 |
| IR Diferido | -4.120 | 29.900 | 54.966 | 28.119 |
| Participações/Contribuições Estatutárias | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Participações | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Contribuições | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Reversão dos Juros sobre Capital Próprio | 109.692 | 119.312 | 139.902 | 169.933 |
| Part. de Acionistas Não Controladores | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lucro/Prejuízo do Período | 1.249.586 | 1.033.611 | 824.143 | 692.663 |

Fonte: www.cvm.gov.br