

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS  
Curso de Ciências Econômicas  
Tópicos Multidisciplinares I

João Lucas de Pinho Carvalho  
Laerte Marques Júnior  
Thiago Silvério de Carvalho Rodrigues

**RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO DA EMPRESA SOUZA CRUZ**

Belo Horizonte  
2015

## CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA:

Atividade	Produtora de bens de consumo, especificamente de cigarros. É uma empresa brasileira, atual subsidiária da British American Tobacco no Brasil. Foi fundada por Albino Sousa Cruz em abril de 1903 no Rio de Janeiro, dando origem a um dos cinco maiores grupos empresariais do Brasil que detêm a liderança no mercado nacional há mais de 50 anos. As marcas de seus cigarros são vendidas em mais 180 países do mundo.
Capacidade:	A empresa conta com mais de sete mil funcionários e chega a empregar doze mil pessoas no período de compra e beneficiamento de fumo. Possui duas fábricas no país (Cachoeirinha, no Rio Grande do Sul e Uberlândia, em Minas Gerais), e quatro usinas de processamento (Santa Cruz do Sul, Blumenau, Rio Negro e Patos).
Fundação	25/04/1903

## PRINCIPAIS ACIONISTAS:

- BAT (British American Tobacco) (75,3%)
- Fundos de pensão (4%)
- Pessoas físicas residentes no Brasil (8,8%)
- Pessoas físicas residentes no exterior (9,9%)
- Pessoas jurídicas (2,0%)

## CARACTERIZAÇÃO DE MERCADO:

Desde 2001 a Souza Cruz teve um crescimento bem superior ao IBOVESPA. Considerando o período de 2001 a 2013, a valorização dos papéis da companhia atingiu a marca de 5602%, apresentando apenas 4 anos negativos. Tal desempenho neste período pode ser justificado por uma série de fatores, entre eles pode-se citar:

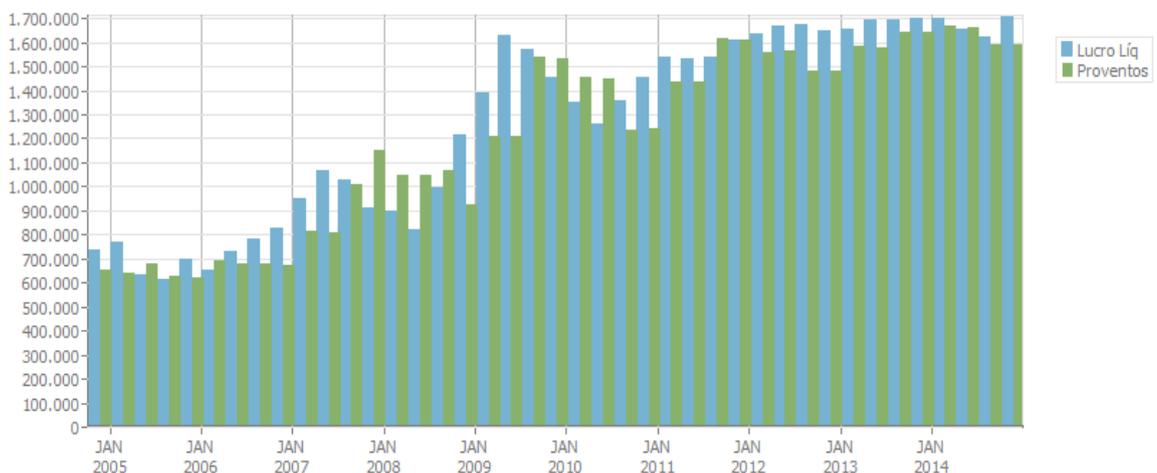
- No começo dos anos 2000, o então ministro da saúde José Serra, proibiu as fabricantes de cigarros de fazerem propagandas em veículos de comunicação. Assim, o que parecia em um primeiro momento algo negativo para a companhia, pôde se transformar em benefícios, já que a empresa pode reduzir suas despesas com propaganda e ao mesmo tempo consolidar sua predominância no mercado nacional, já que sem propaganda tornava-se praticamente impossível outras empresas entrarem no mercado;

- Administração eficaz: entregando bons resultados aos acionistas em todos os anos mencionados (Rentabilidade sobre o patrimônio líquido superior a 35% em todos os anos). Em 2008, durante a crise financeira mundial a empresa entregou quase 80% de retorno sobre o patrimônio;
- Alocação eficiente de capitais: Ao invés de investir seus lucros em atividades de menor rentabilidade, a empresa preferiu distribuir praticamente todo o lucro excedente aos seus acionistas, criando assim valor para os mesmos;

### Distribuição de proventos em relação ao lucro líquido

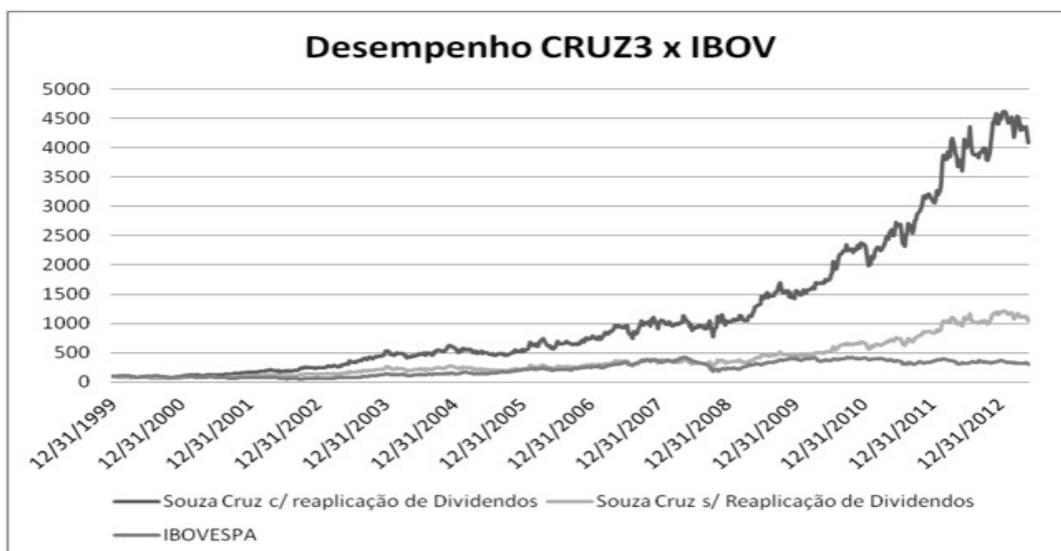
Lucro Líquido(mil)

Anualizado



Fonte: Fundamentus

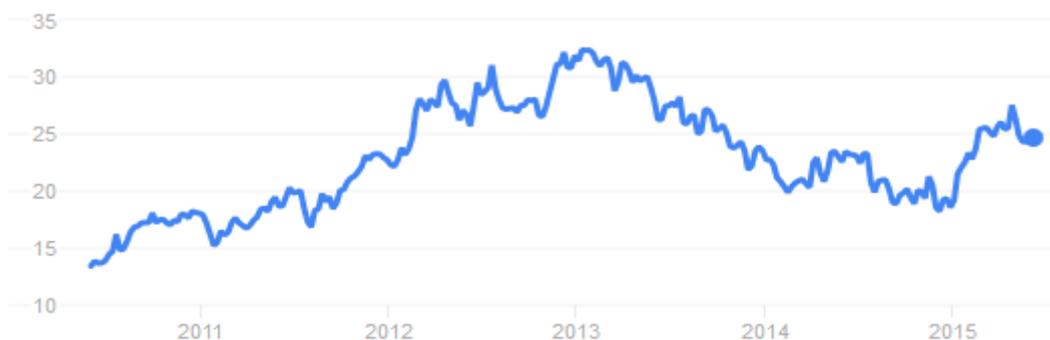
O resultado de tais medidas pode ser verificado no histórico abaixo:



Fonte: Infomoney

Entretanto, desde 2009 a empresa tem passado por uma situação complicada. Com o número de fumantes caindo a cada ano e, conseqüentemente, a venda de cigarros e ainda pela concorrência com o mercado ilegal, o lucro da companhia se manteve estagnado, não conseguindo gerar maior retorno aos seus acionistas. Tal situação teve impacto direto sobre a cotação da empresa no mercado, sendo refletida a partir do ano de 2013; como pode ser verificado:

### Histórico CRUZ3 2011-2015



Fonte: BM&F Bovespa

### CARACTERIZAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA:

Atuando em um segmento em que após as inversões realizadas em capital e a estabilização da cadeia produtiva não há grande aumento dos investimentos, a empresa não foge ao caso. Considerando o ano de 2007 como ano base, a conta Imobilizado da companhia cresceu apenas 22,17% até o 4º trimestre de 2014, apresentando em algumas situações até mesmo desinvestimentos (destacados em vermelho). Como pode ser verificado:

Imobilizado	4 trim 2007	4 trim 2008	4 trim 2009	4 trim 2010	4 trim 2011	4 trim 2012	4 trim 2013	4 trim 2014
	753,182	730,209	753,995	788,204	853,731	974,497	974,467	920,155

\*Em milhões

Como mencionado anteriormente, desde o fim da última década a empresa vem enfrentando situação de estagnação de seu mercado, apresentando receitas e lucro líquidos mais ou menos constantes.

	4 trim 2009	4 trim 2010	4 trim 2011	4 trim 2012	4 trim 2013	4 trim 2014
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	5.475.161	5.518.895	5.550.178	6.131.131	6.287.412	6.264.116
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	1.446.983	1.535.854	1.602.709	1.641.371	1.694.282	1.714.158

\*Em milhares

Tal situação, entretanto, não comprometeu a situação de solvência da empresa, já que a mesma vêm mantendo um nível de comprometimento oneroso de curto prazo bastante satisfatório; menos de 15% de seu faturamento. Sendo sua principal fonte de financiamento seu capital próprio.

	4 trim 2009	4 trim 2010	4 trim 2011	4 trim 2012	4 trim 2013	4 trim 2014
Dívida Onerosa de curto prazo	212.822	520.477	204.787	472.401	718.966	872.735
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	5.475.161	5.518.895	5.550.178	6.131.131	6.287.412	6.264.116
Comprometimento oneroso de CP	3,89%	9,43%	3,69%	7,70%	11,44%	13,93%

\*Em milhares

#### Composição do passivo em função do PL – Análise vertical

Patrimônio Líquido	4 trim 2009	4 trim 2010	4 trim 2011	4 trim 2012	4 trim 2013	4 trim 2014
	42,8	46,8	48,9	38,6	38,1	37,9

\*Em %

Através da análise dos indicadores de capital de giro da empresa no período (2009-2014), confirma-se a situação exposta, sendo o passivo permanente o grande financiador da atividade da empresa. Assim, a primeira vista, têm-se uma situação ótima do ponto de vista da administração financeira, já que sua atividade vem sendo financiada por recursos de longo prazo.

INDICADORES DE CAPITAL DE GIRO						
	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ATIVO OPERACIONAL	1469	1631	1643	2615	3496	3313
PASSIVO OPERACIONAL	1208	1278	1357	1997	2542	2805
NEC CAPITAL GIRO	261	353	285	619	954	508
ATIVO FINANCEIRO	776	1551	1217	1301	1392	1828
PASSIVO FINANCEIRO	244	554	235	505	749	901
SALDO DE TESOURARIA	532	997	982	796	642	927
PASSIVO PERMANENTE	3475	2642	2661	3623	3115	2927
ATIVO PERMANENTE	2682	1292	1394	2208	1518	1491
CAPITAL DE GIRO	793	1350	1267	1415	1596	1436

\*Em milhões

## FATO RELEVANTE:

Em Fevereiro deste ano (2015) em fato relevante divulgado pela companhia, a British American Tobacco International (BAT) — que controla a empresa brasileira — admitiu que “estava avaliando a possibilidade de realizar uma oferta pública para aquisição de até a totalidade das ações em circulação de emissão da companhia”. Dessa forma, a firma deixaria de ser uma empresa aberta com ações em Bolsa. A operação custaria cerca de R\$ 10 bilhões.

O valor oferecido na oferta pública de aquisição (OPA) foi de R\$ 26,75 (Prêmio de 13% sobre o fechamento de 22/02), entretanto, por uma recusa da gestora escocesa Aberdeen, maior acionista minoritária do grupo, o processo foi suspenso a pedido de assembleia especial para decidir sobre refazer a avaliação que definiu o valor que a British American Tobacco (BAT) deverá pagar aos minoritários pelas ações em circulação no mercado.

Segundo alguns analistas a proposta de fechamento de capital da empresa proposta pela BAT deu-se pela atual conjuntura do dólar valorizado, de uma perspectiva de fluxo de caixa constante em um momento em que os papéis estão desvalorizados e ainda pelo corte de custos e despesas que se têm ao manter uma empresa de capital aberto no Brasil. Até a data de conclusão fechamento deste trabalho (08/06/2015) ainda não havia um acordo definitivo para o fechamento do capital.

## VALUATION E COMPARAÇÃO DO PREÇO DE MERCADO COM O VALOR INTRÍNSECO

No cálculo do Beta da empresa encontraram-se valores bastante baixos para os 3 índices utilizados, como pode ser verificado no quadro a seguir:

IBOV - CRUZ3	
BETA	0,35
IBRX-50 - CRUZ3	
BETA	0,37
IBRX-BRASIL - CRUZ3	
BETA	0,38

Tal situação demonstra a baixa volatilidade do ativo em relação ao mercado, sendo o mesmo muito utilizado por investidores mais conservadores para a composição de carteiras de longo prazo, especialmente pela característica do ativo de bom pagador de

dividendos até pouco recente, como já mencionado anteriormente (Atualmente o div. Yield é de apenas 4,6%, como pode ser verificado abaixo no quadro obtido no site *Fundamentus*).

Papel	CRUZ3	<b>Cotação</b>	<b>24,71</b>		
Tipo	ON	Data últ cot	08/06/2015		
Empresa	SOUZA CRUZ ON	Min 52 sem	17,43		
Setor	<a href="#">Fumo</a>	Max 52 sem	27,5		
Subsetor	<a href="#">Cigarros e Fumo</a>	Vol \$ méd (2m)	24.146.000		
Valor de mercado	37.768.000.000	Últ balanço processado	31/03/2015		
Valor da firma	36.950.500.000	Nro. Ações	1.528.450.000		
<b>Oscilações</b>		<b>Indicadores fundamentalistas</b>			
Dia	0,86%	P/L	21,85	LPA	1,13
Mês	1,69%	P/VP	19,09	VPA	1,29
30 dias	-5,51%	P/EBIT	17,62	Marg. Bruta	62,70%
12 meses	15,04%	PSR	5,99	Marg. EBIT	34,00%
2015	31,09%	P/Ativos	6,65	Marg. Líquida	27,40%
2014	-15,77%	P/Cap. Giro	44,99	EBIT / Ativo	37,70%
2013	-18,94%	P/Ativ Circ Liq	75,46	ROIC	54,40%
2012	39,02%	Div. Yield	4,60%	ROE	87,40%
2011	33,74%	EV / EBIT	17,24	Liquidez Corr	1,25
2010	56,48%	Giro Ativos	1,11	Div Br/ Patrim	0,31
		Cres. Rec (5a)	3,50%		
<b>Dados Balanço Patrimonial</b>					
Ativo	5.683.040.000	Dív. Bruta	604.666.000		
Disponibilidades	1.422.120.000	Dív. Líquida	-817.455.000		
Ativo Circulante	4.205.640.000	Patrim. Líq	1.977.910.000		
<b>Dados demonstrativos de resultados</b>					
<b>Últimos 12 meses</b>			<b>Últimos 3 meses</b>		
Receita Líquida	6.310.310.000	Receita Líquida	1.477.980.000		
EBIT	2.143.420.000	EBIT	544.639.000		
Lucro Líquido	1.728.250.000	Lucro Líquido	469.397.000		

Pela análise das informações financeiras da empresa, de mercado e de conjuntura anteriormente realizada foi possível fazer a projeção de preço alvo da ação da empresa, como pode ser verificado no quadro abaixo e na planilha em anexo.

Valuation - menor preço			
Preço alvo da ação	Em	08/06/2015	6,32
Preço Atual	Em	08/06/2015	24,71
Upside (Potencial de alta):			-74%

Valuation - crescimento 30%			
Preço alvo da ação	Em	08/06/2015	11,30
Preço Atual	Em	08/06/2015	24,71
Upside (Potencial de alta):			-54%

Valuation - crescimento - CAPM			
Preço alvo da ação	Em	08/06/2015	17,20
Preço Atual	Em	08/06/2015	24,71
Upside (Potencial de alta):			-30%

Valuation - cresc - estrangeiro			
Preço alvo da ação	Em	08/06/2015	27,68
Preço Atual	Em	08/06/2015	24,71
Upside (Potencial de alta):			12%

## CONCLUSÃO SOBRE A INDICAÇÃO PARA INVESTIMENTO

Com todas as informações que foram levantadas no decorrer deste trabalho conclui-se que atualmente o ativo da Souza Cruz (CRUZ3) não é uma boa alternativa de investimento.

Uma de suas características principais que era o bom pagamento de dividendos se perdeu ao longo do tempo com a estagnação de seu mercado. Da mesma forma que o seu crescimento no mercado. Com o fechamento de capital da empresa haverá algum ganho para aqueles que detêm o papel, mas a data do comunicado oficial é incerta, assim não há nem mesmo maneira de projetar um possível ganho sobre o valor de mercado.

Observando os cálculos de preço alvo verifica-se que apenas em uma das projeções há potencial de ganho, sendo que o mesmo é menor que a taxa Selic atual de 13,75%, não havendo assim nem mesmo prêmio de risco.