

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

ANÁLISE DA CONFRONTAÇÃO ENTRE O RETORNO ACUMULADO PELAS AÇÕES ORDINÁRIAS DA BROWN FORMAN CO. E O RETORNO DAS CARTEIRAS “ROSS”

AUTORES

CÉSAR AUGUSTO FREGNANI

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
cesarfregnani@hotmail.com

CARLOS ADRIANO ROCHA

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
carlosar777@yahoo.com.br

ROBERTA MARIN FANECO

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
rofaneco@br.ibm.com

JOSÉ ODÁLIO DOS SANTOS

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
j.odalio@pucsp.br

JOSÉ AUGUSTO DA SILVA REZENDE

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
jaugustorezende@santanderbanespa.com.br

Resumo:

O objetivo principal deste artigo foi verificar se o preço praticado em casos reais de compra de empresas foi justo, ou seja, se foi compatível com a capacidade de geração de fluxos de caixa futuros da empresa. Para avaliar essa questão, este artigo apresenta, em detalhes, a aquisição da Southern Comfort Corporation (SCC) pela Brown Forman (BF), pelo valor de US\$ 94.6 milhões, em 1978. A metodologia utilizada para calcular o valor de mercado da época da SCC foi a dos Fluxos de Caixa Descontados, considerando um cenário projetado de 1978 a 1988. Para verificar se esse investimento se destacou em relação a outros custos de oportunidade, procedeu-se a confrontação entre os retornos acumulados obtidos pelas ações ordinárias da BF e cinco carteiras de investimentos compostas por diferentes ativos utilizadas por Ross (1995, p.188): LT Co. Bonds, LT G. Bonds, U.S. T-Bills, Large Co. Stocks e Small Co. Stocks. O período estende-se de 1979 a 2005. Os resultados demonstraram que o retorno acumulado pelas ações ordinárias da BF superou o retorno acumulado de quatro das cinco carteiras analisadas, levando-se a constatação de se tratar de um investimento viável financeiramente, além de ter gerando ganhos de sinergia operacional à BF.

Palavras-chave: avaliação de empresas, fluxos de caixa, retorno.

Abstract:

The main purpose of this article was to verify if the price offered in real case acquisitions was fair, it means, if it was compatible with the capacity of the company to yield future cash flows. In order to perform this evaluate, this article presents with details, Southern Comfort Corporation's (SCC) acquisition by Brown Forman (BF), by US\$ 94.6 millions, in 1978. The methodology employed to calculate the market value from SCC at that time was the Discounted Cash Flow, considering a projected scenario from 1978 to 1988. In order to verify if that investment yielded favorably in relation to others cost opportunities, a comparison was made between the return of BF's common stocks and the return obtained upon five investments portfolio formed by different assets used by Ross (1995, p.188): LT Co. Bonds, LT G. Bonds, U.S. T-Bills, Large Co. Stocks e Small Co. Stocks. The accumulated period extends from 1979 to 2005. Results showed that Brown Forman's return surpasses the performance of the first four alternatives, qualifying the investment as fully suitable, as well as have generated operational synergy gains to BF.

Key words: evaluation, cash flow, return.

1. Introdução**1.1. Objetivo Principal da Pesquisa**

A avaliação de empresas tem como objetivo estimar o valor justo da transação em processos de aquisição, cisão, fusão, dissolução parcial de sociedade, etc.

Existem vários modelos e métodos de avaliação de empresas que podem ser utilizados em conjunto ou separadamente. Em sua maioria nenhum modelo fornece um valor preciso e único para uma empresa, mas sim uma estimativa por considerar premissas, hipóteses e tendências (Damodaran 2003, p. 2).

Por mais que a avaliação de uma empresa seja imparcial, minuciosa e detalhada, haverá incertezas quanto aos números finais, pois uma avaliação pressupõe projeções sobre o futuro da empresa, do seu faturamento e geração de caixa, bem como do andamento da economia.

Na prática, o que os investidores querem estimar é se o preço negociado para compra ou venda de uma empresa correspondeu a melhor alternativa de investimento. Visando contribuir nessa tarefa, esse artigo analisou um dos principais negócios de aquisição de empresa no setor de bebidas alcoólicas, que envolveu a compra da Southern Comfort Corporation (SCC) pela Brown Forman (BF) no final da década de 70.

1.2. Metodologia

Inicialmente, apresenta-se a revisão bibliográfica de trabalhos que abordam a relação entre a avaliação de empresas, o desempenho contábil, o custo de capital e o risco da atividade operacional.

A metodologia utilizada para calcular o valor de mercado da época da SCC foi a dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), considerando um cenário projetado de 10 anos, ou seja, de 1978 a 1988.

Para verificar se esse investimento agregou valor à BF, procedeu-se a confrontação entre os valores de mercados atribuídos as ações ordinárias da BF e cinco carteiras de investimentos compostas por diferentes ativos (LT Co. Bonds, LT G. Bonds, U.S. T-Bills, Large Co. Stocks e Small Co. Stocks), para o período acumulado de 27 anos, estendendo-se de 1979 a 2005. Os resultados mostraram que o retorno da BF supera o desempenho das quatro primeiras alternativas, o que, conseqüentemente, classifica-a como investimento plenamente viável.

1.3. Justificativa

O desenvolvimento dessa pesquisa se justifica pela importância atribuída ao processo detalhado de avaliação de empresas para transações de compra ou venda. Além disso, é motivada pelo grande número de pesquisas acadêmicas abordando o assunto, especialmente aquelas tratando da relação do valor, ou preço justo, com o desempenho contábil-financeiro, eficiência de mercado, custo de capital, estrutura de capital etc.

1.4. Estrutura do Artigo

Este artigo está dividido em quatro seções. Na seção 1 apresentou-se a introdução ao tema, incluindo o objetivo, a metodologia e a justificativa para o desenvolvimento da pesquisa. A seção 2 trata da teoria da determinação do valor da empresa. A terceira seção apresenta a análise dos resultados. Por fim, as considerações finais estão na seção 4.

2. Fundamentação Teórica

2.1. Metodologias de Avaliação de Empresa

Conforme Damodaran (2003, p.8), a avaliação deve desempenhar um papel central na análise de aquisições. A empresa que faz a aquisição tem que estabelecer um valor justo para a empresa-alvo antes de apresentar uma proposta, e a empresa-alvo tem que determinar um valor razoável para si mesma antes de decidir aceitar ou rejeitar uma proposta.

Há um vasto número de métodos para avaliar as empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e a confiabilidade das informações disponíveis. Os vários métodos disponíveis para avaliar uma empresa não são substitutos uns dos outros, mas complementares entre si. Não existe um único método que seja perfeito e inquestionável.

Segundo Martins (2001, p.268), para a escolha dos vários modelos de avaliação existentes, deve-se considerar o propósito da avaliação e as características próprias da empresa a ser avaliada. Porém, o grande desafio consiste em escolher o modelo mais apropriado e atentar para suas limitações.

A classificação dos modelos de avaliação, proposta por Martins (2001, p.268) pode ser dividida em três categorias:

1. Técnicas comparativas de mercado: procuram aferir o valor da empresa por meio da comparação com empresas similares transacionais no mercado;

2. Técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados: visam alcançar o valor econômico do empreendimento com base na conversão para o valor de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis; e

3. Técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de caixa: partem da premissa de que o valor da empresa deve ser auferido com base em sua potencialidade de geração de riqueza.

O presente artigo limita-se a apresentar o modelo de Fluxo de Caixa Descontado, considerando tratar-se de uma das principais metodologias utilizadas para calcular o valor das empresas. Para a conceituação e apresentação deste modelo faz-se necessário discorrer sobre o Fluxo de Caixa Livre, Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), período de Projeção e Valor da Perpetuidade.

2.2. Fluxo de Caixa Livre (FCL)

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p.62) conceituam o FCL como sendo o verdadeiro fluxo de caixa operacional de uma empresa. De acordo com os autores, o FCL é o fluxo de caixa total líquido de imposto gerado na atividade operacional pela empresa, disponível a todos os seus supridores de capital, tanto credores quanto acionistas.

Brown (1996, p.174) esclarece que o fluxo de caixa livre não deve ser confundido com o fluxo de caixa tradicional, pois o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa gerado das operações correntes disponível para distribuição que não afeta o nível de crescimento do negócio. A frase essencial na sua observação é a disponibilidade sem afetar o nível de crescimento da empresa. O conceito de “livre” pode ser associado a “excesso” de caixa, disponível para ser distribuído ou reinvestido na empresa.

Santos (2005, p.60), conforme Quadro 1 apresenta a seguinte estrutura para demonstração do cálculo dos Fluxos de Caixa Livre:

CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE

Receitas Líquidas de venda
(-) Custos do produto vendido
= Lucro Bruto
(-) Despesas operacionais
(-) Depreciação
= Lucro Operacional
(+/-) Resultados não-operacionais
= Lucro antes do Imposto de Renda
(-) Imposto de Renda
(+) Depreciação
= Fluxo de Caixa Bruto
(-) Investimentos Permanentes
(+/-) Variação no Capital Circulante Líquido
= FLUXO DE CAIXA LIVRE

Quadro 1 – Cálculo do FCL

Fonte: Santos, 2005, p.60.

A partir do cálculo dos fluxos de caixa históricos, procede-se a projeção de resultados, considerando o comportamento dos fundamentos de mercado (ex.: inflação, taxa de juros, câmbio, carga tributária, PIB etc.), a situação contábil-financeira da empresa, e suas estratégias de investimentos e financiamentos para criação de valor.

2.3. Período de Projeção e o Valor da Perpetuidade

A projeção das demonstrações financeiras é um procedimento indispensável para a estimativa dos futuros fluxos de caixa livres, além de contribuir para a investigação do impacto de alterações nos fundamentos de mercado sobre as estratégias e valor das operações da empresa.

Como se espera que uma empresa tenha vida infinita, ou seja, opere por períodos mais longos do que os projetados nos fluxos de caixa, Copeland, Koller e Murrin (2002, p.278), ao considerarem esta condição, apresentam dois períodos de projeção:

1. Período Projetado: período em que o avaliador consiga visualizar o ambiente de negócios, tanto interno quanto externo à empresa. Na prática, este período de projeção tem sido entre 5 e 10 anos.

2. Período Pós-Projetado: período de projeção para o infinito, calculado com base na perpetuidade ou valor residual da empresa.

O valor da perpetuidade é, geralmente, estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento, utilizando o Modelo de Crescimento Constante ou Modelo de Gordon (Brigham e Ehrhardt, 2006, p.389), conforme a equação 1:

$$Perpetuidade = \frac{FCL(n) \times (1 + g)}{CMPC - g} \quad (1)$$

Sendo:

$FCL(n)$ = Fluxo de caixa livre do último ano projetado.

g = Taxa de crescimento constante dos fluxos de caixa do período pós-projetado.

CMPC = Custo Médio Ponderado de Capital ou taxa de desconto.

2.4. Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)

O fluxo de caixa livre e o valor da perpetuidade devem ser apresentados em valores presentes, mediante o uso de uma taxa de desconto. Tal taxa reflete o custo de oportunidade ou o retorno mínimo exigido pela administração em novas propostas de investimento; retorno este que os investidores esperam receber em outras alternativas de risco semelhante. A taxa geralmente escolhida é o custo médio ponderado de capital (CMPC).

Groppelli e Nikbakht (2002, p.179), Van Horne (1995, p.224) e Cornelli (1993, p.171) definem o CMPC como média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa; ou seja, a média ponderada dos custos das dívidas (passivos) e do custo do capital acionário (patrimônio líquido). A taxa de desconto com base no custo de capital é essencial para o estabelecimento da taxa de retorno mínimo aceitável pela administração em novas propostas de investimento.

Os investimentos que possuem rendimento maior que o CMPC criarão valor para o acionista, enquanto aqueles cujo rendimento é menor que o custo de capital reduzirão valor para o acionista.

A equação 2 é utilizada para a estimativa do CMPC após dedução de impostos:

$$CMPC = [(W_{pt} \times C_{pt}) + (W_{pl} \times CAPM)] \quad (2)$$

Sendo:

<i>W_{pt}</i>	= Proporção da dívida de longo prazo sobre o Capital Total
<i>C_{pt}</i>	= Custo Líquido da dívida de longo prazo
<i>W_{pl}</i>	= Proporção do capital de acionistas sobre o Capital Total
<i>CAPM</i>	= Custo do capital próprio

Damodaran (2003, p.60), Copeland, Koller e Murrin (2002, p.228) e Ross, Westerfield e Jafe (1997, p.252), recomendam para a determinação do custo do capital próprio o *Capital Asset Pricing Model capital (CAPM)*, desenvolvido pelos professores Harry Markowitz e William F. Sharpe, ganhadores do Prêmio Nobel de 1990. Este modelo determina que o retorno esperado pelo investidor em um dado ativo equivale à taxa de retorno de um ativo isento de risco mais o prêmio pelo risco, definido como sendo a multiplicação do coeficiente β desse ativo pela diferença entre a taxa de retorno de mercado e a taxa livre de risco, conforme apresentado na equação 3:

$$CAPM = [RF + \beta(RM - RF)] \quad (3)$$

Sendo:

<i>RF</i>	= taxa livre de risco
β	= risco sistemático da ação
<i>RM</i>	= retorno médio de mercado

O coeficiente β é definido por Mullins (1991, p.91) como sendo a medida do risco sistemático, que demonstra a tendência pela qual o retorno de um ativo se move em paralelo com o retorno do mercado de capitais como um todo ou, ainda, a volatilidade do ativo comparada à do mercado.

O β de mercado é facilmente encontrado para as empresas listadas em Bolsa. O mesmo não acontece, porém, com empresas de capital fechado. Uma das alternativas, nesse caso, é utilizar o coeficiente setorial ou de alguma outra organização que apresente similaridades com a que está sendo avaliada e ajustá-lo à estrutura de capital, conforme metodologia detalhada por Damodaran (2003, p.72).

2.5. Valor da Empresa (VE)

Após o cálculo e projeção dos fluxos de caixa livre e valor residual e do custo médio ponderado de capital (CMPC), a fase final do processo de avaliação de empresas envolve o cálculo do valor da empresa, seguida da interpretação dos resultados. A equação 4 apresenta o cálculo do valor da empresa:

$$VE = \frac{FC1}{(1+CMPC)^1} + \frac{FC2}{(1+CMPC)^2} + \frac{(FCn+VR)}{(1+CMPC)^n} \quad (4)$$

Sendo:

FC = Fluxo de Caixa
 $CMPC$ = Custo médio ponderado de capital
 VR = Valor residual

Para Damodaran (2003, pg 8), existem também fatores especiais a serem considerados na avaliação de uma aquisição e que podem refletir riscos ou benefícios para o negócio: os efeitos da sinergia sobre o valor agregado das duas empresas, os efeitos sobre os valores decorrentes da mudança da gerência e reestruturação da empresa-alvo e a quantificação de ativos intangíveis/goodwill.

3. O Caso Brown Forman – Análise de Dados e Discussão de Resultados

Em 1978, a empresa Brown Forman Distillers Corporation (BF) recebeu uma oferta de compra da Southern Comfort Corporation (SCC) pelo valor de US\$ 94,6 milhões, composto conforme Quadro 2:

US\$ MM	Valor Estimado
55.0	Ativos intangíveis (amortizados em 40 anos)
12.2	Propriedades, instalações e equipamentos (depreciados em 20 anos)
27.4	Ativos correntes
94.6	Preço ofertado

Quadro 2 – Proposta do valor de venda da SCC

Fonte: BRUNER, 1994. p.598.

A fim de avaliar se o valor do investimento de US\$94.6 milhões foi compatível com a capacidade futura de geração de fluxos de caixa livres da SCC, utilizou-se a Metodologia dos Fluxos de Caixa Descontados para verificar se esse desembolso de caixa correspondeu a melhor alternativa de mercado.

No cálculo do fluxo de caixa atualizado para dezembro de 1978, foram utilizadas as seguintes premissas descritas no Quadro 3:

Item	Dados
a. Projeção dos dados	10 anos
b. Taxa de crescimento do período pós-projetado	3% a.a
c. Prêmio pelo risco de mercado	8.7%
d. Taxa livre de risco (juros dos títulos U.S Treasury Bonds para vencimento em 10 anos)	8%
e. Beta	1,10
f. Alíquota de imposto de renda	50%

Quadro 3 – Dados utilizados para Avaliação do Investimento

Fonte: BRUNER, 1994. p.600.

As Tabelas 1 e 2 apresentam os valores projetados para os Fluxos de Caixa Livres para a empresa SCC, no período de 10 anos posteriores ao investimento (de 1979 a 1988).

Valores em US\$ Mil	1979	1980	1981	1982	1983
Receita Total	17.796	20.092	22.491	23.445	25.143
(-) Despesa Total	-2.702	-2.656	-2.642	-2.822	-2.615
(+) Despesa Financeira*	-122	-132	-142	-154	-166
(=) EBITDA	15.216	17.568	19.991	20.777	22.694
(-) Depreciação	-259	-274	-298	-276	-323
(=) EBIT	14.957	17.295	19.693	20.501	22.371
IR (50%)	-7.478	-8.647	-9.847	-10.251	-11.185
(=) EBIT*(1-IR)	7.478	8.647	9.847	10.251	11.185
(+) Depreciação	259	274	298	276	323
(-) Var Capital de Giro	-1.051	-1.112	-1.209	-1.120	-1.313
(-) Investimento	69	-551	-583	-634	-587
Fluxo de Caixa Livre	6.755	7.259	8.353	8.773	9.609

Tabela 1 – Fluxos de Caixa Livres Projetados para a SCC

Fonte: Autores

Valores em US\$ Mil	1984	1985	1986	1987	1988
Receita Total	27.261	28.972	31.422	32.496	32.127
(-) Despesa Total	-2.824	-3.051	-3.295	-3.558	-3.843
(+) Despesa Financeira	-179	-194	-209	-226	-244
(=) EBITDA	24.616	26.115	28.336	29.164	28.528
(-) Depreciação	-360	-359	-311	-256	-178
(=) EBIT	24.256	25.756	28.025	28.908	28.351
IR (50%)	-12.128	-12.878	-14.013	-14.454	-14.175
(=) EBIT*(1-IR)	12.128	12.878	14.013	14.454	14.175
(+) Depreciação	360	359	311	256	178
(-) Var Capital de Giro	-1.463	-1.459	-1.261	-1.041	-721
(-) Investimento	-688	-767	-765	-661	-545
Fluxo de Caixa Livre	10.337	11.011	12.298	13.009	13.086

Tabela 2 – Fluxos de Caixa Livres Projetados para a SCC

Fonte: Autores

O valor residual da empresa SCC foi calculado a partir do 11º ano, momento em que admitiu um crescimento constante para a geração de receita e fluxo de caixa.

O cálculo a seguir demonstra o Valor Residual da SCC no final do período projetado (1988), em US\$ milhões:

a. Valor Residual (VR)

$$VR = \frac{13.086 \times 1,03}{0,1493 - 0,03}$$

$$VR = 112.980 \text{ milhões}$$

Para determinação do CMPC, utilizam-se os dados do Quadro 3, calculando-se os seguintes valores:

b. Custo Líquido do Capital de Terceiros (CL_{PT})

$$CL_{PT} = 8,75\% \times (1 - 0,50)$$

$$CL_{PT} = 4,375\%$$

c. Custo do Capital Próprio (CAPM)

$$CAPM = 8,00\% + 1,10(8,70\%)$$

$$CAPM = 17,57\%$$

d. Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)

$$CMPC = [(0,20 \times 4,375\%) + (0,80 \times 17,57\%)]$$

$$CMPC = 0,88\% + 14,05\%$$

$$CMPC = 14,93\%$$

Considerando a sinergia do negócio, utilizou-se o beta da empresa compradora (BF) de 1,10 conforme Quadro 3.

A taxa livre de risco utilizada foi a dos títulos emitidos pelo tesouro americano (U.S. Treasury Bonds) com vencimento de 10 anos.

No prêmio pelo risco de mercado – diferença entre a taxa de mercado e a taxa livre de risco – utilizou-se a média aritmética.

Após o cálculo e projeção dos fluxos de caixa livre e valor residual, calculou-se o Valor de Mercado da Empresa – conforme Tabela 3:

US\$ - milhões	
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre	46.351
Valor Presente Residual	28.097
Valor da Empresa	74.448

Tabela 3: Valor de Mercado da SCC

Fonte: Os autores

e. Segue demonstração algébrica do cálculo do Valor de Mercado da SCC final de 1978:

$$VME_{FINAL1978} = \frac{6.755}{(1,1493)^1} + \frac{7.259}{(1,1493)^2} + \dots + \frac{(13.086 + 112.980)}{(1,1493)^{10}}$$

$$VME_{FINAL1978} = 74.448 \text{ milhões de dólares}$$

Considerando as premissas utilizadas para calcular o valor de mercado da SCC, constatou-se ser um investimento tecnicamente inviável a BF, uma vez que o desembolso realizado de US\$ 94.6 milhões foi superior ao valor de mercado da SCC. Todavia, considerando variáveis como sinergia e custo de oportunidade para diferentes alternativas de investimento, na época, verificou-se que se trata de negócio qualitativamente favorável, conforme demonstrações, a seguir.

Com a finalidade de verificar se aquisição da SCC foi uma boa opção de investimento, passados 27 anos da realização do negócio, comparou-se a rentabilidade da ação ordinária da BF com o retorno de outras cinco opções de investimento, como: a) uma carteira de ações de *large company* negociadas na S&P 500, b) uma carteira de ações de *small company*, c) *long term company bonds* norte americano, d) *long term governmental bonds* dos estados unidos e e) U.S Treasury Bills.

Comparação (Índices de Mercados de Capitais U.S. versus Brown-Forman)

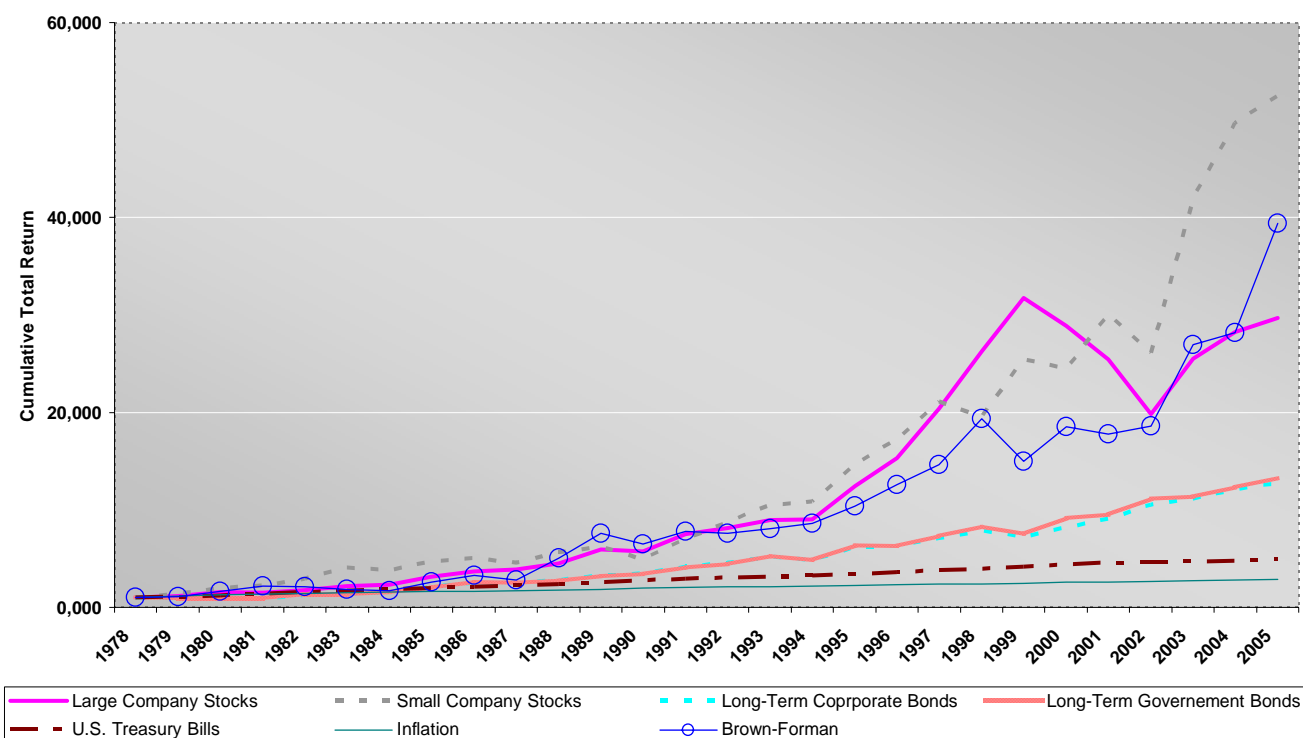


Gráfico 1 – Comparação do retorno da ação ordinária da BF com outras opções de investimentos

Fonte: Os autores

Conforme demonstrado no Gráfico 1 o retorno da ação da Brown Forman no período de 1979 a 2005 foi de 3.941%, o que representou uma média de crescimento de 14,68% ao ano.

Os resultados mostraram que o retorno da BF superaria o desempenho de quatro das cinco carteiras de investimento analisadas o que, conseqüentemente, a classificaria como investimento plenamente viável.

A exceção foi o retorno que se obteria na carteira de ações de *small company* negociadas na New York Security Exchange – NYSE, a qual gerou uma rentabilidade superior aos 5.294%. Intuitivamente, esse maior retorno gerado pode ser justificado pela maior exposição de risco financeiro em negócios com empresas de porte menor, considerando o acesso dificultado as informações, a assimetria e o risco moral.

4. Considerações Finais

A avaliação de empresas deve desempenhar um papel central na análise de compra e venda de um negócio. A empresa que faz a aquisição tem que estabelecer um valor justo para a empresa-alvo antes de apresentar uma proposta, e a empresa-alvo tem que determinar um valor razoável para si mesma antes de decidir aceitar ou rejeitar a proposta.

Além da mensuração quantitativa do valor da empresa a ser adquirida, existem também fatores especiais a serem considerados na avaliação de uma aquisição. Os efeitos da sinergia sobre o valor agregado das duas empresas é um dos fatores que deve ser considerado antes que uma decisão seja tomada em relação à proposta. Além disso, a indispensável confrontação com o custo de oportunidade, ou retornos que se obteriam em outras alternativas de investimento.

O bom-senso econômico sugere que o valor de mercado das ações de uma empresa reflete um julgamento que o mercado faz dos fluxos futuros de caixa decorrentes dos investimentos feitos pela empresa.

O Gráfico 1 demonstra uma reação positiva dos investidores em relação a compra da SCC pela BF, gerando um retorno de aproximadamente 3.941% no período de 1979 a 2005. Somando-se a isto, a sinergia de negócios existente entre as duas empresas proporcionou à BF a complementação ao seu *portfólio* de clientes e de produtos, agregando e consolidando valor a marca.

Fica como sugestão para futuros trabalhos de pesquisa e de estudos complementares a utilização de indicadores como o Lucro por Ação, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e MVA como referência ou parâmetro na análise de valoração de uma empresa.

Referências bibliográficas

ADAMS Beer Handbook. *Adams Group Beverage*, Palm Spring, CA, 2006.

BRIGHAN, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo: Atlas, 2001.

BRIGHAN, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

BROWN, G. “Free Cash Flow” Appraisal... A better way?. *The Appraisal Journal*, April, 1996

BRUNER, R.F. *Case Studies in Finance: Managing for Corporate Value Creation*. 2nd ed. McGraw-Hill/Irwin, 1994.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3rd ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CORNELL, B. *Corporate Valuation - tools for effective appraisal and decision making*. New Jersey: Irwin, 1993.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos Ferramentas e Técnicas para Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. 5. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003.

GROPPELLI, A.A; NIKBAKHT, E. *Administração financeira*. São Paulo: Saraiva, 2002.

IBBOTSON, R. G.; SINQUEFIELD, R. *Stocks, Bond, Bills and Inflation: 2006 Yearbook*. Chigago: Ibbotson Associates, 2006

MARTINS, Eliseu. *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINEZ, Antônio Lopo. *Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios*. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 23, 1999, Foz do Iguaçu. Anais...Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999.

MULLINS Jr, David W. *Does capital asset pricing model work?* Harvard Business Review Paperback - Corporate Finance and the Capital Markets, Boston, n. 90067, p. 91-100, 1991.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph. W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.

SANTOS, José O. *Avaliação de empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático*. São Paulo: Saraiva, 2005.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. dos. *Avaliação de ativos intangíveis*. São Paulo: Atlas, 2002.

VAN HORNE, James C. *Financial management and policy*. New Jersey: Prentice Hall International, Inc, 1995.

Anexos

Anexo 1: Demonstração de Resultado da Southern Comfort Corporation and Subsidiary

Assets		US\$ 1	
	1976	1977	
Net sales	57.308.426	64.183.392	
Cost of sales	40.909.265	45.814.353	
Gross profit	16.399.161	18.369.039	
Selling, administrative, and general expenses	9.446.120	10.193.517	
Income from operation	6.953.041	8.175.522	
Other income (expense):			
Royalties on Canadian sales	329.804	355.940	
Interest	(186.210)	(62.283)	
Rental property, net	(141.457)	111.329	
other, net	(5.237)	2.466	
	(3.100)	407.452	
Income before income taxes	6.949.941	8.582.974	
Provision for income taxes	3.453.400	4.211.512	
Net income	3.496.541	4.371.462	

Anexo 2: Balanço Patrimonial da Southern Comfort Corporation and Subsidiary

Assets		US\$ 1	
	1976	1977	
Current assets:	19.668.732	20.861.741	
Cash	750.108	1.341.190	
Accounts receivable	12.305.064	12.118.758	
Inventories	6.554.342	7.365.841	
Prepaid expenses	59.218	35.952	
Property	4.933.708	5.556.624	
(-) Accumulated depreciation	2.105.195	2.439.268	
	2.828.513	3.117.356	
Investment in rental property	1.780.463	1.786.629	
(-) Accumulated depreciation	106.878	171.996	
	1.673.585	1.614.633	
Display Silver	152.297	152.297	
Total Assets	24.323.127	25.746.027	

Liabilities and Stockholders' Equity			
	1976	1977	
Passivo Circulante	10.212.083	8.982.211	
Notes payable to bank, unsecured	2.350.000	-	
Current portion of long term notes payable	858.461	62.067	
Federal spirits and rectification taxes payable	4.933.465	7.096.549	
Accounts payable and accrued expense	1.489.093	1.076.973	
Dividends payable	8.493	8.343	
Income taxes	572.571	738.279	
Long Term notes payable	1.297.894	35.827	
Deferred compensation payable	51.200	-	
Stockholders' equity	12.761.950	16.727.989	
PN	169.870	166.870	
ON	120.000	120.000	
Retained earning	19.011.274	23.363.049	
(-) Treasury stock	6.539.194	6.921.930	
Total Liabilities and Stockholders' Equity	24.323.127	25.746.027	