

Laudo de Avaliação da Souza Cruz S.A.

Confidencial
8 de maio de 2015

Este material não deverá ser utilizado ou servir de base para quaisquer propósitos que não os especificados em acordo expresso com o Credit Suisse AG, ou uma de suas afiliadas ("Credit Suisse").

Avisos Importantes

O Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. ("Credit Suisse") foi contratado pela Souza Cruz S.A. ("Souza Cruz" ou "Companhia") para preparar e entregar um Laudo de Avaliação (conforme abaixo definido) à Assembleia Especial de Acionistas Titulares de Ações da Souza Cruz em circulação no mercado ("Assembleia Especial") sobre a OPA (conforme definida abaixo).

"Laudo de Avaliação" significa um laudo de avaliação do valor econômico das ações de emissão da Souza Cruz, nos termos do artigo 24 da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada ("Instrução CVM 361") e artigo 4º-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei das S.A.").

"OPA" significa uma potencial oferta pública obrigatória de aquisição das ações ordinárias em circulação emitidas pela Souza Cruz, a ser lançada por seu acionista controlador British American Tobacco International (Holdings) B.V., por intermédio de sua controlada British American Tobacco Americas Prestação de Serviços Ltda. ("Ofertante"), com o objetivo de cancelar o registro de companhia aberta da Souza Cruz, nos termos do artigo 4º, parágrafo 4º, da Lei das S.A. e do artigo 16º da Instrução CVM 361, de acordo com o fato relevante publicado pela Ofertante em 2 de março de 2015 e os fatos relevantes publicados pela Souza Cruz em 23 de fevereiro de 2015, 2 de março de 2015, 13 de março de 2015, 20 de março de 2015 e 24 de março de 2015, observadas as deliberações da Assembleia Especial de Acionistas Titulares de Ações da Souza Cruz em circulação no mercado, realizada em 9 de abril de 2015.

As informações a seguir são importantes e devem ser cuidadosa e integralmente lidas:

1. Este Laudo de Avaliação foi preparado para uso exclusivo dos membros da Assembleia Especial no âmbito da OPA, nos termos do artigo 4º, § 4º e do artigo 4º-A da Lei das S.A., do artigo 24 da Instrução CVM 361, não devendo ser utilizado por quaisquer terceiros ou para quaisquer outros propósitos. Este Laudo de Avaliação foi produzido conforme deliberação da Assembleia Especial de Acionistas Titulares de Ações da Souza Cruz em Circulação no mercado, realizada em 9 de abril de 2015. Este Laudo de Avaliação foi preparado exclusivamente em português e caso venha a ser traduzido para outro idioma, a versão em português deverá prevalecer para todos os efeitos. Nos termos da Instrução CVM 361, os termos grafados em idioma estrangeiro ao longo deste Laudo de Avaliação encontram-se devidamente traduzidos em sua seção "Glossário".

2. Este Laudo de Avaliação, incluindo suas análises e conclusões, não constitui uma recomendação para a Souza Cruz, a Ofertante, qualquer acionista, diretor ou conselheiro da Souza Cruz ou quaisquer de suas Afiliadas (conforme abaixo definido) sobre como votar ou agir em qualquer assunto relacionado à OPA. Este Laudo de Avaliação e as análises dele constantes não poderão ser utilizados para justificar o voto de qualquer pessoa em relação a qualquer aspecto da OPA.

"Afiliadas" significa, com relação a uma pessoa física, pessoa jurídica, fundo de investimento ou qualquer outra espécie de veículo ou universalidade de direitos ("Pessoas"), as Pessoas que, direta ou indiretamente, (a) controlam, administram ou gerem tal Pessoa; (b) são controladas, administradas ou geridas por tal Pessoa; ou (c) estão sob controle, administração ou gestão comum de tal Pessoa ou Pessoas de seu grupo econômico.

Avisos Importantes (cont.)

3. Para chegar às conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação, entre outras coisas: (a) analisamos as demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Souza Cruz referentes aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014, auditadas pela KPMG Auditores Independentes (“KPMG”); (b) analisamos as demonstrações financeiras da Companhia referentes aos trimestres encerrados em 31 de março de 2015 e 2014, objeto de revisão limitada pela KPMG; (c) analisamos e discutimos com a Diretoria e com o Conselho de Administração da Companhia (inclusive com seus conselheiros independentes) as projeções financeiras e operacionais da Companhia até 2020, fornecidas pela Souza Cruz em 16 de abril de 2015; (d) conduzimos discussões com membros integrantes da Diretoria e do Conselho de Administração da Companhia (inclusive com seus conselheiros independentes) sobre os negócios e perspectivas da Companhia; (e) conduzimos discussões com acionistas minoritários da Companhia sobre a sua visão para os negócios e perspectivas da Companhia; (f) conduzimos discussões com profissionais do mercado de atuação da Souza Cruz sobre as perspectivas para referido mercado; e (g) levamos em consideração outras informações, estudos financeiros, análises, pesquisas e critérios financeiros, econômicos e de mercado que consideramos relevantes (em conjunto, as “Informações”).

4. No âmbito da nossa revisão, não assumimos e nem aceitamos qualquer responsabilidade por investigações independentes de quaisquer Informações, as quais são de única e exclusiva responsabilidade das respectivas fontes fornecedoras, e confiamos que todas as Informações estavam completas, precisas, consistentes e atuais em todos os seus aspectos relevantes. Além disso, não fomos solicitados a realizar, e não realizamos, uma verificação independente de tais Informações, ou uma verificação independente ou avaliação de quaisquer ativos ou passivos (contingentes ou não) da Souza Cruz ou de suas Afiliadas, tampouco nos foi entregue qualquer avaliação a esse respeito. Não avaliamos a solvência da Souza Cruz ou de suas Afiliadas considerando as leis relativas a qualquer assunto, inclusive a falência, insolvência ou questões similares.

5. Não fazemos, nem faremos, expressa ou implicitamente, qualquer declaração em relação a qualquer Informação (incluindo projeções financeiras e operacionais da Souza Cruz ou de suas Afiliadas ou presunções e estimativas nas quais tais projeções se basearam) utilizada para elaboração do Laudo de Avaliação. Além disto, não assumimos nenhuma obrigação de conduzir, e não conduzimos, nenhuma inspeção física das propriedades ou instalações da Souza Cruz ou de suas Afiliadas. Não somos um escritório de contabilidade e não prestamos serviços de contabilidade ou auditoria em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA. Não somos um escritório de advocacia e não prestamos serviços legais, regulatórios, tributários ou fiscais em relação a este Laudo de Avaliação ou à OPA.

6. O Credit Suisse não realizou processo de auditoria ou *due diligence* contábil, financeira, legal, fiscal ou de qualquer espécie na Souza Cruz, em qualquer de suas Afiliadas ou em quaisquer outros terceiros. Os resultados de tais procedimentos, caso realizados, poderiam alterar as análises e conclusões deste Laudo de Avaliação.

7. Nenhuma declaração ou garantia, expressa ou tácita, é feita pelo Credit Suisse no tocante à precisão, completitude, veracidade ou suficiência das Informações contidas neste Laudo de Avaliação ou nas quais ele foi baseado. Nada contido neste Laudo de Avaliação será interpretado ou entendido como sendo uma declaração do Credit Suisse quanto ao presente, ao passado ou ao futuro.

Avisos Importantes (cont.)

8. As projeções operacionais e financeiras da Souza Cruz e de suas Afiliadas contidas neste Laudo de Avaliação, assim como as projeções relacionadas à demanda e ao crescimento dos respectivos mercados, foram baseadas em Informações obtidas junto à Souza Cruz e em Informações públicas. Assumimos, sem investigação independente, que tais projeções foram preparadas de modo razoável em bases que refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis à administração da Souza Cruz, que foi avaliada em uma base *stand alone*. Caso essa premissa não seja verdadeira, as análises e conclusões deste Laudo de Avaliação podem se alterar de forma significativa.

9. Este Laudo de Avaliação não é (a) uma opinião sobre a adequação (*fairness opinion*) da OPA; (b) uma recomendação, explícita ou implícita, a respeito do preço ou de quaisquer outros aspectos da OPA; e/ou (c) um “laudo” ou “laudo de avaliação” emitido para os fins e de acordo com quaisquer dispositivos regulatórios que não a Instrução CVM 361.

10. Este Laudo de Avaliação não (a) quantifica ou expressa qualquer opinião sobre quaisquer efeitos positivos ou negativos que eventualmente possam impactar a Souza Cruz, as suas Afiliadas e/ou os destinatários da OPA como consequência da OPA; (b) cria para o Credit Suisse qualquer responsabilidade em relação ao resultado da OPA; e (c) representa nem deve ser interpretado como uma recomendação para a Souza Cruz ou quaisquer de suas Afiliadas, tampouco para os seus respectivos diretores, conselheiros ou acionistas, sobre como deliberar ou agir em relação a qualquer tema relacionado à OPA.

11. Na metodologia de fluxo de caixa descontado, presumimos um cenário macroeconômico divulgado pelo Banco Central do Brasil em seu Relatório Focus, o qual reflete a média das expectativas do mercado, assim como os cenários macroeconômicos para a economia mundial divulgados pela *Economist Intelligence Unit*, em seu relatório de análise macroeconômica, os quais podem se revelar substancialmente diferente dos resultados futuros efetivos. Dado que a análise e os valores são baseados em previsões de resultados futuros, eles não necessariamente indicam a realização de resultados financeiros reais e futuros para a Souza Cruz e/ou para suas Afiliadas, os quais podem ser significativamente mais ou menos favoráveis do que os sugeridos pela análise contida neste Laudo de Avaliação. Além disso, tendo em vista que essas análises são intrinsecamente sujeitas a incertezas, sendo baseadas em diversos eventos e fatores que estão fora do nosso controle e do controle da Souza Cruz e de suas Afiliadas, não seremos responsáveis de qualquer forma caso os resultados futuros da Souza Cruz difiram substancialmente dos resultados apresentados neste Laudo de Avaliação. Não há nenhuma garantia de que os resultados futuros da Souza Cruz corresponderão às projeções financeiras utilizadas como base para a análise contida neste Laudo de Avaliação. As diferenças entre as nossas projeções e os resultados financeiros da Souza Cruz poderão ser relevantes. Os resultados futuros da Souza Cruz também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado.

Avisos Importantes (cont.)

12. A preparação de uma análise financeira é um processo complexo que envolve várias definições a respeito dos métodos de análise financeira mais apropriados e relevantes, bem como da aplicação de tais métodos. Para chegar às conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação, realizamos um raciocínio qualitativo a respeito das análises e fatores considerados. Chegamos a uma conclusão final com base nos resultados de toda a análise realizada, considerada como um todo, e não chegamos a conclusões baseadas em, ou relacionadas a, qualquer dos fatores ou métodos de nossa análise isoladamente. Desse modo, acreditamos que nossa análise deve ser considerada como um todo e que a seleção de partes da nossa análise e fatores específicos, sem considerar toda a nossa análise e conclusões, pode resultar em um entendimento incompleto e incorreto dos processos utilizados para nossas análises e conclusões.

13. Avaliações de outras empresas e outros setores elaboradas pelo Credit Suisse em outras operações de natureza semelhante ou não à OPA poderão tratar as premissas de mercado aqui utilizadas de forma diferente da abordagem adotada neste Laudo de Avaliação, de forma que quaisquer áreas, pessoas, ou executivos do Credit Suisse e de quaisquer de suas Afiliadas podem utilizar em suas análises, relatórios, documentos e/ou publicações, estimativas, projeções e metodologias diferentes das que foram utilizadas neste Laudo de Avaliação, podendo tais análises, relatórios, documentos e/ou publicações chegar a conclusões diversas das expressas neste Laudo de Avaliação.

14. Este Laudo de Avaliação versa somente sobre o valor econômico das ações de emissão da Souza Cruz e não avalia qualquer outro aspecto ou implicação da OPA ou qualquer contrato, acordo ou entendimento firmado com relação à OPA. Não expressamos qualquer opinião a respeito de qual será o valor pelo qual as ações da Souza Cruz serão ou poderiam ser negociadas no mercado de valores mobiliários a qualquer tempo. Este Laudo de Avaliação não trata dos méritos da OPA se comparada a outras opções que podem estar disponíveis para a Souza Cruz ou seus acionistas, nem trata da sua eventual decisão comercial no sentido de realizar ou aceitar a OPA. Os resultados apresentados neste Laudo de Avaliação referem-se exclusivamente à OPA e não se aplicam a qualquer outra questão ou operação, presente ou futura, relativa à Souza Cruz, ao seu grupo econômico ou aos setores em que atua.

15. A data base utilizada neste Laudo de Avaliação é 7 de maio de 2015 e ele é necessariamente baseado em Informações que nos foram disponibilizadas até 6 de maio de 2015. Muito embora eventos futuros e outros desdobramentos possam afetar as conclusões apresentadas neste Laudo de Avaliação, não temos qualquer obrigação de atualizar, revisar, retificar ou revogar este Laudo de Avaliação, no todo ou em parte, em decorrência de qualquer desdobramento posterior ou por qualquer outra razão.

16. Nossas análises tratam a Souza Cruz como operação independente (*stand alone*) e, portanto, não incluem benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza, incluindo eventual ágio, sinergias, valores incrementais e/ou custos, caso existam, que a Souza Cruz possa ter a partir da conclusão da OPA, caso efetivada, ou de qualquer outra operação. Este Laudo de Avaliação também não leva em conta eventuais ganhos ou perdas operacionais e financeiras que possa haver posteriormente à OPA em função da alteração comercial dos negócios atualmente existentes entre a Souza Cruz e suas Afiliadas.

Avisos Importantes (cont.)

17. A Souza Cruz concordou em reembolsar o Credit Suisse e suas Afiliadas pelas despesas incorridas em conexão com a elaboração deste Laudo de Avaliação, assim como a indenizá-los por conta das responsabilidades e despesas que possam surgir em decorrência de nossa contratação. O Credit Suisse receberá da Souza Cruz uma comissão relativa à preparação e entrega deste Laudo de Avaliação, independentemente das conclusões dele constantes e/ou do sucesso da OPA.

18. Prestamos, de tempos em tempos, no passado, serviços de *investment banking* e outros serviços financeiros para a Souza Cruz, para a Ofertante e suas respectivas Afiliadas, pelos quais fomos remunerados, e poderemos, no futuro, prestar tais serviços à Souza Cruz, à Ofertante e/ou a quaisquer de suas Afiliadas, pelos quais esperamos ser remunerados. Somos uma instituição financeira que presta uma variedade de serviços financeiros e outros relacionados a valores mobiliários, corretagem e *investment banking*. No curso normal de nossas atividades, podemos adquirir, deter ou vender, por nossa conta ou por conta e ordem de nossos clientes, ações, instrumentos de dívida e outros valores mobiliários e instrumentos financeiros (incluindo empréstimos bancários e outras obrigações) da Souza Cruz, da Ofertante, de quaisquer de suas Afiliadas e de quaisquer outras companhias que estejam envolvidas na OPA, bem como fornecer serviços de *investment banking* e outros serviços financeiros para tais Pessoas, suas Afiliadas e seus administradores. Além disto, os profissionais de nossos departamentos de análise de valores mobiliários (*research*) e de outros departamentos podem basear suas análises e publicações em diferentes premissas operacionais e de mercado e em diferentes metodologias de análise quando comparadas com aquelas empregadas na preparação deste Laudo de Avaliação, de forma que os relatórios de pesquisa e outras publicações preparadas por eles podem conter resultados e conclusões diferentes daqueles aqui apresentados. Adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência dos nossos analistas de valores mobiliários, os quais podem ter visões diferentes daquelas do nosso departamento de *investment banking*. Também adotamos políticas e procedimentos para preservar a independência entre o *investment banking* e demais áreas e departamentos do Credit Suisse, incluindo, mas não se limitando, ao *asset management*, mesa proprietária de negociação de ações, instrumentos de dívida, outros valores mobiliários e demais instrumentos financeiros.

19. Este Laudo de Avaliação é de propriedade intelectual do Credit Suisse e não deve ser utilizado para qualquer outra finalidade que não no contexto da OPA, não podendo ser divulgado ou encaminhado a terceiros, ou distribuído, reproduzido, resumido ou citado em quaisquer documentos públicos ou privados, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, do Credit Suisse, exceto conforme exigido pela legislação e regulamentação aplicáveis. Na divulgação deste Laudo de Avaliação, nos termos da lei e da regulamentação aplicáveis, deverá ser observado o seguinte: (a) o Laudo de Avaliação somente pode ser divulgado na íntegra; e (b) qualquer descrição ou referência ao Credit Suisse em razão de tal divulgação deverá ser expressamente aceita e autorizada pelo Credit Suisse.

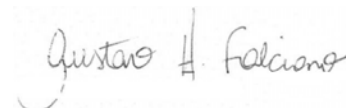
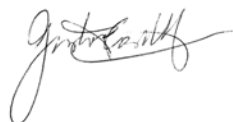
Avisos Importantes (cont.)

20. Os cálculos financeiros contidos neste Laudo de Avaliação podem não resultar sempre em soma precisa em razão de arredondamento.

São Paulo, 8 de maio de 2015.



BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.



GUSTAVO FALCIANO



FÁBIO MOURÃO



LUAN BARROS



DIEGO SAITO

Índice

1. Sumário executivo	08
2. Informações sobre o avaliador	13
3. Avaliação da Souza Cruz S.A.	18
3.1 – Destaques da Souza Cruz S.A. e do setor no Brasil	18
3.2 – Avaliação por fluxo de caixa descontado	26
3.3 – Avaliação por múltiplos de mercado	35
3.4 – Avaliação por preço de mercado	39
3.5 – Avaliação por patrimônio líquido	41
Apêndices	43
Glossário	48

1. Sumário Executivo

Resumo da Transação

Contexto da Transação

O Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. (“Credit Suisse” ou “CS”) foi contratado pela Souza Cruz S.A. (“Souza Cruz”) para preparar e entregar um laudo de avaliação do valor econômico de suas ações, no âmbito da OPA (conforme abaixo definido) (“Laudo de Avaliação”)

“OPA” significa uma potencial oferta pública obrigatória de aquisição das ações ordinárias em circulação emitidas pela Souza Cruz, a ser lançada por seu acionista controlador British American Tobacco International (“BAT”), com o objetivo de cancelar o registro de companhia aberta da Souza Cruz, de acordo com o fato relevante publicado pela Ofertante em 23 de fevereiro de 2015 (“Fato Relevante”)

Os principais eventos relacionados à OPA e à preparação deste Laudo de Avaliação são:



- Em 23 de fevereiro de 2015, a Souza Cruz divulgou o Fato Relevante comunicando aos acionistas e ao mercado que a BAT estava avaliando a possibilidade de realizar uma oferta pública para aquisição de até a totalidade das ações em circulação de emissão da Companhia, representativas de 24,74% das ações emitidas, visando ao cancelamento do registro de companhia aberta da Companhia, de acordo com o Artigo 4, parágrafo 4º, da Lei das S.A., bem como o Artigo 16 da Instrução CVM nº 361/02. A BAT anunciou que qualquer oferta que fosse feita seria realizada a um preço por ação de R\$26,75, deduzido o valor de quaisquer dividendos pagos pela Companhia
- Em 2 de março de 2015, a Souza Cruz publicou um fato relevante comunicando que a BAT apresentou, perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), o pedido de registro de oferta pública para aquisição de até a totalidade das ações ordinárias em circulação emitidas pela Companhia, representativas, em 20 de fevereiro de 2015, de 24,74% do capital social da Companhia, o que corresponde a 378.068.610 ações
- Em 13 de março de 2015, a Souza Cruz publicou um fato relevante comunicando que o Aberdeen Asset Management PLC, na qualidade de gestora de fundos de investimento titulares de ações representativas de mais de 10% das ações da Companhia em circulação no mercado, solicitou a convocação de Assembleia Geral Especial de acionistas titulares de ações da Companhia em circulação no mercado para deliberar sobre a realização de nova avaliação para determinação do valor das ações da Companhia
- Em 20 de março de 2015, a Souza Cruz publicou, por solicitação da BAT, um fato relevante comunicando que o preço por ação objeto da OPA foi deduzido dos dividendos declarados no valor de R\$0,61 por ação, conforme aprovado pelos acionistas da Companhia na Assembleia Geral Ordinária realizada em 19 de março de 2015

Resumo da Transação (cont.)

- Em 20 de março de 2015, a Souza Cruz publicou um fato relevante comunicando que o Conselho de Administração da Companhia, em reunião realizada nesta data, aprovou a convocação da Assembleia Especial de acionistas titulares de ações da Souza Cruz em circulação no mercado (“Assembleia Especial”), programada para o dia 09 de abril de 2015, para deliberar sobre a eventual realização de nova avaliação da Companhia no âmbito da Oferta Pública de aquisição de ações
- Em 24 de março de 2015, a Souza Cruz publicou, por solicitação da BAT, um fato relevante comunicando que o preço por ação objeto da OPA foi deduzido dos juros sobre o capital próprio anunciados no valor de R\$0,01 por ação, conforme aprovado pelos membros do conselho de administração da Companhia em reunião realizada em 23 de março de 2015. Após dedução dos dividendos declarados e dos juros sobre capital próprio anunciados, o novo preço da oferta passou a ser de R\$26,13 por ação
- Em 9 de abril de 2015, na referida Assembléia Especial, foi aprovada pelos acionistas detentores de ações em circulação da Souza Cruz a realização de uma nova avaliação da Companhia, assim como a escolha do Credit Suisse como a empresa que realizaria esta avaliação
- Este Laudo de Avaliação apurou o valor das ações de acordo com os seguintes critérios:
 - Preço médio das ações ponderado por volume de negociação:
 - nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à publicação do Fato Relevante, e
 - entre a data do Fato Relevante e 07.05.2015
 - Valor do patrimônio líquido por ação em 31.03.2015
 - Valor econômico calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado (“FCD”)
 - Valor econômico calculado pela metodologia de múltiplos de mercado

Sumário da avaliação

 Metodologia escolhida

Método de avaliação	Valor econômico das ações (R\$ por ação)	Comentários
Fluxo de caixa descontado ⁽¹⁾	24,30  26,72	<ul style="list-style-type: none"> Fluxo de caixa livre para a firma (vide seção 3.2) Taxa de desconto (<i>WACC</i>) de 8,7% em US\$ nominais e um crescimento de longo prazo (<i>g</i>) de 1,0% em termos reais
Múltiplos de mercado Valor da firma por EBITDA	23,71 23,82	<ul style="list-style-type: none"> Múltiplo de valor da firma por EBITDA de 2015 e 2016 com base na média dos múltiplos de negociação de empresas comparáveis (vide seção 3.3)
Múltiplos de mercado Preço por lucro líquido	21,50  22,53	<ul style="list-style-type: none"> Múltiplo de preço por lucro líquido de 2015 e 2016 com base na média dos múltiplos de negociação de empresas comparáveis (vide seção 3.3)
<i>VWAP</i> – 12 meses antes do Fato Relevante	20,02	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de negociação entre 21.02.2014 a 20.02.2015 (vide seção 3.4)
<i>VWAP</i> – desde o Fato Relevante	25,33	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de negociação entre 23.02.2015 a 07.05.2015 (vide seção 3.4)
Valor patrimonial	1,29	<ul style="list-style-type: none"> Posição de patrimônio líquido em 31.03.2015

O CS considerou a metodologia de fluxo de caixa descontado como a mais adequada para apurar o intervalo de valor para o preço justo das ações da Souza Cruz. Na nossa opinião, essa metodologia consegue capturar de melhor forma as mudanças no setor e no desempenho da Companhia no curto, médio e longo prazo através do impacto desses fatores nos fluxos de caixa projetados, ao contrário das outras metodologias que são mais focadas na performance de curto prazo e/ou não conseguem capturar tão bem as especificidades da Companhia

Metodologias de avaliação

 Metodologia escolhida

Método de avaliação	Descrição	Considerações
Fluxo de caixa descontado	<ul style="list-style-type: none"> Análise com base em projeções econômico-financeiras da Companhia Calculado com base no fluxo de caixa livre para a firma descontado (vide seção 3.2) 	<ul style="list-style-type: none"> Captura mudanças no setor e no desempenho da Companhia no curto, médio e longo prazo através do impacto desses fatores no fluxo de caixa projetado
Múltiplos de mercado	<ul style="list-style-type: none"> Múltiplo de valor da firma por EBITDA e de preço por lucro líquido de 2015 e 2016 com base na mediana dos múltiplos de negociação de empresas comparáveis (vide seção 3.3) 	<ul style="list-style-type: none"> Reflete o valor da Companhia baseando-se em avaliação de empresas comparáveis, sem levar em consideração especificidades da Companhia
<i>VWAP</i>	<ul style="list-style-type: none"> Preço médio ponderado por volume de transação calculado entre (vide seção 3.4): <ul style="list-style-type: none"> a) 21.02.2014 e 20.02.2015 b) 23.02.2015 a 07.05.2015 	<ul style="list-style-type: none"> Reflete o valor de mercado para a Companhia no período em análise
Valor patrimonial	<ul style="list-style-type: none"> Posição de patrimônio líquido de 31.03.2015 	<ul style="list-style-type: none"> Reflete o valor da Companhia por critérios contábeis

2. Informações sobre o avaliador

Qualificações do avaliador

- O Credit Suisse atuou como assessor financeiro em importantes transações recentes no mercado brasileiro

Exemplos selecionados de consultoria em transações nos últimos anos

- **Harald (2015):** Venda do controle da Harald para a Fuji Oil
- **GVT (2014):** Venda da GVT para a Telefónica
- **Intermédica (2014):** Venda da Intermédica para a Bain Capital
- **Montana (2014):** Venda da Montana para o Grupo Kuhn
- **OTP e Changi (2013):** Aquisição de 51% de participação no Aeroporto Intercional do Galeão pela OTP e Changi
- **MMX (2013):** Venda de participação da MMX no Porto Sudeste para Mubadala e Impala
- **Embraer (2013):** Aquisição da Atech Negócios em Tecnologias para a Embraer Defesa e Segurança
- **DbTrans (2013):** Venda da DbTrans para a FleetCor
- **Kroton (2013):** Fusão da Kroton com Anhanguera Educacional
- **UAB Motors (2013):** Venda da UAB Motors para a Group 1 Automotive
- **Bunge (2012):** Venda do negócio de fertilizantes da Bunge no Brasil para a Yara International
- **Amil (2012):** Venda de 90% das ações da Amil para UnitedHealth Group
- **Lenovo (2012):** Aquisição da CCE pela Lenovo
- **Equatorial Energia (2012):** Aquisição de participação na Celpa pela Equatorial Energia
- **Folhamatic (2012):** Aquisição da Folhamatic pelo Sage Group
- **Trip (2012):** Fusão entre Trip e Azul Linhas Aéreas
- **Vale (2012):** Venda dos ativos de carvão da Vale na Colômbia para a CNR
- **Camil (2012):** Aquisição da Cosan Alimentos pela Camil
- **EBX (2012):** Venda de 5,63% da EBX para a Mubadala
- **PortX (2012):** Aquisição da PortX pela MMX
- **Usiminas (2011):** Venda de participação para o Grupo Ternium
- **Mabel (2011):** Venda da Mabel para a Pepsico
- **Klabin (2011):** Aquisição da Florestal do Vale do Corisco pela Klabin
- **Big Ben (2011):** Venda da Big Ben para a Brazil Pharma
- **Embraer Defesa (2011):** Aquisição de 25% da AEL pela Embraer Defesa e formação da Harpia Sistemas S.A.
- **Brasil Ecodiesel (2011):** Aquisição da Vanguarda pela Brasil Ecodiesel
- **Embraer Defesa (2011):** Aquisição da Orbisat pela Embraer Defesa

Qualificações do avaliador (cont.)

■ Qualificação dos profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

Fábio Mourão

Responsável pelo departamento de *Investment Banking* no Brasil

- Fábio Mourão é *Managing Director* e responsável pelo departamento de *Investment Banking*. Ingressou no Credit Suisse em 2004 no departamento de *Investment Banking*, em São Paulo. Tem mais de 15 anos de experiência em *Investment Banking*. Anteriormente, trabalhou em uma boutique de *Investment Banking*, no Brasil e na Suíça (Indosuez), e no JP Morgan e no Goldman Sachs, em Nova York. Tem ampla experiência em outros setores e trabalhou como consultor (na McKinsey, na Alemanha, Itália e Portugal) e como engenheiro, nos segmentos de mineração, refratários e siderurgia (na Magnesita, no Brasil e Japão)
- Participou recentemente de várias operações, entre as quais: venda de 100% da Global Village Telecom (GVT) para a Telefónica por € 7,45 bilhões, venda da Amil Par para UnitedHealth, venda da Intermédica para a Bain, venda de 30% da Serasa para a Experian, fechamento de capital da Redecard, fusão entre a Trip e a Azul, venda da rede de drogarias Big Ben para a BR Pharma, venda da Mabel para a PepsiCo; venda da participação da Caixa de Empregados na Usiminas para a Ternium, fusão entre a BM&F e a Bovespa, fusão entre a Submarino e a Americanas.com, fusão entre a Satipel e a Duratex e a venda do Banco Ibi para o Bradesco, entre outras
- É formado em engenharia metalúrgica pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e possui MBA pela Stanford University

Diego Saito

Cobertura do setor de Varejo e Consumo

- Diego Saito é *Vice President* na área de *Investment Banking* do Credit Suisse e é responsável pela cobertura do setor de Varejo e Consumo. Diego Saito juntou-se ao Credit Suisse em agosto de 2009
- Diego trabalhou em diversas operações de M&A – venda da Harald para a Fuji Oil, laudo de avaliação da Redecard, fusão da Azul e da Trip Linhas Aéreas, venda da Amil, venda da Dbtrans, compra da Atech, Orbisat e AEL pela Embraer Defesa, incorporação da Standard Logística pela Brado Logística e compra da Simpar Concessionárias pela JSL S.A. – e de mercado de capitais – IPO da Multiplus, IPO da Julio Simões Logística, *Follow-on* da Petrobras, *Follow-on* da Estácio Participações, *Block trade* da Hypermarchas, IPO da IMC Holdings, emissão de *bonds* para OGX
- Diego é graduado em engenharia Aeronáutica (*summa cum laude*) pelo Instituto Tecnológico de Aeronáutica – ITA em São José dos Campos

Qualificações do avaliador (cont.)

■ Qualificação dos profissionais responsáveis pelo Laudo de Avaliação

Gustavo Falciano

Cobertura do setor de Varejo e Consumo

- Gustavo Falciano é *Associate* na área de *Investment Banking* do Credit Suisse e é corresponsável pela cobertura do setor de Varejo e Consumo. Gustavo Falciano juntou-se ao Credit Suisse em agosto de 2009
- Gustavo trabalhou em diversas operações de M&A – venda da Intermédica para Bain Capital, venda de ativos da Hypermarchas para a Bunge Alimentos e Química Amparo, venda da Mabel Alimentos para a Pepsico, compra da Atech, Orbisat e AEL pela Embraer Defesa – e de mercado de capitais – IPO da Adecoagro, IPO da Arezzo, IPO da Sonae Sierra, IPO da Autometal, IPO da Technos, IPO da Abril Educação, *Follow-on* da Magnesita, *Follow-on* da Rossi, emissão de *Bonds* para Vale e Virgolino de Oliveira
- Gustavo é graduado em administração de empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGV)

Luan Barros

Investment Banking Brasil

- Luan Barros é Analista e ingressou no Credit Suisse em Março de 2014 para integrar o time de execução do departamento de *Investment Banking*
- Sua experiência inclui assessoria em operações de M&A e de mercado de capitais
- Luan é graduado em economia pelo Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa

Declarações do avaliador

1. Em 7 de maio de 2015, o Credit Suisse detinha e/ou possuía sob sua gestão discricionária ações de emissão da Souza Cruz, conforme indicado na tabela abaixo:

<i>Ticker</i>	CRUZ3
Veículos proprietários ⁽¹⁾	60.400
Credit Suisse Hedging-Griffo ⁽²⁾	4.700

(1) Credit Suisse Próprio Fundo de Investimento Multimercado, Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Credit Suisse International.

(2) Posição de 7 de maio de 2015, detida por investidores não-residentes, clubes e fundos de investimento com poder discricionário de gestão e possibilidade de votar em assembleias gerais sob responsabilidade da Credit Suisse Hedging-Griffo Asset Management S.A ou da Credit Suisse Hedging-Griffo Serviços Internacionais S.A.

2. O Credit Suisse declara que não possui relações comerciais e creditícias de qualquer natureza com a Souza Cruz que possam impactar o Laudo de Avaliação

3. O Credit Suisse declara que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções

4. O custo para a preparação deste Laudo de Avaliação será de R\$200 mil (sem qualquer parcela variável na remuneração do avaliador), a ser pago na data de sua entrega, independentemente das conclusões dele constantes ou da liquidação da OPA

5. Exceto pela comissão a ser paga pela preparação deste Laudo de Avaliação, conforme mencionada no item 4 acima, o Credit Suisse não recebeu nenhuma comissão da Souza Cruz ou da BAT por serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados nos 12 meses anteriores ao pedido de registro da OPA

6. O processo interno de aprovação do Laudo de Avaliação pelo Credit Suisse envolve as seguintes etapas:

- i. Discussão sobre as metodologias e premissas a serem adotadas no Laudo de Avaliação, envolvendo a equipe do departamento de *Investment Banking* responsável por sua preparação;
- ii. Condução de um processo de diligência independente que inclui, entre outras, discussões com: (a) membros independentes do Conselho de Administração da Companhia; (b) auditores independentes da Companhia; (c) profissionais do mercado de atuação da Souza Cruz; e (d) acionistas minoritários da Companhia;
- iii. Preparação e revisão do Laudo de Avaliação pela equipe responsável do departamento de *Investment Banking*;
- iv. Submissão do Laudo de Avaliação para análise do comitê interno de *Investment Banking* do Credit Suisse;
- v. Discussão e implementação das exigências aplicáveis solicitadas pelo comitê interno, caso haja, a fim de obter sua aprovação final.

3. Avaliação da Souza Cruz S.A.

3.1. Destaques da Souza Cruz S.A. e do setor no Brasil

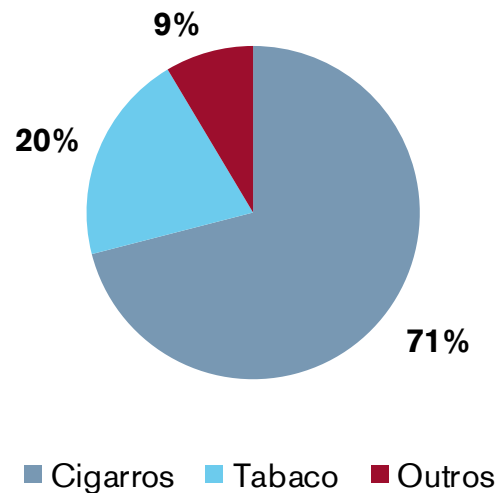
Visão geral da Souza Cruz

Principais marcas

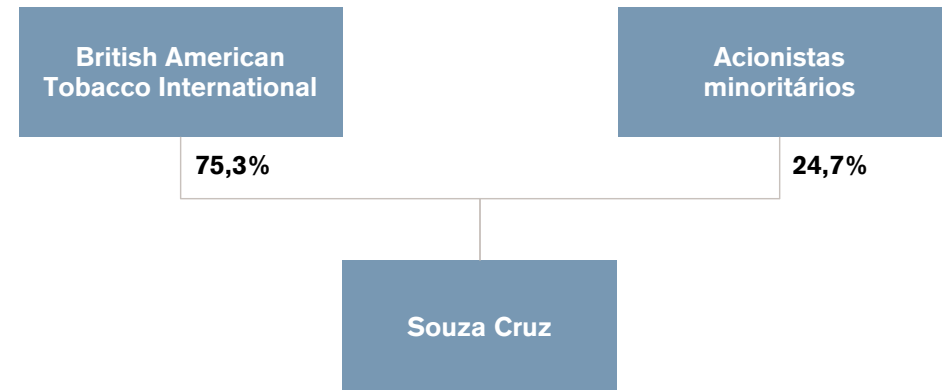
- Fundada em 1903, a Souza Cruz é a empresa líder no setor de tabaco no Brasil, com uma participação de mercado de 78,4% no mercado formal em 2014⁽¹⁾
- Parte do grupo British American Tobacco (BAT), a estrutura da companhia compreende duas fábricas de cigarros, três usinas de processamento de tabaco e seis centrais integradas de distribuição
- A Companhia possui duas *Joint Ventures*, uma com o governo cubano (Brascuba) que opera a fábrica de cigarros mais moderna do país e outra com a Ambev (Agrega) que tem como objetivo os ganhos de escala na aquisição de materiais e serviços

Abertura das receitas em 2014

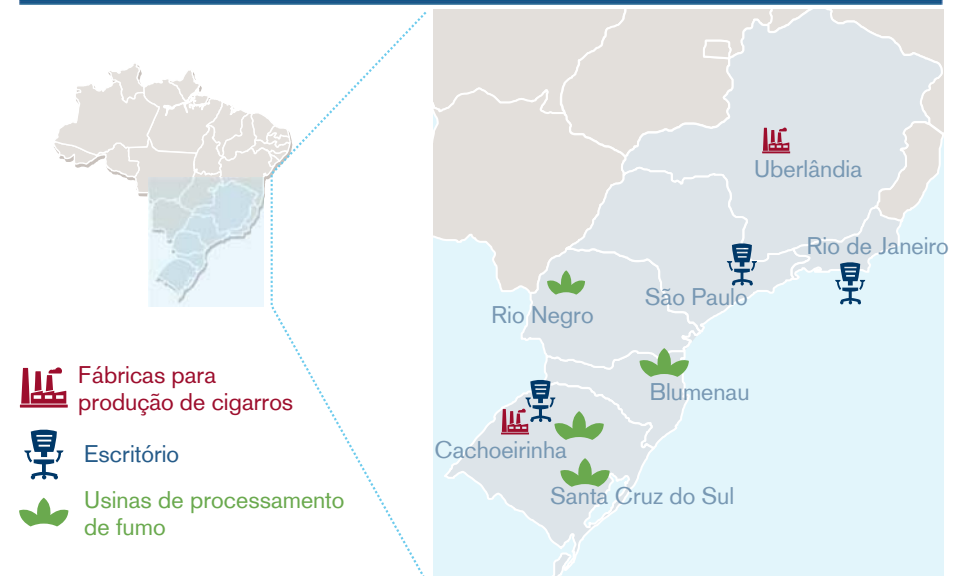
(% da receita em R\$ milhões)



Estrutura acionária



Mapa das operações⁽²⁾

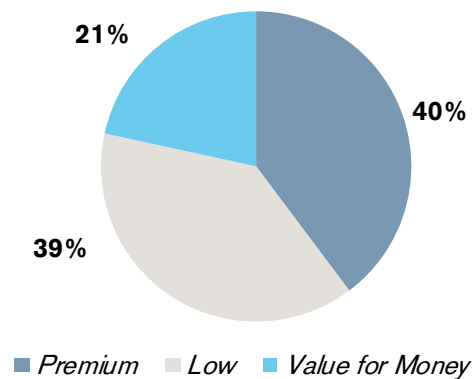


Visão geral da Souza Cruz (cont.)

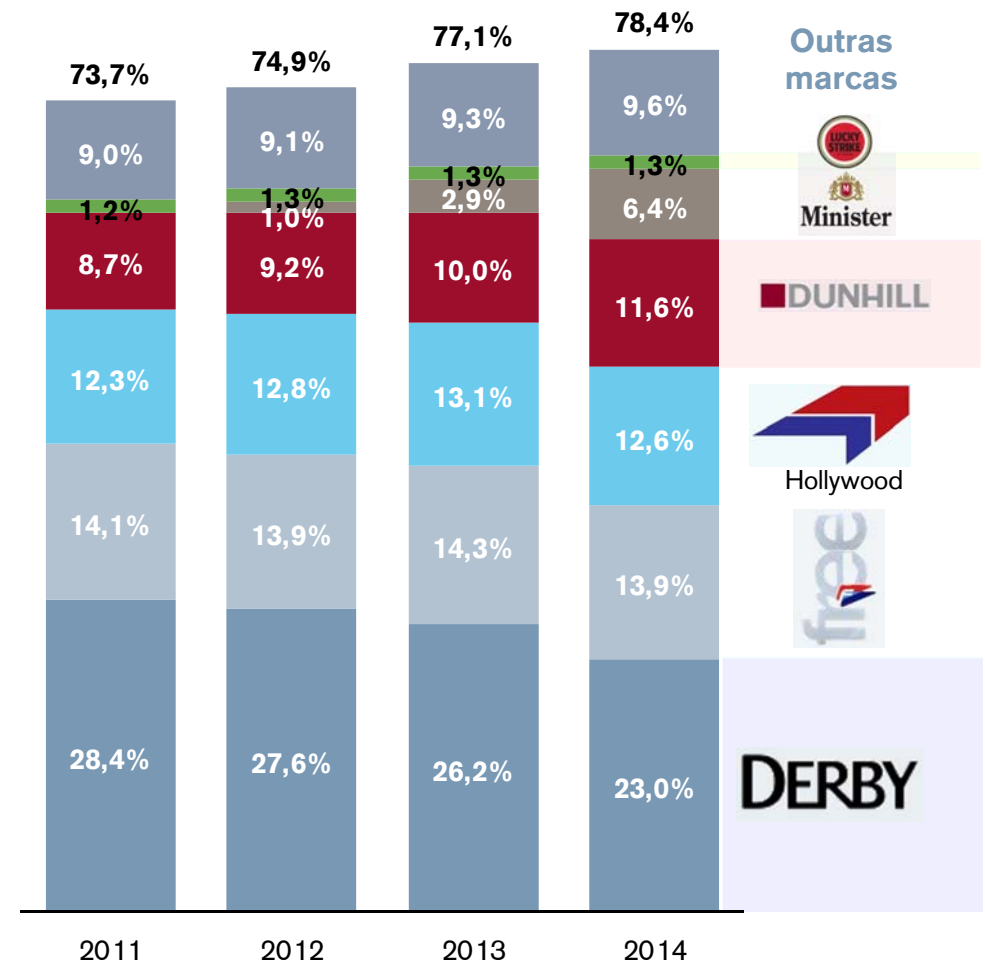
Principais marcas



Quebra da receita de cigarros por segmento⁽¹⁾



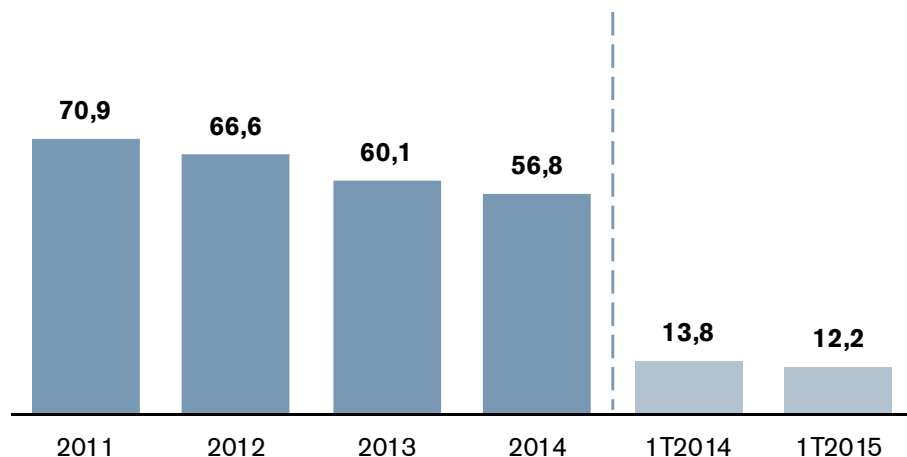
Participação da Souza Cruz no mercado formal (%)



Visão geral da Souza Cruz (cont.)

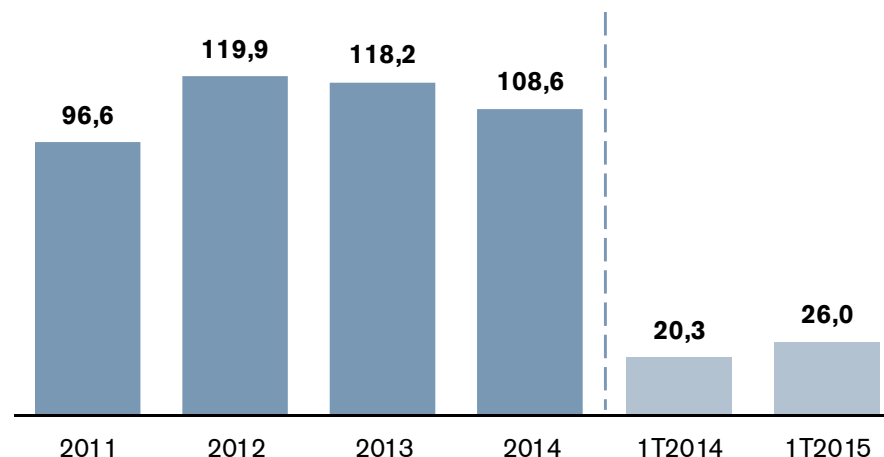
Volume de cigarros vendidos

(bilhões de unidades e %)



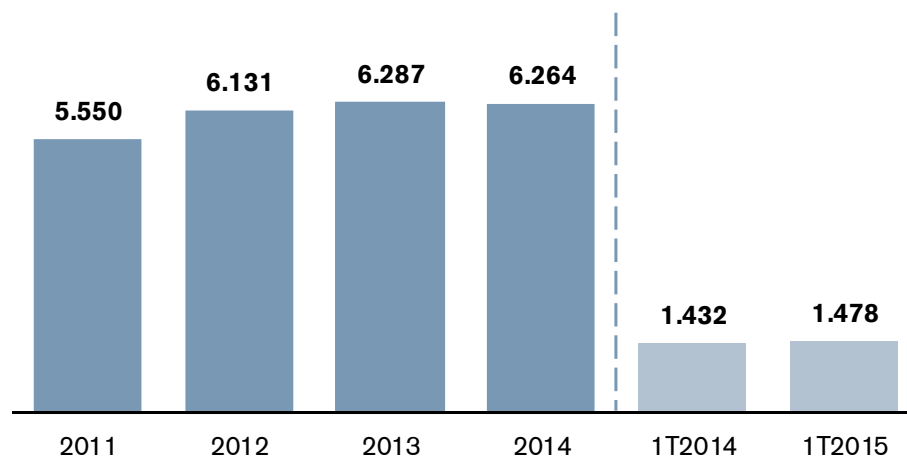
Volume de tabaco exportado

(milhares de toneladas de tabaco)



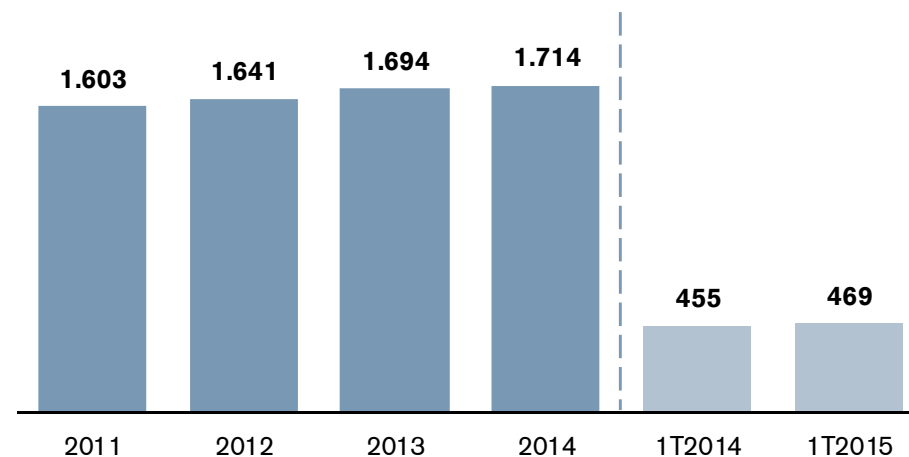
Receita líquida consolidada

(R\$ milhões)



Lucro líquido consolidado

(R\$ milhões)



Informações financeiras consolidadas da Souza Cruz

Balanço patrimonial consolidado – Ativo

R\$ milhões	2012	2013	2014	1T 2015
Caixa e equivalentes de caixa	1.301	1.392	1.828	1.422
Contas a receber de clientes	616	647	829	651
Estoques	995	1.115	1.435	1.659
Impostos a recuperar	58	55	42	67
Despesas antecipadas	623	762	914	297
Outros ativos circulantes	324	916	94	109
Ativo circulante	3.917	4.887	5.141	4.206
Contas a receber	2	3	4	4
Tributos diferidos	211	238	187	136
Créditos com partes relacionadas	749	21	22	23
Depósitos judiciais	198	223	262	276
Imobilizado	974	974	920	928
Intangível	44	30	66	77
Outros ativos não circulantes	30	29	31	32
Ativo não circulante	2.208	1.518	1.491	1.477
Total do ativo	6.125	6.405	6.633	5.683

Balanço patrimonial consolidado – Passivo

R\$ milhões	2012	2013	2014	1T2015
Obrigações sociais e trabalhistas	255	234	225	220
Fornecedores	265	390	332	319
Obrigações fiscais	1.434	1.821	2.090	976
Empréstimos e financiamentos	472	719	873	605
Provisões	28	49	44	32
Outros passivos circulantes	47	77	143	1.215 ⁽¹⁾
Passivo Circulante	2.502	3.291	3.706	3.366
Provisões	173	135	145	152
Lucros e receitas a apropriar	308	270	223	142
Outros passivos não circulantes	777	269	44	45
Passivo não circulante	1.258	674	412	339
Capital social	855	855	855	855
Reserva de lucros	1.168	1.252	1.419	923
Outros	342	333	242	200
Total do patrimônio líquido	2.365	2.440	2.515	1.978
Total do passivo e patrimônio líquido	6.125	6.405	6.633	5.683

Fonte: Demonstrações financeiras da Companhia
 Nota: (1) Inclui R\$ 997 milhões de dividendos a pagar no 1T de 2015

Informações financeiras consolidadas da Souza Cruz (cont.)

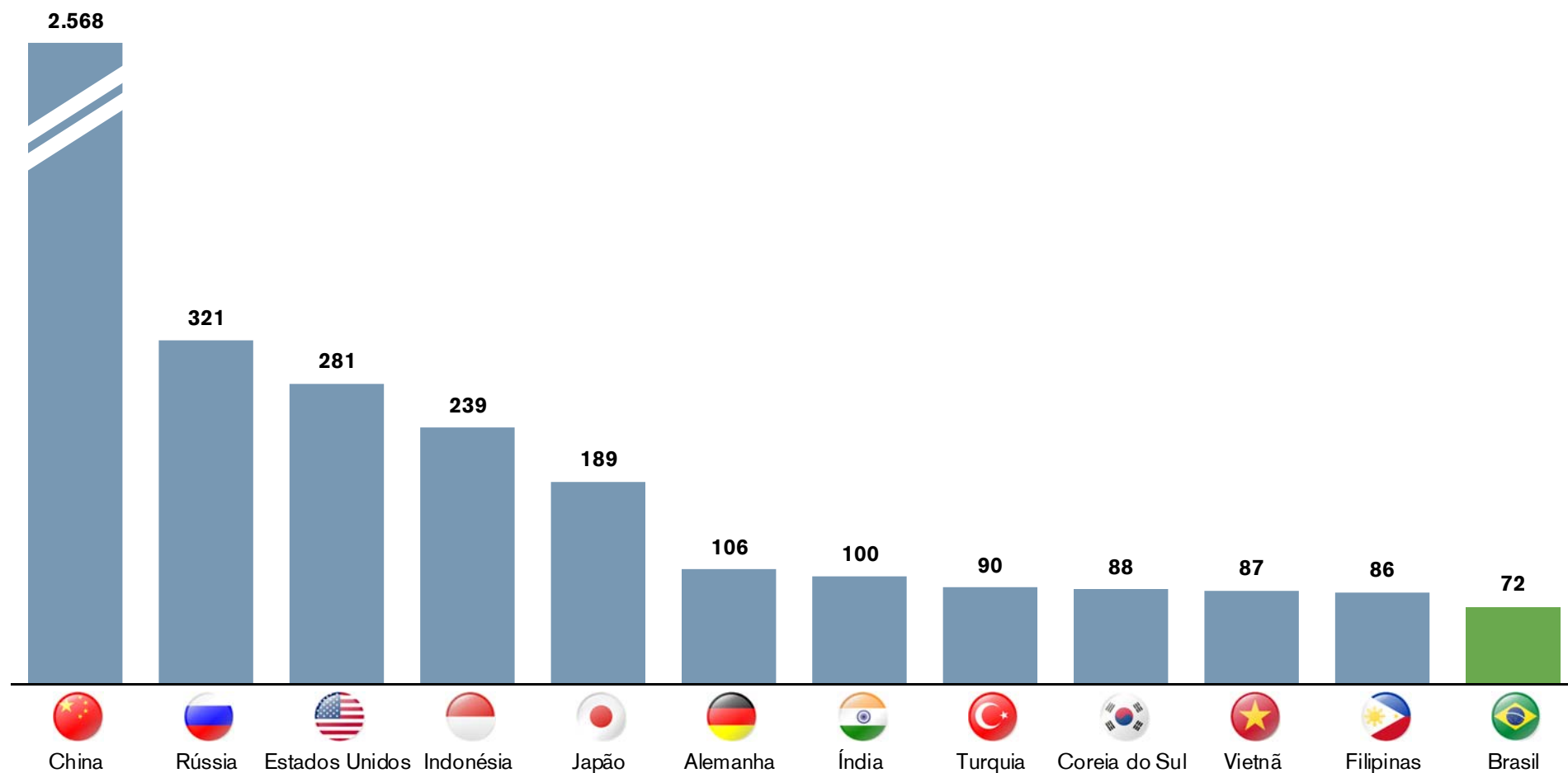
Demonstração de resultados

R\$ milhões	2012	2013	2014	1T2014	1T2015
Receita líquida	6.131	6.287	6.264	1.432	1.478
Custos com mercadoria vendida	(2.098)	(2.265)	(2.274)	(424)	(505)
Resultado bruto	4.033	4.022	3.990	1.007	973
<i>Margem bruta</i>	<i>65,8%</i>	<i>64,0%</i>	<i>63,7%</i>	<i>70,4%</i>	<i>65,8%</i>
Despesas com vendas	(914)	(913)	(878)	(191)	(186)
Despesas administrativas e gerais	(820)	(852)	(878)	(181)	(243)
Outras receitas/despesas operacionais	76	220	245	26	97
EBIT	2.375	2.477	2.480	662	641
Receita financeira	147	281	183	2	74
Despesas financeiras	(136)	(314)	(201)	(4)	(75)
EBT	2.386	2.445	2.463	660	641
Impostos	(745)	(751)	(748)	(204)	(172)
Lucro líquido	1.641	1.694	1.714	455	469

Visão geral do mercado brasileiro de cigarros

Consumo de cigarros por país em 2014⁽¹⁾

(bilhões de unidades)

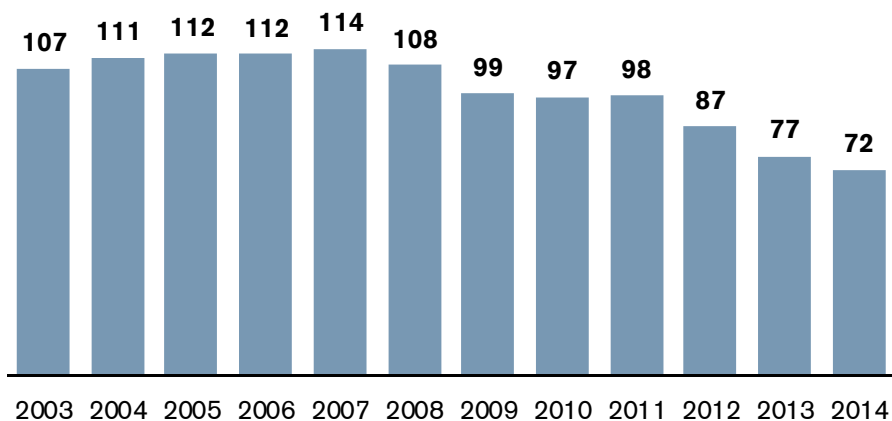


Fonte: Receita Federal para o Brasil e Euromonitor International para demais países
Nota: (1) Dados consideram o mercado formal de cada país

Visão geral do mercado brasileiro de cigarros (cont.)

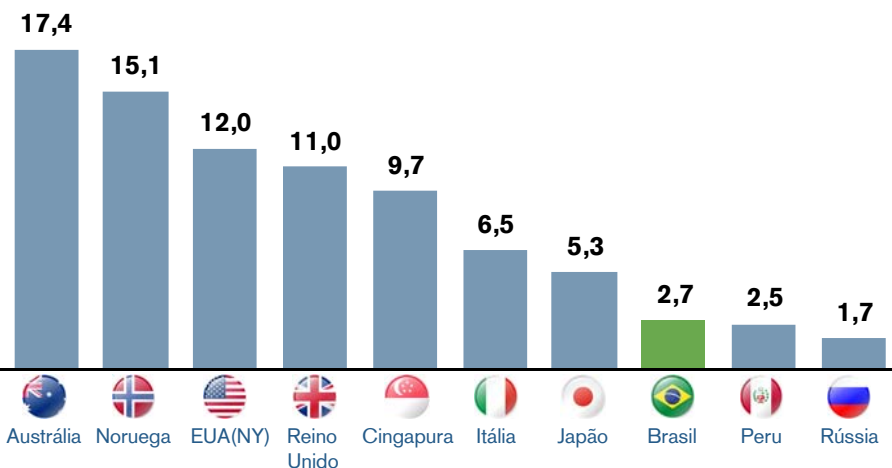
Volume da produção brasileira no mercado formal

(bilhões de cigarros)



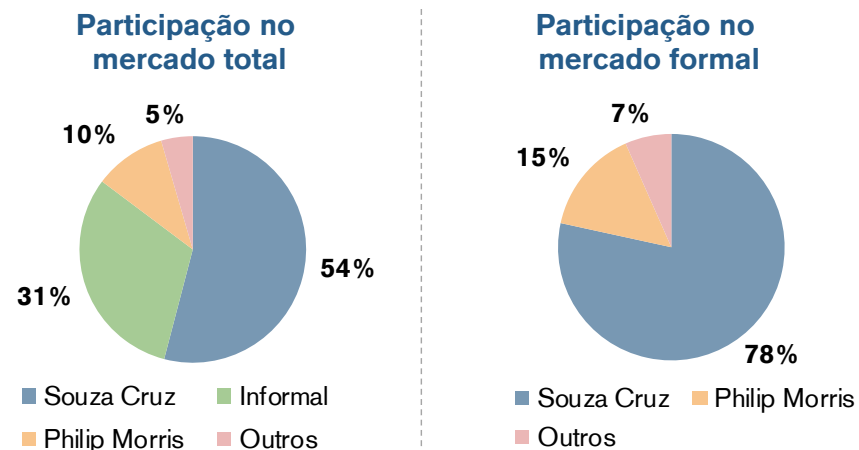
Preço por maço de cigarro⁽¹⁾

(US\$/maço)



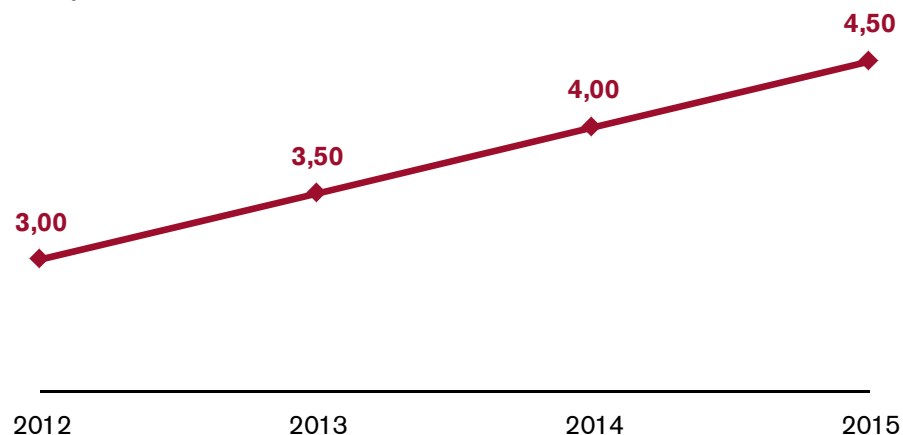
Mercado brasileiro de cigarros (2014)

(% do volume total produzido)



Preço mínimo⁽²⁾

(R\$/maço)



Fonte: Receita Federal, Tobacco Atlas, Relatórios de *Research* e Relatórios da Companhia

Notas: (1) Considera marcas comparáveis na análise. Dado de Cingapura de 2013, dados da Austrália, Japão, Brasil e Peru de 2014, dados da Noruega, EUA (NY), Reino Unido, Itália e Rússia de 2015

(2) O artigo 20 da Medida Provisória nº 540, de 2 de agosto de 2011, posteriormente convertida na Lei nº 12.546, de 14 de dezembro de 2011, estabeleceu que o Poder Executivo poderá fixar preço mínimo de venda no varejo de cigarros, válido em todo o território nacional, abaixo do qual fica proibida sua comercialização

3. Avaliação da Souza Cruz S.A.

3.2. Avaliação por fluxo de caixa descontado

Avaliação por fluxo de caixa descontado

Metodologia

- Método de fluxo de caixa descontado
- Projeção dos fluxos de caixa desalavancados
- Os fluxos são descontados pelo custo médio ponderado do capital (*WACC*) para o cálculo do seu valor presente
- Avaliação em bases independentes (*stand-alone*), não incluindo benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza, caso existam, que a Souza Cruz possa ter a partir da conclusão da OPA (caso ela seja completada)

Moeda

- Projeções em R\$ nominais
- O fluxo de caixa desalavancado é convertido ano a ano para US\$ para ser descontado

Fluxo de caixa descontado

- Data base: 7 de maio de 2015
- Horizonte de projeção: 9 meses entre 1 de abril de 2015 e 31 de dezembro de 2015 e períodos anuais de 2016 a 2020
- Assume que os fluxos são gerados ao longo do ano ("*mid-year convention*")
- Fluxo de caixa descontado em US\$ nominais

Principais premissas

Macroeconômicas	<ul style="list-style-type: none">■ Cenário macroeconômico do Relatório Focus do Banco Central datado de 30 de abril de 2015 (inflação no Brasil, taxa de câmbio R\$ / US\$ e Selic) e <i>Economist Intelligence Unit</i> datado de 10 de abril de 2015 (inflação nos EUA)
Receitas	<ul style="list-style-type: none">■ Todas as premissas de receita foram fornecidas pela Companhia <p><u>Cigarros</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Volume de venda de cigarros baseado em projeções do volume total do mercado formal de cigarros no Brasil e de <i>market share</i> da Souza Cruz de acordo com a Companhia■ Preço por maço da Souza Cruz baseado em crescimento anual médio de 1,9% acima da inflação até 2020■ Deduções da receita bruta compostas por: (i) impostos de ICMS, IPI e PIS/COFINS; e (ii) outras deduções tais como: margem comercial, bônus por volume e outros <p><u>Tabaco</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Volume de venda de tabaco da Souza Cruz é mantido constante ao longo do período de projeção■ Preço por quilo de tabaco vendido baseado no orçamento 2015 da Companhia ajustado pela inflação ao longo do período de projeção <p><u>Outras receitas</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Receita com outros produtos de tabaco ("OTP"), agronegócio⁽¹⁾, parcerias⁽²⁾ e outros, ajustada pela inflação tomando-se como base o orçamento para o ano de 2015 da Companhia
Custos das mercadorias vendidas	<ul style="list-style-type: none">■ Todas as premissas de custos foram fornecidas pela Companhia <p><u>Cigarros</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Custos com cigarros vendidos projetados com base no volume vendido, sendo que o custo unitário é ajustado pela inflação ao longo do período de projeção <p><u>Tabaco</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Custos com o tabaco vendido projetados como um percentual constante da receita líquida de tabaco <p><u>Outros</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Custos com outros produtos ajustados pela inflação tomando-se como base o orçamento para o ano de 2015 da Companhia

Principais premissas (cont.)

Despesas operacionais	<ul style="list-style-type: none">■ Todas as a premissas de despesas foram fornecidas pela Companhia <p><u>Cigarros</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Despesas com vendas relacionadas à marca foram projetadas com base no volume de cigarros vendidos, sendo que o valor unitário é ajustado pela inflação ao longo do período de projeção■ Outras despesas com vendas são ajustadas pela inflação ao longo do período de projeção■ Despesas administrativas e gerais são ajustadas pela inflação ao longo do período de projeção <p><u>Tabaco</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Despesas com o tabaco projetadas como um percentual constante da receita líquida com venda de tabaco <p><u>Outros</u></p> <ul style="list-style-type: none">■ Despesas com outros produtos ajustados pela inflação tomando-se como base o orçamento para o ano de 2015 da Companhia
Investimentos e depreciação	<ul style="list-style-type: none">■ Investimentos refletem projetos em andamento que totalizam R\$165 milhões até 2020 e investimentos em manutenção equivalentes a R\$169 milhões por ano até 2020, conforme informado pela Companhia■ Depreciação projetada com base na depreciação de ativo fixo existente e na depreciação do investimento realizado a partir de 2015 (inclusive)
Capital de giro	<ul style="list-style-type: none">■ Projeção de capital de giro baseada nas estimativas da Companhia ao longo do período de projeção
Incentivos fiscais	<ul style="list-style-type: none">■ Projeção de incentivos fiscais federal e estadual conforme cronograma de utilização fornecido pela Companhia
Resultados das JVs	<ul style="list-style-type: none">■ Projeção do lucro líquido das JVs Brascuba e Agrega atribuído à Souza Cruz baseado nas projeções de longo prazo da Companhia

Principais premissas (cont.)

Proventos	<ul style="list-style-type: none">▪ Distribuição de juros sobre capital próprio (“JSCP”) considerando os limites legais▪ Considera que 100% do lucro líquido distribuível é pago em dividendos e JSCP para os acionistas da Companhia
Endividamento	<ul style="list-style-type: none">▪ Custo médio do financiamento da Companhia de 101% do CDI para as linhas de crédito atuais
Impostos e contribuição social	<ul style="list-style-type: none">▪ Alíquotas efetivas de IR e CSLL projetadas considerando as taxas aplicáveis e despesas redutoras da base de cálculo de tais tributos, tais como os benefícios fiscais da Companhia
Valor terminal	<ul style="list-style-type: none">▪ Assume uma taxa de crescimento de 1,0% em termos reais na perpetuidade
Taxa de desconto e data base	<ul style="list-style-type: none">▪ Taxa de desconto calculada com base em: (i) taxa de retorno sem risco, (ii) prêmio de risco de mercado, (iii) beta alavancado do setor e (iv) risco país (vide Apêndice A)

Principais premissas (cont.)

Premissas macroeconômicas

- As premissas macroeconômicas detalhadas abaixo representam as estimativas do Relatório Focus do Banco Central, de 30 de abril de 2015, e do *Economist Intelligence Unit*, de 10 de abril de 2015

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Índice de inflação						
Brasil (IPCA) ⁽¹⁾	8,3%	5,6%	5,0%	5,0%	4,7%	4,7%
EUA (CPI)	0,5%	2,2%	2,3%	2,5%	2,0%	2,0%
Taxa de câmbio						
R\$ / US\$ (média do período) ⁽²⁾	3,08	3,23	3,27	3,33	3,42	3,50
Taxa de juros						
SELIC (média) ⁽¹⁾	13,2%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Principais premissas (cont.)

Demonstrativo de resultado consolidado

(R\$ milhões)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Receita líquida	6.601	7.039	7.514	8.024	8.506	9.011
Custos dos produtos vendidos	(2.518)	(2.643)	(2.757)	(2.882)	(2.963)	(3.102)
Lucro bruto	4.083	4.396	4.757	5.142	5.543	5.909
<i>Margem bruta ⁽¹⁾</i>	<i>61,9%</i>	<i>62,5%</i>	<i>63,3%</i>	<i>64,1%</i>	<i>65,2%</i>	<i>65,6%</i>
Receitas/despesas operacionais	(1.449)	(1.642)	(1.725)	(1.812)	(1.869)	(1.960)
Equivalência patrimonial	20	22	24	26	29	32
Lucro operacional (EBIT)	2.654	2.776	3.056	3.356	3.703	3.981
<i>Margem operacional</i>	<i>40,2%</i>	<i>39,4%</i>	<i>40,7%</i>	<i>41,8%</i>	<i>43,5%</i>	<i>44,2%</i>
Resultado financeiro líquido	34	56	56	57	57	55
Lucro antes do imposto de renda	2.688	2.832	3.112	3.413	3.760	4.036
Imposto de renda	(821)	(889)	(981)	(1.085)	(1.204)	(1.296)
Lucro líquido	1.868	1.944	2.131	2.328	2.557	2.740
<i>Margem líquida</i>	<i>28,3%</i>	<i>27,6%</i>	<i>28,4%</i>	<i>29,0%</i>	<i>30,1%</i>	<i>30,4%</i>

Fluxo de caixa descontado

Cálculo do fluxo de caixa livre para a firma

R\$ milhões, exceto quando indicado		9M15E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Perp. ⁽³⁾
EBIT ajustado⁽¹⁾		1.993	2.754	3.032	3.330	3.674	3.949	3.949
(-) Imposto marginal ⁽²⁾	34%	(678)	(936)	(1.031)	(1.132)	(1.249)	(1.343)	(1.343)
NOPAT		1.315	1.818	2.001	2.198	2.425	2.606	2.606
(+) Depreciação e amortização		161	199	187	185	114	127	127
(+/-) Variação no capital de giro		530	13	21	23	38	25	25
(-) Capex		(180)	(196)	(224)	(182)	(169)	(169)	(127)
Caixa livre para a firma (FCFF)	R\$ mi	1.827	1.834	1.986	2.223	2.408	2.589	2.631
FCFF	US\$ mi	593	568	607	668	704	741	753
Valor Presente do FCFF	US\$ mi	580	516	508	514	499	483	9.258

Notas: (1) EBIT ajustado para excluir a equivalência patrimonial das JVs

(2) Alíquota de imposto marginal equivalente a 25% de IR e 9% de CSLL. Os benefícios fiscais da Companhia foram capturados pelo cálculo do Valor Presente desses benefícios, conforme demonstrado na página 34

(3) Fluxo normalizado para cálculo do valor terminal da Companhia

Fluxo de caixa descontado (cont.)

Cálculo do fluxo de caixa livre para a firma

Valor presente dos fluxos de caixa	US\$ mi	3.098
Valor presente do valor terminal	US\$ mi	9.258
Valor da firma	US\$ mi	12.356
Taxa de câmbio BRL/USD	7-maio-2015	3,04
Valor da firma	R\$ mi	37.589
(+) Caixa líquido	R\$ mi	955
(+) Depósitos judiciais	R\$ mi	276
(-) Provisões	R\$ mi	(184)
(-) Dividendos a pagar	R\$ mi	(997)
(+) Partes relacionadas	R\$ mi	30
(+) Ativos mantidos para venda	R\$ mi	54
(+) VP dos incentivos fiscais da companhia ⁽¹⁾	R\$ mi	825
(+) VP da equivalência patrimonial das JVs	R\$ mi	446
Valor das ações	R\$ mi	38.994
Número de ações	milhões	1.528
Preço por ação	R\$ / ação	25,51
Piso do intervalo ⁽²⁾	R\$ / ação	24,30
Topo do intervalo ⁽²⁾	R\$ / ação	26,72

3. Avaliação da Souza Cruz S.A.

3.3. Avaliação por múltiplos de mercado

Tabela de múltiplos de mercado

- Devido à ausência de comparáveis locais, foram utilizadas comparáveis globais da indústria de tabaco, tanto de mercados desenvolvidos quanto de mercados emergentes

(milhões de US\$, com exceção do preço por ação)

Companhia	País	Preço por ação	Valor de mercado	VF/EBITDA		P/LL	
				2015E	2016E	2015E	2016E
Altria Group, Inc.	EUA	\$ 51,24	\$100.738	13,0x	12,2x	18,3x	16,9x
British American Tobacco Malaysia B	Malasia	RM 66,10	\$5.252	14,6x	14,5x	20,1x	19,9x
British American Tobacco p.l.c.	Reino Unido	£ 35,76	\$108.308	14,3x	13,5x	17,1x	15,9x
Imperial Tobacco Group PLC	Reino Unido	£ 32,05	\$46.647	12,3x	11,9x	15,6x	14,9x
ITC Limited	Índia	RS 322,70	\$39.783	15,6x	13,7x	24,0x	20,9x
Japan Tobacco Inc.	Japão	¥ 4257,00	\$64.496	11,2x	10,3x	18,4x	16,7x
KT & G Corporation	Coréia do Sul	W 95700,00	\$11.056	8,2x	8,5x	14,7x	15,1x
Lorillard, Inc.	EUA	\$ 71,21	\$25.629	11,3x	10,6x	18,9x	17,3x
Philip Morris International Inc.	EUA	\$ 84,01	\$130.047	13,6x	12,8x	19,0x	17,7x
PT Gudang Garam Tbk	Indonésia	RP 45975,00	\$6.727	9,4x	8,4x	15,2x	13,3x
Reynolds American Inc.	EUA	\$ 75,72	\$40.396	12,3x	11,4x	19,9x	18,3x
Média total				12,3x	11,6x	18,3x	17,0x
Mediana total				12,3x	11,9x	18,4x	16,9x

Fonte: Factset em 7 de maio de 2015 e demonstrações financeiras das companhias

Avaliação por múltiplos de mercado

Valor da firma sobre EBITDA

	2015 E	2016 E
Múltiplo de valor da firma / EBITDA ⁽¹⁾	12,3x	11,9x
(x) EBITDA ajustado da Souza Cruz (R\$ milhões) ⁽²⁾	2.832	2.953
(=) Valor da firma (R\$ milhões)	34.832	35.004
(+) Dívida líquida 1T 2015 e ajustes (R\$ milhões) ⁽³⁾	1.405	1.405
(=) Valor das ações (R\$ milhões)	36.237	36.409
(/) Quantidade de ações (milhões)	1.528	1.528
(=) Preço por ação (R\$)	23,71	23,82

O valor econômico por ação da Souza Cruz, calculado utilizando-se o método de múltiplo valor da firma sobre EBITDA, situa-se entre R\$ 23,71 e R\$ 23,82

Avaliação por múltiplos de mercado (cont.)

Preço sobre lucro líquido

	2015 E	2016 E
Múltiplo de Preço / Lucro líquido ⁽¹⁾	18,4x	16,9x
(x) Lucro da Souza Cruz (R\$ milhões)	1.868	1.944
(=) Valor das ações (R\$ milhões)	34.441	32.867
(/) Quantidade de ações (milhões)	1.528	1.528
(=) Preço por ação (R\$)	22,53	21,50

O valor econômico por ação da Souza Cruz, calculado utilizando-se o método de múltiplo preço sobre lucro líquido, situa-se entre R\$ 21,50 e R\$ 22,53

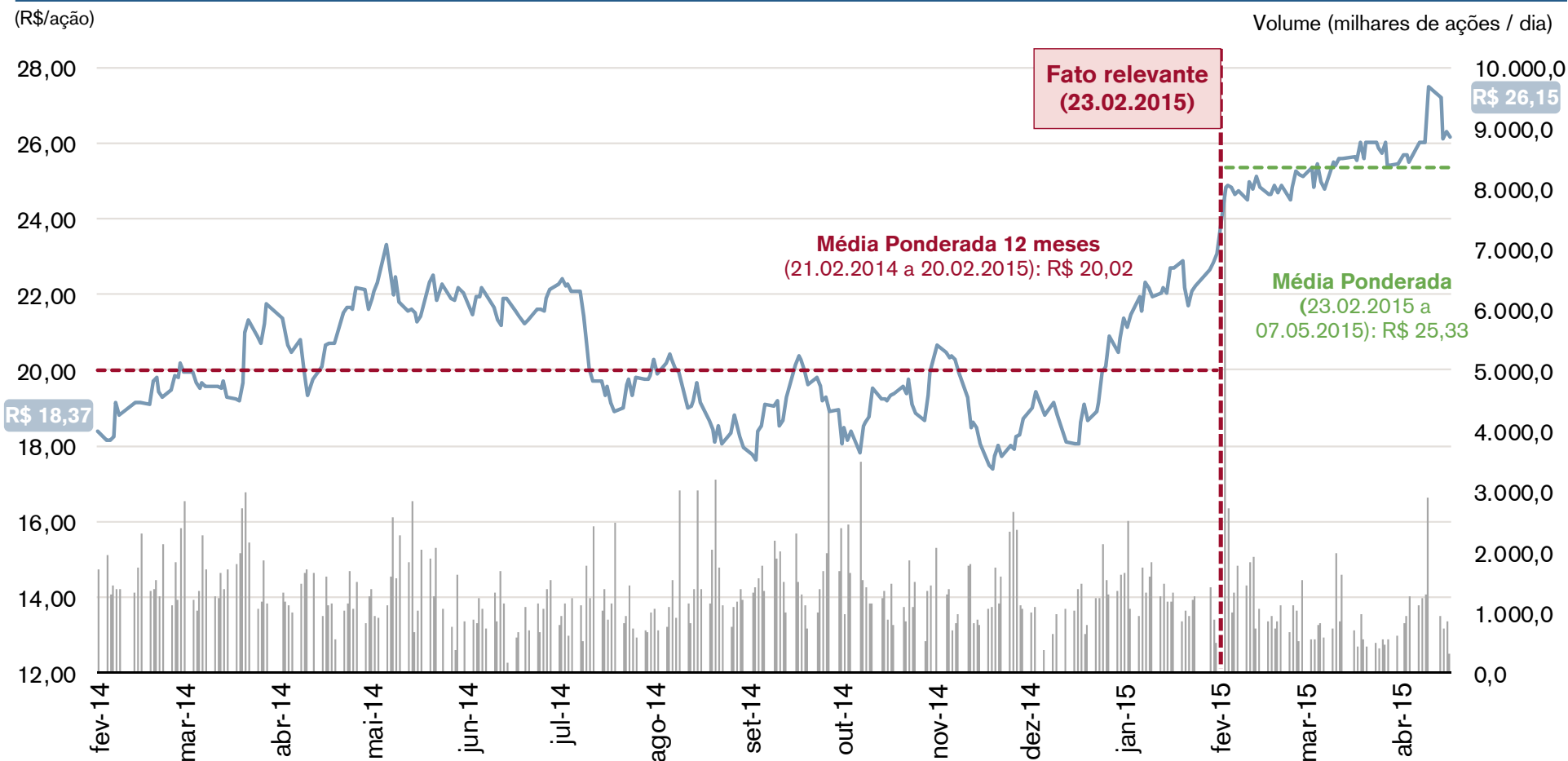
3. Avaliação da Souza Cruz S.A.

3.4. Avaliação por preço de mercado

Avaliação por preço de mercado

Preço médio ponderado pelo volume de negociação

Preço e volume das ações da Souza Cruz (CRUZ3) negociadas na BM&FBOVESPA



O valor médio das ações da Souza Cruz calculado no ano anterior ao Fato Relevante é de R\$ 20,02, enquanto o preço médio desde o fato relevante até 7 de maio de 2015 é de R\$ 25,33

Fonte: Bloomberg, em 7 de maio de 2015

3. Avaliação da Souza Cruz S.A.

3.5. Avaliação por patrimônio líquido

Valor patrimonial das ações

Cálculo do valor patrimonial das ações		
Patrimônio líquido em 31.03.2015	R\$ milhões	1.978
Número de ações	milhões	1.528
Valor patrimonial	R\$ / ação	1,29

O valor patrimonial por ação da Souza Cruz em 31 de março de 2015 é de R\$ 1,29

Apêndices

A. Custo de capital (*WACC*)

Cálculo da taxa de desconto (*WACC*)

Cálculo do *WACC* da Souza Cruz ⁽¹⁾

Custo de capital	
Taxa livre de risco	2,0%
Prêmio de risco país	2,5%
Prêmio de mercado	6,6%
D / D + E ⁽²⁾	7,9%
IR e CSLL	34,0%
Beta (alavancado) ⁽³⁾	0,7
Custo do <i>equity</i> (<i>Ke</i>, em US\$ nominais)	9,2%
Custo da dívida (US\$ nominais)	4,2%
Custo da dívida após impostos (US\$ nominais)	2,8%
Custo de capital (<i>WACC</i>, em US\$ nominais)	8,7%

Premissas utilizadas para o cálculo do *WACC* da Souza Cruz

Taxa livre de risco

- Taxa livre de risco calculada pelo *Financial Strategies Group* do Credit Suisse, em termos nominais

Risco país

- Prêmio de risco país, do Brasil com relação aos EUA, calculado pelo *Financial Strategies Group* do Credit Suisse

Prêmio de mercado

- Prêmio de risco do mercado acionário no longo prazo, calculado pelo *Financial Strategies Group* do Credit Suisse

Beta

- Beta alavancado: beta desalavancado do setor * fator de alavancagem. Fonte: Barra, Inc.

A taxa de desconto (*WACC*) calculada é de 8,7% em dólares, em termos nominais

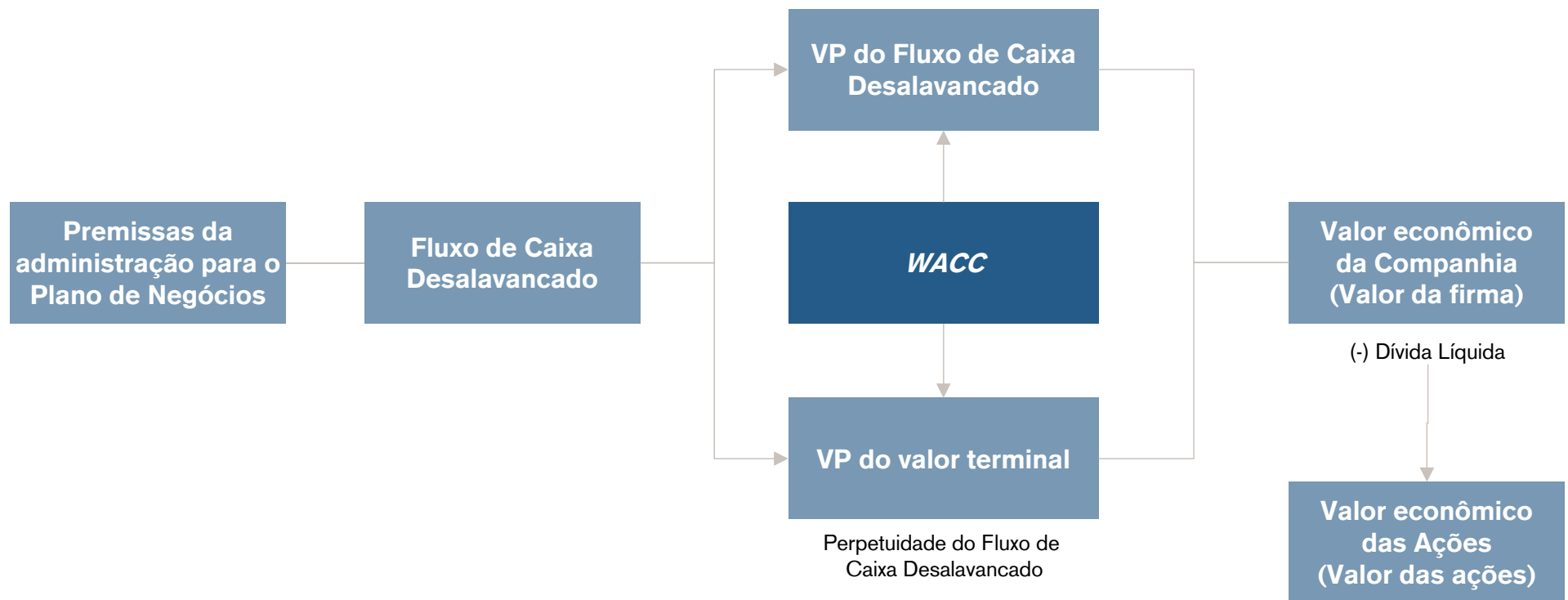
Apêndices

B. Descrição da metodologia de avaliação utilizada

Fluxo de caixa descontado para a firma (“FCD”)

Metodologia de elaboração do FCD

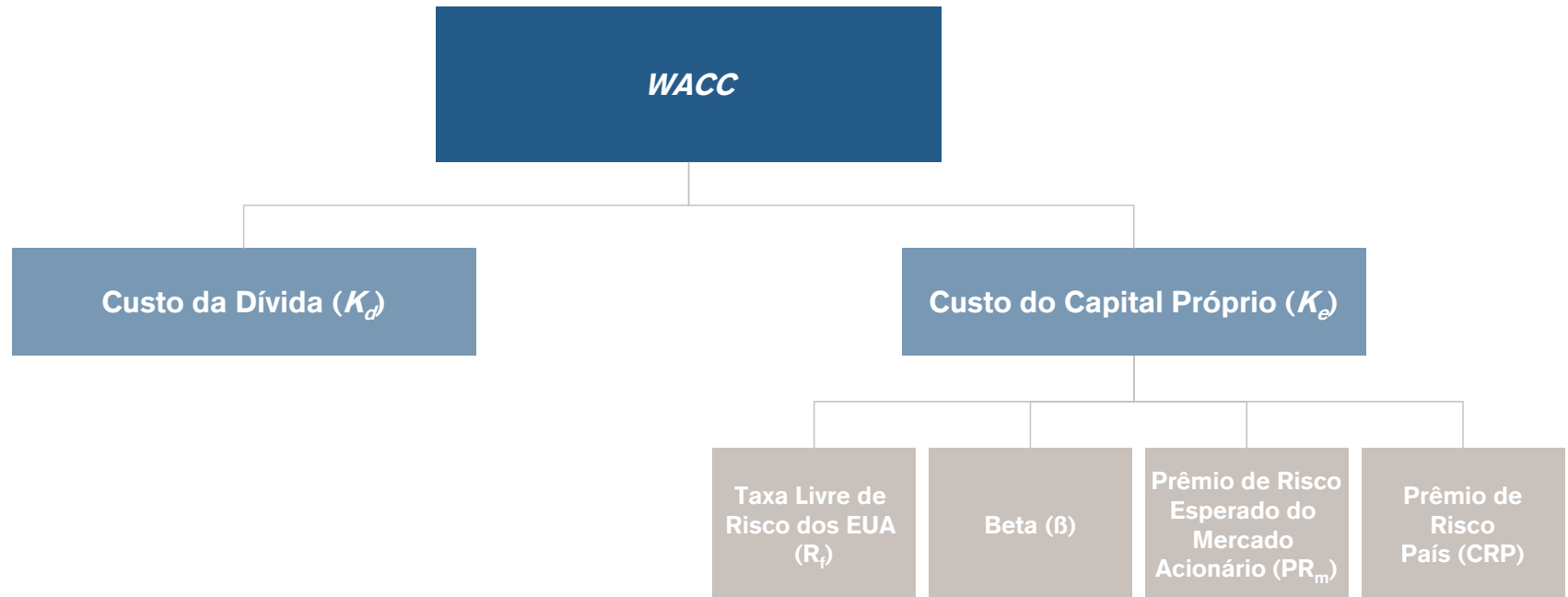
- A metodologia de fluxo de caixa descontado consegue capturar de melhor forma as mudanças no setor e no desempenho da Companhia no curto, médio e longo prazo através do impacto desses fatores nos fluxos de caixa projetados



Cálculo do *WACC*

O *WACC* foi calculado pela combinação do custo do capital próprio (K_e) e do custo da dívida (K_d) estimado, considerando-se uma estrutura alvo de capital

- O K_e foi estimado pelo avaliador a partir do modelo *CAPM* - *Capital Asset Pricing Model*, ajustado para o risco-país
- O K_d foi estimado pelo avaliador considerando-se o risco de crédito e a situação atual do mercado de dívida



$$K_d = K_{db} * (1 - \text{alíquota de imposto})$$

$$WACC = D / (D + E) * K_d + E / (D + E) * K_e$$

$$K_e = R_f + (\beta * PR_m) + CRP$$

Glossário

Glossário

- **Beta:** índice que mede o risco não diversificável de uma ação. É um índice que mede a relação entre o retorno da ação e o retorno do mercado. Desta forma, o prêmio por risco será sempre multiplicado por este coeficiente, exigindo um prêmio maior por risco quanto maior a variação da ação em relação à carteira de mercado
- **CAPM:** do inglês, *Capital Asset Pricing Model*, ou Modelo de Precificação de Ativos
- **CDI:** Certificado de depósitos interbancários
- **CPI:** do inglês, Consumer Price Index. Refere-se ao índice de preços ao consumidor dos EUA
- **EBITDA:** do inglês, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, significa, com relação a um período, a soma do lucro operacional antes das despesas e receitas financeiras, impostos, depreciação e amortização
- **FCFF:** do inglês, *Free Cash Flow to Firm*, ou fluxo de caixa da firma
- **LL:** Lucro líquido
- **Mid-year convention:** convenção na qual se assume que os fluxos de caixa de uma companhia concentram-se na metade de cada ano
- **VF:** Valor da firma
- **VWAP:** do inglês, *Volume Weighted Average Price*, significa preço médio ponderado pelo volume de negociação

BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.

Rua Leopoldo Couto Magalhães Jr., 700, 10º andar

04542-000 São Paulo

Brasil

+55 11 3701 6000

www.credit-suisse.com