



UNIVERSIDADE DO BRASIL - UFRJ

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**CURSO DE GRADUAÇÃO EM
ADMINISTRAÇÃO**

MONOGRAFIA

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

**Avaliação de Múltiplos e Derivativos no Setor Alimentício. Um
Estudo de Caso das Companhias Sadia e Perdigão - *Brasil Foods***

Autor: André Faraco Corrêa Lima

Orientador: Marco Antonio Cunha de Oliveira

Dezembro / 2009

Avaliação de Múltiplos e Derivativos no Setor Alimentício. Um Estudo de Caso das
Companhias Sadia e Perdigão - *Brasil Foods*

André Faraco Corrêa Lima

MONOGRAFIA SUBMETIDA À FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS
CONTÁBEIS COMO REQUISITO NECESSÁRIO À OBTENÇÃO DO GRAU DE
BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO.

Aprovação da banca examinadora:

Prof Orientador: Marco Antonio Cunha de Oliveira

Prof Examinador: Aléxis Cavicchini Teixeira de
Siqueira

Agradecimentos

Antes de tudo agradeço a Deus e a fé que anima os meus passos rumo à dignidade de caráter. Agradeço a Célio Salim Thomaz (in memoriam) e a Frederico Felix Antônio Bullaty (in memoriam) que foram verdadeiros pais e ajudaram a construir a educação que pude obter para poder estudar em uma Universidade Federal que, apesar das dificuldades, ainda é um centro de excelência e de mudanças sociais. Por fim agradeço ao meu professor orientador Marco Antonio que aceitou prontamente me orientar nesta importante etapa de minha vida e a todos que colaboraram, direta ou indiretamente, para a realização deste trabalho.

Dedicatória

Dedico este singelo trabalho à minha querida mãe Nanci Faraco Bullaty, por seu constante apoio e amor incondicional recebidos ao longo de minha vida.

Epígrafe

“Nothing ventured, nothing gained, but do not put all your eggs into one basket” –
“Quem não arrisca, não petisca, mas não coloque todos os seus ovos em uma única cesta”.

Harry Markowitz, prêmio Nobel de Economia em 1990.

Lima, A. F. C. Avaliação de Múltiplos e Derivativos no Setor Alimentício. Um Estudo de Caso das Companhias Sadia e Perdigão - *Brasil Foods*. Rio de

Janeiro, 2009. Monografia (Graduação em Administração) - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

RESUMO

O desempenho das empresas pode ser analisado por seus resultados financeiros. Esses resultados, realocados em índices, possibilitará interpretá-los em determinado período. Este estudo visa avaliar a demonstração de resultados dos três últimos anos entre 2006 e 2008, e no primeiro trimestre de 2009, e seus principais indicadores de rentabilidade através da avaliação relativa das duas maiores empresas do setor de alimentos processados no Brasil, a Sadia e a Perdigão, que sofreram recente processo de fusão. Também será realizado um breve estudo sobre a operação de fusão, seus antecedentes e a principal razão, resultando na nova empresa: a Brasil Foods. Para tanto, será necessário uma breve referência ao mercado de derivativos e a análise de suas operações no ano de 2008, principalmente no segundo semestre, avaliação que representará um dos principais motivos no processo decisório favorável à fusão.

Palavras chaves: Avaliação Relativa, Indicadores de Rentabilidade, Demonstração de Resultados, Setor de Alimentos, derivativos, fusão.

ABSTRACT

The performance of enterprises can be examined based on their financial results. These results, reallocated upon indexes, enable interpret them in a given period. This study aims to evaluate the financial statements of the last three years between 2006 and 2008, and the first quarter of 2009, and its main indicators of profitability through the assessment on the two biggest companies of the processed food sector in Brazil, Sadia and Perdigão, which have suffered recent process of merger. It will also be carried out a brief study on the merger, its background and the main reason, resulting in a new company: The Brazil Foods. In order to achieve this goal, will be necessary a brief reference to the market of derivatives and analysis of its operations in 2008, mainly in the second half, which will represent an evaluation of the main reasons in favor of the merger process.

Keywords: Relative Valuation, Indicators of Profitability, Financial Statements, Processed Food Sector, derivatives, merger.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	11
1.1 Objetivos.....	12
1.2 Delimitação do Estudo.....	12
1.3 Relevância do Projeto.....	12
1.4 Estrutura da Pesquisa.....	13
2. Referencial Teórico.....	14
2.1 Múltiplos.....	15
2.1.1 Múltiplos de Lucro.....	19
2.1.2 Múltiplos de Valor da Empresa.....	19
2.1.3 Múltiplos de Receitas.....	20
2.1.4 Múltiplos Setoriais Específicos.....	20
2.2 Derivativos.....	21
2.2.1 Mercado Futuro.....	22
2.2.2 Mercado a Termo.....	23
2.2.3 Mercado de Opções.....	23
2.2.4 Mercado de Swaps.....	24
3. Metodologia.....	26
3.1 Tipo de Pesquisa.....	26
3.2 Universo e Amostra.....	26
3.3 Coleta de Dados.....	27
3.4 Principais Índices Financeiros Calculados.....	27
3.4.1 Retorno do Capital Próprio (ROE).....	28
3.4.2 Índice Preço/Lucro.....	32
3.4.3 Índice Preço/Vendas.....	33
3.4.4 Preço/Valor Patrimonial.....	34
3.4.5 Análise das Operações com Derivativos.....	34
3.5 Limitações do Método.....	35
4. História das Companhias e Seu Processo de Fusão.....	36
4.1 Breve Histórico das Companhias Sadia e Perdigão.....	36
4.1.1 Grupo Sadia.....	36
4.1.2 Grupo Perdigão.....	38
4.2 O Processo de Fusão das Empresas Sadia e Perdigão.....	40
4.2.1 Antecedentes.....	40

4.2.2	Processo de Fusão.....	41
4.2.3	O Nascimento da Brasil Foods – BRF.....	43
4.2.4	Possíveis Ganhos em Sinergia.....	44
5.	Avaliação de Empresas.....	45
5.1	Análise dos Múltiplos.....	45
5.1.1	Retorno Sobre o Capital Próprio (ROE).....	45
5.1.2	Índice de Mercado.....	47
5.2	Análise das Aplicações com Derivativos.....	50
6.	Conclusões.....	53
6.1	Comentários Finais.....	53
6.2	Sugestões para Futuros Trabalhos.....	53
7.	Referências Bibliográficas.....	54
	Anexos.....	58

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Índice de Figuras

Figura 1: Sistema DuPont	32
Figura 2: Valor de Mercado das Empresas.....	48

Índice de Tabelas

Tabela 1: Retorno Sobre o Capital Próprio.....	45
Tabela 2: Margem de Lucro Líquido.....	46
Tabela 3: Giro do Ativo.....	46
Tabela 4: Multiplicador de Alavancagem Financeira.....	47
Tabela 5: Índice Preço/Lucro.....	48
Tabela 6: Índice Preço/Vendas.....	49
Tabela 7: Índice Preço/Valor Patrimonial (em milhões).....	50
Tabela 8: Modelo Explicativo sobre o funcionamento dos Derivativos.....	51

1. Introdução

O processo de fusão pode ser motivado por diferentes fatores, nem sempre muito claros para o mercado. Ao se tratar de grandes empresas, detentoras de uma considerável fatia do mercado consumidor, o acordo de associação será submetido à apreciação das autoridades brasileiras de defesa da concorrência, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a Secretaria de Direito Econômico (SDE) e a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE). E a concretização da associação ainda dependerá da apresentação da operação aos órgãos antitruste de outras jurisdições nas quais essa exigência legal seja necessária. Em se tratando de dois gigantes do setor de alimentos processados no Brasil, a Sadia e a Perdigão, esta avaliação se torna primordial para que a livre concorrência não seja afetada. Porém, qual o histórico dessa negociação? O que motivou essas duas companhias concorrentes a entrarem em processo de fusão? Como podemos classificar o desempenho financeiro dessas empresas antes da referida fusão? E quais as possíveis consequências dessa operação?

Há diversos modelos para o processo de avaliação de empresas, consideradas em um período determinado e dentro de certo contexto sócio-econômico e cultural, refletindo o mercado onde a empresa atua e suas expectativas de resultados futuros. Segundo Copeland, Koller e Nurrin (2002), a avaliação de empresas é considerada uma ferramenta que pode ser transformada em instrumento de gestão e implementada em toda a organização, com o objetivo de criação de valor para o acionista. Essa criação de valor e sua expectativa de ganhos futuros serão consideradas no processo de fusão, bem como em todo o seu desencadeamento de abertura de capital, novos investimentos, estratégias empresariais e consequentes ganhos em sinergias.

Em Ross, Westerfield e Jaffe (2007), os benefícios decorrentes da aquisição, que são os ganhos em sinergias, são difíceis de serem estimados com o uso de técnicas de fluxo de caixa descontado. Por este motivo essa análise frequentemente se concentra no valor total das empresas envolvidas, geralmente afetando os valores relativos de suas ações e obrigações.

O presente trabalho abordará a avaliação por múltiplos, método notoriamente utilizado em relatórios de pesquisa de ações, já consagrado no mercado e aceito pelos principais acionistas. Serão analisados os principais indicadores de rentabilidade, a

operação de fusão e sua empresa resultante, procurando relacionar seus resultados ao processo de fusão, utilizando a Decomposição DuPont de análise financeira, principais múltiplos de mercado e a análise das operações com derivativos em 2008.

1.1 Objetivos

Verificar o desempenho financeiro das empresas Sadia e Perdigão, utilizando o Modelo de Avaliação por Múltiplos e as aplicações em Derivativos Cambiais, procurando elencar os principais motivos para o processo de fusão e os possíveis ganhos em sinergias.

1.2 Delimitação do Estudo

O estudo estará restrito às duas maiores empresas brasileiras do setor de alimentos processados, a Sadia e a Perdigão. A principal razão foi o recente processo de fusão dessas companhias. Seria também interessante compará-las, em estudos posteriores, com empresas estrangeiras, líderes de mercado em seus países e também fora deles, caracterizando-as como empresas transnacionais, com o objetivo de ampliar a Avaliação por Múltiplos dessas empresas com a avaliação da *Brasil Foods*, que se configura como uma das maiores exportadoras do Brasil comparada com empresas de outros setores.

A delimitação do tempo será entre 2006 e 2008, e no primeiro trimestre de 2009, pois estes três anos e o primeiro trimestre de 2009 fornecerão uma série histórica suficiente para a análise em questão, sendo que neste período ocorreram os principais fatos determinantes para a fusão das companhias.

1.3 Relevância do Projeto

A Avaliação por Múltiplos indica aos gestores e investidores o preço justo a ser pago por uma ação, segundo a avaliação de mercado de empresas similares. Sendo uma avaliação mais recorrente em relatórios de pesquisa de ações, sua importância na área financeira é acentuada por demandar menor tempo de avaliação, com sua

pesquisa apresentando melhor acesso às informações em comparação com as demais técnicas.

As operações com derivativos têm sido causa de verdadeiros desastres financeiros, pois mal realizadas podem afetar o lucro líquido das empresas levando-as, muitas vezes, à insolvência. O entendimento dessas operações é extremamente importante para os gestores, pois segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007) funcionam como um bisturi em uma cirurgia, isto é, podem assegurar a “saúde” financeira eliminando os componentes indesejados de uma exposição a risco ou até “matar”, transformando, com um corte mais profundo, esses componentes indesejados em um risco extremamente maior.

A contribuição do estudo desses dois componentes primordiais de avaliação de empresas e investimentos (Múltiplos e Derivativos) em um estudo de caso tem como finalidade a possibilidade de ampliação do entendimento desse mercado extraordinariamente dinâmico e competitivo, sujeito a riscos.

1.4 Estrutura da Pesquisa

O capítulo 2 versará sobre os conceitos essenciais para a elaboração do trabalho, que são sobre Múltiplos e Derivativos, citando alguns trabalhos realizados com o mesmo tema. Em seguida, no capítulo 3, será abordada a metodologia aplicada.

Já o capítulo 4 apresentará o histórico das duas companhias e seu processo de fusão. Logo após, no capítulo 5, será apresentado os índices calculados e sua análise para as empresas Sadia e Perdigão, e uma breve análise das aplicações em Derivativos.

Finalizando, o capítulo 6 será dedicado à conclusão do desempenho dessas empresas, suas aplicações em derivativos e o fechamento da análise com a fusão.

2. Referencial Teórico

Analisando os diferentes métodos de avaliação de empresas chegaremos à conclusão de que nenhum fornece um valor preciso e único para uma empresa, mas uma estimativa de valor. No processo de compra ou venda de uma empresa para fins de Fusões e Aquisições (F & A), a preocupação estará focada na criação de uma faixa de valores em que, segundo Fernandes (2000), o comprador estará interessado no valor máximo que pode ser pago por uma empresa e o vendedor com o valor mínimo aceitável para negociá-la.

A determinação de valor das empresas também é importante para a gestão de empresas baseadas em valor, compra e venda de ações, abertura e fechamento de capital, formação de parcerias e *joint-ventures*, gestão de carteiras de investimentos e de fundos de *private equity* e *venture capital*, aquisição de carteiras de clientes e linhas de negócios, dentre outros fatores.

Há vários métodos de avaliação de empresas, que podem ser utilizados em conjunto ou separadamente. Dentre alguns desses métodos podemos citar o método contábil/patrimonial, método do fluxo de caixa descontado, método de opções reais, método de EVA/MVA e o método de múltiplos ou avaliação relativa, segundo Silva (2006).

O método contábil/patrimonial é mais utilizado em casos específicos como a liquidação de uma organização ou em situações nas quais os ativos possuam um valor maior do que o valor presente dos rendimentos futuros da empresa. Já o método de fluxo de caixa descontado é amplamente utilizado pelos bancos de investimento e empresas de consultoria para efeitos de F & A, embora usualmente subavaliem as empresas estudadas na medida em que ignora aspectos estratégicos na tomada de decisões, bem como a existência de determinadas flexibilidades operacionais. O método de opções reais é mais indicado, por exemplo, para empresas como as exploradoras de recursos naturais, sujeitas ao risco de exaurimento desses recursos. A teoria de opções reais não deve ser aplicada na análise de qualquer investimento, pois quanto maior for a incerteza, os resultados da teoria de opções reais serão acentuados. Para a avaliação do desempenho de empresas e a mensuração de criação de valor, o método de EVA/MVA é o mais indicado, enquanto que o método de avaliação relativa procura identificar como empresas semelhantes são negociadas e utilizar os parâmetros de tais

negociações para avaliar a empresa alvo. Independente do método de avaliação utilizado, as expectativas do avaliador, as premissas, os cenários considerados e o objetivo da avaliação influenciam no valor final obtido.

Segundo Damodaran (1997), os métodos mais utilizados são o Fluxo de caixa Descontado, a Avaliação de Múltiplos e Opções Reais. Para efeito desta monografia adotar-se-á o método de avaliação de múltiplos por se tratar de um método prático e eficiente. Já o método de fluxo de caixa descontado depende de estimativas do fluxo de caixa futuro e a definição da taxa de desconto, prevendo um comportamento futuro da economia, sendo um método aplicável aos gestores que tenham uma maior experiência no mercado. Por este motivo não trataremos por hora deste tópico, podendo ser analisado em posteriores estudos. Também serão analisadas as aplicações em derivativos cambiais indexados ao dólar no ano de 2008, principal fator para a tomada de decisão no processo de fusão das empresas Sadia e Perdigão.

2.1 Múltiplos

A avaliação por múltiplos ou avaliação relativa tem como objetivo principal especificar ativos que são baratos ou caros em relação a ativos similares, precificados pelo mercado no momento. E para tanto, deve-se escolher os múltiplos mais apropriados para a análise, segundo critérios dos avaliadores, converter os valores da companhia em múltiplos e, em seguida, relacioná-los com empresas similares.

De acordo com Eberharte (2004), a avaliação por múltiplos é uma técnica que depende criticamente de dois fatores: os múltiplos e as empresas comparáveis escolhidas. Segundo Damodaran (1997), uma empresa comparável pode ser definida como uma empresa que apresenta fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco similar com a empresa avaliada. Caso o critério de avaliação de similaridade seja equivocado, essa avaliação ficará suscetível a erros. Kim e Ritter (1999) e Damodaran (2001, p.19) afirmam que a abordagem de avaliação relativa pode embutir erros de superavaliação ou subavaliação que o próprio mercado pode estar cometendo na avaliação de empresas, alocadas erroneamente como similares.

Embora seja unânime para os analistas o conceito de praticidade, eficiência e eficácia da avaliação por múltiplos, em Damodaran (2002, p. 489) o autor afirma:

“Uma razão comumente dada para a avaliação relativa é a de que ela exige muito menos pressupostos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado. Trata-se de um conceito errôneo. A diferença entre a avaliação de fluxo de caixa descontado e a

avaliação relativa é que os pressupostos que um analista formula devem ser explícitos na primeira e podem permanecer implícitos na segunda. É importante que saibamos quais são as variáveis que orientam os múltiplos, tendo em vista que estas são as variáveis que temos que controlar quando formos comparar estes múltiplos entre as empresas”.

A pesquisa de Demikaros, Strong e Walker (2004) que envolveu a análise de 105 relatórios de corretoras e bancos de investimento internacionais que operam no mercado norte-americano, revelou que os múltiplos são muito utilizados para recomendações de compra e venda de ações e, em seguida, o método de fluxo de caixa descontado, que exige abordagem mais aprofundada. Os estudos de Santiago Filho e Fama (2001) também reforçam o conceito de simplicidade da avaliação por múltiplos, mas enfatizam que o método pode gerar erros de avaliação. De acordo com esses autores não existe uma teoria que fundamente o melhor múltiplo a ser utilizado para a avaliação de uma empresa, podendo-se utilizar diversos múltiplos. Kaplan e Ruback (1995) indicam a inexistência de método claro para a determinação do múltiplo mais apropriado para efeito de comparação. Além disso, há diferentes enfoques ao se tratar de múltiplos, por diferentes autores. Por exemplo, Aford (1992) afirma:

“(...) os erros são maiores quando se usa múltiplos para pequenas empresas, pois, a quantidade de projetos é menor do que nas grandes e estas apresentam erratic *earnings*.¹ Grandes empresas apresentam uma grande quantidade de projetos e podem ser vistas como uma grande quantidade de projetos que geram resultados mais estáveis.”

Já Lie (2002) pondera:

“(...) companhias com lucros baixos e médios, os múltiplos de ativos geram estimativas mais precisas (...), conseqüentemente, múltiplos baseados em lucros devem ser evitados quando se quer avaliar companhias com baixos lucros, pois gerarão estimativas irrealistas (muito baixas).”

Como observado, sendo a escolha do múltiplo arbitrada pelo avaliador e havendo diferentes pontos de vista na avaliação por múltiplos, alguns avaliadores podem gerar relatórios manipulados de avaliação segundo Martelanc et al. (2005), como por exemplo:

¹ São os erros referentes aos ganhos (receitas) das empresas. Tradução livre do autor desta monografia.

- Exclusão de múltiplos desfavoráveis

O vendedor de uma empresa poderá não mostrar os múltiplos baixos e o comprador pode não utilizar os múltiplos altos. A melhor forma de se evitar este mau procedimento é verificando se nenhuma empresa importante foi esquecida na montagem da amostra de comparáveis.

- Utilização de múltiplos de empresas em períodos diferentes

Decorre da tentativa de utilização do múltiplo máximo ou mínimo, variando conforme o interesse do analista, obtido por várias empresas em momentos distintos. Para minimizar esse tipo de manipulação deve-se verificar a data dos valores de mercado e das transações.

- Escolha do múltiplo mais conveniente

Alguns analistas podem eleger múltiplos que mais atendam aos seus interesses, pois não há um consenso na sua escolha pelos analistas e investidores.

- Alteração deliberada dos múltiplos

Considerando que os múltiplos dependem do valor de uma empresa e de um indicador de referência, e que muitos analistas e investidores não conferem as avaliações relativas, alguns analistas podem ficar tentados a alterar deliberadamente os múltiplos obtidos. Para se evitar tal manipulação faz-se necessário checar todos os dados.

- Omissão de dados financeiros e características das empresas da amostra

A falta de transparência das premissas de avaliação relativa pode ser outra fonte de manipulações, pois tais premissas são implícitas. Uma forma de profissionalizar o uso da avaliação por múltiplos é através da apresentação dos múltiplos das empresas junto com os principais dados e índices financeiros de cada empresa. Desta forma, os analistas poderão comparar empresas com fundamentos parecidos e tentar identificar os impactos dessas diferenças nos múltiplos.

- Comparação dos múltiplos de empresas nacionais com estrangeiras

Geralmente, os múltiplos de empresas de países desenvolvidos como EUA, França, Espanha, Inglaterra, Alemanha e Japão geram valores maiores e algumas vezes irreais em comparação às empresas de países em desenvolvimento e não consideram o potencial de crescimento destas empresas. Diversas empresas brasileiras adotam erroneamente ou acatam como referência de valor empresarial os múltiplos internacionais. Os múltiplos internacionais convencionais apresentam o valor de empresas já maduras e que, em grande parte, já estão em fase de estabilidade, ao contrário de muitas empresas brasileiras, que por serem jovens, possuem altas taxas de crescimento e, conseqüentemente, maiores expectativas de valor, que poderão proporcionar futuramente índices mais robustos que os de mercados internacionais. O reflexo pode ser ainda mais contrastante em se tratando de empresas brasileiras de pequeno e médio porte, pois estas podem crescer a taxas exponenciais. O risco país, a taxa de crescimento da economia e o grau de desenvolvimento do setor considerado na economia, para as empresas analisadas, são os principais fatores a serem considerados para diferenciar os múltiplos utilizados em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Na prática de comparação desses múltiplos, se o crescimento das empresas do setor dobrar, dificilmente o múltiplo terá seu valor dobrado. O que realmente se utiliza na comparação de múltiplos de outros países é a aplicação de um ágio ou deságio de empresas semelhantes neste múltiplo. E a forma mais utilizada atualmente para se obter este ágio ou deságio é através da comparação do índice de Preço/Lucro projetado das bolsas de valores destes países.

Com o objetivo de utilizar com maior segurança os múltiplos, Damodaran (2002) sugere quatro etapas básicas: definição do múltiplo com consistência e de maneira uniforme entre as empresas comparáveis; conhecer os valores altos, baixos e típicos dos múltiplos do mercado, bem como o efeito dos casos extremos sobre as médias; ter conhecimento de quais são os fundamentos que afetam os múltiplos e como variam de acordo com as flutuações desses fundamentos e, por fim, a correta definição das empresas comparáveis.

Podemos destacar dentre os principais múltiplos de mercado:

- Múltiplos de Lucro
- Múltiplos de Valor Patrimonial
- Múltiplos de Receitas
- Múltiplos Setoriais Específicos

2.1.1 Múltiplos de Lucro

O principal múltiplo de lucro e um dos mais utilizados no mercado financeiro é o índice preço por lucro (P/L). A razão entre o preço de mercado da ação e o seu lucro líquido anual fornece o preço da ação, indicando relativamente se esta ação está cara ou barata. O P/L pode ser interpretado como o tempo necessário para reaver o capital investido, tendo em vista a distribuição integral dos lucros previstos em seu estatuto, excetuando-se a reserva legal que é por lei obrigatória.

2.1.2 Múltiplos de Valor Patrimonial

De acordo com Damodaran (2003), o valor contábil proporciona uma medida estável de valor que pode ser comparada com o preço de mercado. Os investidores analisam a relação entre o preço que eles pagam por uma ação e o valor contábil do patrimônio líquido como uma medida de super ou subavaliação da ação. O valor de mercado de determinado ativo reflete o poder de geração de riqueza, ao passo que o valor contábil representa o custo de aquisição diminuído das depreciações acumuladas.

Em Damodaran (1999), o autor ressalta as principais vantagens da utilização dos múltiplos de valor patrimonial:

- O valor contábil fornece medida estável de valor que pode ser comparada com o preço de mercado.
- Há a possibilidade de comparação entre empresas similares, ainda que não sejam do mesmo setor.
- Podem ser utilizados em empresas que contabilizem prejuízos.

Os múltiplos de valor patrimonial são geralmente utilizados em casos de liquidação judicial, em empresas sem fluxo de caixa positivo e na venda de ativos não operacionais.

2.1.3 Múltiplos de Receitas

Segundo Damodaran (2002), a maioria das empresas “*dotcoms*”, nos Estados Unidos, não possuem lucro imediato e a maior parte do seu valor está na expectativa de lucros futuros e nas possibilidades de novos investimentos. Neste exemplo, a melhor análise de múltiplos a ser adotada é a de receita, que tem a vantagem de não apresentar um valor negativo, pois nenhuma empresa apresentará receita negativa, obviamente. É também um método simples, com a facilidade de utilização dos dados contábeis nas receitas. Outra vantagem é a dificuldade de manipulação contábil nas receitas. Os índices de preço/vendas não são facilmente afetados por efeitos de sazonalidade, fornecendo assim uma comparação entre períodos com uma maior confiabilidade, apresentando maior estabilidade nos seus cálculos.

Como desvantagem, os custos não são considerados no cálculo destes múltiplos, podendo gerar resultados negativos caso os custos sejam crescentes, ficando a análise prejudicada na amplitude de avaliação da empresa.

2.1.4 Múltiplos Setoriais Específicos

Quando se especifica um setor, os múltiplos dessa variável específica proporcionam uma maior facilidade de comparação entre duas ou mais empresas. Porém, caso determinada empresa fabrique outros produtos, diferentes das empresas comparáveis, o cálculo desse múltiplo será inviabilizado. As variáveis precisam ser as mesmas para todas as empresas analisadas, para poder afirmar se uma empresa está sub ou superavaliada, quando comparada com o mercado como um todo.

A metodologia de cálculo também precisa ser previamente definida para que não haja distorções, delimitando-se o mesmo período para todas as empresas em questão, caso contrário os resultados estarão contaminados por erros residuais, e todo o cuidado em separar e calcular esses múltiplos setoriais terá sido afetado.

2.2 Derivativos

A própria palavra “derivativos” sugere algo que deriva de alguma coisa. Derivativos, portanto, são ativos financeiros que derivam, integral ou parcialmente, do valor de outro ativo financeiro ou mercadoria. Na verdade são operações financeiras que têm como base de negociação o preço ou cotação de um ativo-objeto. Essas operações derivam de ativos negociados no mercado à vista. Hull (200,13) define derivativos como:

“... títulos cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas. Uma opção da IBM, por exemplo, é um derivativo, porque seu valor depende do preço da ação da IBM; um contrato futuro de trigo também é um derivativo, pois seu valor depende do preço do trigo; e assim por diante.”

O mercado ou fundos de derivativos são extremamente voláteis, apresentando um grande risco para seus investidores. Não é um mercado para amadores, pois é notório o histórico de grandes empresas bem posicionadas no mercado que perderam milhões ou até bilhões em suas operações com derivativos. Os fundos de derivativos têm como objetivo superar a rentabilidade dos fundos tradicionais mediante aplicação de parte do patrimônio das empresas nesses mercados.

O Banco Central classifica esses fundos de acordo com a política de atuação no mercado de derivativos em Conservadores, Moderados e Agressivos. Os fundos conservadores são aqueles que apresentam posições no mercado de derivativos em até uma vez o seu patrimônio líquido. Já os fundos moderados apresentam posições em até três vezes do seu patrimônio líquido, e os fundos agressivos são aqueles que apresentam aplicações superiores a três vezes o valor do seu patrimônio líquido. Dentro desta perspectiva, à medida que crescer o grau de agressividade dessas operações, maior será o possível grau de endividamento da empresa, aumentando subsequentemente seu grau de alavancagem, fato este difícil de ser mensurado antes da efetiva concretização de suas operações.

Os principais mercados de derivativos são o Futuro, a Termo, Opções e Swaps.

2.2.1 Mercado Futuro

Neste mercado são negociados compromissos de compra e venda de determinado ativo em uma data futura, por um preço previamente estabelecido. Há o ajuste diário do valor dos contratos, mecanismo que possibilita a liquidação financeira diária de lucros e prejuízos das posições, viabilizando assim a troca dessas posições. Os principais participantes desse mercado são os *hedgers*, especuladores e arbitradores.

Uma operação de hedge nada mais é que uma transação realizada no mercado de derivativos com o objetivo precípuo de proteção quanto à possibilidade de oscilação de um preço, taxa ou índice. Segundo Silva Neto (1998; 28), por meio do hedge a empresa pode se livrar de um risco inerente a sua atividade econômica principal. O *hedger* é capaz de abrir mão de possíveis ganhos futuros para não incorrer em perdas futuras.

Os especuladores são sempre vistos como os vilões do mercado financeiro, porém são eles que oferecem maior liquidez aos papéis e assumem eventualmente os maiores riscos. Não tendo aparentemente nenhum interesse comercial no objeto das negociações, saindo e entrando do mercado rapidamente, ainda assim, ao assumirem o risco dos contratos futuros, os especuladores colaboram com as operações de *hedging*, as quais visam justamente proteger os investidores das variações adversas nas cotações do mercado. Sem o especulador os *hedgers* não teriam a quem repassar o risco.

Os arbitradores são os agentes que procuram lucro sem risco, realizando operações simultâneas em dois ou mais mercados, aproveitando-se da má formação dos preços. Segundo Silva Neto (1998; 30), o arbitrador é o agente que, assumindo muito pouco risco, opera em mais de um mercado simultaneamente para se valer de distorções de preços relativos. São responsáveis pelo estabelecimento de preços futuros e pela manutenção de uma relação entre preços futuros e à vista.

Vale ressaltar que esses conceitos são mais teóricos que práticos porque, analisadas a essência das operações, uma empresa pode estar realizando um hedge e, ao mesmo tempo, especulando. Imaginemos que uma empresa tenha certeza que o preço de seus produtos irá subir. Sabendo que não precisaria realizar uma operação de hedge, acaba fazendo com fins especulativos, pois tem informações sobre o preço futuro de seus produtos e, dentro desta expectativa, decide pelo hedge.

2.2.2 Mercado a Termo

No contrato a termo as partes assumem compromisso de compra e/ou venda de contratos padronizados para liquidação em data futura. As partes, compradora e vendedora, ficam vinculadas uma à outra até a liquidação do contrato.

O objeto do contrato a termo, na maioria das vezes, faz parte da atividade da empresa, e normalmente são utilizadas como hedge de operações. Segundo Lima e Lopes (1999), os contratos a termo:

“Surgiram como uma evolução dos contratos *to arrive* e tiveram como objetivo reduzir a incerteza sobre o preço futuro das mercadorias negociadas. Esses contratos não precisam ser negociados em Bolsa e suas características variam de contrato para contrato, dependendo do desejo das partes relacionadas. Nesses contratos, não há padronização e os negócios são realizados por intermédio de um contrato comercial comum, que estabelece as condições e características da entrega futura das mercadorias.”

Esses contratos são muito utilizados por empresas não financeiras, para protegerem seus passivos de variações cambiais. Por exemplo, a empresa que possui dívidas em dólares assina um contrato com a instituição financeira, que por sua vez se compromete a vender os dólares a esta empresa por uma taxa que ambas julgarem adequada. Caso a cotação do dólar na data da operação esteja abaixo da taxa acordada no contrato, a empresa recebe a diferença do banco. Sendo a taxa superior ao valor especificado, o banco é que receberá da empresa.

Uma característica desses contratos a termo é que eles não são ajustados ao mercado diariamente, e geralmente ocorre a liquidação física com a entrega das mercadorias. Tais contratos não possuem liquidez e raramente são transferidos a terceiros. Segundo o jargão do mercado, “as partes mantêm as posições até o vencimento”.

2.2.3 Mercado de Opções

No mercado de opções, as partes adquirem o direito de comprar (opção de compra) ou vender (opção de venda) o objeto da negociação por um preço previamente estipulado. A outra parte, em contrapartida, assume o dever de vender (opção de compra) ou comprar (opção de venda) tal objeto de negociação, que podem ser

contratos padronizados, representativos de um ativo financeiro ou de uma mercadoria, no mercado disponível ou no mercado futuro.

As opções de compra também são chamadas *calls* e as opções de venda *puts*. De acordo com Silva Neto (1998; 19):

“Opção é todo contrato que dá a seu detentor ou comprador o direito, mas não o dever, de comprar, se for uma opção de compra, ou vender, se for uma opção de venda, determinado bem (objeto negociado) pelo preço acordado na efetivação do contrato (preço de exercício)”.

Há diferenças entre as opções americanas e as européias referentes à data de vencimento da opção. Brealey & Myers (2003) afirmam que a opção européia só poderá ser exercida em uma única data (vencimento), enquanto que a opção americana poderá ser exercida em qualquer momento anterior a essa data.

Conveniente ressaltar que, enquanto nos contratos de opções o detentor da opção (titular) tem o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender o ativo objeto, nos contratos futuros existe a obrigação de liquidação do negócio. Os compradores de opções perdem o prêmio pago ao não exercerem seu direito. Já os vendedores ou lançadores de opções, sendo obrigados a honrar com o direito negociado, podem incorrer em elevados prejuízos, sendo necessário o oferecimento de garantias de cumprimento do contrato. Tais garantias são reforçadas ou devolvidas diariamente com base na evolução apresentada pelos preços das ações, segundo critérios definidos pelas bolsas de valores. Essa garantia permite que, em caso de inadimplência, seja efetuada a liquidação integral do contrato de opção. Caso o vendedor (lançador) deposite integralmente o ativo objeto do contrato, em custódia na bolsa de valores, ficará dispensado dessa garantia. Esse depósito é denominado de cobertura.

2.2.4 Mercado de Swaps

O termo *swap* em inglês tem o sentido de trocar, fazer permuta. O que ocorre é a troca de um índice de rentabilidade por outro, com diversos objetivos tais como fazer *hedge*, casar posições ativas (recebimento) com posições passivas (dívida), equalizar preços, efetuar arbitragem e até alavancar a exposição ao risco.

O mercado de *swaps* originou-se da necessidade de proteção ao risco, em meados da década de 70, quando muitas empresas estavam sendo afetadas pelas enormes variações das taxas de câmbio por causa de suas recentes atividades

comerciais internacionais. E um dos *swaps* mais utilizados no período foi justamente o da taxa de câmbio, onde as partes trocavam o principal mais juros de uma moeda pelo principal mais juros em outra moeda. Seja qual fosse a flutuação do câmbio dos mercados futuros, esse contrato acabava travando o custo dos recursos através da eliminação do risco, tanto para o principal como para os juros.

O que ocorre na prática é uma conversão de ativos e passivos de uma moeda para outra. Esse mercado passou a ser posteriormente utilizado, dentro deste contexto, para trocas de taxas de juros e de mercadorias, sem que haja entrega efetiva, zerando-se as diferenças de valor. O principal nunca é pago no mercado de *swaps*, pois constitui somente o valor base para o cálculo dos juros. A liquidação financeira é efetuada pela diferença de quem tem mais a pagar do que a receber.

3. Metodologia

3.1 Tipo de Pesquisa

Segundo Vergara (2007), as pesquisas podem ser classificadas por dois tipos principais: quanto aos fins e quanto aos meios.

Quanto aos fins, a presente monografia pode ser classificada como descritiva e explicativa. É descritiva, pois estabelece correlações entre variáveis de duas empresas de um mesmo setor, e explicativa, já que procura analisar os motivos que levaram à fusão das duas companhias. Quanto aos meios de investigação, podemos classificá-la como pesquisa bibliográfica e estudo de caso. É bibliográfica pela necessidade de obtenção de material e informações que sejam acessíveis ao público em geral, publicados pela mídia, internet, livros e órgãos especializados como a CVM e a Bovespa. É um estudo de caso, pois está circunscrita ao caso de duas empresas atuantes no setor alimentício, tendo o caráter de profundidade e detalhamento.

A presente abordagem também pode ser classificada tanto como uma pesquisa quantitativa, através da enunciação e manipulação de dados financeiros, quanto como uma pesquisa qualitativa, por procurar estabelecer relações dos dados financeiros dessas empresas com os possíveis motivos que levaram a negociação para o processo de fusão. De acordo com Morse (1991), essa característica de mesclar a pesquisa qualitativa e quantitativa é chamada de “Triangulação Simultânea”, ressaltando que na coleta de dados a interação entre os dois métodos é reduzida, enquanto que na fase de análise e conclusão eles se complementam.

3.2 Universo e Amostra

Dentre inúmeras empresas do setor de alimentos, foram escolhidas as duas maiores do setor no Brasil que sofreram recente processo de fusão: Sadia e Perdigão.

A amostra da pesquisa é do tipo não probabilístico, selecionadas tanto por acessibilidade quanto por tipicidade. A acessibilidade deve-se à relevante facilidade de acesso aos dados necessários para o trabalho, e a tipicidade por representarem duas empresas do mesmo setor de atividades, agora fundidas.

3.3 Coleta de Dados

Os dados financeiros, principalmente das demonstrações contábeis, foram retirados dos relatórios trimestrais, anuais e consolidados das duas companhias, dos sites da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Fatos relevantes sobre o processo de fusão também foram pesquisados nos referidos sites, em sites de investimentos e principais jornais do país. Estudos aprofundados sobre o histórico das companhias foram coletados de trabalhos de pós-graduação e dos sites das companhias. Apesar de buscar informações de várias fontes, o presente trabalho foi integralmente baseado em dados e relatórios oficiais, procurando-se, desta forma, eliminar possíveis erros de interpretação de leigos no assunto ou de agentes com um viés já pré-determinado.

3.4 Principais Índices Financeiros Calculados

O principal instrumento utilizado para analisar a situação econômico-financeira de uma empresa é o índice, ou seja, o resultado da comparação entre grandezas. Os índices estabelecem a relação entre as contas ou grupo de contas das demonstrações contábeis, visando evidenciar determinado aspecto da situação econômico-financeira de uma empresa. Facilitam sensivelmente o trabalho de análise, uma vez que a apreciação de certas relações ou percentuais é mais significativa que a observação de montantes. Servem como um termômetro do desempenho financeiro da empresa, como a capacidade de pagamento a curto prazo (solvência), capacidade de gestão de investimentos (atividades), alavancagem financeira, rentabilidade e valor da empresa.

Os principais índices são:

- Índices de liquidez: apontam a capacidade de pagamento da empresa;
- Índices de estrutura de capital: demonstram a estrutura de capital da empresa;
- Índices de endividamento: refletem o nível de endividamento da empresa;
- Índices de atividades: mostram a dinâmica de algumas atividades da empresa;
- Índices de rentabilidade: avaliam o desempenho econômico da empresa.

Existem diversos outros índices para análise das demonstrações financeiras. Cabe ao analista decidir quais índices utilizar, de acordo com o objetivo da análise, podendo até criar novos índices segundo seu critério de avaliação. Porém, os índices não devem ser considerados isoladamente, mas num contexto mais amplo, onde cabe interpretar também outros indicadores e variáveis. Muitas vezes, um alto grau de endividamento não significa que a empresa esteja à beira da insolvência, já que existem outros fatores capazes de atenuar essa condição. Por exemplo, a alavancagem da empresa pode estar bem alta, porém, se as expectativas de ganhos futuros com ampliações da capacidade de produção e contratos firmados de novos negócios superarem a curto, médio ou longo prazo a grau de endividamento da companhia, essa condição de alavancagem será um fator de crescimento e garantia de lucros futuros para a empresa.

3.4.1 Retorno do Capital Próprio (ROE)

O Retorno do Capital Próprio é um dos índices mais utilizados por indicar a rentabilidade ou nível de lucratividade da empresa. Também chamado de retorno do patrimônio líquido (ROE) é uma medida de desempenho do investimento dos acionistas durante o ano. Já que o benefício dos acionistas é o objetivo da maioria das empresas privadas, excluindo-se o terceiro setor (ONGs), o ROE é, em termos contábeis, uma excelente medida de desempenho em termos de lucro. O ROE, geralmente, é medido da seguinte maneira:

$$\text{Retorno Sobre o Capital Próprio} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad [1]$$

A partir do cálculo desse índice, podemos relacioná-lo com outros índices, e uma relação importante é com o chamado Sistema DuPont de análise financeira.

Para chegarmos a fórmula do sistema DuPont, analisaremos o cálculos dos seguintes índices:

- Giro do Ativo Total

Esse indicador demonstra se o faturamento gerado no período foi suficiente para cobrir o investimento total. É calculado pela divisão das receitas operacionais ou vendas do exercício avaliado pelo valor do ativo total do exercício. Pode ser calculado pela média do ativo total, mas para efeito dessa monografia utilizaremos o valor do ativo total do ano em exercício, para podermos compará-los com os outros anos, retirados do demonstrativo de resultados e do balanço patrimonial. Um giro do ativo elevado reflete a eficácia na utilização dos ativos da empresa para geração de vendas. Caso o giro do ativo esteja baixo, a empresa precisará rever seus processos de marketing, logística, estoque e vendas para não cair em futuros prejuízos, pois um giro do ativo baixo por um tempo contínuo pode inviabilizar as atividades da companhia.

$$\text{Índice de Giro do Ativo Total} = \frac{\text{Receitas Operacionais Totais (Vendas)}}{\text{Ativo Total}} \quad [2]$$

- Margem de Lucro Líquido

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007), a margem de lucro reflete a capacidade de uma empresa de fazer um produto a custo baixo ou alto. É um indicador que determina a porcentagem de venda que restou após a dedução de todas as despesas, inclusive o imposto de renda. Pretendem medir quão eficientemente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações. Esse grupo se preocupa com a última linha (*bottom line*) da demonstração dos resultados da empresa, e é calculado como sendo o quociente entre o lucro líquido e a receita operacional total ou vendas no período analisado.

$$\text{Margem de Lucro Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Total (vendas)}} \quad [3]$$

- Multiplicador da Alavancagem Financeira

Os índices de endividamento são sinais para os gestores da empresa e para os credores contra a insolvência e a capacidade de obtenção recursos adicionais. A alavancagem financeira indica o quanto a empresa está utilizando dos recursos de terceiros em detrimento dos recursos próprios, dados estes retirados do balanço patrimonial.

$$\text{Multiplicador da Alavancagem Financeira} = \frac{\text{Total de Passivos}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad [4]$$

O sistema de análise DuPont funciona como uma técnica de busca para localizar as áreas responsáveis pelo desempenho financeiro da empresa. Este sistema funde a demonstração do resultado e o balanço patrimonial em duas medidas sínteses da lucratividade: as taxas de retorno sobre o ativo total e sobre o patrimônio líquido. Inicialmente, o sistema DuPont reúne a margem líquida, que mede a lucratividade sobre as vendas, com o giro do ativo total, que indica a eficiência da empresa na utilização dos seus ativos para geração de vendas. Na fórmula DuPont, o produto desses dois índices resulta na taxa de retorno sobre o ativo total. O segundo passo no sistema DuPont relaciona a taxa de retorno sobre o ativo total à taxa de retorno sobre o patrimônio líquido. Esta última é obtida multiplicando-se a taxa de retorno sobre o ativo total pelo multiplicador de alavancagem financeira (MAF), que representa o índice de endividamento geral da empresa.

A fórmula Dupont pode ser calculada inicialmente por:

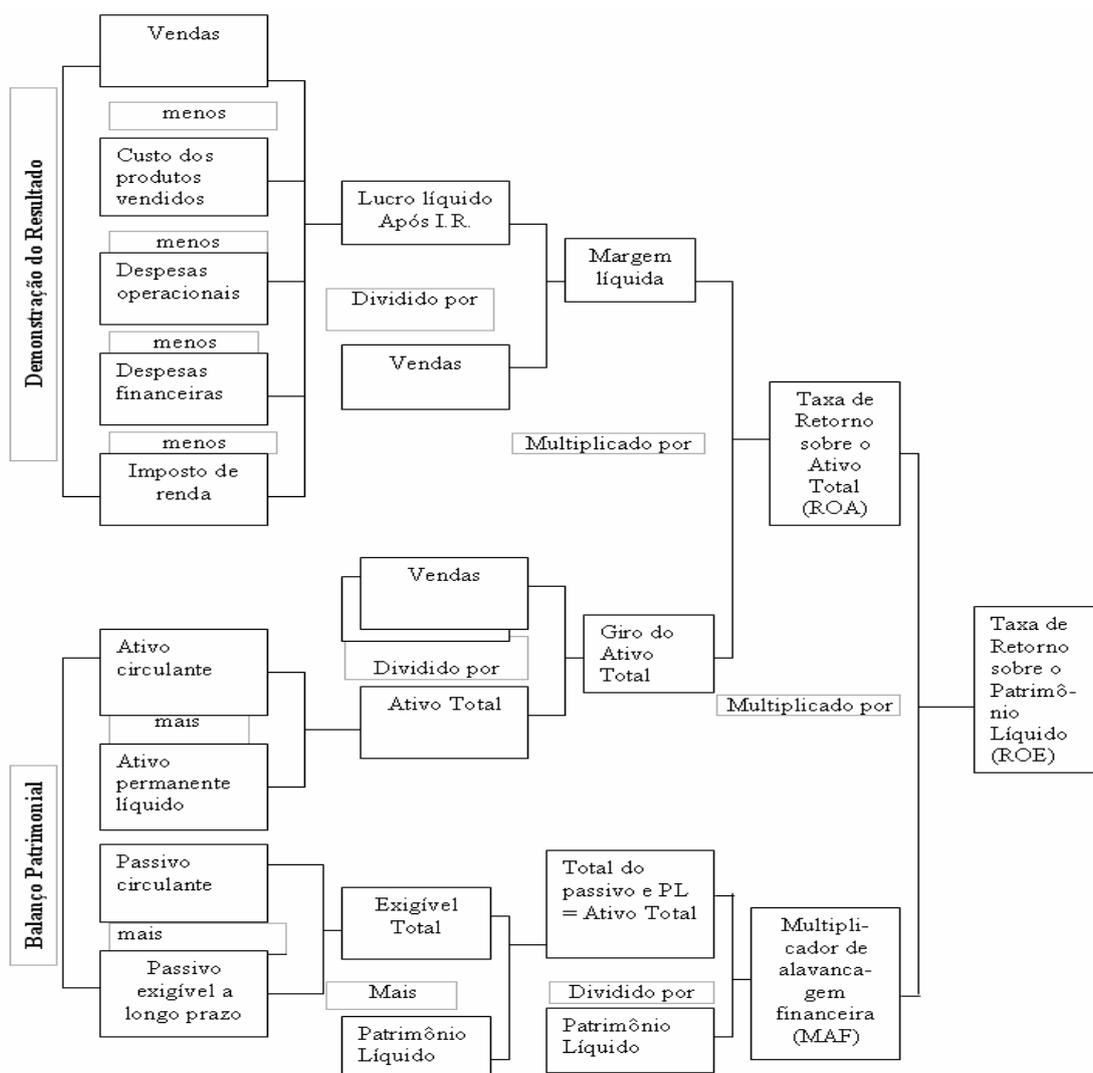
$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}} \times \frac{\text{Ativo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad [5]$$

Sobre a formula modificada Dupont, Brigham e Houston (1999, p. 97) mostram: “[...] a fórmula DuPont mostra como a margem líquida, o giro do ativo e a utilização de capital de terceiros interagem para determinar o retorno sobre o patrimônio líquido”. A fórmula modificada pode ser calculada como:

$$\text{ROE} = \text{margem líquida} \times \text{giro do ativo} \times \text{MAF} \quad [6]$$

Pode-se observar que a fórmula inicial do sistema DuPont relaciona o lucro sobre as vendas e o capital próprio, e o Multiplicador de Alavancagem Financeira (MAF) completa com o objetivo de mostrar a relação com o capital de terceiros, dessa maneira chegando à fórmula DuPont modificada.

Figura 1: Sistema DuPont



Fonte: Gitman (1997)

3.4.2 Índice Preço / Lucro

É uma medida de valor de mercado, onde a razão preço/lucro calcula o preço de uma ação no mercado em determinado instante, pelo lucro líquido anual auferido pela mesma. Na prática, isso nos fornece o número de anos para se reaver o capital aplicado na compra de uma determinada ação, pelo recebimento do lucro gerado por uma empresa. Este índice é muito utilizado no mercado financeiro para a comparação dos preços das ações.

Segundo Liu et al. (2002), os múltiplos de preço/lucro são os que apresentam os menores erros, para fins de avaliação de empresas, com um maior poder de previsão de

seus valores. Todavia, Damodaram (2007) alerta para o caso de uma empolgação momentânea dos investidores, em relação a ações de empresas varejistas, poder refletir índices de preço/lucro maiores, pelo excesso de otimismo. Isso implicaria em erros, especialmente em mercados com vícios de avaliação de determinados setores.

Este índice pode ser assim calculado:

$$\text{Preço/Lucro} = \frac{\text{Preço Unitário por Ação}}{\text{Lucro Líquido por Ação}} = \frac{\text{Valor de Mercado do Patrimônio Líquido}}{\text{Lucro Líquido}} \quad [7]$$

3.4.3 Índice Preço / Vendas

Este índice não é tão volátil quanto o índice de preço/lucro, porque os lucros são mais sensíveis às mudanças de políticas econômicas nacionais ou globais, que possam afetar o mercado interno. Ele propicia uma ferramenta conveniente para examinar os efeitos de mudanças na política de preços e de outras decisões estratégicas corporativas. Como ocorre com outros múltiplos, geralmente as empresas que negociam a baixos múltiplos de receita são consideradas baratas em relação a companhias que negociam com múltiplos de receita com índices elevados.

O índice de preço/venda pode ser calculado pela fórmula:

$$\text{Preço/Venda} = \frac{\text{Valor de Mercado do Patrimônio Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \quad [8]$$

Desmembrando-se em:

$$\text{Preço/Venda} = \frac{\text{Preço}}{\text{Lucro}} \times \frac{\text{Lucro}}{\text{Venda}} \quad [9]$$

3.4.4 Preço / Valor Patrimonial

De acordo com Damodaram (2007), o valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa irá refletir as expectativas de mercado do poder de lucro e dos fluxos de caixa dessa companhia. O valor contábil do patrimônio líquido é a diferença entre o valor contábil dos ativos e dos passivos.

O índice preço/valor patrimonial pode ser estabelecido pelas seguintes relações:

$$\text{Preço/Valor Patrimonial} = \frac{\text{Valor de Mercado do Patrimônio Líquido}}{\text{Valor Contábil do Patrimônio Líquido}} \quad [10]$$

$$\text{Preço/Valor Patrimonial} = \frac{\text{Preço}}{\text{Lucro}} \times \frac{\text{Lucro}}{\text{Valor Patrimonial}} \quad [11]$$

3.4.5 Análise das Operações com Derivativos²

A análise dos derivativos, em especial os cambiais, representa um dos fatores primordiais para o entendimento da negociação de fusão entre a Sadia e a Perdigão, segundo os principais analistas do mercado.

Os derivativos cambiais representam atualmente um dos maiores riscos das empresas brasileiras, segundo informações veiculadas nos principais meios de comunicação³, para companhias que decidem especular no câmbio visando auferirem maiores lucros. Nessas operações de alto risco, chamadas de *Target Forward*, as empresas brasileiras apostam duas vezes que o real irá se valorizar, ficando vendidas duas vezes em dólar futuro. O processo acontece primeiramente com as empresas vendendo dólares para os bancos no mercado futuro, classificada como uma tradicional venda de dólares a termo, com cotação prefixada. Caso essa transação seja casada com uma receita em dólares que tais empresas tiverem a receber, essa negociação

² Fonte: <http://www.chrinvestor.com/2008/10/15/o-perigo-dos-derivativos-cambiais/>

³ Fonte: http://www.estadao.com.br/economia/not_eco268374,0.htm

pode deixar de ser uma exposição a risco cambial. Porém, não é o que ocorre com a maioria das negociações, pois as empresas acabam vendendo os dólares novamente para os bancos no futuro, através da venda de uma opção de compra, tornando essa operação ainda mais arriscada.

Na opção de compra, o banco paga um valor à empresa para ter o direito de comprar os dólares a uma cotação preestabelecida no futuro. Com a subida do dólar, esta operação acaba se tornando de altíssimo risco. Empresas como a Sadia, Aracruz e o Grupo Votorantim não foram muito felizes com suas operações⁴ nos últimos anos, pois seus gestores não acreditavam que o dólar iria subir tanto em curto espaço de tempo. E a situação se agrava ainda mais, na medida em que essas empresas não zeraram suas posições, esperando uma normalização na cotação do dólar. E quando esta volta do dólar a níveis menores não ocorre, essa espera se torna fonte de novas e piores perdas financeiras, fato este evidenciado por várias empresas que esperaram uma normalização da cotação do dólar.

3.5 Limitações do Método

Por não ter realizado estudo de campo, este trabalho limitou-se a análise de documentos oficiais para a formulação de suas conclusões. Embora pareça um fator limitante, por um lado diminui o grau de subjetividade do mesmo, por outro não inclui os diferentes pontos de vista dos principais gestores nesse processo de fusão das duas companhias. O estudo de campo poderia ampliar o entendimento da pesquisa através de questionários e entrevistas.

⁴ Fonte: <http://www.cabecadecuia.com/noticias/32198/votorantim-perde-r-22-bi-com-derivativos-.html>

4. Histórico das Companhias e Seu Processo de Fusão

4.1 Breve Histórico das Companhias Sadia e Perdigão

4.1.1 Grupo Sadia⁵

O Grupo Sadia foi fundado em Concórdia, no oeste catarinense, em 1944. Seu fundador foi Attilio Francisco Xavier Fontana, filho de italianos que migraram para o Brasil. Em 1939 recebeu um convite para dirigir um frigorífico em construção nos arredores de Concórdia, com participação nos resultados, e era também proprietário de um pequeno moinho. O retorno dos investimentos aplicados no moinho permitiu completar a construção do frigorífico. O negócio cresceu, e em 1946 já abatia mais de cem suínos por dia. Em 1947 a Sadia se tornou uma marca registrada e abriu uma distribuidora em São Paulo.

Na década de 50 a empresa se antecipa na liderança e expansão de seu mercado através do transporte aéreo e inaugura o Moinho da Lapa S. A., sua primeira unidade fora de Concórdia.

Já em 1964, também em São Paulo, inaugura a Frigobrás – Companhia Brasileira de Frigoríficos, primeira indústria de carnes e derivados fora de Concórdia. A partir dessa inauguração diversos produtos foram fabricados diretamente em São Paulo, melhorando sua logística de distribuição aos principais mercados consumidores. Produtos como salsichas, almôndegas, quibes e o conhecido Hambúrguer Sadia estavam agora em evidência. Foi o ingresso do negócio no segmento de alimentos semiprontos congelados. Nessa mesma época a Sadia inicia seu processo de exportações de suas principais mercadorias.

A década de 70 inicia com a novidade de abertura de capital da empresa em 1971, através do lançamento de suas ações na bolsa de valores e a mudança de sua razão social para Sadia Concórdia S. A. Indústria e Comércio. Em 1973 entra em operação a Sadia Avícola S. A., na cidade de Chapecó, em Santa Catarina, especializada na produção e abate de perús. E em 1974 colocam no mercado o popular Peru Temperado Sadia, um dos produtos de maior sucesso da história da companhia. Em 1975 começa a exportar frangos para o Oriente Médio, assumindo a liderança entre

⁵ Fontes: <http://www.sadia.com.br/sobre-a-sadia/linha-do-tempo.jsp> e Ludkevitch (2005)

os exportadores nacionais. Em Várzea Grande, Mato Grosso, a empresa inaugura a Sadia Oeste S. A., especializada no abate de bovinos e na exportação de carnes para a Europa, Estados Unidos e Oriente Médio. Com a expansão do crescimento no setor agrícola, inaugura a Sadia Agropastoril, especializada em genética animal, biotecnologia e tratamento do solo. Até o final da década de 70 a Sadia atinge um crescimento exponencial, com diversas operações, plantas industriais nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste, e a consolidação de suas exportações.

Apesar da década de 80 ter sido considerada “a década perdida” pelos economistas, a empresa continua crescendo e inaugura a Sadia *Trading*, responsável pelas vendas no exterior, atingindo a cifra de US\$ 100 milhões e fechando a década exportando para quarenta países, posicionando-se assim entre os maiores exportadores brasileiros.

Na década de 90 a empresa implanta um programa de qualidade total, abre filiais comerciais em Tóquio, Milão e Buenos Aires, inaugura na China a Churrascaria Beijing Brasil e inicia uma central de armazenamento e distribuição em Buenos Aires. No ano de 1994, a empresa inicia um processo de sucessivas incorporações com o principal objetivo de atingir uma economia de escala, reduzir custos, simplificar as operações e oferecer maior transparência para o mercado de capitais. Em 1998, esse processo culmina com a criação da Sadia S. A., consolidando todas as suas atividades operacionais em uma única organização.

Em 2001, a Sadia lança seus títulos na Bolsa de Valores de Nova York, os chamados *American Depositary Receipts (ADRs)*, permitindo a aquisição de seus títulos aos investidores estrangeiros. Entre os anos de 2001 e 2003, a consultoria inglesa *Interbrand* elege a marca Sadia como a mais valiosa do setor de alimentos no Brasil, sendo eleita quatro vezes como vencedora do Marcas de Confiança. Em 2005 a empresa continua no processo de criação de novos produtos, com destaque as linhas *Hot Pocket* e Sadia Soja. Em 2006 inicia a instalação de uma fábrica na Rússia e também as obras da Unidade Agroindustrial do Rio Verde, sendo este um dos maiores projetos da companhia, compreendendo a construção de um abatedouro de aves, uma unidade de abate e industrialização de suínos e uma fábrica de razões. Em 2007 a empresa realizou sua primeira venda de créditos de carbono, em 2008 consegue exclusividade para os Jogos Olímpicos de Pequim e em 2009 investe R\$ 300 milhões na construção de 150 mil toneladas de embutidos.

Atualmente seu portfólio consta com mais de 650 itens, que são distribuídos para mais de 300.000 pontos de vendas em todo o Brasil. Também é uma das maiores empresas de alimentos da América Latina e uma das principais exportadoras do país, distribuindo mais de mil produtos para mais de 100 países e empregando cerca de 55 mil funcionários.

4.1.2 Grupo Perdigão⁶

A história do grupo Perdigão começou nos primeiros anos da década de 30, na cidade de Videira, meio-oeste de Santa Catarina. Duas famílias de imigrantes italianos, os Ponzoni e os Brandalise, estabeleceram um pequeno negócio. O início da empresa ocorre com a inauguração de um armazém de secos e molhados em 1934, com o nome de Ponzoni, Brandalise & Cia, na antiga Vila dos Perdizes, nome que futuramente irá inspirar a razão social da empresa Perdigão. Em 1939 inicia suas atividades industriais com um abatedouro de suínos.

Em 1941 é criada a logomarca com o casal de perdizes, e em 1942 o abate de suínos alcança a marca de 100 animais/dia. Em 1943, buscando expandir os negócios através do processamento das peles dos suínos abatidos, a Ponzoni, Brandalise & Cia adquire a Sociedade Curtume Catarinense, cuja razão social posteriormente foi mudada para Curtume Perdigão. No ano de 1945 os negócios com comércio, indústria e curtume são agrupados em uma sociedade anônima, que passa para a denominação de Ponzoni, Brandalise S. A. Comércio e Indústria. Em 1946 a empresa aumenta seus negócios, com a aquisição de um moinho de trigo em Videiras, e no ano seguinte pulveriza seus negócios atuando no setor madeireiro, adquirindo serrarias e passando a produzir suas próprias embalagens.

A empresa iniciou suas atividades na avicultura no ano de 1954, com a construção da Granja Santa Gema, em Videira. Esta granja servia tanto para o melhoramento genético de suínos, como também para a criação de aves. O início do abate de aves ocorreu no ano seguinte, em 1955, realizada de forma artesanal nas dependências do frigorífico de suínos. Neste mesmo ano houve duas expansões dos negócios, o Expresso Perdigão e a Fábrica de Rações. O Expresso Perdigão atuava no transporte das matérias-primas e produtos, como também no transporte de passageiros.

⁶ <http://www.perdigao.com.br/empresasperdigao/cronologia.cfm> e Ludkevitch (2005)

A fábrica de rações tinha sido projetada para atender as necessidades da Granja Santa Gema. Em 1956, com a atividade de transporte, a empresa muda sua razão social para Ponzoni e Brandalise S. A. – Comércio, Indústria e Transporte. Em poucos anos, o negócio de transportes cresceu tanto, a ponto de a empresa adquirir dois aviões para o transporte de produtos para São Paulo. O ano de 1958 marca a data de criação da razão social da empresa como Perdigão S. A. - Comércio e Indústria.

Os negócios crescem, e em 1963 são instalados os primeiros laboratórios para o controle microbiológico e físico-químico dos produtos nas unidades industriais, sendo os embriões dos futuros setores de controle da qualidade e de pesquisa e desenvolvimento da empresa. Em 1968 a empresa inicia a automação do processamento de aves, atingindo a capacidade de 1,5 mil aves abatidas por dia.

Em 1974 é constituída a Perdigão Rações S. A. – Comércio e Indústria, responsável pelas fábricas produtoras de ração animal, mais tarde denominada Perdigão Alimento S. A. Nos anos entre 1975 e 1976 é construído o primeiro abatedouro exclusivo de aves em Videira, e a Perdigão Alimentos S. A. passa a industrializar soja e derivados, com a construção de uma unidade para esmagamento de grãos, refino de óleo e produção de farelo, matéria-prima usada na produção de ração, unidade esta também localizada na cidade de Videira. No final da década de 70, a companhia inicia um intenso processo de aquisições, resultando em uma rápida expansão de suas atividades. No ano de 1979 a Perdigão realiza melhoramentos genéticos com uma espécie de ave *Gallus gallus* importada dos Estados Unidos, com o intuito de desenvolver uma ave com 70% de suas carnes concentradas no peito e nas coxas, nascendo assim a marca *Chester*®.

O ano de 1981 marca o início da abertura de capital para a *holding* Perdigão S. A. Em 1983, com o avanço das pesquisas, é lançada a linha *Chester*® no mercado, marca desenvolvida e registrada pela Perdigão. Em 1986 a empresa dá início às suas atividades de abate de bovinos, com a criação do Frigoplan Ltda., em Lages, Santa Catarina. Neste mesmo ano foram disponibilizados para a venda uma série de ativos que permitiram uma redução real de cerca de 40% de sua dívida financeira consolidada, aumentando o índice consolidado de capital próprio de 47% para 60% dos ativos totais⁷. Em 1989 é lançada a linha Turma da Mônica, pioneira no Brasil no segmento de produtos industrializados de carnes com baixa condimentação.

⁷ Perdigão, Relatório Anual, 1987.

Em 1994 o controle acionário é adquirido por um grupo de Fundos de Pensão, encerrando a fase administrativa familiar, e em 1997 é concluída a sua reestruturação societária, resultando numa única empresa de capital aberto, a Perdigão S. A., e numa única empresa operacional, a Perdigão Agroindustrial S. A. Nos anos seguintes a empresa continua expandindo sua capacidade produtiva, e em 1999 entra no mercado de massas prontas congeladas.

A partir de 2000 a Perdigão lança suas ações na Bolsa de Valores de Nova York e expande seus negócios para o mercado internacional, criando novas marcas como a *Perdix*. Em 2001 ocorre a primeira tentativa frustrada de associação com a Sadia, através da criação da *BRF International Foods*, uma prévia para a futura fusão, e nos anos seguintes a empresa Perdigão continua crescendo, ampliando seu portfólio entrando no mercado de *Pet Food*. Em 2009, completando 75 anos de atividades, anuncia o processo de associação para unificar suas operações com a Sadia, criando a *BRF – Brasil Foods S. A.*, em 19 de maio de 2009.

4.2 O Processo de Fusão das Empresas Sadia e Perdigão

4.2.1 Antecedentes⁸

Segundo informações transmitidas pelo presidente do Conselho de Administração da Sadia, Luiz Fernando Furlan, houve pelo menos cinco negociações frustradas para a fusão das empresas Sadia e Perdigão nos últimos dez anos.

Em 2006, a Sadia apresentava melhores condições de caixa e realizou uma oferta considerada hostil pela concorrente empresa Perdigão no dia 17 de julho. A proposta previa a compra de 100% das ações da Perdigão pelo preço de R\$ 27,88 por ação. Mas foi recusada dois dias depois por acionistas representantes de 55,38% do capital da Perdigão. Em resposta, a Sadia aumentou o preço por ação para R\$ 29, em 20 de julho e, no mesmo dia, a oferta foi novamente recusada. Em 21 de julho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu comunicado de que a oferta tinha perdido efeito, ante a recusa dos acionistas da Perdigão e a manutenção pela Sadia da condição de aceitação mínima. Assim, a Sadia acabou desistindo da oferta. No final de 2006, a Perdigão realizou oferta primária de ações, com a emissão de 32 milhões de

⁸ Fonte: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u567495.shtml>

novas ações, ao preço de R\$ 25 por título. A operação resultou na captação de aproximadamente R\$ 800 milhões.

Em 2008 a Sadia registra seu primeiro e maior prejuízo de sua história, com perdas de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões em operações com derivativos cambiais. Nesse mesmo intervalo de tempo, a Perdigão também apresentou uma queda de 83% no lucro líquido em relação ao ano de 2007, alcançando a cifra de R\$ 54,4 milhões.

No dia 24 de abril de 2009, a Perdigão informou em comunicado à CVM, a retomada das negociações com a Sadia sobre uma possível associação para o processo de fusão. Porém, ainda havia discordâncias com relação ao valor patrimonial do banco Concórdia, que pertence à Sadia. Desde o início, estava decidido que a área financeira do grupo ficaria fora da BRF. A avaliação de seu valor para baixo, no entanto, significou milhões de reais a menos em ações, para os acionistas da Sadia.

4.2.2 Processo de Fusão⁹

O acordo de associação para a fusão das empresas Sadia e Perdigão foi oficializado no dia 19 de maio de 2009. Foi firmado com a participação inicial das duas companhias abertas e da sociedade de participações HFF Participações S. A., a qual deterá a maioria das ações ordinárias de emissão da Sadia, viabilizando em operações sucessivas uma futura unificação das operações das duas companhias. Dessa associação resultará a BRF – Brasil *Foods* S. A., com sede social na cidade de Itajaí, Santa Catarina.

A celebração do Acordo de Associação foi autorizada pelos Conselhos de Administração da Perdigão e da Sadia, e seus termos foram submetidos à adesão dos acionistas da Sadia que virão a ser acionistas da HFF (Acionistas Aderentes HFF) com mais de 51% das ações ordinárias de emissão da empresa, e dos signatários do acordo de voto da Perdigão (Acionistas Aderentes Perdigão). O acordo ainda prevê a indicação à Perdigão, até a incorporação de ações da HFF, do conjunto de acionistas da Sadia que se obrigara a adquirir, direta ou indiretamente, as ações de emissão da Concórdia Financeira.

⁹ Fonte:

<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InformacoesEmpresas/FormConsultaDetalhePlantaoNot.asp?Data=19/05/2009&Sequencia=56>

As empresas atualmente mantêm suas marcas, porém o Acordo de Associação compreenderá na alteração da denominação de Perdigão para BRF, e a incorporação de ações da HFF pela BRF, que poderá seguir-se da incorporação da própria HFF pela BRF. Prevê ainda a reorganização societária da Sadia, HFF e Perdigão/BRF e a incorporação de ações da Sadia pela BRF. A incorporação das ações da HFF pela BRF estará condicionada a alienação, pela Sadia, para outra sociedade de participações sujeitas ao mesmo controle atual da Sadia, mediante aprovação dos órgãos societários competentes da Sadia, da totalidade das ações da Concórdia Holding Financeira S. A., sociedade controlada pela Sadia, a qual controla o Banco Concórdia S. A. e a Concórdia S. A. – Corretora de Valores Mobiliários, Câmbio e *Commodities*. E sujeita a comprovação pela HFF, de que é detentora de mais de 51% das ações ordinárias de emissão da Sadia.

A associação ainda prevê que a relação de substituição aplicável aos acionistas da HFF na incorporação de suas ações pela BRF será de 0,166247 ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária de emissão da HFF. Por ocasião da incorporação, o capital social da HFF será dividido em um número de ações igual ao número de ações ordinárias da Sadia de propriedade da HFF. Além de a Perdigão ter sua denominação alterada para BRF – Brasil *Foods* S. A., será deliberada a alteração de seu estatuto social para estabelecer que o número máximo dos membros que compõem o Conselho de Administração será de onze membros e implementar a estrutura de Co-Presidência no âmbito do Conselho de Administração, sendo eleitos três novos conselheiros, indicados pelos acionistas da HFF, sendo um deles para ocupar o cargo de Co-Presidente, com mandato até a Assembléia Geral ordinária da BRF em 2011. Já o estatuto social da Sadia irá aumentar o número máximo de membros de seu conselho para doze, sendo criada uma estrutura de Co-Presidência no âmbito do Conselho de Administração e será deliberada a substituição de alguns dos atuais membros que compõem o referido Conselho, de forma a assegurar que esse órgão passe a ser composto pelas mesmas pessoas que integrarão o Conselho de Administração da BRF, sendo um deles o Co-Presidente. O representante eleito em votação em separado pelos detentores de ações preferenciais na Assembléia Geral Ordinária de 27 de abril de 2009 será mantido no cargo. Subsequentemente, realizar-se-á a incorporação das ações da Sadia pela BRF, adotando-se uma relação de substituição correspondente a 0,132998 ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária ou preferencial de emissão da Sadia. As ações da BRF continuarão a ser

negociadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, bem como os seus *American Depositary Receipts* (ADRs) continuarão sendo negociados na *New York Stock Exchange* (NYSE). Os ADRs da Sadia serão convertidos em ADRs da BRF quando da incorporação das ações da Sadia para BRF, na proporção equivalente à incorporação de ações preferenciais. A BRF realizará, nestes termos, oferta pública de ações para captação de recursos no valor de R\$ 4 bilhões. Todo o acordo está sendo submetido à apreciação do CADE, SDE, SEAE e dos órgãos antitruste.

Em 18 de agosto de 2009¹⁰, a incorporação das ações ordinárias e preferenciais da Sadia pela BRF- Brasil *Foods* foi aprovada pelos acionistas das duas empresas. Com isso, a Sadia passou a ser subsidiária integral da BRF, mas as companhias permanecerão com operações e estrutura totalmente separadas até que o CADE se posicione sobre a fusão. Pelo acordo, vale ressaltar que 68% do capital da nova empresa ficará com os acionistas da Perdigão e 32% com os acionistas da Sadia, relação essa que será modificada com a compra da parte financeira da Sadia, que é o banco e corretora Concórdia.

4.2.3 O Nascimento da Brasil *Foods* – BRF

Ainda não há dados consolidados sobre a nova companhia, porém estudos indicam que ela desponta como uma das maiores do mundo no setor de alimentos, décima das Américas, com marcas fortes, diversidade de portfólio e exportação para mais de 110 países.

Com um faturamento aproximado de R\$ 25 bilhões, exportações em torno de R\$ 11 bilhões e um total aproximado de 120 mil funcionários, segundo estimativas, a nova companhia será a maior exportadora mundial de carnes processadas e a maior companhia de alimentos processados e congelados do Brasil.

¹⁰ Fonte: http://ri.sadia.com.br/ptb/1921/Fato_Relevante_Incorpora%E7%E3o_de_A%E7%F5es_180809.pdf

4.2.4 Possíveis Ganhos em Sinergia¹¹

As expectativas de ganhos em sinergia são grandes no longo prazo, segundo analistas. A Sadia e Perdigão irão formar a maior companhia de alimentos industrializados do Brasil, a décima maior das Américas e a número um do mundo no processamento de carne de frango. O mercado estima uma economia na ordem de R\$ 2 bilhões.

Dados consolidados do terceiro trimestre de 2009 já apontam para um lucro líquido de R\$ 211,4 milhões. Os resultados consolidam as empresas BRF Brasil *Food's* (antiga Perdigão) e Sadia S. A. (subsidiária integral) e suas controladas. Os resultados da Sadia passaram a ser consolidados integralmente a partir de julho de 2009. Este fato comprova um rápido retorno e ganho em sinergia da operação de fusão das companhias. O mercado aguarda uma comprovação desses ganhos em sinergia de forma mais efetiva após seis meses do processo de fusão.

¹¹ Fontes: <http://www.valoronline.com.br/?online/investimentos/12/5922582/brasil-foods-lucra-r-211,4-milhoes&scrollX=0&scrollY=223&tamFonte=> e <http://aeinvestimentos.limao.com.br/especiais/esp28783.shtm>

5. Avaliação de Empresas

5.1 Análise dos Múltiplos

5.1.1 Retorno Sobre o Capital Próprio (ROE)

A Demonstração de Resultados em anexo está com os dados trimestrais isolados. Todos os cálculos do autor desta monografia são referentes ao período anual consolidado, com exceção dos cálculos no primeiro trimestre de 2009. Portanto para o correto cálculo dos múltiplos consolidados serão somados os dados dos quatro trimestres do DRE para fornecer o cálculo anual condensado.

O ROE configura-se como um dos melhores indicadores de investimentos, apresentando os seguintes índices:

Tabela 1: Retorno Sobre o Capital Próprio

ROE	2008	2007	2006
Sadia	-6,048	0,237	0,153
Perdigão	0,013	0,100	0,056

Fonte: Elaborado pelo autor

Ambas apresentam uma drástica diminuição do ROE no ano de 2008. Podemos observar que o pior resultado ocorreu com a Sadia, comprovação que teremos mais à frente quando confrontarmos com suas operações com derivativos no mesmo ano. Já a Perdigão aumentou o ROE de 2006 para 2007 e caiu em 2008. Para compreendermos melhor, vamos calcular a margem líquida, o giro do ativo e o multiplicador de alavancagem financeira, pois o ROE é justamente calculado multiplicando-se esses fatores, segundo Ross, Westerfield, Jaffe (2007), chamado de sistema DuPont de análise financeira. Assim, veremos qual fator mais influenciou para sua queda.

A margem de lucro líquido reflete o quanto as despesas operacionais estão impactando na estrutura de custos das empresas, ou seja, indica o quanto a empresa está sendo eficiente na gestão de suas operações.

Tabela 2: Margem de Lucro Líquido

MLL	2008	2007	2006
Sadia	-0,204	0,070	0,047
Perdigão	0,004	0,041	0,019

Fonte: Elaborado pelo autor

Podemos observar o mesmo padrão de crescimento da margem de lucro líquido com o retorno sobre o capital próprio. De 2006 para 2007 ambas aumentam, mas caem de forma abrupta em 2008, com destaque da queda acentuada da Sadia, pois seu lucro líquido decresceu muito no período.

Os ativos da empresa têm que ser bem geridos para garantirem a sua solvência. Para verificar seu desempenho iremos calcular o giro do ativo que, dentro do sistema DuPont, faz parte do cálculo do ROE.

Tabela 3: Giro do Ativo

GA	2008	2007	2006
Sadia	0,893	1,203	1,048
Perdigão	1,173	1,190	1,264

Fonte: Elaborado pelo autor

Este índice indica a rapidez com que as vendas ocorrem, gerando receitas para a empresa e evitando custos na estocagem de materiais com o maior giro dos ativos. Caso esse índice seja elevado, os ativos estarão sendo gerados eficazmente em termos de geração de vendas. A Sadia apresentou um aumento de seu giro do ativo de 2006 para 2007, posteriormente tendo uma queda em 2008. A Perdigão se manteve praticamente constante, indicando uma certa constância na rapidez com que opera suas vendas em relação ao ativo total.

Para terminar o método DuPont de análise financeira analisaremos o multiplicador da alavancagem financeira, que é calculado pelo valor do passivo total dividido pelo patrimônio líquido, indicando o grau de seu endividamento.

Tabela 4: Multiplicador de Alavancagem Financeira

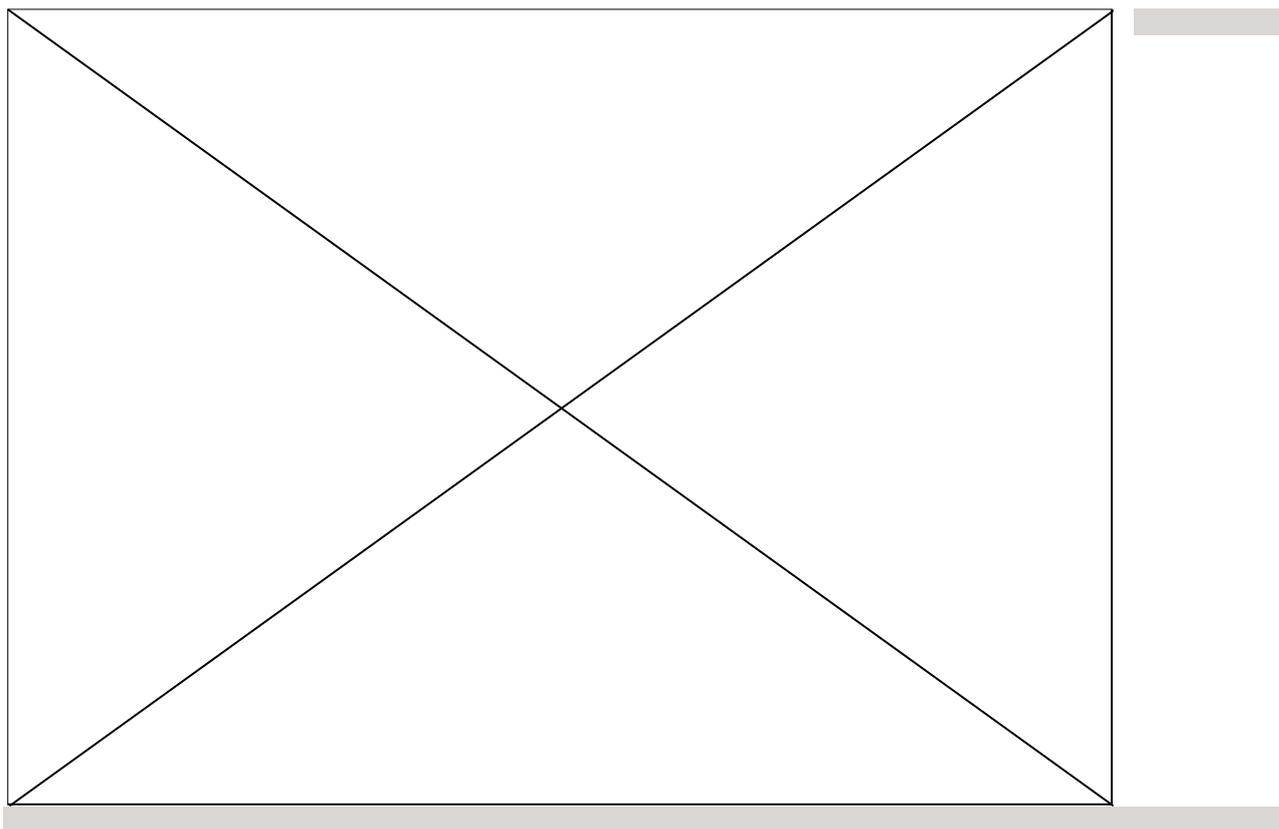
MAF	2008	2007	2006
Sadia	33,243	2,811	3,082
Perdigão	2,729	2,028	2,294

Fonte: Elaborado pelo autor

Podemos observar dois fatos relevantes. Primeiramente, a alavancagem financeira, devido ao endividamento da Sadia no ano de 2008, foi muito acentuada e será posteriormente relacionada com seu endividamento em aplicações de *swap* de derivativos. A Perdigão se manteve relativamente estável neste período. A segunda observação é que se multiplicarmos a Margem de Lucro Líquido, o Giro do Ativo e o Multiplicador de Alavancagem Financeira verificaremos o mesmo valor do ROE, realizando assim o método DuPont de análise. Podemos concluir desta análise que um dos fatores que mais influenciou a queda do ROE da Sadia foi seu grau de endividamento, evidenciado pelo alto valor do MAF em 2008.

5.1.2 Índices de Mercado

O valor de mercado das empresas Sadia e Perdigão para o cálculo dos próximos índices foi obtido com base na figura abaixo, pesquisado em 12 de dezembro de 2009, cujos valores são referentes a 15 de maio de 2009.

Figura 2: Valor de Mercado das Empresas¹²

De posse do valor da empresa, os próximos índices serão calculados para o primeiro trimestre de 2009, dois meses antes do anúncio do referido processo de fusão.

O Índice Preço/Lucro é calculado pelo valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelo lucro líquido. A partir do terceiro trimestre de 2009, as empresas já contabilizam seus balanços de forma conjunta.

Tabela 5: Índice Preço/Lucro

P/L	1ºT/2009
Sadia	-13,808
Perdigão	-0,033

Fonte: Elaborado pelo autor

¹² Fonte: <http://aeinvestimentos.limao.com.br/especiais/esp28783.shtm>

O índice indica uma desvalorização brutal do grupo Sadia no primeiro trimestre de 2009, com seu lucro líquido deficitário e com o valor da empresa na ordem de duas vezes menos o valor do grupo Perdigão.

O índice preço/vendas é recomendável para empresas com problemas, já que é calculado pelo valor de mercado do patrimônio líquido dividido pela receita líquida, não resultando nunca em um índice negativo. Para que nossos cálculos estejam coerentes com toda a análise proposta, o índice será dividido pela receita total bruta, e não líquida.

Tabela 6: Índice Preço/Vendas

P/V	1º T/2009
Sadia	1,153
Perdigão	2,438

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao observar a tabela 2 referente à margem de lucro líquido, verificaremos que as empresas que possuem maior margem líquida geram maior índice Preço/Vendas. Em 2008 a Perdigão diminuiu sua margem de lucro líquido, porém em comparação à Sadia seu índice continua maior, evidenciando em 2009 o mesmo padrão em relação à Sadia, pois seu índice preço/vendas é duas vezes maior.

O índice Preço/Valor Patrimonial é calculado dividindo-se o Valor de Mercado do Patrimônio Líquido pelo Valor Contábil do Patrimônio Líquido. Esse parâmetro indica quantas vezes o mercado está pagando pelo valor patrimonial da ação.

Tabela 7: Índice Preço/Valor Patrimonial

P/VP	1º T/2009
Sadia	18,644
Perdigão	1,908

Fonte: Elaborado pelo autor

Os índices indicam que a Sadia está sendo melhor avaliada pelo mercado do que a empresa Perdigão pelo índice Preço/Valor Patrimonial, no referido período. Porém, esse índice pode variar muito de um período para outro, pois reflete as expectativas do mercado.

A maioria dos índices calculados foram favoráveis a empresa Perdigão, hoje BRF Foods. Por apresentar uma situação financeira mais favorável, teve condições de entrar em acordo para uma associação com a Sadia, iniciando assim o processo de fusão e beneficiando-se por esta condição.

5.2 Análise das Aplicações com Derivados¹³

Para que se possa entender melhor sobre as aplicações com derivativos da empresa Sadia no ano de 2008, iremos reportar à análise de suas notas explicativas. Todas as tabelas a seguir foram retiradas pela pesquisa referente às notas explicativas número 23.

De acordo com a deliberação número 550 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM)¹⁴, as operações com derivativos exóticos (indexados ao dólar) podem ser exemplificadas de acordo com a tabela a seguir.

¹³ Fonte: http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_dfp.asp?arquivo=01884080.WFL&codcvm=018848&language=ptb

¹⁴ Fonte: <http://www.cvm.gov.br/port/snc/deli550.pdf>

Tabela 8: Modelo explicativo sobre o funcionamento dos derivativos.

	Valor em U\$	Taxa de Câmbio Contratada	Taxa de Câmbio do Vencimento	Resultado
(A) <i>Target Forward</i>	\$1.000,00	R\$ 2,00	R\$ 2,30	\$ -600,00
(B) <i>Target Forward</i>	\$1.000,00	R\$ 2,00	R\$ 1,70	\$300,00

Fonte: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/673.pdf>

Como pressuposto, sabe-se que as operações da Sadia com os instrumentos derivativos não envolviam desembolso inicial de caixa (notas explicativas de 2008). O princípio desses contratos está evidenciada na tabela acima. Supondo uma operação de venda de U\$ 1.000,00 a uma taxa de câmbio, no dia da operação, de R\$ 2,00. Na situação (A), no dia do vencimento do contrato, como a taxa de câmbio estava em R\$ 2,30, a Sadia deveria pagar o montante contratado (U\$ 1.000,00) mais duas vezes a diferença entre a taxa do dólar no dia do contrato e a taxa do dólar no vencimento, multiplicado pelo valor da operação. Na situação (B), no dia do vencimento do contrato, como a taxa de câmbio estava em R\$ 1,80, a Sadia receberia do banco emissor, o valor da diferença entre a taxa do dólar no dia do contrato e a taxa do dólar no vencimento, multiplicado pelo valor da operação. Pelos relatórios da administração, poderia existir ainda uma cláusula no contrato limitando o ganho da Sadia se a média da diferença, em período determinado, entre as taxas de contratação e de vencimento fosse de R\$ 0,50.

De acordo com as notas explicativas da Sadia em anexo B, os resultados com instrumentos derivativos de câmbio e *swap*, para o exercício findo em 31 de dezembro de 2008, geraram uma perda de R\$ 2.365.813, mais ou menos 2 milhões, (ganho de R\$191.622 no exercício de 2007), sendo uma perda líquida no montante de R\$2.551.255 contabilizada como resultado financeiro nas rubricas de resultado com instrumentos derivativos (perda de R\$14.977 no exercício de 2007) e um ganho no montante de R\$ 185.442 como resultado operacional na rubrica de receita operacional bruta (ganho de R\$206.599 no mesmo exercício de 2007). Esses são os dados oficiais

fornecidos pela Sadia em suas notas explicativas número 23, porém os principais meios de comunicação apontam para perdas totais em torno R\$ 2,5 bilhões de reais em 2008 e perdas trimestrais recordes de 2,04 bilhões de reais no último período do ano passado¹⁵.

Tais perdas precipitaram o acordo favorável à fusão, em consequência do endividamento da Sadia com essas operações de derivativos cambiais, chamada pela CVM de derivativos exóticos.

¹⁵ Fonte: <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,sadia-perde-r25-bi-em-2008-prejuizo-no-4o-tri-r2bi,346062,0.htm>

6. Conclusões

6.1 Comentários Finais

Através da comparação dos cálculos de múltiplos, podemos perceber que a empresa Sadia estava, desde 2007, com perdas financeiras em escala crescente, culminando no ano de 2008, com grandes perdas através de suas negociações com derivativos cambiais, principalmente indexadas ao dólar. Para que essas operações mal realizadas e seu progressivo endividamento não deixassem a empresa em uma situação ainda pior, com sérios riscos de ser vendida, as empresas Sadia e Perdigão finalmente entram em acordo de fusão e criam a BRF Brasil *Foods*. Porém, tal acordo parece ter sido mais favorável à Perdigão, que apresentava um melhor desempenho financeiro, pois pelo acordo inicial comentado no processo de fusão, 68% do capital da nova empresa ficará com os acionistas da Perdigão e 32% com os acionistas da Sadia.

Já que certos aspectos da avaliação com múltiplos não levam em consideração alguns riscos elevados como as aplicações em derivativos, esta monografia procurou relacionar as duas análises para a conclusão da efetivação do processo de fusão, que acabou salvando a Sadia e beneficiando as duas companhias.

O presente trabalho analisou as empresas Sadia e Perdigão utilizando a decomposição DuPont de análise financeira, os principais múltiplos de mercado nos anos de 2006 a 2008 e no primeiro trimestre de 2009, e as aplicações em derivativos da empresa Sadia no ano de 2008 que colaboraram para que fosse precipitado o processo de fusão.

Os resultados apresentaram coerência com relação aos fatos apresentados para o processo de fusão, corroborando para a presente análise.

6.2 Sugestões para Futuros Estudos

Para a efetiva análise dos ganhos em sinergia do processo de fusão, faz-se necessário estudos mais aprofundados ao término desse processo de associação, assim como uma melhor análise sobre a nova empresa agora fundida, estudando seus múltiplos e comparando-os com outras empresas do mesmo setor no Brasil e no exterior.

7. Referências Bibliográficas

BREALEY, Richard A & MYERS, Stewart C. **Fundamentos de administração financeira**. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2003.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2001.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

Damodaran, Aswath (1999). **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. 2. reimpressão. Rio de Janeiro: Qualitymark.

_____.(2001)

_____.(2002)

_____.(2003)

Damodaran, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. 2 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

Demirakos, E. G.; Strong, N.; Walker, M. (2004). “**What Valuation Models Do Analysts Use?**” In: Accounting Horizons, v. 18, n.4, p. 221-240.

Eberhart, Allan C. **A Comparison of Alternative Comparable Firm Classifications**. Journal of Investing. New York. V. 13. n. 2, p. 48-54. Summer 2004.

Famá, R.; Santiago Filho, J. L. (2001). “**Avaliação de Empresas Através de Múltiplos: Uma Comparação Entre As Empresas do Brasil e dos EUA**”. In: Seminários em Administração FEA/USP – SEMEAD V Anais. São Paulo: FEA/USP.

Fernandes, P. (2000). **Valoración de Empresas: Como Medir y Gestionar La Creación Del Valor**. Barcelona, 2 ed. Ediciones Gestión.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 7 ed. São Paulo: Bookman, 1997.

HULL, John. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. 2ed. Bolsa de Mercadorias e Futuros: São Paulo, 2000.

Kaplan, S. N.; Ruback, R. S. (1995). “**The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis**”. In: The Journal of Finance, v 50, n. 4, p. 1059 – 1093.

Kim, Moonchul; Ritter, Jay R. **Valuing IPOs**. Journal of Financial Economics. V. 53, Issue 3, p. 409-437, September 1999.

LIMA, Iran Siqueira. LOPES, Alexsandro Broedel. **Contabilidade e controle de operações com derivativos**. São Paulo: Pioneira. 1999.

Liu, J., Nissim, D.; Thomaz, J. **Equity Valuation Using multiples**. Journal of Accounting Research. V. 40, n1. March, 2002.

Ludkevitch, Iuri Filus. **Trajetórias de Crescimento dos Grupos Sadia e Perdigão: Um Estudo Comparativo**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Martelanc, Roy; Pasin, Rodrigo; Cavalcante, Francisco. **Avaliação de empresas: Um Guia para Fusões e Aquisições e Gestão de Valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

Morse, J. **Approaches to Qualitative-Quantitative Methodological Triangulation**, Nursing Research, 40 (1), 1991, p. 120-132.

Pasin, Rodrigo Maimone. **Avaliação Relativa de Empresas por Meio da Regressão de Direcionadores de Valor**. São Paulo, 2004. Dissertação (mestrado em administração) – Programa de pós Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Ross, Westerfield, Jaffe. **Princípios de Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas: 2007.

Silva, Luiz Walter Migueis. **Métodos de Avaliação de Empresas: Casos de Práticas Adotadas no Brasil**. Rio de Janeiro, 2006. Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Administração – Programa de Pós Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC.

SILVA NETO, Lauro de Araujo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

VERGARA, S.V. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**, 6 ed. São Paulo: Atlas, 2007

Sites Visitados:

<http://www.sadia.com.br/>

<http://www.perdigao.com.br/>

<http://www.cvm.gov.br/>

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u567495.shtml>, acessado em 19/05/2009.

<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InformacoesEmpresas/FormConsultaDetalhePlantaoNot.asp?Data=19/05/2009&Sequencia=56>, acessado em 25/05/2009.

http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1159465-9356,00-PERDIGAO+E+SADIA+ANUNCIAM+CRIACAO+DA+BRASIL+FOODS.html, acessado em 10/08/2009.

http://ri.sadia.com.br/ptb/1921/Fato_Relevante_Incorpora%E7%E3o_de_A%E7%F5es_180809.pdf, em 20/08/2009.

<http://www.fundamentus.com.br/balancos.php?papel=PRGA4&tipo=1>, acessado em 5/12/2009.

<http://www.perdigao.com.br/empresasperdigao/>, acessado em 5/12/2009.

<http://www.sadia.com.br/sobre-a-sadia/linha-do-tempo.jsp>, acessado em 6/11/2009.

<http://www.perdigao.com.br/empresasperdigao/cronologia.cfm>, acessado em 6/11/2009.

<http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=sdia4&x=777&y=75>, acessado em 07/12/2009.

[WWW.portaldoinvestidor.gov.br](http://www.portaldoinvestidor.gov.br), acessado em 20/11/2009.

<http://www.bmfbovespa.com.br/dxw/FrDXW.asp?site=B&mercado=18&razao=BRF-BRASIL FOODSS.A.&pregao=BRFFOODS&ccvm=16292&data=31/12/2008&tipo=2>, acessado em 07/12/2009.

<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>, acessado em 05/12/2009.

<http://www.chrinvestor.com/wp-content/uploads/2008/10/fluxo14.jpg>, acessado em 09/12/2009.

<http://www.chrinvestor.com/2008/10/15/o-perigo-dos-derivativos-cambiais/>, acessado em 9/12/2009.

<http://web.apligraf.com.br/>, acessado em 9/12/2009.

<http://www.bloomberg.com/>, acessado em 9/12/2009.

<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=1700&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/clearing1/cambio/cotacoes/taxacam bio.asp>, acessado em 9/12/2009.

http://www.estadao.com.br/economia/not_eco268374,0.htm, acessado em 9/12/2009.

<http://www.cabecadecuia.com/noticias/32198/votorantim-perde-r-22-bi-com-derivativos-.html>, acessado em 9/12/2009.

http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_dfp.asp?arquivo=01884080.WFL&codcvm=018848&language=ptb, acesso em 9/12/2009.

<http://www.valoronline.com.br/?online/investimentos/12/5922582/brasil-foods-lucra-r-211,4-milhoes&scrollX=0&scrollY=223&tamFonte=>, acesso em 12/12/2009.

<http://aeinvestimentos.limao.com.br/especiais/esp28783.shtm>, acessado em 12/12/2009.

<http://www.cvm.gov.br/port/snc/deli550.pdf>, acesso em 12/12/2009.

<http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/673.pdf>, acesso em 12/12/2009.

<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,sadia-perde-r25-bi-em-2008-prejuizo-no-4o-tri-r2bi,346062,0.htm>, acessado em 15/12/2009.

Anexos

Anexos A: Dados Históricos

Fundamentus	Balço Patrimonial Consolidado SADIA ¹⁶		
	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
Ativo Total	13.658.991	8.181.380	7.576.351
Ativo Circulante	7.637.176	4.564.016	4.666.649
Disponibilidades	3.509.328	2.369.309	2.421.475
Creditos	790.467	486.586	678.598
Estoques	1.851.020	1.168.936	1.084.454
Outros	1.486.361	539.185	482.122
Ativo Realizavel a Longo Prazo	1.539.782	530.791	520.676
Creditos Diversos	1.539.782	530.791	520.676
Creditos com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	0	0	0
Ativo Permanente	4.482.033	3.086.573	2.389.026
Investimentos	15.304	65.787	55.588
Imobilizado	4.199.901	2.938.214	2.199.399
Intangivel	138.113	0	0
Diferido	128.715	82.572	134.039
Passivo Total	13.658.991	8.181.380	7.576.351
Passivo Circulante	8.418.017	2.228.369	2.202.245
Emprestimos e Financiamentos	4.164.391	989.614	1.207.878
Debentures	0	0	0
Fornecedores	918.687	593.951	503.285
Impostos, Taxas e Contribuicoes	57.661	65.859	63.349
Dividendos a Pagar	3.901	135.666	59.420
Provisoes	123.029	182.128	129.348
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	3.150.348	261.151	238.965
Passivo Exigivel a Longo Prazo	4.776.135	3.007.892	2.914.784
Emprestimos e Financiamentos	4.384.745	2.688.115	2.677.542
Debentures	0	0	0
Provisoes	181.879	174.212	140.943
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0
Outros	209.511	145.565	96.299
Resultados de Exercicios Futuros	0	0	0
Part. de Acionistas Nao Controladores	53.955	0	0
Patrimonio Liquido	410.884	2.910.520	2.458.358
Capital Social Realizado	2.000.000	2.000.000	1.500.000
Reservas de Capital	0	20.507	5
Reservas de Reavaliacao	0	0	0
Reservas de Lucro	-97.064	896.710	966.089
Ajustes de Avaliacao Patrimonial	33.276	-6.697	-7.736
Lucros/Prejuizos Acumulados	-1.525.328	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0		

¹⁶ <http://www.fundamentus.com.br/balancos.php?paper=PRGA4&tipo=1>

Fundamentus

Balço Patrimonial Consolidado
Perdigão (BRF Brasil Foods)¹⁷

	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
Ativo Total	11.219.547	6.543.311	4.829.416
Ativo Circulante	5.985.143	3.768.208	2.845.033
Disponibilidades	1.976.004	1.773.656	1.120.495
Creditos	1.378.046	803.938	701.584
Estoques	1.688.995	865.147	736.654
Outros	942.098	325.467	286.300
Ativo Realizavel a Longo Prazo	597.134	254.318	238.705
Creditos Diversos	11.578	11.826	11.427
Creditos com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	585.556	242.492	227.278
Ativo Permanente	4.637.270	2.520.785	1.745.678
Investimentos	1.028	134.757	19.813
Imobilizado	2.918.458	2.136.918	1.570.342
Intangivel	1.545.732	0	0
Diferido	172.052	249.110	155.523
Passivo Total	11.219.547	6.543.311	4.829.416
Passivo Circulante	3.080.860	1.941.278	1.251.553
Emprestimos e Financiamentos	1.642.221	1.051.794	546.979
Debentures	4.185	0	0
Fornecedores	1.083.385	575.603	486.562
Impostos, Taxas e Contribuicoes	100.873	55.491	47.298
Dividendos a Pagar	32	44	4.212
Provisoes	104.378	79.834	71.108
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	145.786	178.512	95.394
Passivo Exigivel a Longo Prazo	4.027.373	1.376.054	1.433.981
Emprestimos e Financiamentos	3.717.616	1.214.069	1.287.073
Debentures	2.076	0	0
Provisoes	186.362	124.360	118.900
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0
Outros	121.319	37.625	28.008
Resultados de Exercicios Futuros	0	0	0
Part. de Acionistas Nao Controladores	696	0	0
Patrimonio Liquido	4.110.618	3.225.979	2.104.872
Capital Social Realizado	3.445.043	2.500.000	1.600.000
Reservas de Capital	0	0	0
Reservas de Reavaliacao	0	0	0
Reservas de Lucro	703.704	725.979	504.872
Ajustes de Avaliacao Patrimonial	-38.129	0	0
Lucros/Prejuizos Acumulados	0	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0		

¹⁷ <http://www.fundamentus.com.br/balancos.php?papel=PRGA4&tipo=1>

Fundamentos	Demonstrativo de Resultado - BRF Foods - Trimestres Isolados											
	31/12/2008	30/09/2008	30/06/2008	31/03/2008	31/12/2007	30/09/2007	30/06/2007	31/03/2007	31/12/2006	30/09/2006	30/06/2006	31/03/2006
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	3.576.131.584	3.467.461.688	3.251.025.920	2.846.699.008	2.276.033.024	1.933.358.976	1.794.512.000	1.784.696.960	1.908.028.928	1.576.027.008	1.392.625.984	1.229.079.040
Deduções da Receita Bruta	-517.724.928	-447.344.992	-418.268.000	-384.960.016	-363.848.000	-275.236.000	-264.583.008	-261.571.008	-295.246.016	-235.960.000	-191.380.992	-173.616.000
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	3.058.406.400	3.040.116.992	2.832.758.016	2.461.748.992	1.922.184.704	1.658.123.008	1.529.928.960	1.523.126.016	1.612.783.360	1.340.066.944	1.201.444.992	1.055.462.976
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.146.721.792	-2.363.934.080	-2.208.194.048	-1.925.300.992	-1.365.883.136	-1.163.408.000	-1.118.755.968	-1.112.040.960	-1.120.315.904	-989.598.976	-949.718.976	-806.025.984
Resultado Bruto	911.684.608	686.182.976	624.563.968	536.448.000	556.301.952	494.715.008	411.172.992	411.084.992	492.467.072	350.468.000	251.726.000	249.436.992
Despesas/Receitas Operacionais	324.705.024	-766.849.984	-1.959.518.976	-492.392.992	-465.210.944	-358.391.008	-311.129.984	-334.892.992	-418.766.080	-333.328.000	-288.404.992	-223.086.992
Com Vendas	-562.767.104	-473.683.008	-453.561.984	-401.104.992	-376.652.096	-309.737.984	-296.460.992	-296.121.984	-332.380.992	-279.720.000	-253.718.000	-205.034.000
Gerais e Administrativas	-37.399.000	-41.143.000	-36.323.000	-44.349.000	-23.715.000	-23.789.000	-22.596.000	-20.289.000	-21.925.000	-23.251.000	-18.525.000	-18.132.000
Financeiras	-383.862.016	-243.991.008	32.034.000	-34.529.000	-69.357.000	-20.795.000	5.643.000	-20.881.000	-66.663.000	-38.856.000	-19.508.000	-4.300.000
Outras Receitas Operacionais	-5.351.000	0	606.000	5.079.000	19.869.000	0	7.086.000	6.700.000	5.690.000	8.499.000	5.629.000	6.588.000
Outras Despesas Operacionais	1.314.084.096	-8.033.000	-1.502.274.048	-17.489.000	-15.356.000	-4.069.000	-4.812.000	-4.301.000	-3.487.000	0	-2.263.000	-2.219.000
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	1.236.368.992	-80.667.000	-1.334.955.008	44.055.000	91.090.976	136.324.000	100.043.000	76.192.000	73.701.000	17.140.000	-36.679.000	26.340.000
Resultado Não Operacional	-29.293.000	-5.866.000	-9.846.000	-3.503.000	-9.648.000	-4.151.000	-2.742.000	-3.347.000	-3.131.000	-1.276.000	418.000	-2.188.000
Resultado Antes Tributação/Participações	1.207.095.936	-86.533.000	-1.344.801.024	40.552.000	81.442.976	132.173.000	97.301.000	72.845.000	70.570.000	15.864.000	-36.261.000	24.152.000
Provisão para IR e Contribuição Social	-13.000	6.222.000	-34.859.000	-14.685.000	3.970.000	-23.889.000	-20.163.000	-6.223.000	33.479.000	-2.752.000	5.593.000	-9.904.000
IR Diferido	-296.467.936	64.316.000	501.139.008	29.703.000	22.617.000	-7.542.000	-2.657.000	1.807.000	22.333.000	11.302.000	4.524.000	-3.016.000
Participações/Contribuições Estatutárias	29.000	-9.307.000	-3.162.000	-4.452.000	-11.983.000	-6.859.000	-4.356.000	-3.994.000	-11.440.000	-70.000	834.000	-834.000
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Part. de Acionistas Não Controladores	-72.000	-75.000	-129.000	-109.000	1.507.000	-3.679.000	687.000	-1.698.000	-3.226.000	-2.908.000	-987.000	0
Lucro/Prejuízo do Período	910.551.936	-25.377.000	-881.811.968	51.009.000	97.554.016	90.204.000	70.812.000	62.737.000	111.716.000	21.436.000	-26.297.000	10.398.000

BRF Foods Perdigoão¹⁸

¹⁸ <http://www.fundamentus.com.br/balancos.php?papel=PRGA4&tipo=1>

Fundamentos	Demonstrativo de Resultado - SADIA - Trimestres Isolados											
	31/12/2008	30/09/2008	30/06/2008	31/03/2008	31/12/2007	30/09/2007	30/06/2007	31/03/2007	31/12/2006	30/09/2006	30/06/2006	31/03/2006
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	3.519.909.888	3.150.309.120	2.918.615.040	2.603.060.992	2.917.956.608	2.455.138.048	2.307.790.080	2.163.067.904	2.355.535.872	2.054.430.976	1.779.150.976	1.751.362.048
Deduções da Receita Bruta	-455.014.976	-361.838.016	-333.647.008	-312.753.984	-357.771.008	-304.798.016	-289.193.984	-268.999.008	-316.342.976	-259.744.000	-242.348.992	-245.343.008
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	3.064.895.488	2.788.471.040	2.584.967.936	2.290.307.072	2.560.186.368	2.150.340.096	2.018.596.968	1.894.068.992	2.039.193.088	1.794.686.976	1.536.802.048	1.506.018.944
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.280.326.144	-2.124.130.944	-1.968.686.976	-1.736.232.960	-1.653.946.880	-1.553.645.952	-1.498.903.040	-1.405.634.048	-1.451.271.936	-1.342.433.024	-1.219.820.032	-1.171.692.032
Resultado Bruto	784.569.984	664.339.968	616.281.024	554.073.984	706.238.976	596.694.016	519.692.992	488.435.008	587.921.024	452.254.016	316.982.016	334.327.008
Despesas/Receitas Operacionais	-3.286.757.120	-1.689.240.960	-480.231.008	-360.886.016	-514.516.992	-434.044.000	-385.007.008	-344.350.016	-319.064.000	-368.944.992	-323.856.000	-259.182.000
Com Vendas	-526.050.944	-443.222.016	-402.348.992	-355.444.992	-425.002.048	-369.643.008	-351.720.992	-317.896.000	-372.204.032	-334.180.000	-291.379.008	-289.231.008
Gerais e Administrativas	-44.305.000	-48.371.000	-35.297.000	-31.389.000	-29.691.000	-28.305.000	-23.863.000	-18.884.000	-20.725.000	-15.449.000	-19.243.000	-15.845.000
Financeiras	-2.702.913.024	-1.214.004.992	-12.174.000	36.756.000	-113.771.000	-11.696.000	59.845.000	29.035.000	12.896.000	-461.000	-56.546.000	103.982.000
Outras Receitas Operacionais	-12.305.000	0	0	12.305.000	1.896.000	0	0	4.896.000	58.877.000	0	0	0
Outras Despesas Operacionais	1.415.000	16.686.000	-30.411.000	-23.113.000	-40.606.000	-24.400.000	-12.100.000	-6.022.000	-20.970.000	-15.633.000	-3.262.000	-8.464.000
Resultado da Equivalência Patrimonial	-2.598.000	-329.000	0	0	92.657.000	0	-57.178.000	-35.479.000	23.062.000	-3.222.000	46.594.000	-49.624.000
Resultado Operacional	-2.502.187.008	-1.024.900.992	136.050.000	193.188.000	191.721.984	162.650.000	134.686.000	144.084.992	268.856.992	83.309.000	-6.874.000	75.145.000
Resultado Não Operacional	-875.000	10.157.000	-6.625.000	-2.657.000	155.160.992	-2.889.000	4.032.000	-1.511.000	-403.000	-1.500.000	-2.993.000	-887.000
Resultado Antes Tributação/Participações	-2.503.062.016	-1.014.744.000	129.425.000	190.531.008	346.883.008	159.760.992	138.718.000	142.574.000	268.454.016	81.809.000	-9.867.000	74.258.000
Provisão para IR e Contribuição Social	-8.195.000	-9.937.000	-3.628.000	-4.715.000	-72.758.000	14.118.000	-17.244.000	-697.000	451.000	-5.444.000	-735.000	-5.239.000
IR Diferido	458.506.048	247.876.992	-7.472.000	30.322.000	19.897.000	14.550.000	-12.070.000	-45.732.000	-46.257.000	-7.468.000	27.887.000	-2.367.000
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Part. de Acionistas Não Controladores	10.532.000	-574.000	1.587.000	-1.287.000	1.098.000	-77.000	-29.000	24.000	292.000	215.000	288.000	311.000
Lucro/Prejuízo do Período	-2.042.219.008	-777.377.984	119.912.000	214.851.008	295.120.000	188.352.000	109.375.000	96.169.000	222.940.000	69.112.000	17.573.000	66.963.000

Fundamentus	Balço Patrimonial - SADIA	
	30/06/2009	31/03/2009
Ativo Total	10.346.205	11.377.790
Ativo Circulante	4.638.116	5.318.083
Disponibilidades	1.759.726	2.206.309
Creditos	627.575	559.013
Estoques	1.658.611	1.720.965
Outros	592.204	831.796
Ativo Realizavel a Longo Prazo	1.289.980	1.570.588
Creditos Diversos	1.289.980	1.570.588
Creditos com Pessoas Ligadas	0	0
Outros	0	0
Ativo Permanente	4.418.109	4.489.119
Investimentos	14.716	15.184
Imobilizado	4.177.577	4.218.207
Intangivel	134.101	135.194
Diferido	91.715	120.534
Passivo Total	10.346.205	11.377.790
Passivo Circulante	5.951.244	7.009.940
Emprestimos e Financiamentos	4.425.116	4.272.166
Debentures	0	0
Fornecedores	889.313	876.485
Impostos, Taxas e Contribuicoes	80.026	59.436
Dividendos a Pagar	830	832
Provisoes	164.228	125.682
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0
Outros	391.731	1.675.339
Passivo Exigivel a Longo Prazo	3.893.920	4.140.280
Emprestimos e Financiamentos	3.503.567	3.734.866
Debentures	0	0
Provisoes	195.178	185.638
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0
Outros	195.175	219.776
Resultados de Exercicios Futuros	0	0
Part. de Acionistas Nao Controladores	41.811	50.601
Patrimonio Liquido	459.230	176.969
Capital Social Realizado	2.000.000	2.000.000
Reservas de Capital	0	0
Reservas de Reavaliacao	0	0
Reservas de Lucro	-97.064	-97.064
Ajustes de Avaliacao Patrimonial	-25.507	38.557
Lucros/Prejuizos Acumulados	-1.418.199	-1.764.524
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0

20

Fundamentus	Demonstrativo de Resultado - SADIA - Trimestres Isolados	
	30/06/2009	31/03/2009
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	2.974.749.952	2.862.534.912
Deduções da Receita Bruta	-402.004.000	-404.401.984
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	2.572.745.984	2.458.132.992
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-	-
	2.001.831.936	2.071.896.064
Resultado Bruto	570.913.984	386.236.992
Despesas/Receitas Operacionais	148.667.008	-705.078.976
Com Vendas	-400.545.984	-413.772.992
Gerais e Administrativas	-38.754.000	-37.899.000
Financeiras	606.504.000	-260.040.992
Outras Receitas Operacionais	0	7.869.000
Outras Despesas Operacionais	-19.215.000	-1.000.000
Resultado da Equivalência Patrimonial	678.000	-235.000
Resultado Operacional	719.580.992	-318.841.984
Resultado Não Operacional	0	0
Resultado Antes	719.580.992	-318.841.984
Tributação/Participações		
Provisão para IR e Contribuição Social	-179.652.000	-5.136.000
IR Diferido	-197.158.000	79.864.000
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0
Part. de Acionistas Não Controladores	3.554.000	4.918.000
Lucro/Prejuízo do Período	346.324.992	-239.196.000

21

²¹ <http://www.fundamentus.com.br/balancos.php?papel=PRGA4&tipo=1>

Fundamentus	Balço Patrimonial - BRF Foods		
	30/09/2009	30/06/2009	31/03/2009
Ativo Total	25.518.198	10.407.220	10.892.799
Ativo Circulante	11.048.468	5.138.908	5.658.990
Disponibilidades	4.124.725	1.432.715	1.803.166
Creditos	2.122.087	1.144.056	1.315.340
Estoques	3.379.894	1.531.254	1.604.062
Outros	1.421.762	1.030.883	936.422
Ativo Realizavel a Longo Prazo	2.190.705	565.787	625.226
Creditos Diversos	13.275	11.019	10.257
Creditos com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	2.177.430	554.768	614.969
Ativo Permanente	12.279.025	4.702.525	4.608.583
Investimentos	3.457.503	1.028	1.028
Imobilizado	6.988.907	3.004.861	2.899.278
Intangivel	1.617.074	1.542.471	1.544.685
Diferido	215.541	154.165	163.592
Passivo Total	25.518.198	10.407.220	10.892.799
Passivo Circulante	5.568.896	2.989.317	3.121.963
Emprestimos e Financiamentos	2.881.150	1.562.959	1.799.594
Debentures	4.178	4.178	4.186
Fornecedores	1.794.192	1.062.923	1.018.250
Impostos, Taxas e Contribuicoes	165.590	103.016	71.525
Dividendos a Pagar	856	31	32
Provisoes	378.138	128.605	107.500
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	344.792	127.605	120.876
Passivo Exigivel a Longo Prazo	6.773.111	3.404.587	3.890.924
Emprestimos e Financiamentos	6.123.768	3.145.391	3.599.737
Debentures	0	0	2.078
Provisoes	255.311	162.489	187.327
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0
Outros	394.032	96.707	101.782
Resultados de Exercicios Futuros	0	0	0
Part. de Acionistas Nao Controladores	4.486	1.044	819
Patrimonio Liquido	13.171.705	4.012.272	3.879.093
Capital Social Realizado	12.465.193	3.445.043	3.445.043
Reservas de Capital	0	0	0
Reservas de Reavaliacao	0	0	0
Reservas de Lucro	657.171	724.463	718.876
Ajustes de Avaliacao Patrimonial	-44.890	-39.816	-43.688
Lucros/Prejuizos Acumulados	94.231	-117.418	-241.138
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0

22

Fundamentos	Demonstrativo de Resultado - BRF Foods - Trimestres Isolados		
	30/09/2009	30/06/2009	31/03/2009
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	6.166.593.024	3.124.094.976	3.035.462.912
Deduções da Receita Bruta	-873.017.024	-421.113.984	-432.414.016
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	5.293.576.192	2.702.981.120	2.603.048.960
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-	-	-
	4.191.357.952	2.110.169.984	2.067.995.008
Resultado Bruto	1.102.217.984	592.811.008	535.054.016
Despesas/Receitas Operacionais	-863.747.008	-425.816.992	-652.588.992
Com Vendas	-981.588.992	-543.891.968	-488.492.000
Gerais e Administrativas	-62.303.000	-37.236.000	-42.465.000
Financeiras	222.739.008	167.564.000	-100.316.000
Outras Receitas Operacionais	48.757.000	35.832.000	99.859.000
Outras Despesas Operacionais	-93.047.000	-48.085.000	-121.175.000
Resultado da Equivalência Patrimonial	1.696.000	0	0
Resultado Operacional	238.471.008	166.994.000	-117.535.000
Resultado Não Operacional	0	0	0
Resultado Antes	238.471.008	166.994.000	-117.535.000
Tributação/Participações			
Provisão para IR e Contribuição Social	-39.447.000	-12.278.000	-8.646.000
IR Diferido	14.403.000	-25.317.000	-99.634.000
Participações/Contribuições Estatutárias	-7.086.000	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0
Part. de Acionistas Não Controladores	5.020.000	-92.000	-151.000
Lucro/Prejuízo do Período	211.360.992	129.307.000	-225.966.000

23

Anexo B: Notas Explicativas número 23 da Sadia, em dezembro de 2008

Em 31 de dezembro de 2008 e 2007, os valores nominais, taxas contratadas e os valores a receber e a pagar, em aberto, bem como o respectivo valor justo, são demonstrados a seguir:

	Consolidado			Valor Justo R\$ mil
	31/12/08			
	Valor Base		Taxa	
	Original US\$ mil	Original R\$ mil		
<u>Contrato de troca de taxa</u>				
Swap range accrual – US\$	200.000	-	<i>Libor</i> x Pré	(66.746)
Swap de taxa CDI x CDI	100.000	-	CDI x CDI	99
Total a valor justo				(66.647)

	Valores em R\$ mil		
	realizado	A realizar	Total
Valores a receber	260.440	82.723	343.163
Valores a pagar	4.909	66.746	71.655

	Consolidado			Valor Justo R\$ mil
	31/12/07			
	Notional		Taxa	
	Original US\$ mil	Exposto US\$ mil		
<u>Contrato de troca de taxa</u>				
Swap de taxas CDI x Pré	3.157	3.157	CDI x Pré	(6)
Swap range accrual – US\$	450.000	450.000	<i>Libor</i> x Pré	(42.335)
Total a valor justo				(42.341)

	Valores em R\$ mil		
	realizado	A realizar	Total
Valores a receber	6.164	-	6.164
Valores a pagar	9.290	42.341	51.631

24

²⁴ http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_dfp.asp?arquivo=01884080.WFL&codcvm=018848&language=ptb

A tabela a seguir apresenta os valores contábeis e os valores justos estimados dos instrumentos financeiros da Companhia em 31 de dezembro de 2008 e 2007. O valor justo de um instrumento financeiro é a quantia pela qual o instrumento poderia ser transacionado, entre partes interessadas, na atualidade.

	Consolidado			
	2008		2007	
	Contábil	Mercado	Contábil	Mercado
Caixa e equivalentes de caixa	2.163.998	2.163.998	680.655	680.655
Aplicações financeiras - Moeda nacional	1.180.560	1.180.560	971.423	971.423
Aplicações financeiras - Moeda estrangeira	435.102	435.102	1.211.583	1.211.583
Contas a receber	799.567	799.567	493.698	493.698
Estoques	1.851.020	1.851.020	1.168.936	1.168.936
Empréstimos e financiamentos – Circulante	4.164.391	4.148.909	980.327	980.327
Empréstimos e financiamentos – Não circulante	4.384.745	4.092.770	2.688.115	2.697.648
Fornecedores	918.687	918.687	593.951	593.951
Contratos futuros, líquidos	(1.963.735)	(1.963.735)	80.401	80.401

Endividamento financeiro

	Consolidado					
	2008			2007		
	Moedas			Moedas		
	Nacional	Estrangeira	Total	Nacional	Estrangeira	Total
Ativo						
Caixa e equivalentes de caixa	91.864	2.072.134	2.163.998	199.971	480.684	680.655
Aplicações financeiras - CP	910.228	435.102	1.345.330	791.312	1.211.583	2.002.895
Valores a receber de contratos futuros - curto prazo	99	813.220	813.319	-	149.675	149.675
Total do circulante	1.002.191	3.320.456	4.322.647	991.283	1.841.942	2.833.225
Aplicações financeiras - LP	270.332	-	270.332	180.111	-	180.111
Total do não circulante	270.332	-	270.332	-	-	180.111
Total ativo	1.272.523	3.320.456	4.592.979	1.171.394	1.841.942	3.013.336
Passivo						
Financiamentos de curto prazo	1.948.916	2.215.475	4.164.391	413.062	567.265	980.327
Valores a pagar de contratos futuros - curto prazo	-	2.777.054	2.777.054	46.865	22.409	69.274
Valores nominais contratos swap - curto prazo	-	-	-	9.376	(9.376)	-
Total do circulante	1.948.916	4.992.529	6.941.445	469.303	580.298	1.049.601
Financiamentos de longo prazo	1.485.474	2.899.271	4.384.745	869.034	1.819.081	2.688.115
Total do não circulante	1.485.474	2.899.271	4.384.745	869.034	1.819.081	2.688.115
Total passivo	3.434.390	7.891.800	11.326.190	1.338.337	2.399.379	3.737.716
Dívida líquida financeira	(2.161.867)	(4.571.344)	(6.733.211)	(166.943)	(557.437)	(724.380)

²⁵

²⁵ http://ri.sadia.com.br/modulos/arquivo_dfp.asp?arquivo=01884080.WFL&codcvm=018848&language=ptb