

DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE UM FRIGORÍFICO

FINANCIAL PERFORMANCE OF A MEATPACKING COMPANY

DESEMPEÑO ECONOMICO FINANCIERO DE UNA EMPRESA MATADERO

Simone Sehnem

Professora na Universidade do Oeste de Santa Catarina (UNOESC)

Doutora em Administração - UNIVALI

Endereço: R. Getúlio Vargas, n. 2125, Flor da Serra, CEP: 89600-000. Joaçaba, SC, Brasil

Telefone: (49) 3551-2000

E-mail: simonesehnem_adm@yahoo.com.br

Augusto Fischer

Professor na Universidade do Oeste de Santa Catarina (UNOESC)

Doutor em Administração - USP

Endereço: R. Getúlio Vargas, n. 2125, Flor da Serra, CEP: 89600-000. Joaçaba, SC, Brasil

Telefone: (49) 3551-2000

E-mail: augusto.fischer@unoesc.edu.br

Frederico Turolla

Professor do Mestrado e Doutorado em Administração na ESPM

Doutorado em Economia de Empresas - FGVÉ

Endereço: R. Dr. Álvaro Alvim, n. 123, Vila Mariana, CEP: 04018-010. São Paulo, SP, Brasil

Telefone: (11) 5085-4500

E-mail: fturola@espm.br

Thiago Augusto Duarte

Professor na Universidade Alto Vale do Rio do Peixe - Uniarp

Mestre em Administração - Universidade do Sul de Santa Catarina (Unisul)

Endereço: Av. Carlos Maester, Bairro das Nações, CEP: 89580-000. Fraiburgo, SC, Brasil

Telefone: (47) 3622-6696

E-mail: tad_adm@hotmail.com

Artigo recebido em 17/05/2015. Revisado por pares em 16/06/2015. Reformulado em 06/11/2015. Recomendado para publicação em 10/12/2015 por Ademir Dutra (Editor Científico). Publicado em 24/12/2015. Avaliado pelo Sistema *double blind review*.



RESUMO

O trabalho consiste em analisar o desempenho econômico, financeiro e de mercado do Grupo Marfrig S.A. No que diz respeito à forma de abordagem do problema, a presente pesquisa trabalha sob o enfoque quantitativo e classifica-se em uma pesquisa de cunho descritivo. O valor da empresa cresceu no período de 2007 a 2014 e as sinergias operacionais, mensuradas pela performance operacional e metas de EBITDA, tiveram substanciais variações, decorrentes, em parte, do intenso investimento em aquisições e arrendamentos no período e posterior venda de ativos no ano de 2012. Conclui-se que o Grupo Marfrig S.A. é uma empresa que adotou uma estratégia de expansão pautada nas aquisições e que, sobremaneira, tem apresentado resultados com oscilações substanciais, o que tem afetado o valor de sua ação no mercado, sua volatilidade e risco.

Palavras-chave: Fusões e aquisições; Indicadores de mercado; Desempenho econômico financeiro.

ABSTRACT

The paper analyzes the economic, financial and market performance of the Marfrig Group SA. The approach to the problem was quantitative and it is a descriptive research. Regarding to the procedures, we carried out an analysis of the economic and financial performance from data available in the Economatic. Substantial variations arose in part from the intense investment in acquisitions and leases during the period and subsequent sale of assets in 2012. The findings point that the Marfrig Group SA is a company that has adopted an acquisition-based expansion strategy and which has presented results with substantial fluctuations, which has affected the shares market value, volatility and risk.

Keywords: Mergers and acquisitions; Performance indicators; Meat packing industry; Brazil.

RESUMEN

Este trabajo consiste en analizar el desempeño económico, financiero y de mercado del Grupo Marfrig S.A. Con relación a forma de abordaje del problema, esta investigación trabaja bajo el enfoque cuantitativo y es clasificada como descriptiva. El valor de la empresa ha crecido en el período de 2007 hasta 2014 y las sinergias operacionales mensuradas por la performance operacional y metas de EBITDA, tuvieron substanciales variaciones, en parte consecuentes del intenso investimento en adquisiciones y arrendamientos en el período y posterior venda de activos en el ano de 2012. Se concluye que el Grupo Marfrig S.A. es una empresa que he adoptado una estrategia de expansión pautada en las adquisiciones, y que, sobremanera, tiene presentado resultados con oscilaciones substanciales, que han afectado el valor de su acción en el mercado, su volatilidad y riesgo.

Palabras-clave: Fusiones y adquisiciones; Indicadores de mercado; Desempeño económico financiero.

1 INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições são consideradas atividades de destaque na reconfiguração e transformação das relações empresariais ao longo do Século XX. Nos anos 80 e 90, a quarta e a quinta onda de fusões e aquisições, respectivamente, resultaram na intensificação da união ou combinação entre empresas, que ganharam dimensões globais (JOVANOVIC; ROUSSEAU, 2002). No cenário atual, para a empresa manter-se competitiva em muitos setores, a escala de produção, a internacionalização e a representatividade da empresa, no seu setor de atuação, são variáveis que parecem influenciar nos ganhos de competitividade, além de impactar positivamente na melhoria do desempenho e na geração de riquezas. Pautadas nestes aspectos, muitas empresas optam pelas aquisições e fusões para atingirem uma capacidade produtiva maior e tornarem-se mais robustas. Neste sentido, Cartwright e Cooper (2001 apud SILVA *et al.*, 2009) identificam duas razões para a aquisição de uma empresa. Uma está ligada à maximização de valor da empresa e a outra a fortes motivações do corpo diretivo, geralmente associadas à razão anterior. Cano (2002) destaca que os fatores que impulsionam as fusões e aquisições estão vinculados à acumulação de capital, inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição, que levam à pressão pela eliminação de concorrentes, assim como à abertura de novos mercados. Ainda, o capital financeiro monopolista organizado na forma de sociedades anônimas, o aumento da intervenção estatal na economia e o desenvolvimento do mercado bancário de capitais motivam a criação de megacorporações. André, Kooli e L'Her (2004) destacam os determinantes que influenciam os retornos de longo prazo posteriores às fusões e aquisições: forma de pagamento; atitude do comprador; perfil da transação, se local ou internacional; foco na especialização ou na diversificação; e ocorrência da transação dentro ou fora de uma onda de fusões e aquisições.

Camargos e Barbosa (2008) salientam que, por meio das fusões e aquisições, as empresas conseguem se expandir rapidamente, conquistar novos mercados, obter maior racionalidade produtiva, fomentar as economias de escala e ter acesso a ativos complementares. Das vantagens elencadas, a rapidez de expansão ganha destaque. É uma opção mais rápida, diferentemente do processo orgânico, o qual costuma ser mais lento (ROCHMAN; ARBELECHE, 2009). Possivelmente estas vantagens conduzem à ampliação da quantidade de empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições. Dados da *KPMG Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

Corporate Finance (2011) apresentam recorde em 2010, pois foram realizadas 726 operações, sendo registrado, no ano de 2007, 699, e em 2009 foram 454. A variação de 2009 para 2010 significou elevação em 60%. Números significativos como estes e seus reflexos provocados no cenário econômico financeiro expressam a relevância em estudar fusões e aquisições. Fato de destaque nas informações da KPMG é a condição setorial em que essas fusões e aquisições ocorreram, apresentando respectivamente Tecnologia da Informação (85 processos); Alimentos, Bebidas e Fumo (42); Imobiliário (41); Energia (35); e Óleo e Gás (34 acordos).

Conforme Bressan e Bressan (2008), o fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de crescimento no país, com o aumento do investimento e a criação de empregos diretos e indiretos. Alinhado ao momento econômico do Brasil, o setor alimentício apresenta intensa reconfiguração de seus atores. Neste sentido, Caleman, Sproesser e Zylbersztajn (2008) afirmam que o agronegócio brasileiro é um setor de grande relevância para a economia brasileira. A riqueza gerada por este setor pode ser mensurada pelos valores alcançados pelo seu Produto Interno Bruto (PIB), pela sua contribuição para o PIB nacional, pela participação do setor na balança comercial brasileira (fruto dos ganhos observados com a exportação de produtos agropecuários) e, também, pela oferta de empregos.

Todavia, Camargos e Barbosa (2008) enfatizam que o nível de risco e incerteza, assim como o elevado grau de complexidade permeiam essas operações, o que gera ausência de consenso acadêmico sobre ganhos (sinergias) e criação de valor. Assim, uma indagação que surge consiste em como mensurar a geração de sinergias ao final do processo de fusão e/ou aquisição. Uma das possibilidades que se apresenta é a avaliação do desempenho das empresas envolvidas, em termos econômico-financeiros, haja vista que diferentes resultados podem ser obtidos pós-fusão e estão alicerçados na capacidade dos gestores e das empresas em adicionar valor aos seus negócios. Além disso, a Teoria de Finanças apresenta um conjunto de técnicas e ferramentas para a análise das sinergias operacionais e da criação de valor para os acionistas. Uma das mais utilizadas na elaboração de trabalhos científicos internacionais é o Q de Tobin (QT), desenvolvido por Tobin e Brainard no ano de 1968, que sintetiza o valor que uma empresa criou em relação ao que nela foi investido. Dentre as várias medidas utilizadas como *proxy* do QT está o índice Valor

de Mercado/Valor Patrimonial (VM/VP) e o Valor da Firma ou *FirmValue*(FV) (CAMARGOS; BARBOSA, 2008).

Assaf Neto (2003) acrescenta que o uso de medidas centradas no valor traz a vantagem de enquadrar a administração da empresa aos objetivos dos acionistas, reduzindo os conflitos de agentes e oferecendo melhores práticas de governança corporativa. Com o intuito de analisar a ocorrência ou não de ganhos pós-processo de fusão e aquisição (F&A), são constituídos estudos pautados em alguns elementos de análise. Neste sentido, observam-se estudos apoiados na Hipótese da Criação de Valor para o Acionista (HCVA) e na Hipótese de Eficiência do Mercado (HEM), Índices de Rentabilidade do Patrimônio Líquido associados a indicadores de sinergias operacionais.

O objetivo deste artigo consiste em analisar o desempenho econômico e financeiro e de mercado do frigorífico Marfrig a partir dos dados da BM&FBOVESPA em uma série histórica que compreende um período de 8 anos, à luz das aquisições efetuadas pelo mesmo. A intenção é verificar se os processos de aquisição efetuados pelo grupo Marfrig resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Neste trabalho, além destas medidas de criação de valor, foram utilizadas variáveis sinalizadoras das sinergias operacionais, isto é, indicadores de liquidez, indicadores de ciclo, indicadores de rentabilidade e indicadores de mercado.

A justificativa para a escolha do caso está associada à característica peculiar que a Marfrig possui: o fato de ser a primeira multinacional brasileira do setor do agronegócio e que fez, em média, uma aquisição a cada 45 dias no período de 2009 a 2011. Portanto, refere-se a uma empresa que foi formada por meio da aquisição de outras que atuavam sob diferentes estratégias, políticas, culturas e valores (SEHNEM, 2011). Nos últimos dois anos, a empresa passou por um processo de venda de unidades industriais.

O artigo tem a seguinte estrutura: após esta introdução, a seção 2 apresenta os conceitos e teorias relacionadas a fusões e aquisições, e descreve alguns estudos que foram efetuados sobre a temática. A seção 3 apresenta a descrição da metodologia da pesquisa e a seção 4 descreve os resultados obtidos a partir da análise dos indicadores da empresa. Encerra-se com as considerações finais na seção 5, seguida das referências.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Aquisição consiste em uma estratégia por meio da qual duas firmas concordam em integrar suas operações em bases relativamente co-iguais, porque têm recursos e capacidades que, juntos, podem criar uma forte vantagem competitiva (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005). Conforme Camargos e Barbosa (2008), a aquisição pode ser feita por meio da compra de ações ou ativos. Seu pagamento pode ser em dinheiro, ações ou outros títulos, com o trâmite sendo realizado via bolsa de valores, via oferta privada de aquisição da administração da empresa adquirente à administração ou ao conselho de administração da empresa-alvo, ou mediante uma oferta pública de aquisição (*tender offer*) feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da empresa alvo, em uma oferta para comprar determinado número de ações a um preço específico e em uma data estipulada. Este processo deve ser consolidado em conformidade com os objetivos estratégicos das organizações e é necessário identificar qual tipo de aquisição será capaz de atender os já mencionados objetivos. Para tanto, a administração da empresa precisa decidir se a aquisição será horizontal, vertical ou em conglomerado.

A aquisição horizontal consiste na união entre organizações atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes (CAMARGOS; BARBOSA, 2004). Apresenta, como benefício, o aumento do poder de mercado de uma organização pela exploração de sinergias baseadas no custo e nas receitas (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005). As aquisições verticais são resultantes da união entre organizações que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores; ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores (CAMARGOS; BARBOSA, 2004). Este tipo de aquisição faz com que a empresa torne-se verticalmente integrada, passando a controlar partes adicionais da cadeia de valor (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005). As aquisições em conglomerado consistem naquelas que envolvem organizações em ramos de atividade não relacionados, cujo principal objetivo, na maioria das vezes, é a diversificação de investimentos, visando à redução dos riscos e aproveitar oportunidades de investimento (CAMARGOS; BARBOSA, 2004).

Conforme Jensen (2001), o trâmite de concretizar uma fusão e/ou aquisição afeta a distribuição da riqueza gerada pelas empresas e a estrutura de propriedade, resultando em novos arranjos organizacionais, isto é, a governança corporativa; e de mercado, ou seja, a economia. Envolve os incentivos para que os participantes se empenhem para atingir os objetivos traçados (agência); está associado à forma de se

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

conduzir o negócio (estratégia organizacional) e, sobremaneira, ocorre visando a maximizar o interesse dos seus proprietários ou acionistas (criação de riqueza) por meio da maximização do valor da empresa no mercado. Ao que se refere a ganhos de valor para as empresas ou para os acionistas, a literatura não é unânime. Neste sentido, os estudos de Matias e Pasin (2001), Camargos e Barbosa (2008), Silva *et al.* (2009), Gomes, Aidar e Videira (2006), Kayo, Patrocínio e Martim (2008) expressam efeitos positivos após ao processo de fusões e aquisições. Porém, na análise de desempenho de longo prazo (36 meses após o evento) das fusões e aquisições em países latino-americanos, observados por Rochman e Arbeleche (2009), os resultados revelaram evidências claras de retornos anormais de longo prazo negativos e significativos para México e Argentina; enquanto para Chile observam-se retornos anormais de longo prazo positivos e significativos. Esta variação dos resultados das pesquisas pode ser influenciada pelo setor analisado, contexto econômico do país, tempo de análise e considerações teóricas utilizadas para o exame.

Para Pinto Jr. e Iooty (2005), a literatura sobre fusões e aquisições divide-se em vertente de finanças e economia industrial. A primeira dedica-se a examinar o desempenho das empresas considerando o comportamento do preço de suas ações. Já a economia industrial observa dados contábeis como lucratividade, rentabilidade e comportamento das vendas para avaliar o desempenho obtido com as fusões e aquisições. Camargos e Barbosa (2007) observam que, na literatura econômico-financeira, os aspectos relativos ao impacto dos processos de fusões e aquisições indicam que, de maneira geral, os retornos anormais das firmas adquiridas são elevados e positivos, ao passo que os anormais das firmas adquirentes são próximos de zero. Apoiados na hipótese da criação de valor para o acionista (HCVA) e na hipótese de eficiência do mercado (HEM) desenvolveram estudo considerando as firmas negociadas no período de 1994 e 2001 na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Concluíram que as fusões e aquisições não proporcionaram, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas, ou seja, não resultaram na criação de valor para esses últimos.

Além disso, Camargos e Barbosa (2008) sistematizaram as correntes teóricas que discutem a eficiência e os ganhos em fusões e aquisições a partir dos escritos de Weston (1994), sendo: a) *hipótese da eficiência*: associada à melhoria do desempenho da empresa, a maneira de como produzir uma empresa mais eficiente e a obtenção de algum tipo de sinergia; b) *hipótese da informação*: diz respeito a um efeito de curto prazo causado na

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

cotação das ações das empresas envolvidas no mercado, que tenta incorporar ao preço o resultado ou o desdobramento da união; c) *teoria da agência*: fusões e aquisições podem contribuir para amenizar os problemas e custos de agência; d) *poder de mercado*: obtido pelo aumento da concentração e motivado pelos ganhos de monopólio; e) *impostos*: fusões e aquisições permitem a obtenção de ganhos tributários. Sobretudo, a decisão de realizar um processo de fusão e/ou aquisição está vinculada a um rol das decisões de investimento, sob uma perspectiva de expandir, diversificar ou aproveitar oportunidades de negócio. É uma decisão complexa e trabalhosa, que demanda um planejamento minucioso e uma execução bem controlada, cujos objetivos geralmente estão relacionadas à obtenção de ativos e recursos que aumentem a participação e o valor de mercado, resultando, assim, na potencial criação de valor para as empresas e seus acionistas (CAMARGOS; CAMARGOS, 2010).

A literatura científica apresenta diversos estudos que abordam a temática das fusões e aquisições. Dentre estes, destacam-se o estudo de Rocha, Iottty e Ferraz (2001), cuja amostra analisada consistiu em 120 empresas que passaram pelo processo de fusão e aquisição (F&A). Os autores constataram que não há diferenças significativas no desempenho econômico financeiro após a fusão ou aquisição. Dois anos após as aquisições, os resultados em termos de rentabilidade, parcela de mercado, endividamento e investimentos não são superiores à média de cada um dos setores examinados, salvo raras exceções. Andrade, Mitchell e Stafford (2001), em análise de duas mil fusões ocorridas entre 1973 e 1998, constataram que as margens operacionais das empresas-alvo e adquirentes melhoraram aproximadamente 1% após a fusão.

Matias e Pasin (2001) verificaram os reflexos das fusões e aquisições na rentabilidade de 18 empresas. Pautaram-se no índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL) associado aos indicadores de sinergias operacionais: Custo dos Produtos Vendidos (CPV), evolução percentual do Custo dos Produtos Vendidos sobre as Receitas Líquidas (CPV/RL), Despesas Administrativas e Gerais (DA), e evolução percentual das Despesas Administrativas e Gerais sobre as Receitas Líquidas (DA/RL.) Identificaram a existência de sinergias nesses processos de fusões e aquisições de empresas. Concluíram que grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com consequente aumento na rentabilidade, comprovando a existência de sinergias em fusões e aquisições. Pasin (2002) analisou 15 fusões e aquisições a partir dos dados contábeis anuais

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

do período de 1996 a 1999 e identificou que os ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão administrativa em processos de fusões e aquisições contribuíram para a redução de despesas das empresas e a maior necessidade de capital de giro contribuiu para a maior necessidade de capital de terceiros ou próprios. Outro estudo desenvolvido nesse escopo consiste na pesquisa de Camargos e Barbosa (2005), que definiram uma amostra de 22 fusões e aquisições estudadas a partir dos registros contábeis anuais. Identificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas, uma melhora na situação econômica após a combinação, e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.

Além disso, Gomes, Aidar e Videira (2006) investigaram 120 fusões e aquisições por meio dos registros contábeis anuais de 1998 a 2004, e constataram que existem claros sinais de aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com mais vigor nas participantes em fusões e aquisições. Igualmente, Camargos e Barbosa (2008) utilizaram, como objeto da pesquisa, somente as companhias de capital aberto não-financeiras que passaram por processos de fusões e aquisições entre janeiro (primeiro trimestre) de 1996 e dezembro (último trimestre) de 2004, cujas ações estavam listadas na Bovespa. Os dados contábeis e as cotações das ações foram obtidos do banco de dados Economática. No cálculo das variáveis foram utilizados dados trimestrais, obtidos de demonstrações financeiras não consolidadas, pois se buscou analisar o impacto das fusões e aquisições sobre a riqueza dos acionistas de determinada empresa, e não do conglomerado empresarial a que ela pertence. Concluíram que i) as fusões e aquisições avaliadas resultaram em sinergias operacionais e na criação de valor para as empresas estudadas; ii) as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias operacionais, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas; iii) foram encontradas correlações com significância estatística, mas com valores baixos em ordem decrescente: Q de Tobin e Valor de Mercado/Valor Patrimonial (mais de 84%), Q de Tobin e *Firm Value* (mais de 58%) e Valor de Mercado/Valor Patrimonial e *Firm Value* (mais de 28%).

Em outro estudo envolvendo fusões e aquisições nas empresas brasileiras, Camargos e Barbosa (2008) avaliaram se aqueles processos resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Para tanto, investigaram a correlação utilizando técnicas e ferramentas da teoria de Finanças: o Q de Tobin (revela se a empresa
Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

criou valor em detrimento ao investimento realizado); Valor de Mercado/Valor Patrimonial (VM/VP); Valor da firma (FV). Adicionalmente, calcularam variáveis sinalizadoras das sinergias operacionais: i) Margem *EBIT* (*Earnings Before Interests and Taxes*); ii) crescimento das vendas; iii) *EBITDA* (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) e iv) geração bruta de caixa (GBC). Constataram que os processos resultaram em sinergias operacionais e na criação de valor para as empresas.

Bortoluzzo, Garcia e Boehe (2014) investigaram se as aquisições realizadas por empresas brasileiras fora do País nos últimos 15 anos têm aumentado o desempenho financeiro dessas empresas. Também analisaram os fatores determinantes deste sucesso com base nas teorias institucional, sociocultural e de aprendizagem organizacional. Os resultados indicam que, de fato, as investidas *cross border* de companhias do Brasil melhoram o desempenho, que é positivamente impactado quando a distância cultural entre os países da adquirida e da adquirente é baixa ou média, e quando o ambiente institucional no qual a empresa-alvo se encontra é desenvolvido. Já a relação entre as experiências anteriores das brasileiras em fusões ou aquisições internacionais e o desempenho de uma nova aquisição fora do país segue o formato de U invertido, enfatizando a relevância de considerar a experiência com fusões e aquisições da empresa compradora, além das características institucionais dos seus países-alvo.

Já Leitão e Galli (2014) investigaram o comportamento da volatilidade dos retornos das ações de empresas brasileiras negociadas na BM&FBOVESPA, que passaram por processos de fusão e aquisição no período de 2003 a 2007. O estudo observou o comportamento da volatilidade, tanto em torno do anúncio quanto da conclusão da operação. A metodologia para a estimação da volatilidade compreendeu principalmente o uso do modelo GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) e procedimentos estatísticos. Para analisar o comportamento da volatilidade antes e depois do anúncio e da conclusão dessas operações, realizaram o teste de hipótese, especificamente o teste de Wilcoxon. Como resultado, observaram que, de forma global, tanto o anúncio da operação de F&A quanto a sua conclusão não produziram impacto na volatilidade.

Krug, Wright e Kroll (2015), em seu estudo, partem do pressuposto de que a retenção de executivos da empresa-alvo é um importante determinante de sucesso pós-aquisição. Os autores revisaram a investigação existente, dando especial atenção para os

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

diferentes níveis de fatores - micro, meso e macro, capazes de motivar aquisições. Concluíram que a ligação entre o volume de negócios e de pós-aquisição desempenho é mais complexo do que implícito nos estudos existentes. A retenção de executivos pode levar para maior desempenho em algumas aquisições, como estudos existentes sugerem. No entanto, há bons argumentos teóricos para a opinião contrária; ou seja, a substituição dos executivos pode ser uma fonte tão importante de criação de valor em outras aquisições. Os autores desenvolveram uma estrutura que fornece diretrizes para a compreensão de quando e em que condições a retenção ou substituição de executivos-alvo podem contribuir para o sucesso da aquisição. A agenda de pesquisa, que considera contexto de aquisição e o curto, médio e consequências de desempenho de longo prazo da instabilidade de liderança em empresas adquiridas é sugerida como um meio de mover o domínio de investigação para a frente. A decisão de manter ou substituir os executivos-alvo é, em grande parte, uma questão de contexto. Os estudos existentes ainda não capturaram esta complexidade.

Outro estudo relevante é o de Toigo e Lavarda (2014), que buscaram identificar os sistemas relacionais existentes entre os autores mais prolíficos e entre os mais referenciados nas pesquisas sobre fusões e aquisições sob a perspectiva da Governança Corporativa em âmbito internacional. Estes autores realizaram uma análise bibliométrica e sociométrica com 103 artigos de periódicos internacionais pesquisados das bases de pesquisa ISI *Web Knowledge* SCOPUS. Constataram que os 14 autores mais prolíficos detém 38,83% do total de publicações encontradas, e isto demonstra relativa concentração de publicações em um grupo grande de autores. Quanto à quantidade de publicações por instituições de ensino, verificaram a predominância prolífica das entidades dos países europeus e norte-americanos. Houve o fortalecimento das redes de coautoria nos últimos nove anos, tendo como base o ano de 2013. Analisando a rede de coautores em todo o período, constataram a existência de pequenas redes isoladas. Concluíram que a discussão sobre o tema é distribuída sobre um grupo de pesquisadores relativamente grande que, por sua vez, são afiliados de um número concentrado de instituições de ensino norte-americanas e europeias. A análise sociométrica demonstrou a formação de pequenas redes isoladas, que poderiam estar prejudicando o desenvolvimento da pesquisa com a redundância do conhecimento entre os grupos identificados.

Constata-se, pois, a partir das investigações desenvolvidas até o momento, que os dados encontrados pelos pesquisadores sinalizam para uma redução dos custos e

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

despesas, gerando, deste modo, uma sinergia econômica ou operacional, e piora no desempenho financeiro pós-aquisição e/ou fusão. As dificuldades de encontrar um consenso acerca do comportamento econômico-financeiro das empresas que passaram por fusões está associado com a determinação de quão abrangente deve ser uma amostra para que seja possível generalizar os resultados; a perspectiva de análise, que pode ser de curto, médio e longo prazo; as métricas a serem utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho econômico ou financeiro); e a maneira como foram isolados os efeitos de um processo de fusão e aquisição (F&A) sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista concomitância das demais estratégias adotadas. Entretanto, esses fatores podem ser considerados limitadores do escopo das pesquisas sobre a geração de riqueza para o acionista, mas não inviabilizam a realização de constatações acerca da temática. Neste sentido, os resultados devem ser analisados sob a perspectiva de um recorte de resultados, obtidos com diferentes dados e metodologias, que não possuem o poder de explicar o todo, mas que, em conjunto, fornecem um panorama mais amplo desse debate e possibilitam um melhor entendimento do assunto.

3 METODOLOGIA

Quanto aos procedimentos metodológicos, esta pesquisa possui enfoque descritivo, caracteriza-se como estudo de caso com ênfase nos indicadores econômico-financeiro e de mercado. Quanto à abordagem, é quantitativa. A fonte de dados é secundária e refere-se a uma ferramenta que apresenta os indicadores de mercado de empresas de capital aberto, e é muito utilizada pelos analistas do mercado de ações para a tomada de decisão.

Foram extraídos dados do economática acerca dos indicadores econômico, financeiros e de mercado, cuja data base foi 31/12 de cada um dos anos da série histórica em análise. O período de análise compreende de 2007 a 2014, que foram os anos nos quais os dados da empresa encontram-se disponíveis no economática na íntegra. Os dados foram extraídos e tabulados em uma planilha Excel™. Algumas informações adicionais foram buscadas no relatório de sustentabilidade e no relatório de administração da Marfrig.

Na sequência foram calculados os indicadores, sistematizados os indicadores prontamente gerados a partir da base de dados consultada e procurou-se fazer uma análise

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

do comportamento econômico-financeiro e de mercado do Grupo Marfrig S.A., em relação aos indicadores de liquidez, indicadores de atividade, de giro e de ciclo, indicadores de rentabilidade e retorno e indicadores de mercado. Os dados são apresentados na forma de tabelas e gráficos, e foi analisado o comportamento dos mesmos ao longo do período mapeado (2007 a 2014).

Quadro 1 - Síntese do design da pesquisa

Design de Pesquisa	Classificação
Tipo de pesquisa	Descritiva
Abordagem	Quantitativa
Classificação quanto aos procedimentos	Estudo de caso
Fontes de coleta de dados	Economática Relatório de administração Relatório de sustentabilidade
Técnica de tabulação dos dados	Tabelas Gráficos
Técnica de análise dos dados	Análise descritiva simples
Horizonte de tempo analisado	2007 a 2014
Indicadores analisados	Indicadores de liquidez Indicadores de atividade Giro e de ciclo Indicadores de rentabilidade Retorno e indicadores de mercado

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta a caracterização da organização pesquisada e a descrição e análise dos dados relacionados ao caso Marfrig.

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO PESQUISADA

O Grupo Marfrig abriu o seu capital na BMF&BOVESPA no ano de 2007 e ingressou no segmento de listagem Novo Mercado, na natureza da oferta mista, com um volume de oferta de R\$ 1.021 milhões, 62 corretoras e 4.933 investidores, e suas ações foram negociadas, pela primeira vez no Novo Mercado da BOVESPA, no dia 29 de junho de 2007. É considerado um dos maiores produtores de carne bovina e de subprodutos – couro e miudezas na América do Sul. Está registrado na BOVESPA como desenvolvedor da atividade principal de exploração das atividades frigoríficas de abate, industrialização, comercialização, importação e exportação.

Quanto à cronologia histórica de crescimento e expansão da empresa, a Marfrig iniciou as operações em 1986, via distribuição de cortes bovinos, suínos, aves, pescados e vegetais congelados e importados. Em 1998 inaugurou o primeiro centro de distribuição próprio. No ano de 2000 fez o primeiro arrendamento de unidade industrial localizada no Mato Grosso do Sul que, posteriormente, foi adquirida. Em 2001, o segundo arrendamento industrial de planta de processamento de carne bovina localizada em Promissão(SP). Naquele ano iniciou as atividades de exportação com a marca GJ. No ano de 2003 fez a aquisição da unidade industrial de bovinos de Tangará da Serra (MT). No ano de 2004 fez o arrendamento da unidade industrial de bovinos de Paranatinga (MT), adquirida posteriormente. No ano de 2006 fez 4 aquisições, entre elas, a *Breeders and Packers* (AB&P), - da Argentina; 50% do capital da Quinto Cuarto S.A. - do Chile; do Frigorífico Tacuarembó S.A. e da Inaler S.A., unidade industrial e processamento de bovinos e cordeiros - do Uruguai, e foi o primeiro acesso ao Mercado de Capitais através de emissão de BONDS. Em 2007 fez mais 8 aquisições (Promissão II, (SP); marca Kilo Certo e de unidade processadora de São Paulo; Frigorífico Pampeano, empresa gaúcha especializada em carnes enlatadas e carne desidratada (*beef jerky*); Frigoríficos La Caballada - do Uruguai; do capital remanescente da empresa chilena Quinto Cuarto S.A.; do Frigorífico Patagônia S.A., do Chile; da Colônia S.A., empresa uruguaia; Frigorífico Mabella Ltda do Rio Grande do Sul; empresa Mirab S.A. – da Argentina); Incorporação da *Quickfood S.A.*, arrendamento de fazenda com capacidade para confinamento de 12.500 cabeças de gado, localizada no município de Guapiaçú (SP) e fez a Oferta Pública Inicial de Ações no Novo Mercado da Bovespa.

No ano de 2008 iniciou as operações no segmento de aves, com a aquisição da DaGranja Agroindustrial Ltda., detentora da marca Chikenitos; fez mais 3 aquisições (*Carroll's Food* do Brasil do Mato Grosso; *CDB Meats*, empresa do Reino Unido; das Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

operações no Brasil, Irlanda do Norte, Inglaterra, França e Holanda do grupo norte-americano OSI, incluindo a Braslo (aves e bovinos), Agrofrango (aves) e *Moy Park*, a 2ª maior empresa da Irlanda do Norte. No ano de 2009 mais 4 aquisições (das operações de carne de peru da Doux-Frangosul; fazenda de confinamento de gado bovino em Mineiros (GO); da totalidade do negócio brasileiro de proteínas animais da Cargill Inc., representado pela Seara Alimentos S.A. e por afiliadas na Europa e na Ásia, incluindo a marca SEARA no Brasil e no Exterior; de 51% do Grupo Zenda, com sede no Uruguai e unidades comerciais na Argentina, México, Estados Unidos, Alemanha, África do Sul, Chile, Hong Kong e China); e 2 arrendamentos (da unidade industrial de bovinos de Pelotas (RS) e de 12 unidades pertencentes aos Frigoríficos Margem e Mercosul). No ano de 2010 ocorreu a aquisição da empresa *O'Kane* com operações de peru e frango e da totalidade da *Keystone Foods*.

Em 2009 a Marfrig passa a operar uma unidade de processamento de carne bovina em Pelotas (RS), e 12 unidades com capacidade de processar até 8,8 mil cabeças de gado por dia e fabricar cerca de 1.700 toneladas de produtos industrializados por mês. No mesmo ano, a companhia passa a controlar 51% do Grupo Zenda – empresa especializada em couros para indústrias automobilísticas, de aviação e tapeçaria – e adquire as operações de carne de peru da Doux-Frangosul e a totalidade das unidades brasileiras de proteínas animais da Cargill Inc., representadas pela Seara Alimentos Ltda. e por afiliadas na Europa e na Ásia.

No ano de 2010 a companhia adquire as empresas *O'Kane*, com operações de peru e frango; e *Keystone Foods*, com atuação em produção, comercialização e distribuição de alimentos à base de carnes: esta é uma das maiores fornecedoras globais de alimentos para redes de restaurantes e serviço rápido de alimentação.

No ano de 2011 a Marfrig torna-se a primeira companhia brasileira a exportar produtos de carne suína para a China por meio de duas *joint ventures*: uma com a COFCO – voltada à logística e distribuição de alimentos – e outra com a Chinwhiz Poultry Vertical Integration – com foco na produção de aves. Também cria a Marfrig Beef, segmento que reúne as operações de bovinos e ovinos no Brasil, Argentina e Uruguai, e é reconhecida, pela segunda vez, como a Melhor Empresa de Carne Bovina pela revista EXAME, na edição Melhores & Maiores. No mesmo ano, a companhia realiza o primeiro inventário global de gases de efeito estufa.

Em 2012 a companhia cria a Seara Foods, segmento de negócios que reúne as operações de aves, suínos e alimentos elaborados e processados. Também incorpora 10 novas plantas industriais, 8 centros de distribuição e 13 marcas da Brasil Foods (BRF). Em Tangará da Serra (MT), a unidade da Marfrig torna-se a primeira planta de processamento de carne do mundo a receber o selo *Rainforest Alliance Certified™*, o que garante que a matéria-prima utilizada provém de fazendas que seguem normas de conservação ambiental e de respeito aos trabalhadores, às comunidades locais e às regras de bem-estar animal. No mesmo ano, com a venda dos serviços de operação de logística especializada, a Marfrig direciona o negócio da Keystone Foods para a produção, industrialização e comercialização de alimentos à base de proteínas.

No ano de 2013, como resultado de revisões nas estratégias e projeções, a companhia reforça o foco de suas atividades em carne bovina e *food service* no Brasil. Assim, tem a reestruturação de capital com a venda das empresas Seara Brasil e Zenda, e lança uma nova identidade visual global. Em parceria com o Carrefour, a Marfrig lança a primeira carne bovina com selo *Rainforest Alliance Certified™*. No mesmo ano, é apontada como Líder do Setor de Alimentos Embalados e Carnes no Mundo, segundo o Relatório Anual 2012 do *Forest Footprint Disclosure (FFD)*, considerado o estudo mais completo sobre o impacto das atividades produtivas sobre as florestas tropicais. É iniciada a nova cultura organizacional *Focar para Ganhar*.

Em 2014 a companhia assume nova denominação social – Marfrig Global Foods S.A. – e abre inscrições para o primeiro programa de trainee a fim de recrutar e formar os futuros executivos. No mesmo ano, recebe a certificação Grau A+ da BRC Global Standards, primeiro padrão de controle de alimentos reconhecido pela *Global Food Safety Initiative (GFSI)*. A Marfrig é a primeira empresa brasileira a receber esta certificação, o que atesta que a companhia atende aos padrões internacionais de qualidade, segurança e operação, além de cumprir obrigações legais para fornecer proteção aos consumidores finais. Atualmente a empresa possui 78 unidades comerciais e industriais de produção e de distribuição. Está presente em 4 continentes e seus produtos são comercializados em 110 países. A companhia é dividida em três unidades de negócios – Marfrig Beef, Moy Park e Keystone Foods –, que operam em distintas localidades do globo, de acordo com as demandas e necessidades de cada região.

4.2 INDICADORES ANALISADOS

Esta seção do artigo procura descrever os índices de liquidez, de atividade, giro e ciclo, de rentabilidade, de retorno e de mercado da empresa Marfrig. Os dados analisados compreendem o período de 2007 a 2014. A escolha deste período para análise está associada ao fato de a empresa ter iniciado seu processo de incorporações efetivamente a partir do ano de 2007.

4.2.1 Índices de Liquidez

A tabela 1 apresenta a evolução do ativo circulante, passivo circulante, liquidez geral, liquidez corrente e liquidez seca da empresa pesquisada.

Tabela 1 - Indicadores de liquidez da Marfrig

Ano	Ativo Circulante	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Liquidez Seca
2007	9.400.239	0,90	2,20	1,70
2008	9.359.113	0,70	1,60	1,00
2009	10.234.652	1,00	2,20	1,60
2010	7.493.730	0,60	1,40	1,00
2011	8.368.517	0,60	1,40	1,00
2012	2.681.417	0,60	1,30	1,00
2013	4.370.445	0,70	2,00	1,50
2014	6.533.742	0,70	1,80	1,40
Média	6.547.950,8	0,725	0,738	1,275

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

No que se refere ao ativo circulante, é possível constatar que, no período analisado (2007 a 2014), houve variação substantiva. Esta oscilação do dinheiro em caixa conta movimento em banco, aplicações financeiras, contas a receber, estoques, despesas antecipadas, numerário em caixa, depósito bancário, mercadorias, matérias-primas e títulos está associada à estratégia da empresa de investimento em aquisições, que se intensificou no ano de 2000, e seus reflexos ficaram visíveis, ano a ano, no período analisado. A queda

brusca deste indicador, no ano de 2012, está associada à venda das marcas Seara Brasil e Zenda, retomando o seu crescimento no ano de 2013.

Os índices de liquidez avaliam a capacidade de pagamento da empresa frente a suas obrigações, sendo de grande importância para a administração da continuidade da empresa, as variações destes índices devem ser motivos de estudos para os gestores. Quanto à liquidez geral, o comportamento da série histórica, descrita na Tabela 1, evidencia que no ano de 2011 obteve a queda mais substantiva. No restante do período manteve pequenas oscilações, girando na média de 0,725.

No que se refere à liquidez corrente, a média do período analisado foi de 0,738 e foi no ano de 2012 que obteve seu indicador mais baixo. Este indicador é calculado a partir da razão entre os direitos em curto prazo da empresa (Caixas, bancos, estoques, clientes) e as dívidas em curto prazo (Empréstimos, financiamentos, impostos, fornecedores).

Quanto à liquidez seca, a Tabela 1 evidencia uma média no período de 1,275, e a queda mais abrupta ocorreu no ano de 2008, e se repetiu no ano de 2010. Manteve-se estagnada nos anos de 2011 e 2012 e nova queda foi registrada no ano de 2014. Os ápices foram alcançados nos anos de 2007 e 2009. Os índices de liquidez avaliam a capacidade de pagamento da empresa frente a suas obrigações, sendo de grande importância para a administração da continuidade da empresa, as variações destes índices devem ser motivos de estudos para os gestores. Portanto, a variação dos índices pode ser explicada pelas intensas aquisições que foram efetuadas no período de 2000 a 2008, elevação do grau de endividamento e a mudança estratégica de se desfazer de unidades industriais no ano de 2014.

4.2.2 Atividade Giro/Ciclo

A Tabela 2 apresenta os indicadores de atividade de giro e de ciclo.

Tabela 2 - Indicadores de giro e ciclo

Anos	Prazo Médio de Estoques (dias)	Prazo Médio Fornecedor (dias)	Prazo Médio de Recebimento	Ciclo Financeiro	Ciclo Operacional
2007	80,1	45,2	79,5	114,4	159,6
2008	116,8	55,3	58,1	119,7	174,9

2009	75,5	36,4	37,0	76,0	112,5
2010	61,0	62,7	30,9	29,2	91,9
2011	48,5	53,5	21,4	16,5	70,0
2012	48,3	46,1	27,2	29,4	75,5
2013	40,0	34,9	37,5	42,6	77,5
2014	39,7	39,7	27,7	27,6	67,3
Média	63,7	46,7	39,9	56,9	103,7

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 2 evidencia que o prazo médio de estoques (em dias) é de 63,7, o que pode ser considerado um valor alto, já que demanda alto volume de recursos processados/industrializados no imobilizado. Nota-se, também, que houve melhoria contínua sensível no período analisado, pois no ano de 2007, o prazo médio de estoques era de 80,1 dias, e passou para 39,7 dias no ano de 2014.

Referente ao indicador prazo médio fornecedor, houve grande variação no período de 2007 a 2014: em 2007 era de 45,2 dias e em 2014 foi de 39,7 dias e apresentou uma média no período de 46,7 dias.

Sobre o indicador prazo médio de recebimento houve comportamento similar aos indicadores anteriores, resultando em otimização e eficiência comprovadas, passando de 79,5 dias em 2007 para 27,7 dias em 2014. A média do período analisado foi de 39,9, considerada aceitável para a área financeira.

O ciclo financeiro médio foi de 56,9 dias, considerado relativamente alto, e o ciclo operacional médio foi de 103,7 dias. O ciclo operacional pode ser considerado alto, impactando no ciclo financeiro da Marfrig. Porém, o ciclo financeiro médio é compatível com as condições do setor e, ao longo do período, especialmente de 2009 a 2012, foi beneficiado pelo prazo médio de fornecedores ser superior ao prazo médio de recebimentos. Na sequência, a Tabela 3 apresenta os indicadores de lucro e retorno.

Tabela 3 - Indicadores de lucro, ativos e retorno sobre o investimento

Anos	Lucro Operacional EBIT*	Lucro Bruto	Ativos	Retorno sobre o Investimento (%)
2007	875.742	2.601.445	22.599.586	3,875036
2008	1.032.276	3.142.617	23.823.441	4,333026
2009	1.161.626	3.559.160	25.589.454	4,539472

				285
2010	866.754	2.309.674	17.827.564	4,861876
2011	1.084.453	2.665.170	20.185.908	5,372327
2012	331.181	666.873	4.330.666	7,647346
2013	724.586	1.326.972	9.155.172	7,914499
2014	545.080	1.381.394	11.451.641	4,759842

* *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)* significa lucros antes dos juros e do imposto de renda, ou seja, é o Lucro Operacional.

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 3 permite evidenciar que o lucro operacional EBIT médio foi de R\$ 827.712,3. Apresentou grandes oscilações no período analisado, e a queda mais abrupta ocorreu no ano de 2012, quando a empresa se desfez das unidades industriais da Seara Brasil e da Zenda. Entretanto, no ano de 2012 recuperou um pouco o lucro, tendo obtido novo decréscimo no ano de 2014, derivado da depreciação do real frente ao dólar norte americano e à libra esterlina no período.

Ademais, todos os indicadores descritos na Tabela 3 sofreram impactos significativos em 2012, ano que a empresa se desfez de unidades industriais adquiridas anteriormente. Nota-se que os ativos vinham crescendo ano a ano e obtiveram uma queda abrupta no ano de 2010, retomando o crescimento no ano de 2011.

O retorno médio sobre o investimento no período de 2007 a 2014 foi de 5,41%, e a razão entre lucro bruto e os ativos varia entre 6,49 e 8,69, resultando em uma média de 7,65. Isto evidencia que, apesar da desoneração do imobilizado via venda de unidades industriais, a Marfrig manteve a proporcionalidade entre lucro bruto e ativos, por se tratar de uma razão que oscila entre 12 e 14%, no período analisado (divisão do lucro bruto pelo ativo da empresa). Na sequência são descritos os indicadores de rentabilidade da Marfrig. Entretanto, seu retorno sobre o investimento foi baixo no período analisado. Para aumentar o retorno do investimento, a empresa precisa desenvolver ações que aumentem o lucro operacional ou façam baixar o investimento (ativos). As possibilidades existentes para aumentar a margem operacional estão associadas ao aumento do preço de venda dos produtos, ao aumento do volume das vendas e à redução dos custos e despesas das operações.

4.2.3 Rentabilidade/Retorno

A partir da Tabela 4 são apresentados os indicadores de rentabilidade e de retorno da Marfrig, descritos no período de 2007 a 2014.

Tabela 4 - Indicadores de rentabilidade

Anos	Giro do Ativo	Giro do Pat Liq	Margem Bruta %	Margem EBIT %	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Rentab do Ativo %	Rent Patr (pat final) %	Rent Patr (pat. medio) %	Rent Patr (pat inicial)%
2007	0,8	2,6	20	9,9	2,6	11,3	2	6,7	11,3	35,6
2008	0,7	2,3	21,4	11,7	-0,4	14,3	-0,3	-0,9	-1,2	-1,9
2009	0,8	2,3	14,4	5,7	7,1	8,5	6	16,4	19,8	25
2010	0,7	4	16,4	5,5	0,9	9,5	0,6	3,5	3,4	3,3
2011	0,9	6,4	14,4	4,7	-3,4	8,1	-3,1	-21,8	-20,1	-18,6
2012	0,9	5,5	15	4,9	-1	8,3	-0,9	-5,4	-6	-6,8
2013	1,1	6	12,3	4,6	-4,8	7,3	-5	-28,8	-24,2	-20,8
2014	1	10,2	12,6	5,1	-3,4	7,9	-3,6	-34,8	-27,8	-23,1
Média	0,86	4,91	15,81	6,51	-0,30	9,40	-0,54	-8,14	-5,60	-0,91

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 5 permite perceber que o giro do ativo médio foi de 0,86. Isto significa dizer que, para cada R\$1,00 em ativos, a empresa vendeu R\$0,86, ao passo que o giro do patrimônio líquido foi de 4,91. Esta análise permite evidenciar o retorno do capital que foi empregado.

A margem bruta média foi de 15,81% e a margem EBIT de 6,51%. Além disto, cinco dos indicadores analisados obtiveram desempenho médio negativo no período analisado, a saber, margem líquida, rentabilidade do ativo e a rentabilidade do patrimônio (final, média e inicial).

4.2.4 Indicadores de Mercado

Na sequência, a Tabela 5 apresenta alguns indicadores de mercado, quais sejam, volatilidade, risco, valor de mercado da empresa, *Enterprise value*, lucro/ação, preço/*free cash flow* e preço/EBITDA.

Tabela 5 - Indicadores de mercado da Marfrig

Anos	Volatilidade	Risco	Valor de Mercado da empresa	Enterprise Value	Lucro/ Preço	Preço/free cash flow	Preço/ EBITDA
2007	-	-	3.110.222	4.157.747	3,10	(2,03)	7,17
2008	58,58	57,59	2.004.363	5.264.090	(2,10)	(0,61)	1,91
2009	55,45	56,24	6.623.406	8.757.639	12,80	(8,70)	6,48
2010	32,54	32,58	5.337.609	11.283.394	2,70	(1,16)	3,55
2011	56,60	54,86	2.961.256	11.397.810	(15,10)	(0,95)	1,52
2012	50,40	50,09	4.039.081	13.537.988	(7,50)	(3,18)	1,52
2013	45,60	45,54	2.081.145	9.451.828	(44,30)	(3,36)	1,50
2014	51,32	51,48	3.174.182	11.834.544	(23,30)	3,04	1,90
Média	43,81	43,55	3.277.630	8.940.912	-9,6	-1,865	2,2975

* Índice Preço/Vendas (Priceto Sales Ratio).

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Conforme a Tabela 5 é possível perceber que o valor de mercado da Marfrig oscilou bastante no período analisado. Porém, manteve-se na média, na ordem dos três milhões, tendo atingido o seu ápice no ano de 2010, em que foi avaliada em R\$ 5.337.609,00.

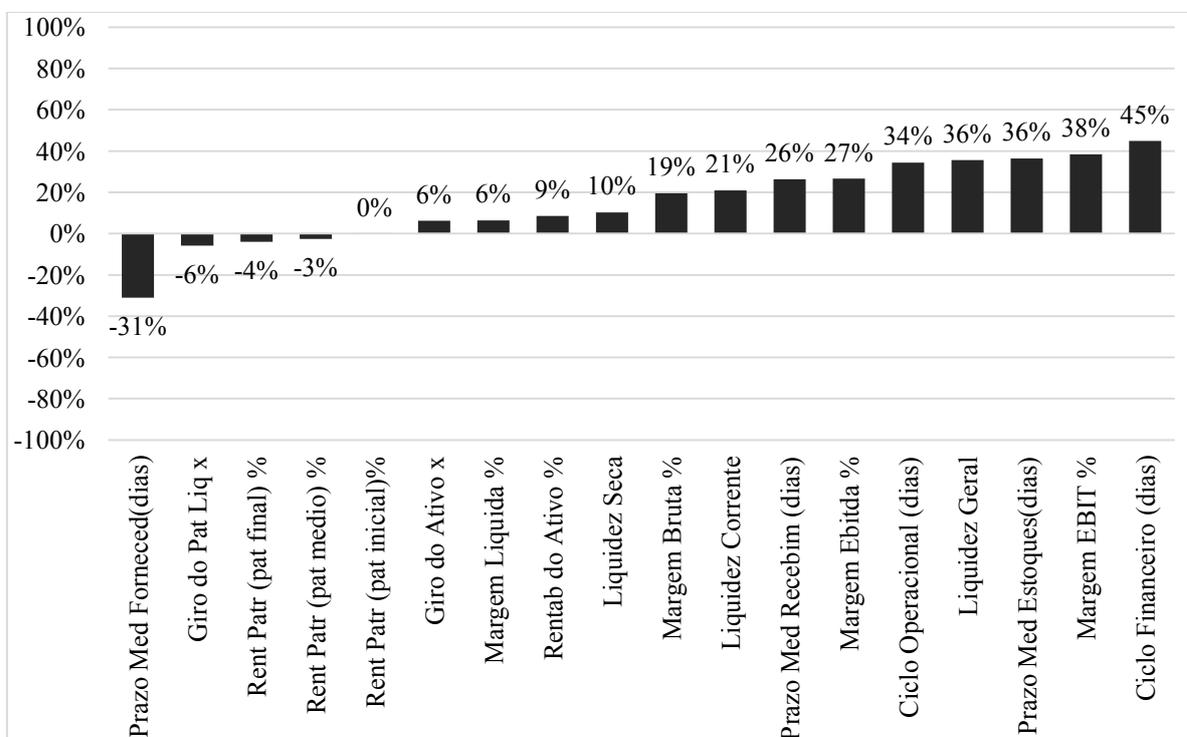
A volatilidade é a medida utilizada para mensurar o risco. Trata-se de uma medida estatística da possibilidade de o ativo cair ou subir, muitas vezes, de forma significativa, em um determinado período de tempo. A variância do indicador de volatilidade da Marfrig, no período de 2007 a 2014, foi de -0,8%, e o indicador obteve uma média de 43,81. Nota-se que a volatilidade variou em intervalos grandes no período analisado, o que aumentou o risco de investimento nos ativos da Marfrig e impactou diretamente no lucro por ação da empresa, que passou de R\$ 0,47 ano de 2007 para R\$ -1,42 no ano de 2014. Em 5 dos 8 anos do período analisado (2007 a 2014), a Marfrig teve valores negativos no valor da ação, e o fosso foi atingido no ano de 2011, com a ação obtendo um lucro de R\$-2,15, e a perda menos significativa foi no ano de 2008, onde o lucro por ação foi de R\$ -0,15.

O risco da empresa pode ser considerado alto, visto que as aquisições e vendas geram insegurança e impactam diretamente no mercado e no valor da ação da empresa. Conforme o Relatório de Administração (2014), a empresa obteve, naquele ano, uma receita de R\$ 21bilhões, uma margem EBTDA de 8,5%, investimentos (CAPEX) de R\$ 639 milhões e Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

um fluxo de caixa livre para o acionista, isto é, Fluxo de caixa operacional após investimentos, despesas com juros e imposto de renda de R\$ 56 milhões.

Uma análise geral pode ser feita sobre as fontes de volatilidade, a partir da inspeção das correlações individuais entre volatilidade e os indicadores que foram calculados como proxy para a liquidez, ciclo e rentabilidade. O Gráfico 1 mostra que o giro dos fornecedores de médio prazo é o único indicador negativamente correlacionado com a volatilidade, enquanto outros tendem a mostrar uma correlação positiva, tendendo, assim, a serem candidatos a fontes de risco.

Gráfico 1 - Correlações entre volatilidade e índices selecionados



Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

Quanto ao indicador *Enterprise Value*, que se refere ao montante de dinheiro necessário para adquirir uma empresa e reduzir todas suas dívidas, a média do período analisado foi de R\$ 8.940.912,00 - valor bem significativo. Isto corresponde a dizer que, no ano de 2014, seriam necessários R\$ 11.834.544,00 para comprar a Marfrig e pagar as suas dívidas.

Já o índice preço/lucro permite mensurar quão baratos ou caros estão os preços das ações da empresa. A partir deste indicador pode-se analisar a avaliação de mercado das

ações de companhias relativas à riqueza que a companhia está criando realmente. A análise evidencia que, em cinco dos oito anos analisados, os valores foram negativos, o que denota que a empresa está apenas se mantendo e não está gerando riqueza.

O EBITDA é utilizado essencialmente para analisar o desempenho das organizações, pois ele é capaz de medir a produtividade e a eficiência da empresa, o que é um ponto essencial para o empresário que pretende investir. Neste sentido, o Preço/EBITDA médio do período de 2007 a 2014 foi de 2,29.

Conforme o relatório de Administração da Marfrig (2014), do total das dívidas, apenas 15,0% têm vencimento no curto prazo, enquanto 85,0% no longo prazo, 8,4% estão em Reais e 91,6% estão em outras moedas, enquanto 19,5% das receitas do Grupo são geradas em Reais e 80,5% advém de moedas estrangeiras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo buscou analisar o desempenho econômico e financeiro do frigorífico Marfrig a partir das ações negociadas na BM&FBOVESPA em uma série histórica que compreende um período de 8 anos (2007 a 2014) à luz das aquisições efetuadas pelo mesmo. Foi possível constatar que o lucro por ação foi descendente no período analisado: o que era de R\$ 0,47 no ano de 2007, passou a ser de R\$ -1,42 no ano de 2014. O patrimônio líquido da empresa teve crescimento ascendente, passando de R\$ 1.282.327,00 em 2007 para R\$ 1.953.465,00 em 2014. Este é reflexo da grande quantidade de aquisições efetuadas pela empresa que, no triênio de 2007 a 2009, totalizaram 60 aquisições, correspondendo a uma aquisição a cada 45 dias, e a posterior venda de ativos impactou negativamente nesse indicador.

O indicador valor de mercado se manteve na média, na ordem dos três milhões, tendo atingido o seu ápice no ano de 2010, em que foi avaliada em R\$ 5.337.609,00. Quanto ao indicador *Enterprise Value*, é possível perceber que o valor da firma mais que dobrou no período de 2007 a 2012. Isto é um indicador de que as aquisições e arrendamentos efetuados no período foram importantes para fortalecer o valor e a representatividade da empresa no setor. A margem Ebit também variou muito ao longo do período analisado (2007 a 2014), o que evidencia que a margem operacional da empresa também teve variância

significativa no período analisado. Entretanto, se considerado o período de 8 anos, seu comportamento médio foi decrescente.

Já o indicador EBITDA apresentou uma pequena oscilação no comportamento de crescimento, o que denota que, no ano de 2008, diminuiu o lucro antes dos juros, depreciação, impostos e amortização (LAJIDA). Intenta-se associar este fato ao ano favorável em termos econômicos que foi 2008, para o agronegócio, e que motivou a expansão do Grupo Marfrig S.A. em termos nacionais e internacionais, com o início das operações no segmento de aves, com a aquisição da DaGranja Agroindustrial Ltda., detentora da marca Chikenitos (sinônimo de empanados de frango); a aquisição da *Carroll's Food do Brasil*, especializada na criação e comercialização de suínos e controladora de uma das maiores fábricas de ração do estado do Mato Grosso; a aquisição da CDB *Meats*, empresa que atua na importação e distribuição de alimentos no Reino Unido, e aquisição das operações no Brasil, Irlanda do Norte, Inglaterra, França e Holanda do grupo norte-americano OSI, incluindo a Braslo (aves e bovinos), Agrofrango (aves) e Moy Park, a 2ª maior empresa da Irlanda do Norte, com produtos comercializados em todo o varejo e *food service* europeu. Atualmente a Marfrig opera por meio de três unidades de negócios: Marfrig Beef (amplia o fornecimento de carne a partir da América do Sul), Moy Park (busca expandir suas vendas no Reino Unido e na Europa Continental) e Keystones (na Ásia e Oriente Médio, a estratégia de crescimento é focada no estabelecimento de parcerias e *joint ventures* para promover e sustentar o crescimento continuado em mercados-chave, como China).

Portanto, os indicadores analisados permitem evidenciar que o valor da empresa cresceu no período de 2007 a 2014, e as sinergias operacionais, mensuradas pela performance operacional e metas de EBITDA, tiveram variações abruptas, decorrentes, em parte, do intenso investimento em aquisições e arrendamentos no período analisado e posterior à venda de ativos. Isto mostra que o Grupo Marfrig S.A é uma empresa sólida, que adotou uma estratégia de expansão pautada nas aquisições e tem apresentado resultados aceitáveis no que diz respeito aos indicadores econômico-financeiros, mostrando que o grupo tem obtido êxito com as ações desenvolvidas nos últimos anos, mesmo tendo alternado sua estratégia para descapitalização ao longo do período analisado. Em um primeiro momento, o mercado reagiu negativamente a esta estratégia e, posteriormente, passou a ocorrer uma recuperação lenta e gradativa da empresa.

A limitação do estudo está associada ao fato de terem sido utilizados dados anuais, o que dificultou a realização mais detalhada de correlações entre aquisições e comportamento dos indicadores analisados.

Recomenda-se, para futuras pesquisas, identificar o impacto que cada um dos eventos da expansão histórica da empresa teve no desempenho econômico-financeiro. Além disso, fazer um comparativo entre as empresas do setor, buscando identificar aquela organização que apresentou maior agregação de valor no período e maiores sinergias operacionais. Ainda, verificar como ocorreu o crescimento das empresas do setor de frigoríficos e fazer um comparativo com os desempenhos obtidos, buscando identificar as estratégias expansionistas usadas e aquela que deu melhores resultados para o setor produtivo de frigoríficos, ou melhor, que permitiu auferir maior renda, valor e representatividade no contexto do agronegócio.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 1, 2001, p. 103-120, Spring, 2001.

ANDRÉ, P.A.; KOOLI, M.; L'HER, J.F. The long-run performance of mergers and acquisitions: evidence from the Canadian market. **Financial Management**, v.33, n.4, p. 27-43, 2004.

ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo de avaliação de empresas no Brasil**: uma aplicação prática. 203 f. Tese (Livre-Docência) – FEA-USP, Ribeirão Preto, 2003.

BORTOLUZZO, A.B; GARCIA, M.P.S; BOEHE, D.M. Desempenho de fusões e aquisições *crossborder*: análise empírica do caso brasileiro. **RAE**. São Paul, v. 54. n. 6, nov./dez 2014, p. 659-671, 2014.

BRESSAN, V. G.F; BRESSAN, A.A. **Organizações Rurais & Agroindustriais**. Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

CALEMAN, S.M.Q; SPROESSER, R.L; ZYLBERSZTAJN, D. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, Lavras, v.10, n.3, p. 359-375, 2008.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**. São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abr./ jun. 2005.

- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **RAUSP**. v. 42, n. 4, p. 468-481, out./nov./dez, 2007.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Acordo de fusão TAM VARIG: Um estudo de caso dos fatores estratégicos, mercadológicos e financeiros e seus impactos sobre os stakeholders. **Caderno de pesquisa em administração**. São Paulo: USP/FEA, v. 11, n. 4, 2004.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. **XXXII ENANPAD**. Rio de Janeiro, 06 a 10 set. 2008.
- CAMARGOS, M. A. de; CAMARGOS, M. C. S. Análise da Produção Científica sobre Fusões e Aquisições na Literatura Nacional, 1994 a 2010. **XXXIX ENANPAD**. Rio de Janeiro, 25 a 29 set., 2010.
- CANO, M. O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira. 164 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas. Empreendedor do Ano – Indústria (2010): Marcos Molina. Publicado na edição especial Empreendedor do Ano 2010. **Revista Dinheiro**, 22 dez. 2002.
- GOMES, C; AIDAR. O.; VIDEIRA, R. Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. **Economia**. Brasília (DF), v. 7, n. 4, p.143–163, Dez. 2006.
- HITT, M. A.; IRELAND, R. D; HOSKISSON, R. E. **Administração Estratégica**. São Paulo: Thomson, 2005.
- JENSEN, M. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. **European Financial Management**, v. 7, n. 3, p. 297-317, Sept, 2001.
- JOVANOVIC, B.; ROUSSEAU, P. The Q-theory of mergers. **American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 198-204, 2002.
- KAYO, E. K.; PATROCÍNIO, M. R.; MARTIN, D. M. L. Intangibilidade e Criação de Valor em Aquisições: o Papel Moderador do Endividamento. **XXXII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro, 6 a 10 set., 2008.
- KPMG CORPORATE FINANCE. Disponível em:
<http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2010/FA_4otrim_2010.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2011.
- KRUG, J.A; WRIGHT, P; KROLL, M.J. Top management turnover following mergers and acquisitions: solid research to date but still much to be learned. **The Academy of Management Perspectives**, v. 3015, n. 1, pp. 30–46, 2015.
- LEITÃO, C.R.S; GALLI, O.C. Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. **Organizações em contexto**, São Bernardo do Campo. Vol. 10, n. 20, jul.-dez, 2014.
- Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.8, n.2, mai./ago. 2015.

MATIAS, A. B., PASIN, R. M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração - USP**, São Paulo, v. 36 n. 1, pp. 5-13, jan./mar., 2001.

PASIN, R. M. Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. **Anais...** Flórida: BALAS, 2002 (CD-ROM), 2002.

PINTO JR., H. Q.; IOOTTY, M. Avaliando os Impactos Microeconômicos das Fusões e Aquisições nas Indústrias de Energia no Mundo: uma análise para a década de 90. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4 (100), out./dez., 2005.

RELATÓRIO DE ADMINISTRAÇÃO (2014). Disponível em:
<[http://ri.marfrig.com.br/PT/Documentos/3657_MARFRIG%20GLOBAL%20FOODS%20S.A.%2031-12-2014%20\(CVM-PACKAGE\).pdf](http://ri.marfrig.com.br/PT/Documentos/3657_MARFRIG%20GLOBAL%20FOODS%20S.A.%2031-12-2014%20(CVM-PACKAGE).pdf)>. Acesso em: 25 abr. 2015.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 5, n. especial, p. 69-102, out./nov./dez., 2001.

ROCHMAN, R. R.; ARBELECHE, S. Desempenho de Longo Prazo de Fusões e Aquisições: evidência de mercados de capitais latino-americanos. In: EnANPAD, 33., 2009, São Paulo. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2009. CD-ROM, 2009.

SEHNEM, Simone. **Análise dos Recursos, Estratégias Ambientais e Desempenho de Organizações**. 2011. 214p. Tese (Doutorado em Administração e Turismo) – Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2011.

SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, C. M. da; BARBOSA, C. A. P; CIA, J. C.; KAGAWA, J. K. C.; MAULÉN, T. S. Aquisição do Submarino pela Americanas.com: Um Estudo sobre Agregação de Valor para Acionistas e Clientes. **XXXIII ENANPAD**. São Paulo, 19 a 23 set., 2009.

TOIGO, L.A; LAVARDA, C.E.F. Governança corporativa em fusões e aquisições: uma análise das produções científicas internacionais sob a perspectiva de redes sociais. **V Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis - AdCont 2014**. 16 e 17 de out. de 2014 - Rio de Janeiro, RJ, 2014.