

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Luiz Alfonso Agapito

A COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS DA PERDIGÃO S.A. E SADIA S.A.:
análise da variação entre o valor contábil, o valor de mercado e o valor econômico

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

SÃO PAULO

2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Luiz Alfonso Agapito

A COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS DA PERDIGÃO S.A. E SADIA S.A.:
análise da variação entre o valor contábil, o valor de mercado e o valor econômico

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Finanças, sob a orientação do Prof. Doutor Rubens Famá.

SÃO PAULO

2010

Banca Examinadora

Prof. Dr. Rubens Famá

Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos

Prof. Dr. Carlos Eduardo Luporini

Ao meu Deus e Pai e ao meu Senhor Jesus, o Cristo.

AGRADECIMENTOS

De forma particular e especial, à Priscila, minha amada esposa. Sem o seu amor e cuidado eu não teria conseguido iniciar e posteriormente concluir esse projeto.

Às minhas preciosas filhas Fernanda, Cecília e Juliana pelo cuidado e por terem aceitado a minha ausência em suas vidas durante o tempo dedicado aos estudos.

À Prof^a. Dr^a. Neusa e ao Prof. Dr. Roberto Fernandes pelo apoio e incentivo.

Ao Prof. Dr. Carlos Luporini pela revisão cuidadosa e pelas críticas apresentadas de maneira clara e gentil.

Ao Prof. Dr. Rubens Famá por sua orientação segura e desafiadora, por sua paciência, sabedoria e total disponibilidade quando requisitado.

“Conhecereis a Verdade e a Verdade vos libertará”

Jesus Cristo

RESUMO

Esse estudo mostra a variação entre o valor contábil, o valor de mercado e o valor econômico na combinação de negócios da Perdigão S.A. e da Sadia S.A, que, ao se associarem, geraram a BRF – Brasil Foods S.A., uma das principais empresas produtoras, distribuidoras e vendedoras de carnes e alimentos industrializados no mercado internacional. A fase inicial do estudo de caso está centrada na apresentação dos fundamentos teóricos dos principais modelos de avaliação de empresas, suas variações, e os parâmetros necessários à aplicação desses modelos. Dentre os modelos apresentados, escolheu-se o Fluxo de Caixa Descontado, mais especificamente a variante conhecida como Fluxo de Caixa Livre da Empresa (*FCFF - Free Cash Flow of Firm*) para a obtenção do valor econômico das três empresas. A segunda etapa consiste no cálculo do valor econômico das três empresas com base em um período de atividade operacional projetado para dez anos, separados em três estágios: um período de cinco anos de crescimento acelerado; um período de cinco anos de crescimento estável; e, a partir de então, um período de crescimento contínuo para um prazo indeterminado. A terceira etapa consiste na apresentação do valor contábil, valor de mercado e valor econômico da Sadia e Perdigão sem considerar a combinação de negócios, consolidando esses valores e comparando-os com os valores da BRF. Então, avalia-se o grau de significância do valor contábil e valor econômico no valor manifestado pelo mercado de capitais em relação à BRF, com base no preço por ação correspondente à oferta pública inicial de ações à data da efetivação da combinação de negócios, isto é, março de 2009.

PALAVRAS-CHAVE: Avaliação de empresas. Valor Econômico. Fluxo de Caixa Descontado. Fluxo de Caixa Livre do Acionista. Fluxo de Caixa Livre da Empresa.

ABSTRACT

This study shows the variance between the book value, market value and economic value of the business combination of Perdigão S.A. and Sadia S.A., which, upon its association, had created the BRF – Brasil Foods S.A. one of the main producers, distributors and sellers meats and processed foods in the international market. The initial phase of the case study focuses on the presentation of the main theoretical models of valuation, its variations, and the parameters needed to implement those models. Among the models, picked up the discounted cash flow, more particularly the variant known as Free Cash Flow of Firm (*FCFF*) to obtain the economic value of the three companies. The second step consists in calculating the economic value of three companies based on a period of operational activity projected for ten years, separated into three stages: a period of five years of accelerated growth, a period of five years of steady growth and, thereafter, a period of continued growth for an indefinite period. The third step is the presentation of book value, market value and economic value of Sadia and Perdigão not considering the business combination, consolidating those values and comparing them with the values of the BRF. Then, assesses the significance of the book value and economic value on the value expressed by the capital market related to BRF, based on the price per share correspondent to the initial public offering of shares on the date of consummation of the business combination, this is March 2009.

KEY WORDS: Business valuation. Economic Value. Discounted Cash Flow. *FCFF* - Free Cash Flow of Firm. *FCFE* - Free Cash Flow to Equity.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Balanço patrimonial (visível e invisível)	30
Quadro 2 – Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa	80
Quadro 3 – Demonstração do resultado consolidado em 31/03/2009	85
Quadro 4 – Demonstração do resultado em 31/12/2008	86
Quadro 5 – Balanço patrimonial consolidado em 31/03/2009	87
Quadro 6 – Valor de mercado da Perdigão	88
Quadro 7 – Demonstração do EBIT da Perdigão (R\$ milhões)	89
Quadro 8 – <i>FCFF</i> para três estágios da Perdigão (antes da combinação de negócios)	89
Quadro 9 – Valor de mercado da Sadia	90
Quadro 10 – Demonstração do EBIT da Sadia (R\$ milhões)	91
Quadro 11 – <i>FCFF</i> para três estágios da Sadia (antes da combinação de negócios)	92
Quadro 12 – Valor de mercado consolidado da Sadia e Perdigão	93
Quadro 13 – Demonstração do EBIT consolidado da Perdigão e Sadia (R\$ milhões)	94
Quadro 14 – <i>FCFF</i> consolidado para três estágios da Perdigão e Sadia	95
Quadro 15 – Valor de mercado da BRF	96
Quadro 16 – Demonstração do EBIT da BRF (R\$ milhões)	97
Quadro 17 – <i>FCFF</i> para três estágios da BRF	98

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – <i>ROA</i>	41
Equação 2 – <i>ROI - Return on Investment</i>	42
Equação 3 – <i>ROE</i>	43
Equação 4 – Lucro Residual	44
Equação 5 – Valor presente dos fluxos de caixa futuros	47
Equação 6 – Custo do capital de terceiros	52
Equação 7 – Custo do capital da ação	54
Equação 8 – Prêmio pelo risco da ação	55
Equação 9 – Custo do capital – ações preferenciais	55
Equação 10 – <i>WACC</i>	58
Equação 11 – Beta	59
Equação 12 – Valor presente dos fluxos de caixa do acionista (<i>FCFE</i>)	64
Equação 13 – <i>Free Cash Flow to Equity</i>	66
Equação 14 – <i>FCFE</i> para crescimento estável	66
Equação 15 – <i>FCFE</i> para dois estágios de crescimento	67
Equação 16 – Modelo geral do <i>FCFF</i>	68
Equação 17 – <i>FCFF</i> para crescimento estável	69
Equação 18 – <i>FCFF</i> com dois estágios	69
Equação 19 – Valor econômico calculado pelo <i>EVA</i> [®]	76
Equação 20 – Valor econômico da Perdigão S.A.	88
Equação 21 – Valor econômico da Sadia S.A.	91
Equação 22 – Valor econômico consolidado da Perdigão S.A. e Sadia S.A.	94
Equação 23 – Valor econômico da BRF – Brasil Foods S.A.	96

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ADR* – *American Depository Receipt* – Certificado de depósito americano
- APM* – *Arbitrage Pricing Model*
- CAPM* – *Capital Asset Pricing Model*
- EVA*[®] – *Economic Value Added* - Valor Econômico Agregado
- FASB* *Financial Accounting Standards Board*
- FCD – Fluxo de Caixa Descontado
- FCFE* – *Free Cash Flow of Equity* - Fluxo de caixa livre para o acionista
- FCFF* – *Free Cash Flow of Firm* - Fluxo de caixa livre para a empresa
- FCL – Fluxo de Caixa Livre
- IASC* – *International Accounting Standards Committee*
- IFRS* – *International Financial Reporting Standards*
- IPO* – *Initial Public Offering* - *Processo Inicial de Distribuição Pública de Ações*
- LPA – Lucro por Ação
- LR – Lucro Residual
- MVA*[®] – *Market Value Added*
- NOPAT* – *Net Operating Profit After Tax* - O Lucro operacional após os impostos
- NPV* – *Net Present Value*
- PV* – *Present Value* – Valor Presente
- RI* – *Residual Income* - Lucro Residual
- ROA* – *Return on Assets* – Retorno sobre Ativo
- ROE* – *Return on Equity* - Retorno sobre o Patrimônio Líquido
- ROI* – *Return on Investment* - Retorno sobre o Investimento
- ROS* – *Return on Sales* – Retorno sobre Vendas
- SKU* – *Stock Keeping Units* – Unidades de Manutenção em estoque
- USDA* – *United States Department of Agriculture*
- WACC* – *Weighted average capital cost* – Custo médio ponderado do capital

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
1.1 O conceito de valor	22
1.1.1 O valor justo de mercado	24
1.2 O conceito de preço	26
1.3 O conceito de mercado	27
1.4 O conceito de avaliação de empresa	30
1.4.1 Avaliação patrimonial contábil	34
1.4.2 Avaliação econômica	37
1.4.3 Avaliação de mercado	38
1.5 Indicadores de desempenho	39
1.5.1 Resultado do exercício	39
1.5.2 Lucro por Ação (LPA)	40
1.5.3 Retorno sobre o Investimento (<i>ROI - Return on Investment</i>)	41
1.5.4 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (<i>ROE - Return on Equity</i>)	42
1.5.5 Lucro Residual (<i>RI - Residual Income</i>)	43
1.6 Métodos de avaliação de empresas mais aplicados	45
1.6.1 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	46
1.6.1.1 Limitações do método de desconto de fluxos de caixa futuros	49
1.6.1.2 A preparação do fluxo de caixa	50
1.6.1.3 Custo do capital	50
1.6.1.4 Custo médio ponderado do capital (<i>WACC - Weighted Average Cost of Capital</i>)	57

1.6.1.5 Beta	59
1.6.1.6 Taxa de juros	60
1.6.1.7 Custo de oportunidade	60
1.6.1.8 Risco	62
1.6.1.9 Fluxo de caixa livre para o acionista (<i>FCFE – Free Cash Flow to Equity</i>)	63
1.6.1.10 Fluxo de caixa livre para a empresa (<i>FCFF – Free Cash Flow of Firm</i>)	67
1.6.2 Avaliação patrimonial contábil	70
1.6.2.1 O Capital	71
1.6.2.2 Capital Monetário	71
1.6.2.3 Capital Físico	72
1.6.2.4 O <i>Goodwill</i> e o valor da empresa	72
1.6.3 Avaliação com base em empresas similares	73
1.6.4 Avaliação com base em múltiplos ou avaliação relativa	74
1.6.5 Valor econômico agregado (<i>EVA® – Economic Value Added</i>)	75
2 METODOLOGIA DA PESQUISA	79
2.1 Estudo de caso	81
2.1.1 Questões do problema	82
3 APRESENTAÇÃO DOS DADOS	83
3.1 Informações financeiras consolidadas considerando a combinação de negócios	83
3.2 O valor da Perdigão S.A. – Antes da combinação de negócios	87
3.2.1 O valor do patrimônio contábil	87
3.2.2 O valor de mercado	88
3.2.3 O valor econômico calculado através do modelo FCFF	88

3.3 O valor da Sadia S.A. – Antes da combinação de negócios	90
3.3.1 O valor do patrimônio contábil	90
3.3.2 O valor de mercado	90
3.3.3 O valor econômico	91
3.4 O Valor consolidado da Perdigão e Sadia S.A.	93
3.4.1 O valor do patrimônio contábil	93
3.4.2 O valor de mercado	93
3.4.3 O valor econômico	94
3.5 O valor da BRF – Brasil Foods S.A.	96
3.5.1 O valor do patrimônio contábil	96
3.5.2 O valor de mercado	96
3.5.3 O valor econômico	96
3.6 Análise dos resultados	98
3.6.1 Premissas usadas para a projeção do fluxo de caixa	99
3.6.2 Os valores da Perdigão S.A.	99
3.6.3 Os valores da Sadia S.A.	102
3.6.4 Os valores da BRF – Brasil Foods S.A.	104
CONSIDERAÇÕES FINAIS	107
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	111
ANEXOS	117

INTRODUÇÃO

Quando da avaliação de uma empresa e definição do seu valor, são levados em conta elementos objetivos, tais como as informações financeiras publicadas e o valor expresso de suas ações negociadas pelos agentes do mercado de capitais.

No entanto, consideram-se também na avaliação elementos subjetivos como a relevância do seu *Goodwill* e sua capacidade de geração futura de riquezas.

Os métodos de avaliação de empresas conhecidos e normalmente aplicados podem ser empregados isolada ou conjuntamente, desde que suportados por informações disponíveis que sejam adequadas e consistentes.

Assim, quando aplicado isoladamente, nenhum método poderia ser considerado como o melhor ou mais adequado, em razão da natureza das informações financeiras objeto da análise, que para o mesmo propósito considera valores concretos e também intangíveis, projeções e previsões.

O investidor, quando avaliar uma empresa, deve considerar como um dos fatores para a tomada de decisão a capacidade dessa empresa em gerar riqueza. Apesar dos dados relativos ao valor contábil e do valor de mercado, é o valor econômico que pode indicar se o investimento ao longo de um determinado período pode gerar a riqueza procurada.

Este estudo analisará o grau de significância do valor contábil e mais especificamente do valor econômico em relação ao valor de mercado da BRF – Brasil Foods S.A, surgida como resultado da combinação de negócios das empresas Perdigão S.A. e Sadia S.A.

Contextualização do problema

A gestão empresarial atual tem à disposição ferramentas que lhe permitem uma interação a tempo próximo do real entre pessoas e empreendimentos, mesmo que separados por distâncias intercontinentais.

Essa interação ocorre, em grande parte, em razão do interesse de investidores e em razão de decisões estratégicas tomadas por gestores empresariais quando da análise de incorporações, fusões e transferências de controle acionário, objetivando o domínio de segmentos específicos da economia.

No ambiente empresarial brasileiro, destacam-se com mais evidência as consolidações de objetivos das empresas do setor do agronegócio e da exploração do petróleo.

Tal movimento tem levado investidores e gestores a buscarem informações mais precisas para a mensuração e avaliação de novos negócios.

Essas informações nem sempre são encontradas de maneira clara nas demonstrações contábeis publicadas, que primordialmente refletem o registro dos atos e fatos inerentes à movimentação do capital de uma entidade com base no custo histórico, respeitando-se os princípios e práticas contábeis.

A despeito do avanço da doutrina e práticas contábeis, tais como a aprovação da Lei Brasileira 11.638 de 27 de dezembro de 2007, e a adoção do *International Financial Reporting Standards (IFRS)* como padrão para a consolidação dos relatórios financeiros, a partir de 2009, em determinadas situações pode ser necessária a obtenção de dados adicionais para uma análise mais apurada e uma avaliação mais precisa no momento de investir.

Os agentes reguladores do mercado de capitais, quando da decisão de uma empresa de abrir o seu capital, exigem que se cumpram algumas normas. A principal delas é que as demonstrações contábeis tenham sido preparadas de acordo com as práticas contábeis vigentes, mostrando de maneira íntegra e clara a atividade operacional da entidade.

Ao se fazer acompanhados de indicadores de desempenho, os relatórios contábeis publicados tornam-se mais abrangentes na proposta de oferecer aos seus usuários elementos para a análise da lucratividade e continuidade do negócio, que possibilitarão ao futuro investidor uma análise correta quanto a investir ou não.

No entanto, fatores subjetivos podem representar parte significativa nos critérios de formação do valor de uma empresa. Esses fatores estão fundamentalmente relacionados à capacidade do negócio de geração futura de riqueza para o acionista.

Portanto, os métodos de avaliação de empresa passam a ter significativa importância no processo de mensuração e definição do valor de um investimento específico.

Justificativa

O investimento estrangeiro em ações de empresas brasileiras alcançou em outubro de 2009 um nível superior a US\$ 13 bilhões, maior valor em mais de 60 anos, conforme matéria do jornal Folha de São Paulo publicada em 24 de outubro de 2009 e tendo como fonte o Banco Central do Brasil.

Além da forte entrada de recursos no mercado brasileiro de ações e renda fixa, o Brasil também registra aumento nos investimentos estrangeiros direcionados ao setor produtivo. Segundo dados do Banco Central, o país havia recebido até setembro de 2009 US\$ 17,7 bilhões direcionados ao setor produtivo podendo alcançar US\$ 25,0 bilhões em dezembro de 2009 e com previsão de receber US\$ 38,0 bilhões no ano de 2010¹.

Segundo dados do Banco Central do Brasil, os ingressos de recursos provenientes de investimentos estrangeiros diretos em empresas brasileiras estão disseminados em diversos setores, principalmente financeiro, comércio e indústria.

Informa ainda o Banco Central (*on-line*) que parte significativa desse ingresso de capital registrado nos anos de 2007, 2008 e 2009 destinou-se à participação de investidores estrangeiros nos processos de capitalização de empresas denominados *Initial Public Offering* ou Processo Inicial de Distribuição Pública de Ações (*IPO*)². É nessa conjuntura que surge a BRF – Brasil Foods S.A., fruto da combinação de negócios de duas das principais empresas brasileiras do segmento de produção e comercialização de alimentos, a Perdigão S.A. e a

¹ Eduardo Cucolo da sucursal de Brasília, Estrangeiros colocam US\$ 40 bi no mercado, Folha de São Paulo, 2009 outubro 24, Caderno dinheiro: b6.

² Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/rex/ied/port/ingressos/htms/index3.asp?ipai=invedir>>. Acesso em: 26 mar. 2010.

Sadia S.A., surgimento esse marcado pela oferta pública primária de ações ordinárias da BRF em julho de 2009.

Objetivo

Esta dissertação tem como objetivo apresentar uma contribuição à análise dos métodos usualmente utilizados na avaliação de empresas e avaliar o grau de significância desses métodos na determinação do valor econômico de um empreendimento específico cujos valores contábeis e de mercado são previamente conhecidos.

O objetivo geral é apresentar o histórico e o fundamento teórico dos principais modelos de avaliação de empresa e a contribuição desses modelos para a obtenção do valor econômico, com destaque para o Fluxo de Caixa Descontado por ter sido esse o modelo aplicado na obtenção do valor econômico da Perdigão S.A., Sadia S.A. e da BRF – Brasil Foods S.A., as empresas objetos da análise.

Serão abordados aspectos gerais do conceito de valor, conceito de preço, conceito de mercado, conceito de avaliação patrimonial contábil e conceito de avaliação econômica, assim como a relevância dos indicadores de desempenho na análise da base de dados considerada na aplicação dos modelos de avaliação.

Os objetivos específicos do trabalho estão centrados na busca de respostas a questionamentos relacionados à variação entre o valor de mercado e o valor econômico e a relação do valor econômico na formação do valor de mercado, valor de mercado esse, evidenciado por aspectos objetivos, mas com grande influência de aspectos sentimentais, subjetivos e especulativos, relacionados a seguir:

- a) Se o valor econômico é a indicação da capacidade de geração futura de riqueza e, portanto, podendo ser aceito como referência de retorno de um investimento específico, por que em determinadas circunstâncias o investidor se dispõe a pagar por um ativo ou empresa um valor superior ao seu valor econômico?

- b) A determinação do valor de mercado, em razão de seus aspectos subjetivos, pode ser impactada por características das empresas objetos da avaliação. O setor econômico, a longevidade, a participação no mercado, o acesso ao mercado internacional, os produtos com grande penetração e credibilidade perante o público consumidor e o apelo das marcas de Perdigão e Sadia, herdadas pela BRF quando da combinação dos dois negócios, podem ter exercido maior influência na fixação do valor de mercado dessas empresas do que seus indicadores de desempenho passado e presente, obtidos através dos relatórios contábeis ou do valor econômico e seu vínculo com desempenho futuro. Então, ao se admitir outro valor de referência em relação ao valor econômico, qual a razão e a importância da avaliação?
- c) A margem de contribuição dos produtos, a administração dos processos produtivos, distribuição e sistemas de controle, a adequação dos custos fixos e tecnologia ao volume processado podem garantir a sustentabilidade, rentabilidade e continuidade da empresa. No entanto, a gestão financeira pode ser mais significativa na determinação da taxa de retorno a ser utilizada no cálculo do valor econômico do que a gestão econômica e a gestão estratégica, pois, assim como a política adotada para a proteção de risco dos ativos financeiros pode exercer forte influência no custo do capital próprio provocado pelo efeito do Beta no ajuste do prêmio por unidade de risco, a administração dos índices de endividamento e a escolha das linhas de financiamento podem impactar o custo do capital captado junto a terceiros, através da elevação ou diminuição do custo dos encargos financeiros. Como dimensionar e adequar a relação da estrutura econômica com a estrutura financeira de uma empresa no processo de obtenção da taxa de retorno empregada nos modelos conhecidos e praticados?

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Conforme Famá e Luchesi (2007, p. 250), o valor de mercado de uma empresa, de acordo com o modelo tradicional de avaliação, é igual à soma de dois termos.

O primeiro é o valor presente (VP) esperado do fluxo de caixa gerado pelos resultados futuros dos ativos atuais da empresa.

O segundo é o valor presente (VP) esperado do fluxo de caixa das novas oportunidades de investimento da empresa no futuro.

Ou seja, o valor da empresa está diretamente ligado ao fluxo de caixa gerado no presente pelo ativo já instalado e operante, e pelo potencial que a empresa possui de gerar fluxo de caixa positivo no futuro em razão dos novos investimentos.

Também como escrevem Famá e Luchesi (2007, p. 251), o valor da empresa depende da taxa de retorno, que pode ser obtida por meio de investimentos de mesma classe de risco disponíveis no mercado financeiro; do poder dos ativos atuais detidos pela empresa em gerar resultados futuros; e das novas oportunidades que a empresa possui em realizar investimentos que tenham taxa de retorno maior do que a exigida pelo mercado.

Nesse sentido, ainda segundo os autores, os gestores revelam ao mercado informações relevantes para a avaliação da empresa por meio de anúncios sobre seus futuros planos de investimento e o mercado de capitais reage de maneira consistente à suposição da hipótese de maximização do seu valor de mercado.

Assim, pode-se afirmar que as novas oportunidades de investimento constituem um componente que, de fato, afeta explicitamente o valor da empresa, pois novos investimentos representarão para a empresa a adição de recursos econômicos à sua capacidade operacional instalada que trarão benefícios futuros ao acionista.

Conforme Martins (1972, p. 30), ativo é o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente. Hendriksen e Van Breda (1999b, p. 284-285) dizem que ativos são benefícios

econômicos futuros prováveis, obtidos ou controlados por uma dada entidade em consequência de transações ou eventos passados.

Portanto, ao considerar o valor de uma empresa, deve-se incluir nesse valor o seu ativo instalado e sua capacidade presente de geração de caixa, assim como a possibilidade de novos investimentos e o fluxo de caixa adicional que esses novos investimentos poderiam agregar, razão pela qual tais investimentos foram considerados e aprovados, em uma determinada circunstância no curso da história da empresa.

Adicionalmente, deve-se considerar o ativo intangível incluindo o *Goodwill*, apesar das dificuldades para mensuração do seu valor e tempo de sua vida útil. A aceitação das marcas de uma empresa, a sua tradição e respeitabilidade adquirida perante o público consumidor, o capital intelectual e a capacidade comprovada de gestão, dentre outros, são fatores que não devem ser desconsiderados. Eles podem representar parcela significativa do valor da empresa, o que poderá influenciar sua continuidade. Essa influência deverá ser levada em conta no momento de se projetar resultados futuros.

Sabendo-se, por exemplo, que a marca dos seus produtos têm grande penetração no mercado e é de grande aceitação entre os consumidores; sabendo-se que os seus profissionais são técnica e intelectualmente capacitados, e que possuem a necessária experiência para gerir o negócio e administrar variáveis externas que podem influenciá-lo, a empresa como decisão estratégica, pode decidir quando da elaboração do seu plano de negócios por um aumento mais agressivo na sua participação de mercado através de um aumento de volume e até mesmo de preço, o que poderia trazer um maior valor agregado ao fluxo de caixa operacional.

1.1 O conceito de valor

No processo de fundamentação do modelo a ser adotado para a obtenção do valor econômico, um negócio que possa trazer repercussões tanto no ambiente empresarial doméstico quanto no internacional, como no caso da associação entre Perdigão e Sadia, faz-se necessário rever e compreender os conceitos de valor e sua aplicabilidade.

Segundo Hessen (1980, p. 37): “O conceito de valor pertence ao número daqueles conceitos supremos, como os do 'ser' 'existência', que não admitem definição. Tudo o que pode fazer-se é simplesmente tentar uma clarificação ou mostra do seu conteúdo.”

Segundo Van Horne (1997, p. 2): “Valor é representado pelo preço de mercado das ações ordinárias da empresa que, por sua vez, é consequência das decisões relacionadas com os investimentos, financiamentos e distribuição de dividendos.”

Considerando tais afirmações, pode-se afirmar que a correta escolha de um modelo de avaliação de um ativo ou empresa é determinante para o sucesso do processo de tomada de decisão. Faz-se necessário também compreender que a definição do valor depende de elementos intrínsecos ao ativo e de fatores extrínsecos e às vezes não claramente definidos ou mensuráveis, como o interesse que ele pode despertar em seus potenciais consumidores e ou possuidores.

Conforme Martins (2006, p. 22), quando se fala em valor, fala-se principalmente em contabilidade e economia, em sua representação monetária. Ou seja, está-se atribuindo quantidade de moeda a algum ativo ou a alguma obrigação; conseqüentemente, a toda e qualquer receita ou despesa, ou então ganho ou perda. Finalmente, ao lucro ou ao prejuízo.

No entanto, não será tarefa fácil expressar o conceito de valor através de um modelo de cálculo ou uma equação matemática em razão da subjetividade inerente ao processo de busca desse valor.

O valor de um ativo traz consigo uma parcela tangível e, portanto, mensurável, mas traz consigo também uma parcela de subjetividade quando falamos da parte intangível que está sujeita às avaliações pessoais do possuidor do ativo assim como às do interessado em sua aquisição. Assim, pode-se dizer que, no campo econômico, valor pode ser entendido como a apreciação feita num dado tempo e espaço, da importância de um bem, com base em sua utilidade objetiva e subjetiva.

As duas avaliações – a avaliação da utilidade objetiva e a avaliação da utilidade subjetiva – assim como o grau de interesse que o ativo pode despertar, podem levar a mensurações econômicas e financeiras distintas.

No universo contábil, o interesse crescente pelo *Goodwill* e sua escrituração contábil poderá trazer uma contribuição importante na busca pela correta expressão do Valor Justo de Mercado.

1.1.1 O valor justo de mercado

A conceituação do Valor Justo de Mercado (*fair value*) e suas aplicações também contribuirão na busca por um conceito mais prático de valor dos ativos. Em seu artigo *Ativos Intangíveis nas Normas Internacionais (IASB)*, publicado na IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, em agosto de 2003, Schimidt e Santos dizem:

A expressão valor justo, que é utilizada nas normas internacionais, não corresponde ao valor de mercado utilizado nas normas brasileiras, mas sim ao valor pelo qual o ativo ou passivo pode ser trocado, existindo um conhecimento amplo e disposição por parte dos envolvidos no negócio, em uma transação sem favorecimentos.

Segundo Siegel e Schim (1987, p. 162-163), o Valor Justo de Mercado (*Fair Market Value*) representa “o montante que poderia ser recebido com a venda de um ativo quando existentes compradores e vendedores interessados e financeiramente capazes de concretizar a transação, e, inexistindo circunstâncias anormais tais como liquidação, desabastecimento e emergências.”

Portanto, considerando os autores citados, o valor justo de mercado poderia ser entendido como o valor líquido de realização obtido numa situação normal de oferta e demanda.

Entretanto, mais recentemente, esse conceito tem sido empregado intensamente na divulgação de instrumentos financeiros, assumindo um significado diferente daquele anteriormente apresentado.

O *Financial Accounting Standards Board (FASB)* (FASB, p. 1) orienta “que todas as entidades divulguem o valor justo dos instrumentos financeiros, ativos e passivos reconhecidos ou não na demonstração da posição financeira, desde que sua estimativa seja praticável.”

Essa citação evidencia que o valor justo de mercado não está restrito à avaliação de ativos. Além desses, podemos aplicá-lo também aos passivos registrados ou não. Nesse mesmo sentido, o *International Accounting Standards Committee (IASC)* (p. 1.048) define: “Valor justo é o montante pelo qual um ativo poderia ser negociado, ou um passivo liquidado, entre agentes econômicos plenamente informados e independentes, cada qual buscando o melhor dos seus próprios interesses.”

Ainda como referência adicional, cita-se o *IASC* (2000, p. 1082) em que se considera o valor justo como sendo aquele valor adequadamente obtido quando a variância no intervalo de estimativas razoáveis não é significativa; ou as probabilidades das várias estimativas dentro desse intervalo podem ser razoavelmente obtidas e usadas para estimar o valor justo.

Mais adiante, o *IASC* (2000, p. 1082) relaciona as situações em que o valor justo é dimensionado de forma confiável. Ou seja, quando existe uma cotação de preços publicada num mercado aberto e ativo de títulos; quando existe um preço divulgado por uma entidade independente de cotação do item e cujos fluxos futuros de caixa possam ser razoavelmente estimados; e quando existe um apropriado modelo de avaliação cujos dados nele inseridos possam ser mensurados de forma confiável, ou seja, dados obtidos em mercados ativos.

Então, é possível aceitar-se que o Valor Justo de Mercado é a quantia líquida pela qual um bem ou ativo seria negociável num mercado eficiente e operando em condições normais. Portanto, o valor que se receberia ou se pagaria na transferência de sua propriedade.

No entanto, aceitar que o valor justo é o valor pelo qual uma empresa pode ser trocada em uma transação sem favorecimentos não necessariamente significa aceitar que esse valor justo coincidirá com a avaliação do mercado, ou mesmo, com o valor econômico obtido por qualquer um dos modelos de avaliação conhecidos.

No processo de avaliação de uma empresa, é importante situá-la corretamente em três momentos: o início e a história da empresa, portanto seu passado; o momento atual do empreendimento, fator preponderante para o surgimento do interesse por sua aquisição, portanto, seu presente; e o potencial de geração contínua de riquezas em um prazo de tempo indefinido, portanto seu futuro.

O processo de determinação do seu valor vai transitar pelos três estágios. Não teria chegado ao presente se não houvesse gerado riqueza no passado. Não geraria interesse, mesmo que somente estratégico, se não representasse acréscimo ao patrimônio do comprador no presente, e, considerando que no ambiente empresarial busca-se fundamentalmente o lucro para o detentor do capital, o potencial futuro de geração de riqueza torna-se crítico quando da busca pelo investimento.

Basicamente, um novo investimento é feito como parte do plano de crescimento de um negócio, pois o crescimento implica a expectativa de agregar-se valor. Para saber se a ação de investir estará de fato agregando valor, faz-se necessário compreender o conceito e as maneiras adotadas para sua mensuração. Feito isso, o conceito deverá nos levar a um resultado numérico que é a expressão do valor do negócio.

Chega-se então a algo menos subjetivo. O valor de uma empresa pode ser compreendido como sendo uma expressão numérica, apurada com base em elementos tangíveis e visíveis, e também em elementos subjetivos e intangíveis.

Para alcançar essa expressão é necessário avaliar os modelos que conseguem processar mais precisamente as variáveis relacionadas ao processo de avaliação e transformá-las em números. Números esses compreensíveis e aceitáveis tanto por parte do comprador quanto por parte do vendedor.

1.2 O conceito de preço

Se o valor é relativo e dependente de variáveis objetivas e subjetivas, o preço é a exata expressão da mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa, conforme Perez e Famá (2003, p. 48).

Ainda segundo os autores, o preço apenas será definido como conclusão do processo de negociação entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão em um processo no

qual, sem uma ideia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos.

McCarthy (1982) define preço como a expressão monetária de algum bem ou serviço, que é cobrado por algo, mesmo que este seja avaliado de forma incorreta.

Rossetti (2000) contribui ao dizer que essa expressão monetária resulta, segundo a tradição da teoria da microeconomia, da utilidade avaliada pelos que têm a necessidade e procuram satisfazê-la, além dos custos calculados pelos que produzem. Estes, então, buscam ressarcir-se pela oferta.

Já Churchill Jr. e Peter (2003) têm entendimento convergente, apesar de não usarem o termo expressão monetária. Eles dizem que preço é a quantidade de dinheiro, bens ou serviços que deve ser entregue para obter a propriedade ou direito de uso de um bem ou produto.

As definições citadas, de forma geral, são convergentes na conceituação de preço como sendo o que se paga pelo que se recebe.

É possível considerar, portanto, que não se deve confundir a conceituação de valor com a conceituação de preço que é a expressão financeira acordada entre o comprador e o vendedor para a transferência de propriedade de um bem, ativo ou negócio, mesmo não havendo transferência de valores monetários e mesmo não havendo uma avaliação correta, pois o preço expressa as condições básicas pelas quais o comprador e o vendedor concordam em efetuar a transferência.

1.3 O conceito de mercado

De acordo com Bruni e Famá (1998, p. 1):

O mercado seria um local onde empresas poderiam tomar decisões de produção e investimento e investidores poderiam escolher ativos que representassem a posse destas empresas, de suas atividades e decisões tomadas, sob a prerrogativa de que os

preços dos ativos sempre refletiriam inteiramente todas as informações relevantes disponíveis.

Brealy e Myers (2000, p. 12) destacam, de forma bem simples, os aspectos os quais chamam de fundamentais em finanças, “uma unidade monetária hoje vale mais que uma unidade monetária amanhã.”, e “Uma unidade monetária sem risco vale mais do que uma unidade monetária com risco.”

O que os autores afirmam, serve como fundamento para algumas das questões surgidas nos estudos da área de finanças. Dentre essas questões pode-se destacar o conceito de valor do dinheiro no tempo e o efeito da probabilidade do risco nesse valor.

Uma vez operando em condições normais, o mercado deveria fornecer aos investidores tanto o preço do dinheiro no tempo, através da taxa de juros, quanto o preço do risco.

Quando da análise de um investimento específico, caberá ao analista oferecer ao tomador de decisão, instrumentos de mensuração que possibilitem averiguar o retorno do capital já investido na empresa e o retorno que a atividade desenvolvida pela empresa poderá trazer a novos investimentos, pois, fundamentalmente, o investidor está em busca de maneiras de agregar valor ao seu patrimônio quando procura oportunidades novas de negócios.

O dinamismo do ambiente empresarial oferece aos seus participantes oportunidades que precisam ser avaliadas de maneira rápida e precisa. A competitividade desse ambiente tem feito surgir situações muito favoráveis às fusões e novas aquisições.

Essas combinações de negócios e os interesses distintos que os envolvem põem em evidência a importância e o crescente grau de interesse pelo estudo dos modelos de avaliação de empresas.

Eis alguns dos principais eventos que demandam o início de um processo de avaliação de empresas: compra e venda de negócios; combinação de negócios através de fusão, cisão e incorporação de empresas, e dissolução de sociedades.

Sveiby (1997) apud Martins (2006, p. 267), preocupado com o aspecto de que uma importante riqueza das empresas não se encontra evidenciada nos relatórios contábeis tradicionais, propõe a inclusão de um novo grupo de itens patrimoniais.

Segundo o referido autor, a contabilidade está concentrada exclusivamente nos capitais físicos e monetários, ignorando um dos capitais mais relevantes dos empreendimentos contemporâneos, ou seja, o capital intelectual.

O capital intelectual é composto por ativos intangíveis e poderia, para fins didáticos, ser subdividido em: competência das pessoas, estrutura interna e estrutura externa.

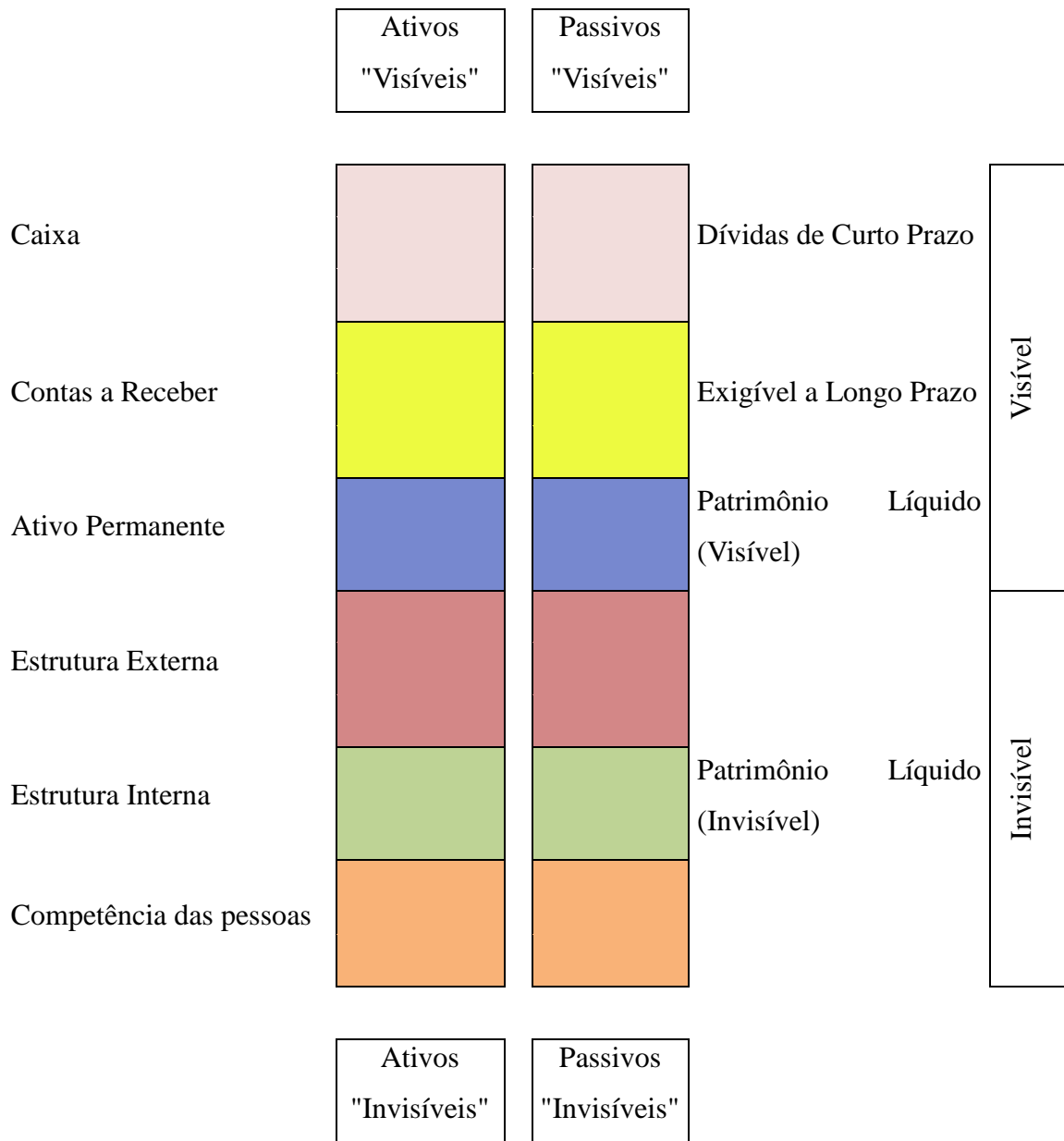
A competência das pessoas é evidenciada na capacidade dos empregados da empresa de agir numa variedade de situações, criando ativos tangíveis e intangíveis. Ela inclui habilidades, educação, experiência e valores do indivíduo.

Stewart (1997) acredita que a evidenciação desse item nas demonstrações contábeis é necessária, especialmente naquelas entidades que têm suas atividades baseadas no conhecimento, tais como química fina, informática e telecomunicações.

A estrutura interna está fundamentada no domínio de conhecimentos existentes na organização. Ela inclui patentes, modelos, conceitos, cultura organizacional e sistemas de informações. Esses itens são geralmente criados pelos empregados e possuídos pela empresa. Portanto, da interação entre a competência do pessoal com a estrutura interna, surge a forma pela qual a organização age.

A estrutura externa está relacionada ao conhecimento gerado pelas relações entre a empresa e agentes externos. Ela constitui-se de itens difíceis de serem gerenciados e mensurados, tais como relações com clientes, fornecedores e a imagem e reputação da companhia.

O quadro 1 sintetiza o balanço patrimonial de uma empresa em processo de avaliação. Alguns itens a serem avaliados são claramente identificáveis nas demonstrações contábeis, tais como recebíveis, ativos permanentes e dívidas enquanto outros não, como, por exemplo, estrutura interna, competência das pessoas.



Quadro 1 - Balanço patrimonial (visível e invisível)

Fonte: Martins (2006, p. 267).

1.4 O conceito de avaliação de empresa

O interesse por uma empresa traz consigo a questão quanto ao seu valor e a relação desse valor com o valor justo de mercado.

O objetivo de se avaliar uma empresa passa pela necessidade de se mensurar sua capacidade econômica de gerar riquezas e confrontar esse potencial com as referências de mercado.

Essas referências deveriam indicar, de maneira justa e fundamentada, um balizador para a tomada de decisão tanto de compradores quanto de vendedores.

Assim como os ativos de uma empresa têm seu valor, a própria empresa também possui um valor intrínseco.

Uma maneira de se obter esse valor poderia ser a avaliação de seus ativos a preço de mercado, deduzindo-se o valor atualizado dos passivos exigíveis por terceiros.

Ao agregar a esse valor a mensuração do potencial de geração futura de fluxo de caixa positivo, como sendo um indicador da capacidade de obtenção de riqueza por parte do investidor, depara-se com a afirmação de Martins (1998, p. 1-6) de que:

há duas formas de avaliar uma empresa em circunstâncias normais: pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e, pelo seu valor de funcionamento, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir. E o valor da empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento.

A definição do valor de um negócio deveria considerar todos os custos e benefícios associados com a transação, tais como dívidas assumidas, contratos de trabalhadores e administradores, obrigações tributárias, danos ambientais, estrutura organizacional e de pessoal e outros que afetam seus resultados futuros, não se restringindo ao valor pago ou recebido. Assim os modelos de avaliação de empresas teriam por finalidade apontar um valor justo com base em dados passados e presentes, influenciados por variáveis externas futuras.

Interesses pessoais e estratégicos poderão influenciar a decisão do comprador. Interesses pessoais, indicadores de mercado, interesses econômicos e interesses estratégicos poderão, por sua vez, influenciar a decisão do vendedor.

Vê-se então a dificuldade para se definir o valor de um negócio em razão da combinação de tantos e diversos fatores.

Portanto, a mensuração de um empreendimento pode estar sujeita às interpretações e interesses dos agentes, que poderão apontar valores distintos para um mesmo objeto.

Resguardada a idoneidade do profissional responsável pela sua correta aplicação, os modelos de avaliação de empresa podem ser considerados como os elementos objetivos no processo de tomada de decisão. Caberá aos interessados no negócio equacionarem os interesses e as subjetividades.

Embora com suas limitações, se elaborados com base em dados contábeis apurados de acordo com regras prévia e formalmente determinadas, considerando elementos financeiros concretos e aplicados os indicadores econômicos apropriados, o valor da empresa apontado pelo método de avaliação adequado às exigências ao momento de sua aplicação é o melhor referencial para o início do processo que determinará o preço justo do negócio.

Segundo Martelanc (2005, p. 1):

A determinação do valor das empresas é o fator-chave nas negociações de fusões e aquisições e tem como objetivo estimar uma faixa de referência que sirva como base nessas negociações. Muitas fusões e aquisições deixam de ser bem-sucedidas, principalmente quando começam mal, ou seja, quando se paga caro demais pela aquisição.

São vários os modelos de avaliação de empresas existentes e testados em situações práticas.

Esses modelos, quando aplicados de maneira individual ou conjunta, podem atender à demanda dos usuários em momentos de tomada da decisão quanto a um empreendimento, e seu propósito: fusão, crescimento, transferência de controle.

E serão aplicados mais adequadamente quando compreendido o propósito da avaliação, e quando associados ao fundamento da análise. Análise que poderá exigir método comparativo de mercado; método de avaliação de ativos e passivos contábeis; e método de desconto de fluxos futuros, geralmente caixa.

Cada um desses fundamentos – avaliação de mercado, avaliação contábil ou fluxo descontado – podem se utilizar de modelos distintos.

O principal desafio para o avaliador será o de escolher o modelo que mais se aproxima do propósito da avaliação, considerando suas vantagens e deficiências.

Os modelos com fundamento em indicações de valor advindas de mercado procuram avaliar o empreendimento através de comparativos com empreendimentos convergentes ao negócio fruto da análise.

Os modelos com fundamento nos valores contábeis partem do princípio de que os valores contábeis dos ativos ajustados a valores de realização e dos passivos ajustados a valores presentes de liquidação indicam apropriadamente o valor do patrimônio e este indica o valor da empresa.

Os modelos com fundamento no desconto de fluxo de benefícios, geralmente caixa, consideram que o valor econômico do negócio é o seu potencial futuro de gerar riquezas para o seu proprietário.

O avaliador, quando frente a uma situação real, normalmente não deverá ater-se a um modelo específico. A análise poderá ser muito mais eficiente se o seu resultado levar os negociantes para o ponto de convergência de interesses e valores, valores esses compreensíveis e defensáveis com fundamento em elementos visíveis, alguns, e outros, invisíveis e intangíveis.

Entre os modelos citados está o fluxo de caixa descontado e suas variações. Esse modelo tem sido o mais recomendado por autores contemporâneos e o mais utilizado por profissionais da área de avaliação de negócios. É o modelo que considera dois fundamentos básicos para a apuração do valor de uma empresa: o valor gerado pelos ativos instalados, e o valor a ser gerado pelo fluxo de caixa futuro desses ativos juntamente com o fluxo de caixa a ser agregado por novos ativos.

1.4.1 Avaliação patrimonial contábil

Segundo Martins (2006, p. 269), o modelo de avaliação patrimonial contábil está baseado na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais. Sua equação seria a seguinte:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Patrimônio Líquido, que por sua vez é igual a Ativos Contábeis} - \text{Passivos Exigíveis Contábeis}$$

O modelo pode ser usado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *Goodwill* significativo.

Os relatórios contábeis mostram o registro das informações inerentes às mutações do Patrimônio da Entidade. Por delimitação do seu escopo, a contabilidade não deve ater-se por demasia a eventos futuros. Apesar da sua proposta de expressar as informações inerentes ao registro dos fatos ocorridos, valorados ao seu custo histórico, a informação contábil apresenta-se como um forte elemento de sustentação para a mensuração e determinação do valor de uma empresa.

No entanto, mesmo considerando-se que a mensuração de valor tem grande parcela de subjetividade e percepção individual, um avaliador pode encontrar nos números e índices dos relatórios contábeis um bom balizamento para sua decisão.

Mas, ao interpretar corretamente o contexto econômico e financeiro no qual a empresa possa estar momentaneamente inserida, o profissional terá mais segurança para avaliar o aspecto subjetivo que compõe o seu valor. Talvez a empresa esteja passando por um momento de expansão. Talvez passando por um momento de retração. Talvez ainda, passando por uma dificuldade de liquidez temporária.

O tratamento adequado desses elementos permitirá a obtenção de um valor que expresse os interesses mútuos dos envolvidos no negócio. Mas, ao se observar o patrimônio líquido

contábil como sendo o valor de uma empresa, poderá o profissional responsável pela avaliação ser remetido mais uma vez à importância das informações contábeis.

A informação contábil tem se mostrado ao longo do tempo como uma ferramenta bastante segura para tomada de decisão. O aumento do grau tecnológico nas atividades produtivas e operacionais e a integração dos mercados também em decorrência do avanço tecnológico dos meios de comunicação têm tornado a gestão empresarial mais complexa.

Uma organização asiática com ações na bolsa de Singapura, por exemplo, acompanha em tempo muito próximo do real o que ocorre com as organizações brasileiras e seus papéis na Bovespa. Isso tem provocado o interesse por fusões, criação de mercados comuns e parcerias comerciais intercontinentais.

A fidedignidade e a transparência das informações tornam-se, portanto, muito importantes para a tomada de decisões no ambiente empresarial como no caso da fusão da Perdigão e Sadia.

Então, depara-se novamente com a demanda por um modelo de avaliação de negócios, com a solidez contábil, mas com amplitude suficiente para atender às mais sofisticadas exigências e necessidades desses usuários mais técnicos, familiarizados com conceitos e modelos contábeis, integrados à dinâmica dos mercados de capitais e atentos às oportunidades de negócios por ele oferecidas.

Beatge et al. (1995, p. 92-99) entendem que, em razão do dinamismo do mercado de capitais e sua demanda por informações, a delimitação do escopo contábil pode não permitir ao usuário dessa informação um atendimento pleno.

Esses autores falam sobre a razão e as raízes dos procedimentos contábeis adotados na Alemanha e o cuidado com o ambiente socioeconômico.

Apesar de diferente do modelo norte-americano, modelo esse que tem como uma de suas vantagens o avanço na sua busca pela transparência, o modelo alemão assim como os códigos jurídicos daquele país privilegiam a proteção ao credor.

A predominância dessa linha de pensamento, seja na esfera jurídica, seja na esfera de supervisão da aplicação das normas contábeis, mostra que grandes corporações de atuação abrangente, principalmente a transnacionais, necessitam de um modelo e forma de expressão comuns.

Essa forma de expressão deve seguir a orientação de mostrar o valor econômico do empreendimento clara e objetivamente, e que possa ser compreendida por todos os interessados no empreendimento e na sua abrangência social.

Em contrapartida, porém, os autores negam a evidência dada à incorporação dos pronunciamentos de órgãos internacionais, entendendo que a aplicação local dessas normas internacionais surgidas e desenvolvidas basicamente nos Estados Unidos da América, um ambiente socioeconômico, embora avançado e suportado por instituição democrática sólida e centenária, muito diferente da cultura europeia, mais especificamente germânica. Creem, também, que a assimilação por parte dos profissionais e usuários da informação tornar-se-ia muito difícil, o que poderia causar prejuízos e comportamentos imprevisíveis.

Assim, segundo os autores, muito provavelmente essas informações precisariam ser geradas considerando o contexto restrito da organização e com uma elevada carga de exigência de conhecimento técnico dos profissionais envolvidos na elaboração da informação e aptos a repassá-las aos usuários de maneira clara e compreensível.

Ao considerar a contabilidade somente sob a perspectiva do regime de competência, pode-se entender que o lucro contábil e o caixa são conceitos distintos e até mesmo divergentes, ou seja, o lucro contábil e o saldo de caixa, produzidos pela mesma atividade não têm ligação entre si.

O desenvolvimento dos modelos e metodologias de avaliação de empresas e a aplicação desses modelos na determinação do valor de uma empresa mostram que a contabilidade pode ser considerada como uma consistente base de informações para a obtenção do valor real do Patrimônio de uma empresa e sua possibilidade de geração de riqueza futura.

O valor do patrimônio líquido é apurado a partir do registro dos atos e fatos levados a termo pela entidade. São valores testáveis e de fácil identificação. Portanto, poderia afirmar-se que o

valor de uma empresa, com base no patrimônio contábil, é o valor contábil constante em seu balanço patrimonial, considerando os valores históricos dos investimentos realizados pelos acionistas e dos resultados obtidos até a data da apuração das demonstrações contábeis.

Apesar dos valores apresentados em balanço serem facilmente reconhecidos, um ativo, quando de sua aquisição, tem no seu valor contábil o mesmo valor do seu valor econômico. Com o passar do tempo, no entanto, o valor contábil pode ir se distanciando do valor econômico.

Ainda como uma contraposição ao modelo, os dados contábeis estão fundamentados em custos e no processo de avaliação de uma determinada empresa. O que se busca é o valor econômico e não o custo do empreendimento.

1.4.2 Avaliação econômica

O valor econômico de uma empresa é o valor presente da sua capacidade de geração futura de riquezas, com base no ativo tangível instalado e operante e com base nos fluxos de caixa positivos gerados pelos investimentos futuros, necessários para o alcance de seu plano estratégico de negócios.

A conceituação do valor econômico passa pelo valor que o investimento possa representar ao acionista através dos fluxos de caixa descontados com base no custo do capital.

Em contrapartida, esses fluxos servirão como parâmetro do retorno potencial aos acionistas, retorno esse vindo através do recebimento de dividendos e da valorização do preço da ação.

Conforme Rappaport (2001, p. 20):

A abordagem do valor para o acionista estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previstos pelo custo de capital. Esses fluxos de caixa, por sua vez, servem como ponto de partida para os retornos dos acionistas com base em dividendos e valorização do preço da ação.

O ativo intangível, incluindo o *Goodwill*, é elemento importante quando da mensuração do potencial de geração futura de riqueza de uma empresa, pois parte do seu plano estratégico de negócios fundamenta-se na boa aceitação de suas marcas, produtos, e no reconhecimento por parte dos investidores do desempenho histórico da empresa e a capacidade de seus profissionais de mantê-la operante e preservar os interesses dos acionistas.

1.4.3 Avaliação de mercado

A definição de valor de mercado de uma empresa pode ser estabelecida através do efeito do movimento de oferta e procura em relação às suas ações comercializadas no mercado de capitais, e o valor monetário que se estabelece para elas a partir desse movimento.

Citando Hendriksen e Van Breda (1999b, p. 189):

O valor de mercado representa a essência da relação entre os investidores e a empresa. Em outras palavras, os investidores proporcionam capital à empresa; essa, por sua vez, distribui dividendos aos investidores e, além disso, o mercado causa oscilações no valor das ações possuídas pelos investidores, uma vez que as expectativas do mercado substituem as expectativas dos investidores com relação aos fluxos de caixa proporcionados pela empresa.

Pode-se acrescentar ainda que para o investidor a atração maior é o retorno de seu investimento. Esse retorno é medido pelo lucro gerado na atividade comercial a que se propõe a empresa.

Se a empresa é capaz de gerar lucro mínimo superior ao custo do capital investido pelo acionista, outros investidores poderão ser atraídos. Caso contrário, o investidor será atraído por oportunidades alternativas e mais atraentes financeiramente.

Segundo Pasin (2004), “Num mercado eficiente, o valor de mercado deve refletir os lucros potenciais da empresa, os dividendos, os riscos do negócio, os riscos financeiros decorrentes da estrutura de capital da empresa, o valor dos ativos e outros fatores intangíveis que possam afetar o valor da empresa.”

Como desvantagem da abordagem, Ehrbar (1999, p. 35) diz:

O valor de mercado não diz absolutamente nada sobre a criação de riqueza. Nos diz o valor de uma empresa, é claro, mas despreza aquele assunto vital, quanto capital a empresa investiu para alcançar aquele valor. A criação de riqueza é determinada não pelo valor de mercado de uma empresa e sim pela diferença entre o valor de mercado e o capital que os investidores comprometeram naquela empresa. Se cada dólar de capital investido por uma empresa (com recursos levantados através de lançamento de ações, lucros retidos ou empréstimos) produz menos do que um dólar em valor de mercado, aquela empresa está erodindo a riqueza de seus acionistas.

1.5 Indicadores de desempenho

As demonstrações contábeis são uma base de dados consistente para se compreender a estrutura financeira de uma empresa. A análise dessas demonstrações através de índices é usada para comparar o desempenho e a situação da empresa com outras empresas, ou com ela mesma ao longo do tempo. Ela tem como seus usuários principais os acionistas, credores e a própria administração da empresa. Os componentes básicos para a análise baseada em índices são a demonstração, o resultado e o balanço patrimonial e não envolve simplesmente a aplicação de uma fórmula alimentada por dados financeiros. O mais importante é a interpretação do índice e o que ele mostra do desempenho, eficiência e estrutura financeira da empresa.

Os índices financeiros normalmente são subdivididos em quatro categorias básicas: índices de liquidez, índices de atividade, índices de endividamento e índices de lucratividade, sendo os índices de lucratividade um fator importante no processo de avaliação de uma empresa.

1.5.1 Resultado do exercício

O resultado do exercício constitui-se num dos principais indicadores de desempenho das empresas.

Presente nas demonstrações contábeis, a demonstração do resultado do exercício é relativamente simples e compreensível. Contudo, como era de se esperar, diferentes autores, tais como Rappaport (2001), Copeland, Koller e Murrin (2000) e Stewart (1997), observam que alguns fatores podem afetar negativamente sua relevância como indicador da geração de valor. Um desses fatores é a não evidenciação da necessidade de investimento e o risco.

O resultado do exercício varia em conformidade com os critérios utilizados. Entretanto, é de se supor que o mercado seja capaz de perceber qualquer tentativa de alterar a apresentação das demonstrações contábeis para melhorar o resultado da análise.

Copeland, Koller e Murrin (2000, p. 70) são da opinião que os indicadores baseados nos critérios contábeis convencionais não deveriam fundamentar as decisões dos gestores. Justificam-se esses autores, através dos resultados de estudos empíricos que associam a abordagem do fluxo de caixa descontado ao processo pelo qual o mercado de capitais atribui valor às empresas.

1.5.2 Lucro por Ação (LPA)

O objetivo de uma empresa e, conseqüentemente, de seus administradores e funcionários é o de maximizar a riqueza dos proprietários.

Nas sociedades anônimas o desempenho da empresa, que se relaciona diretamente à riqueza de seus proprietários, é usualmente medido através do Lucro por Ação (LPA) que representa o resultado apurado durante o período em relação à quantidade de ação ordinária emitida.

Ao avaliar as decisões financeiras ou novos investimentos, o gestor deve considerar o impacto dessas decisões no valor da empresa e implementar somente aquelas medidas que possam elevar o preço da ação, pois a maximização do preço da ação está diretamente ligada à maximização da riqueza de seus proprietários.

O LPA é o resultado da divisão do lucro total disponível pelo número de ações ordinárias emitidas e em poder dos acionistas.

As receitas não representam, necessariamente, fluxo de caixa disponível aos acionistas. Os proprietários recebem retornos de seus investimentos tanto através do pagamento de dividendos quanto pela venda de suas ações, a um valor superior ao preço de compra inicial. Um maior LPA não significa que os pagamentos de dividendos aumentarão, uma vez que essa decisão depende dos administradores da empresa, e nem que isso implicará em um aumento do valor da ação. No entanto, quando um aumento do lucro é acompanhado por uma elevação do fluxo de caixa, é provável que ocorra a alta no preço da ação.

O Lucro por Ação (LPA) ainda é considerado por analistas de mercado e avaliadores de empresas como um indicador alternativo ao *EVA*[®], sem que isso possa significar uma contraposição entre um modelo e outro.

1.5.3 Retorno sobre o Investimento (*ROI – Return on Investment*)

O Retorno sobre o Investimento representa a relação entre o resultado líquido e o capital total investido. Em sua versão mais simplificada, o *ROI* pode ser obtido pela divisão do resultado líquido pelo ativo total. Essa relação é também conhecida como Retorno sobre o Ativo (*ROA - Return on Assets*). Em termos matemáticos, pode-se demonstrar o *ROI* da seguinte forma:

Equação 1 - *ROA*

$$ROI = ROA = \frac{RL}{AT}$$

Onde:

RL = Resultado líquido depois do Imposto de Renda

AT = Ativo total

Essa é uma das mais limitadas de suas versões, por considerar as despesas com o capital de terceiros e ignorar o custo do capital próprio. Além disso, não identifica a capacidade de geração efetiva de lucros por parte dos ativos, exatamente por misturar, aos resultados gerados por estes, os encargos provocados pelo passivo exigível.

Apesar dessas críticas, essa versão é muito usada, talvez por sua simplicidade. Segundo Gitman (2002, p. 123), essa formulação do *ROI* “determina a eficiência global da administração quanto à obtenção de lucros com seus ativos disponíveis.”

Expressa-se também o *ROI* como resultado de duas outras expressões. Retorno sobre Vendas (*ROS - Return on Sales*) e Giro dos Ativos (*Asset Turnover*). Dessa maneira, seria possível observar com mais facilidade onde seria necessário intervir para melhorar o resultado. A intervenção poderia ser no sentido de aumentar a margem ou ajustar o giro. Isso considerado, ficaria assim a expressão:

Equação 2 - *ROI - Return on Investment*

$$OI = \frac{\text{Resultado líquido}}{V\text{Rendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativos}} = \text{Margem (ROS: Return on sales)} \times \text{Giro}$$

O *ROI*, apesar de ser mais completo que o resultado líquido, também tem suas limitações. Uma dessas limitações está no fato do *ROI* ignorar a política de financiamento da empresa. Portanto, não considera a influência da estrutura de capital no balanceamento dos riscos e retorno, aspecto que afeta o preço da ação.

1.5.4 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*ROE - Return on Equity*)

O retorno sobre o Patrimônio Líquido apura a relação entre o ganho obtido pelos sócios e o investimento que realizaram na empresa. Sua equação seria:

Equação 3 – *ROE*

$$ROE = \frac{\text{Resultado do Exercício}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

Segundo Kassai, Kasai e Santos (1999, p. 166): “Enquanto o *ROI* e o *ROA* medem o desempenho global, ou seja, sobre os recursos totais aplicados no patrimônio da empresa, o *ROE* mede a rentabilidade sobre os recursos líquidos da empresa, sobre os recursos efetivamente investidos pelos proprietários.”

Ao investir em uma empresa, o empreendedor o faz porque esta decisão provavelmente estará maximizando seu capital, caso contrário aplicaria seus recursos numa segunda alternativa. O *ROE* mede justamente o resultado dessa decisão.

O *ROE* permite também avaliar como está a gestão dos recursos próprios e de terceiros em benefício dos sócios. Contudo, o indicador possui a desvantagem de misturar os desempenhos financeiro e operacional, inviabilizando as comparações com outras empresas, bem como uma análise de tendência.

Stewart (1997, p. 84) afirma que a maior limitação do *ROE* é que: “Os gerentes podem ser tentados a aceitar projetos financiados com exigíveis e rejeitar outros melhores, porém financiados com o patrimônio líquido.”. Isso porque, num primeiro momento, o denominador seria significativamente elevado, diminuindo o número produzido pelo referido indicador. Essa tendência pode colocar o empreendimento em níveis inadequados de risco.

De qualquer forma, dentro das limitações do uso do custo histórico, é o melhor indicador para medir o desempenho global da empresa.

1.5.5 Lucro Residual (*RI – Residual Income*)

Segundo Johnson e Kaplan (1996, p. 143):

O desenvolvimento do procedimento de LR (lucro residual) costuma ser atribuído à General Electric Company, ainda que a idéia de impor um encargo explícito de capital sobre o investimento, no cômputo do lucro líquido, já figure em vários escritos anteriores deste século. O conceito de lucro residual só aparece na literatura contábil gerencial nos anos 60.

O Lucro Residual (LR) pode ser entendido como os recursos gerados pela entidade que sobram após a dedução dos juros reais aplicados sobre o capital investido pelos sócios. Sua equação seria a seguinte:

Equação 4 – Lucro Residual

$$LR = RL - (k * Capital)$$

Onde:

LR = lucro residual

RL = resultado líquido do exercício

k = custo médio ponderado do capital

O LR evidencia que a criação de riqueza ocorre sempre que se investe em projetos cujos retornos superem o custo de capital. Essa é uma vantagem do LR em relação ao *ROI*, pois evita a rejeição de projetos geradores de valor com rentabilidade acima do custo de capital e abaixo da taxa de retorno média da entidade. Sua principal desvantagem consiste na identificação das taxas de juros que devem ser usadas.

O LR, assim como o *EVA*[®], é uma medida de desempenho econômico. O LR positivo reflete o ganho em excesso exigido pelo capital total investido, o que é consistente com geração de riqueza pela firma pretendida pelos acionistas. Já o *RI* negativo demonstra a destruição de riqueza para os acionistas.

Estudos, como o de Chen e Dodd (1997, p. 327), procuraram comparar o *EVA*[®] com medidas contábeis tradicionais, mostrando que as medidas contábeis tiveram relação significativa com o retorno das ações, mas que as informações do *EVA*[®] acrescentam valor além das medidas

contábeis. No entanto, na análise das variáveis do *EVA*[®] em comparação com as variáveis do LR, os autores observaram que essas variáveis eram significativamente correlacionadas, e as variáveis do LR mostraram correlação significativa com o retorno de mercado de ações. As variáveis do *EVA*[®] e do LR tiveram correlação similar, não sugerindo maiores diferenças entre ambas.

1.6 Métodos de avaliação de empresas mais aplicados

Todos os modelos podem oferecer contribuições úteis para o usuário que necessita de uma referência de valor para um empreendimento. No entanto, é necessário se observar as características de cada modelo no momento de se optar por um modelo exclusivo ou, talvez, pela combinação de mais de um modelo.

De maneira geral, busca-se obter um resultado científico, exato e objetivo. Mas, nenhum dos modelos conhecidos parece já ter alcançado ou indica que possa alcançar essa meta.

Embora limitados em seu escopo, eles oferecem importantes contribuições para os usuários que estão envolvidos com a identificação do valor de uma empresa.

O valor de um empreendimento depende dos benefícios líquidos que esperamos extrair dele no presente e no futuro. A avaliação de uma empresa pode assumir dois pressupostos. São eles: a descontinuidade, desmanche ou liquidação; e a continuidade sob a mesma forma operacional e estrutura organizacional já existentes, ou não.

A determinação do valor de um negócio deve considerar todos os custos e benefícios associados com a transação, não se restringindo ao preço pago ou recebido.

1.6.1 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O fundamento do Fluxo de Caixa Descontado está na regra do Valor Presente, no qual o valor de um determinado ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros que esse ativo pode gerar, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, antes do pagamento das dívidas.

Através do Fluxo de Caixa Descontado, obtém-se o valor da empresa ao descontar os seus fluxos de caixa líquidos ao custo médio ponderado de capital, no qual o custo médio ponderado do capital é o custo dos diversos fatores de financiamentos assumidos perante acionistas e terceiros, ponderados conforme a proporção do valor de mercado.

Martelanc (2005, p. 3) cita pesquisa realizada pela Associação dos Analistas Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), na qual 88% dos avaliadores disseram utilizar o método do Fluxo de Caixa Descontado em suas avaliações, enquanto 12% disseram usar o método dos múltiplos. Essa mesma pesquisa mostrou que 60% dos analistas preferem utilizar pelo menos duas abordagens simultaneamente.

Como indicador de capacidade de geração de riqueza, encontramos no fluxo de caixa a evidência da eficiência esperada de determinado negócio. Ele se propõe a retratar o potencial econômico dos itens patrimoniais de determinado empreendimento, inclusive o seu *Goodwill*. Nesse contexto cabe diferenciar valor econômico da empresa de valor para os acionistas.

O primeiro conceito representa o valor presente dos fluxos de caixa operacionais fornecidos pela empresa, independentemente de quais sejam os fornecedores de recursos, inclusive terceiros. Já o segundo restringe-se aos fluxos de caixa dos sócios.

Ou seja, o valor econômico da empresa representa o potencial de geração de riqueza que os ativos da empresa propiciam, independentemente da forma com que esses ativos são financiados.

Para chegar ao Patrimônio Líquido a partir desse valor, há que se deduzir o valor de mercado de todas as dívidas de financiamento obtidas de terceiros.

Já para os acionistas representa o fluxo líquido, após computados os efeitos de todas as dívidas tomadas para completar o financiamento da empresa – fluxos de caixa vinculados aos juros, amortizações, novos endividamentos.

Copeland (2002, p. 91) diz que: “Os administradores que utilizarem a abordagem do fluxo de caixa descontado na avaliação de empresas, concentrando-se na elevação de longo prazo do fluxo de caixa livre, serão recompensados com maiores preços por ação.”

Assim, o fundamento do conceito do fluxo de caixa descontado residiria no cálculo do valor presente dos fluxos de caixa livres que o ativo vai gerar no período de sua vida útil. Considerando que a geração desses fluxos ocorrerá em datas futuras distintas, é necessário trazê-los a valor presente com base em uma taxa de desconto que represente o mais próximo possível o custo do capital da empresa.

Segundo Brealey e Myers (2000), a avaliação através do fluxo de caixa descontado tem como fundamento o valor presente dos fluxos financeiros da empresa.

Já Martelanc (2005, p. 11) afirma que pela abordagem do fluxo de caixa descontado, o valor da empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa de desconto que possa representar adequadamente o risco inerente ao investimento. Portanto, a decisão pelo fluxo de caixa descontado quando de um processo de avaliação de empresa passa por dois fatores significativos para o êxito da aplicação desse modelo: a determinação dos fluxos de caixa livres e a taxa de desconto para trazer a valor presente os fluxos de caixa futuros.

Damodaran (1997, p. 12) diz que a taxa de desconto em tal situação deveria ser uma função do grau de risco inerente aos fluxos de caixa estimados, com taxas maiores para os ativos com maior grau de risco e taxas menores para projetos com grau de risco menores.

Assim, conforme os autores citados, a metodologia do fluxo de caixa descontado representa o somatório dos fluxos de caixa que esse ativo pode gerar durante sua vida útil, a valor presente com base em uma taxa de desconto específica.

O conceito do fluxo de caixa descontado passa a ser ressaltado a partir dos trabalhos de Stern (apud MILONE, 2004, p. 17), segundo o qual os investidores não olham apenas para o valor presente dos lucros na mensuração do valor de um negócio específico.

Segundo o autor, os investidores estão mais interessados no valor presente dos fluxos de lucros futuros líquidos dos investimentos necessários para manter as taxas de crescimento futuras, ou seja, o Fluxo de Caixa Livre (FCL). Essa afirmação pode ser considerada um dos fatores básicos para a consolidação do fluxo de caixa livre como modelo de avaliação de ativos.

Em um processo de avaliação de empresa, os analistas devem fazer projeções de vendas futuras que possam permitir à empresa garantir um retorno mínimo desejado em relação ao capital investido. No entanto, não é possível garantir que essas vendas ocorram conforme o projetado. Assim, ao se projetar essas receitas, será necessário considerar fatores exógenos que possam interferir em sua concretização tornando a análise mais segura.

O modelo abrangente de desconto de fluxos de caixa futuros considera que o ativo avaliado terá uma vida infinita. A sua expressão matemática seria a seguinte:

Equação 5 – Valor presente dos fluxos de caixa futuros

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

CF_t = Fluxo de caixa no período t

t = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa estimados

Damodaran (1997, p. 12) estabelece dois caminhos para avaliação por fluxo de caixa descontado. O primeiro é avaliar somente a participação acionária do negócio e o segundo é avaliar a empresa como um todo, incluindo além da participação acionária as participações dos demais credores da empresa.

Apesar de serem considerados descontos de fluxos de caixas futuros nas duas abordagens, os fluxos de caixa e as taxas de desconto são diferentes em cada uma das opções.

1.6.1.1 Limitações do método de desconto de fluxos de caixa futuros

A despeito da preferência por parte dos profissionais que trabalham com avaliação de empresa pelo modelo do Fluxo de Caixa Descontado, algumas de suas limitações precisam ser ressaltadas.

Segundo Ehrbar (1999, p. 113):

o problema em utilizar o fluxo de caixa descontado para estimar o valor presente líquido (*NPV – Net Present Value*) é que uma vez aprovado um projeto e o dinheiro gasto, quase ninguém verifica se os fluxos de caixa efetivos estão de acordo com as projeções. Ao invés disso, o investimento é tratado em avaliações de desempenho continuado como se o capital fosse gratuito, com a unidade de negócios sendo julgada apenas com base no lucro operacional que gera.

Segundo Bjerksund e Ekern (1990, p. 65-83), o desconto de caixa apresenta problemas para avaliar ativos e projetos que envolvem incertezas e flexibilidades causadas pelas inter-relações simultâneas entre o fluxo de caixa esperado, a taxa de desconto apresentada pelo risco e a estratégia ótima.

Cornell (1993, p. 141-142) afirma que as projeções dos fluxos de caixa não são totalmente objetivas e demandam uma boa dose de julgamento pessoal e experiência prática do negócio da empresa.

Ainda, Martelanc (2005, p. 93) constata que o modelo tradicional de avaliação pelo fluxo de caixa descontado fornece uma análise rica e aprofundada das diferentes maneiras pelas quais as empresas podem elevar seu valor, mas ele pode se tornar extraordinariamente complexo com o aumento do número de dados. Também é muito difícil atrelar os sistemas de remuneração da administração aos modelos pelo fluxo de caixa descontado, já que muitos dados precisam ser manipulados para levar a resultados que sejam do interesse dos administradores.

1.6.1.2 A preparação do fluxo de caixa

Um das primeiras ações, quando de um processo de avaliação de uma empresa, é a preparação de um fluxo de caixa.

Para que isso aconteça é necessário que se tenha uma clara ideia do que se pode produzir e consequentemente vender. Tendo definido o volume de vendas, defini-se o preço atual e o projetado de acordo com um índice de ajuste previamente determinado, com base nos indexadores conhecidos e suas tendências assim como os efeitos mercadológicos. Tendo o valor do volume de vendas e o preço, obter-se-á o valor das vendas pela multiplicação de um pelo outro.

Uma vez conhecida a receita, conhecidos os custos de produção, custos de distribuição, custo de vendas e os demais custos operacionais, pode-se projetar o demonstrativo de resultado a partir do qual será projetado o fluxo de caixa

O fluxo de caixa representará de maneira fidedigna a situação futura da empresa se as projeções de receita, custos variáveis, impostos diretos e indiretos, e eventos que não geram entrada e saída de caixa, tais como depreciações e amortizações, forem feitas de maneira apropriada.

1.6.1.3 Custo do capital

Uma entidade necessita de recursos humanos, financeiros e tecnológicos para operar. Esses recursos podem ser obtidos de vários agentes econômicos, como, por exemplo, acionistas, debenturistas, bancos, entre outros.

A reunião de todas essas fontes de financiamento, exigíveis e não exigíveis, pode ser representada pelo termo capital.

Sua captação em níveis adequados exige uma retribuição atraente, e seu dimensionamento, mesmo que aproximado, é tido como muito importante para a gestão dos empreendimentos.

Segundo Gitman (2002, p. 384), “O custo do capital é estimado num dado momento e reflete o custo médio futuro dos fundos por um longo prazo, com base nas melhores informações disponíveis. Esse enfoque é coerente com a utilização do custo de capital para decisões de investimentos financeiros a longo prazo.”

Portanto, o custo de capital pode funcionar como um limite mínimo para o retorno dos investimentos, abaixo do qual a empresa deverá experimentar uma desvalorização.

Um dos usos do custo de capital é servir de taxa referencial para as decisões de aceitar ou rejeitar os investimentos, eliminando as alternativas que apresentam retornos incapazes de gerar valor para a empresa.

Existem várias fontes de recursos disponíveis para as empresas. As principais são empréstimos e financiamentos; emissão de ações ordinárias e preferenciais; retenção de lucros; e emissão de outros títulos.

Essas modalidades de obtenção de recursos costumam apresentar encargos e riscos diferenciados, fato que exige um monitoramento cuidadoso objetivando a busca de uma combinação que otimize o custo de capital da empresa. Com base no exposto, pode-se afirmar que o cálculo do custo de capital pode ser efetuado sob as seguintes perspectivas: individual, médio ponderado e marginal.

A perspectiva individual consiste em apurar o retorno específico que a empresa oferece para cada tipo de fonte de recursos. As diferenças existentes acarretam o uso de diversas metodologias.

A apuração do custo médio ponderado de capital difere da perspectiva individual porque considera o efeito combinado de todas as fontes de financiamento.

Já a perspectiva marginal nos proporciona uma análise de sensibilidade do comportamento do custo médio ponderado de capital da empresa, em função do volume de recursos necessários para os investimentos em estudo.

As fontes de recursos financeiros exigíveis de terceiros assumem variados formatos. Para uma companhia que não pretenda alterar sua estrutura de financiamento, o custo do capital de terceiros pode ser calculado baseado no retorno esperado dos títulos em seu vencimento. Ao contrário dos dividendos, os pagamentos de juros são dedutíveis para alguns tributos. Portanto, o custo do capital de terceiros deve ser sempre apresentado líquido dos efeitos tributários. Em termos matemáticos, teríamos:

Equação 6 – Custo do capital de terceiros

$$K_i = K_d \times (1 - T)$$

Onde:

K_i = custo do capital de terceiros após o imposto

K_d = custo do capital de terceiros antes do imposto

T = taxa do imposto de renda e no caso do brasileiro, contribuição social

Assumindo-se, hipoteticamente, que uma companhia possua um custo do capital de terceiros antes dos efeitos tributários de 12% (K_d) e alíquota de Imposto de Renda de 34% (T), nesse

caso, o custo do capital de terceiros depois do imposto de renda e contribuição social (K_i) seria de: $12\% \times (1 - 34\%) = 7,92\%$.

Custo do capital próprio

Os acionistas proporcionam uma fonte de financiamento de longo prazo, tendo como principais remunerações o recebimento de dividendos e o aumento do valor da ação. Ambos normalmente possuem uma forte correlação com os lucros produzidos. Uma vez que sua cotação no mercado é parte do retorno, os modelos de apuração do custo do capital próprio tornam-se mais complexos.

Segundo Nascimento (1998, p. 196), “O custo do capital próprio é o custo de oportunidade do investidor, pois representa a expectativa de retorno do capital que ele possui, e é o parâmetro que utilizará para decidir-se entre aplicar seu capital na empresa ou em outras oportunidades de negócios.”

Os recursos provenientes dos sócios podem ser divididos em duas categorias: retenção de benefícios e ampliação do capital social mediante novas emissões.

Se considerado, portanto, que o objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos sócios, a retenção dos benefícios só deve ocorrer se a inversão na empresa for tão ou mais atrativa quanto a melhor alternativa de mercado. Caso os investidores possuam melhores opções de aplicação dos recursos, todo o lucro deve ser distribuído como dividendos.

Uma das maneiras de se achar o custo do capital seria através do cálculo do custo da ação ordinária. O custo da ação ordinária é a taxa pela qual os investidores descontam os dividendos esperados para determinar o valor de suas ações.

Uma das técnicas para medir esse custo seria o modelo de avaliação de crescimento constante, também conhecida como o Modelo de Gordon, que supõe que o valor da ação seja igual ao valor presente do fluxo de todos os dividendos futuros, esperando-se que eles cresçam a taxas constantes, em um horizonte de tempo indefinido.

Segundo Gitman (2002, p. 393), uma alternativa ao modelo de Gordon para apurar o custo do capital das ações ordinárias é o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, desenvolvido por Willian Sharpe.

O princípio do *CAPM* difere do modelo de avaliação de crescimento constante ao se considerar diretamente o risco intrínseco da empresa, refletido pelo beta, a fim de determinar o retorno exigido ou o custo da ação ordinária.

Apesar de ambas as técnicas serem teoricamente equivalentes para se encontrar o custo da ação ordinária, ainda segundo Gitman (2002), de uma maneira prática é difícil demonstrar adequadamente problemas associados com o crescimento, taxa livre de risco e o retorno de mercado. Uma vez adotado com método de apuração do custo de capital, poderia ser expresso da seguinte maneira:

Equação 7 – Custo do capital da ação

$$K_s = R_f + [B \times (k_m - R_f)]$$

Onde:

K_s = Custo da ação ordinária

k_m = Retorno de mercado

R_f = Taxa de retorno do ativo livre de risco

B = Beta

Uma terceira técnica para estimar o custo de capital de uma ação ordinária é o *Arbitrage Pricing Model (APM)*. Desenvolvido por Stephen Ross, esse modelo também se fundamenta na ideia de que o retorno de um título consiste na taxa de juros dos investimentos livres de risco, complementada por um prêmio.

Todavia, o cálculo dessa variável destaca a influência dos fatores macroeconômicos – nível de atividade econômica, inflação, taxa de juros, taxa de câmbio – sobre os preços dos ativos.

À medida que o risco é decomposto pelos fatores macroeconômicos, espera-se que os β 's do *APM* sejam mais apropriados que o genérico do *CAPM*. O modelo *APM* apresenta um prêmio pelo risco esperado dependente de um fator macroeconômico em particular ($r_{\text{fator } j} - r_f$) e a sensibilidade da rentabilidade do ativo em relação a cada fator (β_{ij}). Sua equação seria a seguinte:

Equação 8 - Prêmio pelo risco da ação

$$\text{Prêmio pelo risco da ação } i = \beta_{i1}(r_{\text{fator } 1} - r_f) + \beta_{i2}(r_{\text{fator } 2} - r_f) + \dots + \beta_{ik}(r_{\text{fator } k} - r_f)$$

Onde:

$(r_{\text{fator } j} - r_f)$ = Fator macroeconômico em particular

(β_{ij}) = Probabilidade de rentabilidade do ativo em relação a cada fator

Todas essas técnicas e outras procuram averiguar qual é o custo de oportunidade do capital ordinário dos sócios. Ele é, porém, sempre uma estimativa; as técnicas são tentativas de reduzir os erros em sua mensuração, procurando-se sinais no mercado que evidenciem sua magnitude.

A literatura sobre finanças editada fora dos Estados Unidos da América (EUA) costuma ser influenciada pela literatura e legislação americanas. Gitman (2002, p. 404) propõe que o custo de capital das ações preferenciais seja apurado da seguinte forma:

Equação 9 – Custo do capital – ações preferenciais

$$K_p = \frac{d_p}{N_p}$$

Onde:

K_P = custo de capital da ação preferencial

d_P = dividendo preferencial (considerado fixo)

N_P = montante a ser recebido pela emissão da ação preferencial, líquido de todas as despesas de colocação

Essa forma de cálculo pode parecer válida para um título que possui remuneração fixa, independentemente da existência de lucros, vencimento inexistente e valorização de mercado irrelevante. Ativos com essas características são frequentes no mercado de capitais norte-americano. No Brasil, as ações preferenciais, na maioria das vezes, assemelham-se às ordinárias, exceto quanto ao direito de voto. Por conseguinte, recomenda-se a análise cuidadosa de cada caso, visando à apuração adequada do custo de capital da empresa.

Lembremos que, na atual legislação brasileira, as ações preferenciais de algumas empresas brasileiras propiciam estatutariamente rendimento (dividendos) superior ao das ordinárias.

Pode-se mencionar também como fonte de financiamento de médio e longo prazos a retenção de lucros, e títulos híbridos e outras fontes. Um exemplo é a debênture conversível. Ela combina as características dos exigíveis e ações. As possibilidades de cláusulas de remuneração são muito variadas e dinâmicas, fato que dificulta a elaboração de modelos adequados.

Limitações do custo de capital

O custo de capital é considerado muito importante pela literatura de finanças, porém apresenta limitações.

Embora a prática de modelos de avaliação de ativos tente calcular valores de custos específicos, bem como de custos médios ponderados, os valores resultantes ainda podem ser considerados aproximações do que poderia ser o custo efetivo, devido às suposições e previsões intrínsecas ao cálculo desses custos.

No Brasil, as limitações tornam-se ainda mais relevantes, porque parte das referidas suposições ainda são feitas com base no contexto norte-americano, em que o mercado de capitais e os mecanismos de controle social possuem características muito diferentes.

Conforme Martins (1996, p. 432):

Essa figura do Custo do Capital Próprio é também de grande valia, utilidade e efetivo uso no dia-a-dia, mas difícil, como já dissemos, de ser praticado, principalmente no Brasil onde as bolsas não são fonte adequada para o seu levantamento, pelo pequeno número de empresas com ações efetivamente negociadas e pelo fato de os controles acionários dessas empresas estarem nas mãos de alguns investidores que não negociam essas ações nesse mercado. Assim, o preço atribuído pelo mercado acionário às ações que estão sendo negociadas não reflete o Custo de Capital Próprio de maneira completa, mas apenas o de alguns poucos acionistas, na maioria dos casos; pior ainda, em grande parte por acionistas que nem direito a voto têm, por se tratar de ações preferenciais sem essa prerrogativa.

Portanto, deve-se conhecer essas limitações para que seu uso torne-se mais adequado à análise a que se propõe sua utilização.

Juros sobre capital próprio

Martins (2006, p. 227) é de opinião que o conceito de juros sobre o capital próprio pode assumir vários significados e que deveria se reconhecer na Demonstração do Resultado do Exercício uma remuneração de mercado para os recursos fornecidos pelos sócios.

O autor ressalta que o objetivo desse enfoque consistiria em aplicar uma versão simplificada e restrita do custo de oportunidade, para tornar as demonstrações do resultado das empresas mais consistentes e comparáveis, por meio da eliminação ou redução dos efeitos das diferentes estruturas de financiamento.

A técnica de juros sobre o capital próprio pode ser entendida como uma simplificação do custo de oportunidade, porque, indiretamente, atribui uma remuneração ou um custo para todos os demais itens patrimoniais da empresa, exigíveis e ativos, respectivamente.

1.6.1.4 Custo médio ponderado do capital (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*)

A seleção de investimentos pode ser efetuada com base no custo de capital apurado para cada fonte específica de financiamento.

Entretanto, por uma série de motivos, tais como risco financeiro e restrições impostas por órgãos deliberativos e contratos, as empresas convivem com alguns limites associados a sua estrutura de financiamento. Em outras palavras, geralmente existe a necessidade de manter a relação entre passivos exigíveis e não exigíveis dentro de determinadas faixas. Por isso, a comparação dos projetos com as fontes específicas de financiamento pode não favorecer a escolha das melhores inversões de recursos.

Assim, é recomendável o acompanhamento do custo médio ponderado de capital da empresa. Este leva em conta determinada estrutura de capital ideal ou possível na qual os custos das fontes específicas seriam ponderados por participações determinadas no total de financiamentos.

Pode-se dividir o processo de apuração do custo do capital médio ponderado em três passos: o cálculo do custo de cada fonte financeira específica, determinação da porcentagem de cada fonte financeira no total do financiamento e a soma dos produtos.

A determinação da porcentagem de cada fonte no total do financiamento pode ser efetuada de várias formas.

Gitman (2002, p. 395) destaca que “o custo médio ponderado de capital reflete o futuro custo médio esperado de fundos da empresa a longo prazo.”

O uso de uma estrutura de capital ideal e valores de mercado, além de refletir melhor as expectativas dos fornecedores de recursos, atenua o problema das variações do risco financeiro. Em outras palavras, o custo de cada fonte depende da estrutura de capital da empresa. Quando alterada essa estrutura, deve-se modificar também o risco financeiro e os custos individuais.

O conceito do *WACC* tem sido largamente utilizado para o cálculo do custo do capital a ser aplicado para a obtenção do fluxo de caixa livre da empresa, também normalmente referenciado como *FCFF*.

Equação 10 - WACC

$$WACC = k_e [E/(E+D+PS)] + K_d [D/(E+D+PS)] + k_{ds} [PS/(E+D+PS)]$$

Onde:

WACC = Custo médio ponderado do capital (*Weighted Average Cost of Capital*)

k_e = Custo do patrimônio líquido

k_d = Custo das dívidas após impostos

k_{ps} = Custo das ações preferenciais

$E/(E + D + PS)$ = Proporção em valor de mercado do patrimônio líquido em relação ao mix de financiamento

$D/(E + D + PS)$ = Proporção em valor de mercado da dívida em relação ao valor do mix de financiamento

$PS/(E + D + PS)$ = Proporção em valor de mercado das ações preferenciais em relação ao valor do mix de financiamento

1.6.1.5 Beta

O abstrato conceito de β pode ser estimado de forma subjetiva se ajustarmos uma reta através dos pontos determinados pelas rentabilidades passadas do ativo e do mercado; então, o coeficiente angular da reta é uma estimativa do β do ativo.

Portanto, Beta, de maneira simplificada, seria o índice de correlação entre os retornos do ativo e o retorno do mercado. O beta da carteira de mercado é 1 (uma vez que $Cov_{mm} = \delta_m^2$). Ativos

que são mais arriscados que a média, usando esta medida de risco, terão betas maiores do que 1, e ativos mais seguros do que a média terão betas menores do que 1.

O ativo livre de risco terá um beta igual a zero. O índice Beta também pode ser definido matematicamente pela seguinte equação:

Equação 11 - Beta

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_n, R_m)}{\delta_m^2}$$

Onde:

R_n = Retorno esperado para o ativo

R_m = Retorno do mercado

δ_m^2 = variância do portfólio de mercado

1.6.1.6 Taxa de juros

A escolha da taxa de juros que deve ser aplicada sobre o capital próprio pode constituir-se numa tarefa complexa.

As principais indicações seriam: a taxa de juros dos investimentos livres de risco, custo do capital próprio da empresa, custo do capital de terceiros da empresa e taxa média do mercado de capitais.

1.6.1.7 Custo de oportunidade

Os agentes econômicos que possuem recursos disponíveis deparam com várias alternativas de investimento. Essas alternativas geralmente apresentam diferentes características, sendo as principais a remuneração, o prazo e o risco.

À medida que se seleciona uma das alternativas deve-se considerar a possibilidade de se perder os benefícios das demais. Então, a melhor escolha resume-se àquela que maximiza os interesses do agente econômico.

Nascimento (1998, p. 28) afirma que:

Na empresa, toda vez que existirem problemas de escolha entre várias alternativas de ação, estará presente o conceito de custo de oportunidade. Quando analisa várias alternativas de decisão, o *decisor*, intuitiva ou propositadamente, sempre se perguntará se o benefício a ser obtido, em relação ao sacrifício de recursos correspondentes, será o melhor possível nas circunstâncias em que a decisão está sendo tomada. Essa é a exata essência do conceito de custo de oportunidade. (grifo nosso).

Dois abordagens podem ser consideradas como as mais usuais quando da apresentação do conceito de custo de oportunidade: a abordagem econômica e a abordagem contábil.

Usualmente as empresas trabalham em um ambiente onde os recursos são escassos. A necessidade desses recursos, por sua vez, é grande.

Assim sendo, as empresas quando da busca dos recursos necessários ao atendimento do seu processo produtivo se deparam com sua inserção no ambiente econômico e social.

As suas atividades geram uma sinergia com o meio ambiente e, como agente gerador de emprego e distribuição de rendas através da remuneração de serviços prestados por seus empregados e colaboradores indiretos, a empresa passa a gerenciar não somente o processo produtivo, mas também sua relação com os fatores econômicos correlatos.

Martins (1996, p. 433) diz que:

O Custo de Oportunidade significa o quanto alguém deixou de ganhar por ter adotado uma alternativa em vez de outra, ou seja, se alguém escolheu investir em uma fábrica de giz, deixando de, com isso, investir na construção de um supermercado, que era a segunda melhor alternativa existente na época, diz-se que o Custo de Oportunidade da decisão de investir na fábrica de giz é o quanto se deixou de ganhar por não se construir o supermercado. Assim, o lucro “econômico” da decisão pelo investimento na fábrica é o quanto ela produzir de resultado depois de se deduzir dele o lucro que teria sido obtido pelo investimento no supermercado [...]. Esse conceito é válido não só para decisões econômicas mas para as decisões de qualquer natureza de toda pessoa. O Custo de Oportunidade do leitor ao decidir ler essa matéria é o que ele deixou de fazer durante esse mesmo tempo. O Custo de

Oportunidade de se ir a um jogo de futebol é o churrasco perdido que ocorreu ao mesmo tempo. E assim por diante.

Segundo Nascimento (1998, p. 84), a expressão custo de oportunidade foi cunhada por David Green, em 1894.

O conceito de custo de oportunidade pressupõe a existência de duas ou mais alternativas viáveis e mutuamente exclusivas. O custo de oportunidade refere-se a algum atributo específico do objeto avaliado e o custo de oportunidade está associado ao valor de mercado dos bens e serviços utilizados. Pode-se afirmar, então, que o custo de oportunidade é quanto se deixou de ganhar ao optar por uma alternativa de aplicação de recursos em detrimento de outra.

A abordagem do custo de oportunidade é algo que pode ser mais facilmente associada à contabilidade gerencial do que a contabilidade tradicional. Encontra-se com mais frequência referências sobre custo de oportunidade em trabalhos e literatura relacionados à contabilidade gerencial e administração financeira, nos quais a abordagem contábil do custo de oportunidade está relacionada com a aplicação do conceito de juros sobre o capital próprio.

1.6.1.8 Risco

Segundo Pratt (2002, p. 35), risco é o grau de certeza ou incerteza da concretização de retornos esperados, destacando que incerteza se refere à magnitude e momento de realização dos retornos esperados. Ou seja, quanto menos certeza o investidor tem em relação a quando irá receber e qual o valor dos recebimentos, maior é o risco assumido pelo investidor. Já Gitman (2002, p. 184) diz que risco é a possibilidade de perda financeira e que a palavra risco é usada como sinônimo de incerteza e refere-se à variabilidade dos retornos associados a um ativo.

Van Horne (1997, p. 9) define o risco como a possibilidade de que o retorno efetivo desvie daquele que era esperado, relacionando assim a definição do risco com o desvio padrão de um valor esperado.

Já Securato (1996, p. 42) classifica o risco a que um ativo está sujeito em duas categorias. Risco sistemático ou não diversificável que é atribuível a fatores de mercado que afetam todas as empresas e não pode ser eliminado por meio de diversificação, e risco não sistemático ou diversificável, representado pela parte do risco associado a causas aleatórias e que pode ser eliminada com diversificação da carteira.

Gitman (2002, p. 202) diz que “O risco em seu sentido fundamental é definido como a possibilidade de um prejuízo financeiro.”

Assim, como as decisões sobre investimentos são tomadas com base em expectativas futuras, uma empresa estará em situação de risco quando existir a possibilidade de não ocorrer o resultado financeiro considerado em razão de fatos ou circunstâncias futuros inesperados e fora do seu controle.

1.6.1.9 Fluxo de caixa livre para o acionista (*FCFE – Free Cash Flow to Equity*)

Esse modelo é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. Em outras palavras, seria o montante disponível para todos os fornecedores de recursos. Por isso, devemos apurá-lo antes do pagamento das dívidas, principal e juros.

Stern (apud MILONE, 2004, p, 17) identifica nesse trabalho seis variáveis fundamentais para o correto entendimento e aplicação do modelo:

- a) o lucro operacional após os impostos (*NOPAT – Net Operating Profit After Tax*);
- b) a expectativa de novos investimentos de capital;
- c) o custo de capital ligado ao risco do negócio (taxa de desconto);
- d) o ganho de impostos pelas despesas de juros;
- e) a taxa de retorno após os impostos esperada nas novas oportunidades de investimento;

f) o tempo que o mercado acredita que a administração pode gerar taxas de retorno maiores do que sua taxa de risco (vida útil do projeto).

Quando o autor elenca essas seis variáveis, ele procura mostrar ao profissional em busca de um modelo de avaliação os elementos que impactam efetivamente o valor de uma empresa.

Não é suficiente identificar apenas um fluxo financeiro determinado. É necessário também considerar os custos inerentes e não transparentes que possam vir a afetar o cálculo se não considerados na análise.

Também devem ser levados em conta, fatores não explícitos, tais como a vida útil do projeto, a taxa de desconto, características operacionais e tendências do segmento econômico no qual a empresa está inserida.

Brown (apud MARTINS, 2006, p. 281) esclarece que o fluxo de caixa livre disponível aos donos do capital não deve ser confundido com fluxo de caixa tradicional. Isso porque o primeiro conceito é gerado pelas operações correntes e está disponível para distribuição, sem que ela afete o nível de crescimento do empreendimento. Então o termo livre pode ser associado ao excedente de caixa disponível para a distribuição ou aumento de capital.

Nesse modelo, os acionistas teriam direito a todo fluxo de caixa excedente após cumpridas as obrigações financeiras da empresa e respeitadas as necessidades de novos investimentos.

Segundo Damodaran (1997, p. 123), “O fluxo de caixa do acionista é, portanto, o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e principal, e de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados.”

Equação 12 – Valor presente dos fluxos de caixa do acionista (*FCFE*)

$$VP \text{ do } FCFE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE}{(1 + ke)^t}$$

Onde:

$FCFE$ = Fluxo de caixa do acionista esperado no período t .

k_e = custo do capital próprio

O fluxo de caixa líquido do acionista, conhecido também como $FCFE$ (do inglês *Free Cash Flow to Equity*), pode ser expresso da seguinte maneira:

- (=) Receita Líquida
- (-) Despesas Operacionais
- (=) Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (*EBTIDA*)
- (-) Depreciação e Amortização
- (=) Lucro Antes dos Juros e Impostos (*EBIT*)
- (-) Impostos
- (=) Lucro Líquido
- (+) Depreciação e Amortização
- (=) Fluxo de Caixa Operacional
- (-) Desembolsos de Capital (Investimentos ou desinvestimentos)
- (-) Variação do Capital de Giro
- (=) Fluxo de Caixa Líquido do Acionista ($FCFE$)

Se o cenário contemplar a avaliação de uma empresa alavancada, o fluxo de caixa livre para o acionista seria calculado da seguinte maneira:

- (=) Receita Líquida
- (-) Despesas Operacionais

- (=) Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (*EBTIDA*)
- (-) Depreciação e Amortização
- (=) Lucro Antes dos Juros e Impostos (*EBIT*)
- (-) Juros
- (=) Lucro antes do Impostos (*EBT*)
- (-) Impostos
- (=) Lucro Líquido
- (+) Depreciação e Amortização
- (=) Fluxo de Caixa Operacional
- (-) Desembolsos de Capital
- (-) Dividendos preferenciais
- (-) Variação do Capital de Giro
- (-) Pagamentos de Principal
- (+) Entradas de caixa referentes a novas dívidas
- (=) Fluxo de Caixa Líquido do Acionista (*FCFE*)

Em um cenário no qual se planeja financiar o investimento e o capital de giro ao mesmo índice de endividamento δ , e o pagamento do principal efetuado a partir da assunção de novas dívidas, o *FCFE* será expresso assim:

Equação 13 – *Free Cash Flow to Equity*

$$FCFE = \text{Receita líquida} + (1 + \delta) (\text{Desembolso de capital} - \text{Depreciação}) + (1 + \delta) \Delta \text{Capital de giro}$$

Onde: δ = índice de endividamento

Os modelos de avaliação nos quais se aplica o *FCFE* podem ser desenvolvidos considerando as seguintes variantes conhecidas:

- a) Crescimento estável: modelo projetado para avaliação de empresas passando por um momento de crescimento estável.

Equação 14 – *FCFE* para crescimento estável

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n}$$

Onde:

P_0 = valor atual das ações

$FCFE_1$ = *FCFE* para o período seguinte

k_e = custo do patrimônio líquido da empresa

g_n = taxa de crescimento do *FCFE* da empresa

- b) Dois estágios: modelo a ser aplicado na avaliação de empresas com crescimento mais acelerado no período inicial passando a estável posteriormente.

Equação 15 – *FCFE* para dois estágios de crescimento

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^t}$$

Onde:

P_n = Preço ao final do período de crescimento acelerado

k_e = custo do capital próprio

1.6.1.10 Fluxo de caixa livre para a empresa (*FCFF* – *Free Cash Flow of Firm*)

O valor de uma empresa é a expressão do interesse de todos os seus credores, sejam os investidores do patrimônio líquido, sejam os acionistas preferenciais. Assim, os fluxos de caixa da empresa são aqueles gerados pelo investimento de todos os seus investidores.

Desde que as informações necessárias à sua elaboração sejam disponíveis, o valor da empresa pode ser expresso como sendo o valor presente dos *FCFF* esperados.

Equação 16 – Modelo geral do *FCFF*

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

FCFF_t = fluxo de caixa líquido da empresa esperado no período t

WACC = custo médio ponderado do capital

O *FCFF* pode ser expresso de duas formas:

- a) *FCFF* = Fluxos de caixa líquidos do acionista (*FCFE*) + Despesas de juros (1 – percentual de imposto de renda) + pagamento de principal – novas dívidas + dívidas preferenciais
- b) *FCFF* = *EBIT* (1-percentual de juros) + depreciação – Δ capital de giro.

Uma empresa, normalmente, passa por dois estágios no curso de sua existência. Um crescimento acelerado em função da demanda pelos seus produtos, em que vai necessitar de capital novo para expandir suas atividades e continuar atendendo o mercado. Muito provavelmente, depois desse crescimento elevado, ela vai atingir um patamar de crescimento

estável, em razão de queda na demanda ou de novos fornecedores do mesmo produto, o que levará a uma diminuição da margem e conseqüentemente do resultado líquido, se mantida a mesma estrutura de custo.

A partir desse ponto, a empresa poderá até continuar crescendo indefinidamente, mas não aos níveis iniciais, e sim a uma taxa de crescimento mais próxima do seu segmento econômico e próxima do Produto Interno Bruto (PIB) do país.

Martelanc (2005, p. 45) afirma que:

A incorporação de uma taxa de crescimento g no cálculo do valor residual pode gerar muita desconfiança. Em primeiro lugar, mesmo que usem modelos presumivelmente precisos, a estimativa do fator de crescimento g acaba tendo um forte componente arbitrário. Em segundo, o valor residual é fortemente sensível a esse fator. Por fim, além de ser fortemente sensível a uma variável imprecisa, o modelo perde o sentido se o fator de crescimento for muito elevado, pois, o denominador da equação do valor presente torna-se muito pequeno. No caso limite de $g = r$, o denominador torna-se zero e o modelo perde significado.

A taxa perpétua (sustentável) de crescimento (g) pode ser formada pelo percentual de reinvestimento (índice de retenção) dos fluxos operacionais de caixa e a taxa de retorno deste capital aplicado (r). A taxa de retorno (r) pode ser entendida como sendo o Retorno sobre o Patrimônio Líquido ($ROE - Return on Equity$).

Os modelos de *FCFF* mais utilizados têm sido:

a) *FCFF* de crescimento estável: esse modelo deverá ser usado para avaliação de uma empresa como nível estável de crescimento, ou seja, com fluxos de caixa a uma taxa contínua.

Equação 17 – *FCFF* para crescimento estável

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

$FCFF_t = FCFF$ esperado para t

$WACC$ = custo médio ponderado do capital

b) $FCFF$ de crescimento em dois estágios: se a empresa após período inicial de crescimento acelerado passar a um nível de crescimento estável, o seu $FCFF$ poderá ser medido através da seguinte equação:

Equação 18 – $FCFF$ com dois estágios

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC-gn)}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

$WACC$ = Custo médio ponderado do capital em um estado estável

Segundo Damodaran (1997, p. 302), os valores do patrimônio líquido obtidos através do modelo de Fluxo de Caixa Livre para a Empresa ($FCFF$) e do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista ($FCFE$) tenderão a ser o mesmo se nas duas abordagens, o critério sobre o crescimento for consistente, e se o preço do prêmio for corretamente determinado.

Ainda segundo o autor, nas duas abordagens, o Fluxo de Caixa Descontado, tanto o do acionista quanto o da empresa, deve-se considerar o seguinte:

- a) os fluxos de Caixa para o Acionista ($FCFE$) deverão ser descontados à taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o patrimônio líquido da empresa (k_e);
- b) os fluxos de Caixa para a Empresa ($FCFF$) deverão ser descontados pelo custo médio ponderado do capital ($WACC$), que é o custo dos diversos elementos de financiamento tomados pela empresa.

1.6.2 Avaliação patrimonial contábil

O balanço patrimonial, com base nos valores históricos dos investimentos e resultados retidos, mostra, em uma data precisa estabelecida no tempo, o valor contábil de uma empresa.

Weston e Brigham (2000, p. 747) afirmam que: “O valor patrimonial é o valor contábil de uma ação ordinária; igual ao patrimônio líquido ordinário (ações ordinárias, mais capital realizado, mais lucro retido) dividido pelo número de ações em circulação.”

Já, Martelanc (2005, p. 172), diz que: “O valor do patrimônio líquido (*book value*) de uma empresa é obtido a partir dos registros contábeis. É um valor conhecido e fácil de ser identificado, necessitando apenas ser verificado no balanço patrimonial da empresa.”

Portanto, é possível afirmar que estimar o valor de uma empresa através do modelo de avaliação patrimonial é considerar o que os registros contábeis mostram como valor do investimento realizado, somado ao lucro retido. Os autores, no entanto, fazem restrição à sua utilização para determinar o valor de liquidação de uma empresa em condição de concordata ou falência e de ativos não operacionais, obsoletos ou fora de uso.

1.6.2.1 O Capital

Capital pode ser definido como fonte de financiamento podendo ser próprio ou de terceiros.

Conforme Martins (2006, p. 142), capital também pode ser definido como recursos propriamente ditos, tais como capital de giro, capital fixo ou capital humano e recursos deduzidos de determinadas fontes de financiamento, tais como capital circulante líquido e patrimônio líquido. Martins afirma ainda que o capital a ser mantido representa o conjunto de ativos líquidos, ativos deduzidos dos exigíveis, que deve permanecer na empresa visando igualar sua situação atual à inicial e que tal conceito depende dos pressupostos que se assumem para a fixação do passivo exigível, tais como manter o passivo exigível em função da variação específica dos preços dos ativos a que estão vinculados; e manter o passivo exigível em função da variação geral de preços dos bens e serviços da economia. Fixar o passivo exigível em função da variação específica dos ativos a que estão vinculados pode ser útil nos casos em que haja uma forte correlação entre esses dois itens.

1.6.2.2 Capital Monetário

Segundo Szuster (1985, p. 11), a concepção monetária estabelece que:

o total do valor investido pelos acionistas na empresa como o capital necessário deve ser mantido. Este conceito é tido como consistente ao objetivo básico do investidor que deseja preservar e incrementar o valor monetário do seu investimento, sem considerar a forma e a qualidade dos ativos utilizados pela empresa.

Portanto, inexistindo alterações no contexto, a contabilidade a valores históricos consegue manter o capital monetário.

Mas, em ambientes inflacionários deve considerar-se que o valor do capital monetário somente poderá ser mantido se adotados procedimentos de correção que preservem ao longo do tempo sua capacidade de troca por bens e serviços equivalente ao valor original.

1.6.2.3 Capital Físico

Segundo Szuster (1985, p. 11), o conceito de capital físico:

admite que o patrimônio da empresa é quantificado em termos de sua capacidade de operação, medida através do conjunto de bens necessários a esta, mensurados à data da avaliação. Só haverá lucro quando o patrimônio for superior ao valor dos ativos necessários para assegurar um mesmo nível de atividade. É coerente com o raciocínio que a empresa permanece em atividade devendo, para tanto, efetuar a reposição dos seus ativos. A existência deste conceito independe da ocorrência de inflação.

O autor relaciona o patrimônio à capacidade operacional da empresa. Assim, é possível afirmar que a identificação do patrimônio pode ocorrer através da mensuração do conjunto de ativos necessários para atender essa capacidade operacional. É possível afirmar ainda, que o lucro será reconhecido quando o valor do patrimônio for superior ao valor dos ativos.

1.6.2.4 O *Goodwill* e o valor da empresa

A tarefa de abordar o *Goodwill* é complexa porque esse assunto tem merecido a atenção de estudiosos há muito tempo, e o consenso nas conclusões pode ser considerado a exceção à regra.

Segundo Martins (1972, p. 55):

O *Goodwill* tem sido motivo de estudos, debates, artigos, livros, legislação, concordâncias e divergências desde há muitos anos. As citações e referências a ele datam de séculos atrás, mas a primeira condensação do seu significado e o primeiro trabalho sistemático tendo-o como tema central parecem ter existido em 1891.

Ainda segundo Martins (1972, p. 78), a definição de *Goodwill* está associada a ativo que “considera fundamentalmente o resultado econômico que se espera obter no futuro.”

Para Iudícibus (2006, p. 226), o *Goodwill* “é um assunto dos mais complexos em Contabilidade.”

Martins (1972, p. 63), diz que:

Cada elemento componente do ativo possui um certo valor também econômico. Mas nem todos os elementos, recursos, direitos e fatores que possuem valor econômico são facilmente identificáveis. Por isso o *Goodwill* representa tão somente o valor agrupado desses elementos que têm em comum a única característica: dificuldade de sua individualização.

Assim, segundo os autores citados, caso inexistissem as limitações da contabilidade e do homem associadas à identificação dos resultados econômicos de todos os elementos integrantes do patrimônio das entidades, não haveria o *Goodwill*.

Então, ele poderia ser considerado o elo entre a mensuração individual possível dos itens patrimoniais identificados e a mensuração da empresa em sua totalidade.

Pelo exposto, é possível sintetizar a abordagem de um tema extremamente relevante e complexo como sendo o *Goodwill* o resíduo existente entre a soma dos itens patrimoniais mensurados individualmente e o valor global da empresa. Seu dimensionamento pressupõe a identificação de tudo aquilo que possa receber um valor específico, inclusive os intangíveis.

Devido a essa característica residual, é compreensível a falta de consenso entre os pesquisadores e profissionais da área contábil sobre o tema.

O *Goodwill* difere dos demais ativos identificáveis e separáveis, que podem ser transacionados individualmente, pois ele tem sua existência vinculada à empresa, dela não podendo ser separado e vendido.

1.6.3 Avaliação com base em empresas similares

Esse modelo pode ser muito útil como instrumento de apoio a outros modelos usados em processos de avaliação de uma empresa.

Ele se fundamenta na comparação da empresa avaliada com outras empresas atuantes do mesmo segmento econômico e em um mesmo estágio de desenvolvimento tecnológico e comercial.

O quociente obtido entre o preço e o lucro por ação desses concorrentes pode ser multiplicado pelo lucro da avaliada, indicando o possível valor do empreendimento. O raciocínio pode permitir uma medida comparativa dos preços das ações dos competidores de um mercado específico. Incluindo o lucro da empresa avaliada como parte da equação genérica, obter-se-ia o seu valor nos parâmetros de desempenho das empresas similares.

O método é aceito como válido pelos profissionais atuantes em processos de avaliação de empresas, observadas algumas de suas limitações. Uma delas é que ele é desenvolvido a partir do lucro contábil e as limitações que o escopo contábil lhe confere.

O modelo não contempla o valor do dinheiro no tempo assim como os riscos tomados pela empresa e o modelo, ainda que, implicitamente, aceita o princípio de que o mercado é eficiente e atua de maneira transparente.

1.6.4 Avaliação com base em múltiplos ou avaliação relativa

O modelo de múltiplos de faturamento consiste numa versão simplificada do modelo de capitalização dos lucros. Nele, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa. Assim, tornam-se irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado do exercício. Essa opção pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil e, que, portanto, não dispõem de informações confiáveis da gestão.

A simplicidade do modelo pode ser associada aos empreendimentos de pequena amplitude, os quais operam em ambiente de relativa simplicidade e em segmentos sem grandes diversidades.

Assim, se administrado por avaliador qualificado e apto a interpretar adequadamente a subjetividade das variáveis do modelo, chegar-se-á a um valor que não se distanciará de maneira comprometedora do valor econômico do negócio.

1.6.5 Valor econômico agregado ($EVA^{\text{®}}$ – *Economic Value Added*)

Medidas de desempenho com base na geração de valor ao acionista despertam, hoje, grande interesse.

Dentre as medidas mais citadas, a que mais tem recebido atenção dos acadêmicos assim como dos profissionais da área de finanças é o Valor Econômico Agregado ($EVA^{\text{®}}$ - *Economic Value Added*) e o Valor de Mercado Agregado ($MVA^{\text{®}}$ - *Market Value Added*).

Stewart III (2005, p. 616) que juntamente com Joel M. Stern fundaram a Stern Stewart & Company, desenvolveram e patentearam o modelo, afirmam que o $EVA^{\text{®}}$ é a medida fundamental de desempenho corporativo, o qual é computado tomando-se o *spread* entre o retorno sobre o capital e o custo de capital e multiplicando-o pelo capital existente no início do período. Afirmam também os autores que o valor de mercado agregado de uma empresa,

em um dado momento, é igual ao valor presente descontado de todo EVA^{\circledR} que ela espera gerar no futuro.

O cálculo do EVA^{\circledR} é feito através da apuração do lucro operacional após o imposto de renda, menos o custo de capital empregado na operação.

Conforme Damodaran (1997, p. 38):

O EVA^{\circledR} é uma extensão simples da regra do Valor Presente Líquido (*NPV – Net Present Value*) que é a fórmula matemático-financeira de se determinar o valor presente de pagamentos futuros descontados a uma taxa de juros específica, menos o custo do investimento inicial. Fundamentalmente, é o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa futuros a um custo inicial.

Expressando-se o conceito em uma equação, ela ficaria assim:

Valor da empresa = Capital investido no Ativo Instalado + *VPL* Ativo instalado + *VPL* Projetos Futuros

Equação 19 – Valor da empresa calculado pelo EVA^{\circledR}

$$\text{Valor da empresa} = \text{Capital investido no Ativo instalado} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \left(\frac{EVA_t \text{ ativo instalado}}{k(1 + Kc)^t} \right) + \sum_{t=1}^{t=\infty} \left(\frac{EVA_t \text{ Projetos futuros}}{k(1 + Kc)^t} \right)$$

Dessa forma, pode-se descrever o valor de uma empresa calculado pelo EVA^{\circledR} como sendo a soma do capital investido no ativo instalado, o valor *VPL* do valor econômico agregado por esses ativos e o valor presente estimado do valor econômico a ser agregado pelos investimentos futuros.

Damodaran (1997 p. 426) diz que o valor de mercado de uma empresa traz em si expectativas de EVA^{\circledR} futuro e que para empresas que são consideradas como tendo boas oportunidades de crescimento e das quais se espera o anúncio do aumento do EVA^{\circledR} , o valor de mercado diminuirá se o EVA^{\circledR} deixar de atender às expectativas.

A aplicação do conceito do *EVA*[®] é similar ao do Fluxo de Caixa Descontado. Mas, a abordagem no momento de tomada de decisão é diferente. Na aplicação do *EVA*[®] o procedimento de avaliação é estimar o *EVA*[®] que o projeto gerará a cada período e trazer isso ao valor presente. Como o *EVA*[®] já inclui um encargo sobre capital e para depreciação, não se faz necessário deduzir o investimento inicial dos *EVA*s[®] futuros descontados.

Segundo Ehrbar (1999, p. 113-114), o resultado é o mesmo quando da aplicação do *VPL* de fluxos de caixa descontados. No entanto, a aplicação do *EVA*[®] apresenta algumas vantagens.

Uma delas é que o *EVA*[®] permite a utilização da mesma estrutura analítica do orçamento de capital.

Outra vantagem é que a abordagem permite a visualização mais precisa do valor anual agregado de um projeto, pois o *EVA*[®] em vez de reconhecer o custo total do investimento à vista, distribui o custo do capital ao longo da vida útil do projeto.

Para Martelanc (2005, p. 240-241), as principais vantagens do *EVA*[®] residem no fato de: considerar claramente nas análises de investimento e desempenho o custo do capital aplicado; definir melhor os objetivos da empresa; permitir a integração entre planejamento estratégico e finanças; definir uma taxa mínima de retorno nos projetos novos e usados; evidenciar questões como estrutura e custo de capital próprio e de terceiros; permitir uma visão correta das principais variáveis que causarão impacto na criação ou destruição de valor da empresa; e permitir a análise individual das unidades de negócios e produtos da empresas, possibilitando a tomada de decisões estratégicas baseadas no valor agregado.

Fernandez (2000, p. 11), no entanto, afirma que o *EVA*[®] não mensura a criação de valor da empresa e que não faz sentido usar o *EVA*[®] para medir a criação de valor em cada período. Diz ainda o autor que “Os problemas com o *EVA*[®] começam quando é desejado dar essa medida ao significado (de criação de valor) que ele não tem: valor sempre depende de expectativas.”

As informações que precisam ser utilizadas para avaliar uma empresa utilizando o *EVA*[®] são iguais às informações requeridas para a avaliação pelo método do Fluxo de Caixa

Descontado. O valor presente do EVA^{\circledR} é igual ao MVA^{\circledR} . Avaliando-se, portanto, uma empresa por meio do EVA^{\circledR} obter-se-ia o mesmo resultado se utilizado o Fluxo de Caixa Descontado.

2 METODOLOGIA DA PESQUISA

A metodologia a ser aplicada será o estudo de caso exploratório. O estudo de caso a exemplo de outras estratégias de pesquisa representa uma maneira de se investigar um tópico empírico e um fenômeno contemporâneo. O estudo de caso é exploratório quando não se busca uma resposta definitiva para o problema proposto e o que se procura é a melhor compreensão do evento objeto do estudo, apresentando informações e questões que possam sugerir trabalhos futuros.

Conforme Gil (2009, p. 5):

Estudo de caso – pelo menos da forma como é concebido no âmbito da metodologia de Pesquisa Científica – constitui uma das muitas modalidades de delineamento (*design*, em inglês). Trata-se, pois, de um dos diversos modelos propostos para a produção de conhecimento num campo específico, assim como também o são o experimento e o levantamento.

Conforme Yin (2001, p. 19):

Em geral, os estudos de caso representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo “como” e “por que”, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real. Pode-se complementar esses estudos de casos “explanatórios” com dois outros tipos – estudos “explanatórios” e “descritivos”.

O estudo de caso como ferramenta de pesquisa pode contribuir de maneira significativa para a compreensão de fenômenos individuais e tem sido usado como estratégia de pesquisa na ciência política, na administração, no planejamento e na economia. A metodologia do estudo de caso permite a investigação dos eventos da vida real tais como processos organizacionais e administrativos, e desenvolvimento de alguns segmentos econômicos.

O quadro 2 ilustra a forma da questão que poderia definir a estratégia de pesquisa assim como a exigência sobre eventos comportamentais e se o fenômeno objeto do estudo se trata de acontecimento contemporâneo.

Estratégia	Forma da questão de pesquisa	Exige controle sobre eventos comportamentais?	Focaliza acontecimentos contemporâneos?
Experimento	Como, por que	Sim	Sim
Levantamento	Quem, o que, onde, quantos, quanto	Não	Sim
Análise de arquivos	Quem, o que, onde, quantos, quanto	Não	Sim/Não
Pesquisa histórica	Como, por que	Não	Não
Estudo de casos	Como, por que	Não	Sim

Quadro 2 – Situações relevantes para diferentes estratégias de pesquisa
 Fonte: Yin (2001, p. 24).

Questões do tipo “como” e “por que” são mais explanatórias e muito provavelmente levarão ao estudo de caso como estratégia de pesquisa a ser adotada. Segundo Yin (2001, p. 27):

O estudo de caso é a estratégia escolhida ao se examinarem acontecimentos contemporâneos, mas quando não se podem manipular comportamentos relevantes. O estudo de caso conta com muitas das técnicas utilizadas pelas pesquisas históricas, mas acrescenta duas fontes de evidências que usualmente não são incluídas no repertório de um historiador: observação direta e série sistemática de entrevistas.

Ainda segundo Yin (2001, p. 32, 33, 35), pode-se definir tecnicamente o estudo de caso da seguinte maneira:

- a) Um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos;
- b) A investigação de estudo de caso enfrenta uma situação tecnicamente única em que haverá muito mais variáveis de interesse do que pontos de dados, e, como resultado, baseia-se em várias fontes de evidências, com os dados precisando convergir em um formato de triângulo, e, como outro resultado, beneficia-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e a análise de dados;
- c) O estudo de caso pode incluir e ao mesmo tempo estar limitado às evidências quantitativas;
- d) A estratégia de estudo de caso não deve ser confundida com “pesquisa qualitativa”;

- e) O estudo de caso, como outras estratégias de pesquisa, representa uma maneira de se investigar um tópico empírico seguindo-se um conjunto de procedimentos pré-especificados.

2.1 Estudo de caso

O estudo de caso se concentrará primeiramente no levantamento dos dados contábeis e na busca de diretrizes para a projeção do fluxo de caixa descontado das três empresas: Perdigão S.A., Sadia S.A e BRF – Brasil Foods S.A.

A segunda etapa consistirá na preparação do fluxo de caixa livre das três empresas para um período de dez anos, separados em três estágios: um período de cinco anos de crescimento acelerado; um período de cinco anos de crescimento estável; e, a partir de então, um período de crescimento contínuo para um prazo indeterminado.

A terceira etapa será dedicada à avaliação do valor econômico da Perdigão e da Sadia para o mesmo período de dez anos, caso não tomassem a decisão pela combinação de negócios.

A etapa seguinte será a comparação dos valores econômicos consolidados da Perdigão e da Sadia com o valor econômico da BRF, para o mesmo período de dez anos.

A etapa final será a apresentação e avaliação da diferença entre o valor contábil da BRF, apurado em 31 de março de 2009 conforme PROSPECTO³ definitivo de oferta pública de distribuição primária de ações; o valor presente do seu valor econômico calculado pelo método de Fluxo de Caixa Descontado; e o seu valor de mercado, com base no preço por ação correspondente à oferta pública inicial de ações, à data da efetivação da combinação de negócios, isto é, março de 2009.

³ PROSPECTO – Prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de emissão da BRF Brasil Foods S.A. (Nova denominação da Perdigão S.A.) enviado à Bovespa no primeiro semestre de 2009.

2.1.1 Questões do problema

- Aceitando-se o valor econômico como uma indicação da capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuros positivos, por que o investidor se dispõe a pagar por ela um valor superior àquele indicado pelo valor econômico?
- Então, ao ser admitido pelo investidor outro valor de referência em relação ao valor econômico, qual a razão e a importância da avaliação, e qual a razão da variação entre o valor da empresa indicado pelo mercado de capitais à época do negócio e o seu valor econômico?

3 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

A seguir serão apresentados os dados contábeis, econômicos e financeiros referentes à Perdigão S.A., Sadia S.A., e, BRF – Brasil Foods S.A.

Os dados contábeis e operacionais, necessários à elaboração do fluxo de caixa descontado, foram tirados do PROSPECTO. Com base nesses dados e premissas é que foram projetados os fluxos de caixa e calculados o *FCFE* e *FCFF* dos quais se obteve os valores econômicos utilizados no presente estudo.

3.1 Informações financeiras consolidadas considerando a combinação de negócios

As demonstrações contábeis aqui apresentadas foram elaboradas com base nas informações anexas ao PROSPECTO, acompanhadas do parecer dos auditores responsáveis pela sua revisão, ou seja, KPMG Auditores Independentes.

Segundo a KPMG as informações financeiras consolidadas *pro forma* abaixo, relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2008 e ao período de três meses encerrado em 31 de março de 2009, foram preparadas de forma a refletir seus resultados consolidados *pro forma*, como se a combinação de negócios com a Sadia tivesse ocorrido, e, portanto, a Sadia estivesse sob o controle da Perdigão S.A. desde 1º de janeiro de 2008.

Quanto à forma e conteúdo da demonstração de resultados, a KPMG os classifica da seguinte maneira:

Elaboramos as demonstrações de resultado consolidado *pro forma* relativas ao período de três meses encerrado em 31 de março de 2009 e ao exercício encerrado em 31 de dezembro de 2008 somando as informações das demonstrações de resultado consolidado da Sadia às nossas. Não houve operações ou saldos entre a Companhia e a Sadia que tiveram que ser eliminados. No caso das demonstrações de resultado consolidado *pro forma*, consideramos como se a combinação de negócios com a Sadia tivesse ocorrido em 1º de janeiro de 2008. Reflete a realização dos acréscimos ou decréscimos pelo valor justo de itens de ativos e passivos, alocados na combinação de negócios com a Sadia. Reflete a realização do ajuste ao valor de

mercado dos estoques no valor de R\$46,2 milhões no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2008, com base na premissa de que o giro de estoque é de 2,7 meses. Reflete a depreciação do ajuste alocado ao ativo imobilizado no valor de R\$43,2 milhões no período encerrado em 31 de março de 2009 e no valor de R\$172,8 milhões no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2008, com base na premissa de que a vida útil média remanescente estimada é de 21 anos. Reflete a realização do ajuste aos empréstimos no valor de R\$15,0 milhões no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009 e no valor de R\$9,4 milhões no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2008, com base na premissa de que este valor é realizado na mesma proporção dos vencimentos dos empréstimos. Reflete créditos tributários diferidos no valor de R\$19,8 milhões no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009 e no valor de R\$77,6 milhões no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2008. Reflete os efeitos da eliminação das operações das subsidiárias Concórdia Holding Financeira, Concórdia Banco e Concórdia CCVMCC da Sadia com base na premissa que estas operações não são parte da Combinação de negócios. Reflete as eliminações de consolidação do investimento, do capital, das reservas, dos prejuízos acumulados, do ajuste de avaliação patrimonial e das ações em tesouraria da Sadia. A partir de 1º de janeiro de 2009, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, o ágio apurado em combinação de negócios não mais será amortizado, mas sim seu valor de recuperação terá de ser testado anualmente. Desta forma, na elaboração das demonstrações financeiras consolidadas pro forma, o ágio decorrente da combinação de negócios entre a Companhia e Sadia não foi amortizado para nenhum dos períodos apresentados. Eliminação das despesas financeiras referentes às dívidas da Sadia, pagas com os recursos da Oferta, considerando o pagamento destas dívidas em 1º de janeiro de 2008. As despesas financeiras foram calculadas com base na taxa média de juros por tipo de empréstimo.

Quanto à forma e conteúdo do balanço patrimonial, a KPMG os classifica da seguinte maneira:

Elaborou-se o balanço patrimonial consolidado pro forma não auditado em 31 de março de 2009 somando as informações do balanço patrimonial consolidado da Sadia às nossas informações consolidadas. Não houve operações ou saldos entre a Companhia e a Sadia que tiveram que ser eliminados. No caso do balanço patrimonial consolidado pro forma, consideramos como se a combinação de negócios com a Sadia tivesse ocorrido em 31 de março de 2009. Reflete a alocação do preço de aquisição apurado na combinação de negócios com a Sadia, calculado como se a combinação de negócios tivesse ocorrido em 31 de março de 2009, e, portanto, utilizando o preço estimado desta combinação de negócios, menos o patrimônio líquido contábil da Sadia em 31 de março de 2009, já considerando os ajustes e a alocação de parte do preço de aquisição para outros ativos e passivos. Reflete a alocação do preço de aquisição apurado na combinação de negócios com a Sadia, considerando os acréscimos e decréscimos com relação ao valor contábil dos valores justos referentes ao valor de reposição do ativo imobilizado; o valor de mercado estimado dos estoques menos seu custo de distribuição e lucro esperado; e o valor justo das dívidas circulante e não circulante. O preço de aquisição estimado para a combinação de negócios, que será integralizado ao capital foi determinado através da cotação média das nossas ações e das ações da Sadia no período de 08 a 14 de maio de 2009, aplicadas ao número de ações de cada companhia, e ao percentual base para relação de troca 68% da Companhia e 32% da Sadia. Reflete os ajustes de eliminação das operações das subsidiárias Concórdia Holding Financeira, Concórdia Banco e Concórdia CCVMCC da Sadia e a reclassificação do valor de investimento nestas empresas para outros ativos circulantes disponíveis para venda devido a estas operações não fazerem parte da combinação de negócios. Reflete as

eliminações de consolidação do investimento, do capital, das reservas, dos prejuízos acumulados, do ajuste de avaliação patrimonial e das ações em tesouraria da Sadia. A partir de 1º de janeiro de 2009, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, o ágio apurado em combinação de negócios não mais será amortizado, mas sim seu valor de recuperação terá de ser testado anualmente. Desta forma, na elaboração das demonstrações financeiras consolidadas pro forma, o ágio decorrente da combinação de negócios entre a Companhia e Sadia não foi amortizado para nenhum dos períodos apresentados. Reflete o aumento de capital proveniente da Oferta Global de ações prevista em R\$4.600 milhões líquida das despesas com a oferta previstas em R\$117 milhões e a utilização destes recursos, conforme divulgado neste PROSPECTO. (PROSPECTO, 2009)

BRF - Brasil foods S.A., atual denominação social da PERDIGAO S.A. Informações Financeiras consolidadas "Pro forma" (Não auditadas)							
Demonstração do resultado consolidado "Pro forma" Período de três meses findo em 31 de março de 2009 (Em milhões de reais)							
	1	2	3	4	5	6	7
			(1 + 2)	Ajuste Pro forma			(3 + 4 + 5 + 6)
	Perdição	Sadia	Consolidado	Combinação de negócios	Ajuste Financeiro	Oferta Global	Consolidado Pro forma
Receita operacional bruta	3.035,5	2.862,5	5.898,0	-	-	-	5.898,0
Deduções de vendas	-432,4	-404,4	-836,8	-	-	-	-836,8
Receita operacional líquida	<u>2.603,1</u>	<u>2.458,1</u>	<u>5.061,2</u>	-	-	-	5.061,2
Custos das vendas	-2.068,0	-2.071,9	-4.139,9	-43,2	-	-	-4.183,1
Lucro bruto	<u>535,1</u>	<u>386,2</u>	<u>921,3</u>	<u>-43,2</u>	-	-	<u>878,1</u>
Despesas operacionais:							
Vendas	-488,5	-413,8	-902,3	-	-	-	-902,3
Gerais e administrativas	-37,2	-33,4	-70,6	-	-	-	-70,6
Honorários dos administradores	-5,2	-4,5	-9,7	-	-	-	-9,7
Total das despesas operacionais	<u>-530,9</u>	<u>-451,7</u>	<u>-982,6</u>	-	-	-	<u>-982,6</u>
Lucro (prejuízo) operacional antes das financeiras	<u>4,2</u>	<u>-65,5</u>	<u>-61,3</u>	<u>-43,2</u>	-	-	<u>-104,5</u>
Despesas financeiras líquidas	-100,3	-260,0	-360,3	-15,0	-2,4	73,7	-304,0
Outras receitas/despesas operacionais	-21,4	7,1	-14,3	-	-	-	-14,3
Prejuízo antes de impostos e participação nos lucros	<u>-117,5</u>	<u>-318,4</u>	<u>-435,9</u>	<u>-58,2</u>	<u>-2,4</u>	<u>73,7</u>	<u>-422,8</u>
Imposto de renda e contribuição social	-108,3	74,7	-33,6	19,8	1,2	-25,1	-37,7
Participação dos empregados nos lucros	-	-0,4	-0,4		0,3		-0,1
Participação dos acionistas não controladores	-0,2	4,9	4,7				4,7
Prejuízo do período	<u>-226,0</u>	<u>-239,2</u>	<u>-465,2</u>	<u>-38,4</u>	<u>-0,9</u>	<u>48,6</u>	<u>-455,9</u>

Quadro 3 - Demonstração do resultado consolidado em 31/03/2009

Fonte: Elaborado pelo autor.

BRF - Brasil foods S.A., atual denominação social da PERDIGÃO S.A. Informações Financeiras consolidadas "Pro forma" (Não auditadas)							
Demonstração do resultado consolidado "Pro forma" Período de três meses findo em 31 de dezembro de 2008 (Em milhões de reais)							
	1	2	3	4	5	6	7
	Perdigão	Sadia	(1 + 2) Consolidado	Ajuste Pro forma		Oferta Global	(3 + 4 + 5 + 6) Consolidado Pro forma
				Combinação de negócios	Financeiras		
Receita operacional bruta	13.161,3	12.191,9	25.353,2	-	-	-	25.353,2
Deduções de vendas	-1.768,3	-1.463,3	-3.231,6	-	-	-	-3.231,6
Receita operacional líquida	<u>11.393,0</u>	<u>10.728,6</u>	<u>22.121,6</u>	-	-	-	22.121,6
Custos das vendas	-8.634,2	-8.109,4	-16.743,6	-219,0	-	-	-16.962,6
Lucro bruto	<u>2.758,8</u>	<u>2.619,2</u>	<u>5.378,0</u>	<u>-219,0</u>	-	-	<u>5.159,0</u>
Despesas operacionais:							
Vendas	-1.891,1	-1.727,1	-3.618,2	-	-	-	-3.618,2
Gerais e administrativas	-140,3	-139,2	-279,5	-	-	-	-279,5
Honorários dos administradores	-18,8	-20,1	-38,9	-	-	-	-38,9
Total das despesas operacionais	<u>-2.050,2</u>	<u>-1.886,4</u>	<u>-3.936,6</u>	-	-	-	<u>-3.936,6</u>
Lucro (prejuízo) operacional antes das financeiras	<u>708,6</u>	<u>732,8</u>	<u>1.441,4</u>	<u>-219,0</u>	-	-	<u>1.222,4</u>
Despesas financeiras líquidas	-630,3	-3.892,3	-4.522,6	-9,4	-37,9	121,0	-4.448,9
Outras receitas/despesas operacionais	-262,0	-20,5	-282,5	-	-	-	-282,5
Prejuízo antes de impostos e participação nos lucros	<u>-183,7</u>	<u>-3.180,0</u>	<u>-3.363,7</u>	<u>-228,4</u>	<u>37,9</u>	<u>121,0</u>	<u>-3.509,0</u>
Imposto de renda e contribuição social	255,4	702,7	958,1	77,6	10,2	-41,4	1.004,5
Participação dos empregados nos lucros	-13,50	-17,8	-31,3	-	12,7	-	-18,6
Participação dos administradores nos lucros	-3,4	-	-3,4	-	-	-	-3,4
Participação dos acionistas não controladores	-0,4	10,30	9,9	-	-	-	9,9
Prejuízo do período	<u>54,4</u>	<u>-2.484,8</u>	<u>-2.430,4</u>	<u>-150,8</u>	<u>-15,0</u>	<u>79,6</u>	<u>-2.516,6</u>

Quadro 4 - Demonstração do resultado em 31/12/2008

Fonte: Elaborado pelo autor.

BRF - Brasil foods S.A., atual denominação social da PERDIGÃO S.A. Informações Financeiras consolidadas "Pro forma" (Não auditadas)									
Balanco patrimonial consolidado "Pro forma"									
31 de março de 2009 (Em milhões de reais)									
	1	2	3 (1 + 2)	4	5	6	7 (3 + 4 + 5 + 6)	8	9 (7 + 8)
				Ajuste Pro forma					
	Perdigão	Sadia	Combinado	Combinação de negócios	Financeiras	Eliminações	Balanco consolidado antes da alocação dos recursos da oferta	Oferta Global Alocação dos recursos	Balanco consolidado após a alocação dos recursos da oferta
ATIVO									
Ativo circulante									
Disponibilidades	1.803,2	2.206,3	4.009,5		-200,1		3.809,4	961,6	4.771,0
Contas a receber de clientes, líquidas	1.315,3	559,0	1.874,3				1.874,3		1.874,3
Estoque	1.604,0	1.721,0	3.325,0	46,2			3.371,2		3.371,2
Outros ativos circulantes	936,5	831,8	1.768,3		199,5		1.967,8		1.967,8
Total do ativo circulante	5.659,0	5.318,1	10.977,1	46,2	-0,6	0,0	11.022,7	961,6	11.984,3
Ativo não circulante									
Aplicações financeiras	-	159,9	159,9	-	-	-	159,9	-	159,9
Outros ativos de longo prazo	625,2	1.410,7	2.035,9	-	-0,6	-	2.035,3	-	2.035,3
Investimentos	1,0	15,2	16,2	177,0	-2,1	-177,0	14,1	-	14,1
Imobilizado	2.899,3	4.218,2	7.117,5	2.584,7	-3,5	-	9.698,7	-	9.698,7
Intangível	1.544,7	135,2	1.679,9	85,7	-0,7	-	1.764,9	-	1.764,9
Diferido	163,6	120,5	284,1	-	-19,4	-	264,7	-	264,7
Total do ativo não circulante	5.233,8	6.059,7	11.293,5	2.847,4	-26,3	-177,0	13.937,6	0,0	13.937,6
Total do ativo	10.892,8	11.377,8	22.270,6	2.893,6	-26,9	-177,0	24.960,3	961,6	25.921,9
PASSIVO									
Passivo circulante									
Empréstimos e financiamentos	1.803,8	4.272,2	6.076,0	-9,4	-	-	6.066,6	-2.881,3	3.185,3
Fornecedores	1.018,3	876,5	1.894,8	-	-	-	1.894,8	-	1.894,8
Outros passivos circulantes	299,9	1.861,2	2.161,1	-	-26,4	-	2.134,7	-	2.134,7
Total do passivo circulante	3.122,0	7.009,9	10.131,9	-9,4	-26,4	0,0	10.096,1	-2.881,3	7.214,8
Passivo não circulante									
Empréstimos e financiamentos	3.601,8	3.734,9	7.336,7	-367,0	-	-	6.969,7	-640,5	6.329,2
Outros passivos de longo prazo	289,1	405,4	694,5	-	-0,5	-	694,0	-	694,0
Total do passivo não circulante	3.890,9	4.140,3	8.031,2	-367,0	-0,5	0,0	7.663,7	-640,5	7.023,2
Participação de acionistas não controladores	0,8	50,6	51,4	-	-	-	51,4	-	51,4
Patrimônio líquido									
Capital integralizado	3.445,0	2.000,0	5.445,0	3.270,0	-	-2.000,0	6.715,0	4.483,4	11.198,4
Reservas	719,7	-	719,7	-	-	-	719,7	-	719,7
Lucros acumulados	-241,1	-1.764,5	-2.005,6	-	-	1.764,5	-241,1	-	-241,1
Ajuste de avaliação patrimonial	-43,7	38,6	-5,1	-	-	-38,6	-43,7	-	-43,7
Ações em tesouraria	-0,8	-97,1	-97,9	-	-	97,1	-0,8	-	-0,8
Total do Patrimônio Líquido	3.879,1	177,0	4.056,1	3.270,0	0,0	-177,0	7.149,1	4.483,4	11.632,5
Total do passivo	10.892,8	11.377,8	22.270,6	2.893,6	-26,9	-177,0	24.960,3	961,6	25.921,9

Quadro 5 - Balanço patrimonial consolidado em 31/03/2009

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2 O valor da Perdigão S.A. – Antes da combinação de negócios

3.2.1 O valor do patrimônio contábil

Conforme o PROSPECTO, página 146, o valor contábil da empresa em 31 de março de 2009 era de R\$ 3.879 milhões, representando o seu patrimônio líquido contabilizado.

3.2.2 O valor de mercado

O valor de mercado da empresa em 31 de março de 2009 era de R\$ 7.150 milhões, conforme o quadro 6, representando a quantidade de ações nominativas mencionadas na página 50 do PROSPECTO, multiplicada pelo preço da ação cotado no mercado de capitais na data de 31 de março de 2009, conforme página 91 do PROSPECTO.

Ações nominativas (PROSPECTO, p. 43)	244.595.660
Preço médio em mar./09 (PROSPECTO, p. 90)	R\$ 29,23
Valor de mercado	R\$ 7.149.531.142

Quadro 6 - Valor de mercado da Perdigão

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2.3 O valor econômico da Perdigão S.A. calculado através do modelo *FCFF*

Equação 20 – Valor econômico da Perdigão S.A.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(FCFF)_{ta}}{(1 + WACC)^{ta}} + \frac{(FCFF)_{tt}}{(1 + WACC)^{tt}} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1 + WACC)^n}$$

Onde:

$FCFF_{ta}$ = *FCFF* esperado para o estágio de crescimento acelerado

$FCFF_{tt}$ = *FCFF* esperado para o estágio de crescimento de transição

$FCFF_{n+1}$ = *FCFF* esperado para o estágio de crescimento estável e contínuo

WACC = Custo ponderado do capital

WACCⁿ = Custo ponderado do capital em um estágio de crescimento estável e contínuo

g_n = Taxa de crescimento

#	Período	Receita Bruta	Deduções de Vendas	Receita Líquida	Custo das Vendas	Lucro Bruto	Despesas Oper.	EBITDA	Depr. e Amort.	EBIT
1	2009	13.728	-1.956	11.773	-9.117	2.656	-1.690	966	-460	506
2	2010	18.745	-2.670	16.075	-12.841	3.234	-1.743	1.491	-455	1.035
3	2011	23.506	-3.348	20.158	-16.610	3.548	-1.798	1.750	-412	1.338
4	2012	29.477	-4.199	25.278	-21.485	3.792	-1.854	1.938	-396	1.542
5	2013	36.964	-5.265	31.698	-27.791	3.907	-1.913	1.994	-396	1.598
6	2014	46.149	-6.574	39.575	-35.373	4.203	-1.960	2.243	-400	1.843
7	2015	57.617	-8.207	49.410	-45.098	4.311	-2.008	2.303	-417	1.887
8	2016	71.935	-10.247	61.688	-57.596	4.092	-2.058	2.035	-434	1.600
9	2017	89.811	-12.793	77.017	-73.556	3.461	-2.109	1.353	-436	917
10	2018	112.129	-15.972	96.156	-93.939	2.217	-2.161	56	-403	-346

Quadro 7 – Demonstração do EBIT da Perdígão (R\$ milhões)

Fonte: Elaborado pelo autor.

R\$ milhões, exceto percentuais

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
											[9*(10x11)]					(13x14x16)	[(8x12)+17]	[7/((1+18)^1)]
#	Período	(=) EBIT (1-t)	(-) Desp. de Capital	(+) Deprec.	(-) Δ Capital de giro	(=) FCFE	Índice k próprio (1-ie)	Taxa Retorno Selic	Prêmio p/unid. Risco	Beta	Custo	Endividamento Índice ie	Imposto t	Custo do Endiv. (1-t)	WACC %	FCFF Valor Presente		
1.) Período Inicial/Crescimento Acelerado																		
1	2009	506	-24	460	1.303	2.245	50,37%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	49,63%	7,42%	34,00%	66,00%	2,43%	10,45%	2.033
2	2010	1.035	-208	455	-417	866	60,30%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	39,70%	7,42%	34,00%	66,00%	1,94%	11,55%	696
3	2011	1.338	-325	412	-474	951	60,30%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	39,70%	7,42%	34,00%	66,00%	1,94%	11,55%	685
4	2012	1.542	-393	396	-560	985	60,30%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	39,70%	7,42%	34,00%	66,00%	1,94%	11,55%	636
5	2013	1.598	-417	396	-613	964	60,30%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	39,70%	7,42%	34,00%	66,00%	1,94%	11,55%	558
2.) Período de Transição																		
6	2014	1.843	-495	400	-582	1.165	65,26%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	34,74%	7,42%	34,00%	66,00%	1,70%	12,10%	587
7	2015	1.887	-518	417	-693	1.092	65,26%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	34,74%	7,42%	34,00%	66,00%	1,70%	12,10%	491
8	2016	1.600	-442	434	-690	903	65,26%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	34,74%	7,42%	34,00%	66,00%	1,70%	12,10%	362
9	2017	917	-248	436	-540	565	65,26%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	34,74%	7,42%	34,00%	66,00%	1,70%	12,10%	202
10	2018	-346	0	403	-39	18	65,26%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	34,74%	7,42%	34,00%	66,00%	1,70%	12,10%	6
3.) Período de Crescimento Estável																		
11	Final	-381	0	443	-43	20	65,26%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	34,74%	7,42%	34,00%	66,00%	1,70%	12,10%	6
12	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período Inicial/Crescimento Acelerado																	10,00%
13	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Transição																	10,00%
14	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Crescimento Estável																	10,00%
15	Preço Final = [FCFF Período Estável/(WACC período Estável - Taxa de Crescimento)]																	933
16	Σ VP do FCFF no Período Inicial/Crescimento Acelerado																	4.608
17	Σ VP do FCFF no Período de Transição																	1.649
18	VP do Valor Final da Empresa no fim da Transição																	298
19	Valor Econômico da Empresa = (ΣVP do FCFF + VP Valor Final)																	6.554

Selic⁴ Prêmio⁵ Beta⁶

Quadro 8 - FCFE para três estágios da Perdígão (antes da combinação de negócios)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na linha 19 do quadro 8, vê-se o valor econômico da empresa projetado para 10 anos. O valor de R\$ 6.554 milhões representa o valor econômico da empresa calculado pelo modelo de

⁴ Taxa Selic de 11,16% a.a. obtida junto ao Banco Central do Brasil em consulta realizada em 3 de março de 2010.

⁵ Prêmio por unidade de risco de 5,18% conforme pesquisa realizada por Garrán (2006, p. 100).

⁶ Beta de 0,92 obtido junto a Economática em 3 de março de 2010.

fluxo de caixa descontado considerando um período de cinco anos de crescimento acelerado após 31 de março de 2009, data da combinação de negócios, e, posteriormente, um período de transição de cinco anos, até se alcançar um estágio de crescimento a ser considerado como estável e contínuo. O mesmo critério foi adotado para calcular os valores individuais da Sadia e BRF, exceção feita ao índice de endividamento e taxas de crescimentos.

3.3 O valor da Sadia S.A. – Antes da combinação de negócios

3.3.1 O valor do patrimônio contábil

Conforme o PROSPECTO, página 147, o valor contábil da empresa em 31 de março de 2009 era de R\$ 177 milhões, representado pelo seu patrimônio líquido contabilizado.

3.3.2 O valor de mercado

O valor de mercado da empresa em 31 de março de 2009 era de R\$ 732 milhões, conforme o quadro 9, representando a quantidade de ações nominativas mencionadas na página 217 do PROSPECTO, multiplicada pelo preço da ação cotado no mercado de capitais na data de 31 de março de 2009, conforme página 213 do PROSPECTO.

Ações nominativas (PROSPECTO, p. 210)	257.000.000
Preço médio em mar./09 (PROSPECTO, p. 212)	R\$ 2,85
Valor de mercado	R\$ 732.450.000

Quadro 9 - Valor de mercado da Sadia

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3.3 O Valor Econômico da Sadia S.A. calculado através do modelo *FCFF*

Equação 21 – Valor econômico da Sadia S.A.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(FCFF)_{ta}}{(1 + WACC)^{ta}} + \frac{(FCFF)_{tt}}{(1 + WACC)^{tt}} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1 + WACC)^n}$$

Onde:

$FCFF_{ta} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento acelerado

$FCFF_{tt} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento de transição

$FCFF_{n+1} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento estável e contínuo

WACC = Custo ponderado do capital

$WACC^n$ = Custo ponderado do capital em um estágio de crescimento estável e contínuo

g_n = Taxa de crescimento

#	Período	Receita Bruta	Deduções de Vendas	Receita Líquida	Custo das Vendas	Lucro Bruto	Despesas Oper.	EBITDA	Depr. e Amort.	EBIT
1	2009	12.922	-1.826	11.097	-9.118	1.979	-1.310	669	-427	242
2	2010	17.616	-2.489	15.127	-12.203	2.924	-1.341	1.583	-427	1.156
3	2011	22.091	-3.121	18.970	-15.512	3.458	-1.372	2.085	-382	1.703
4	2012	27.702	-3.914	23.788	-19.718	4.070	-1.405	2.666	-348	2.318
5	2013	34.738	-4.908	29.830	-25.064	4.766	-1.438	3.329	-320	3.008
6	2014	42.988	-6.073	36.915	-31.620	5.295	-1.473	3.822	-301	3.521
7	2015	53.198	-7.515	45.682	-39.891	5.791	-1.509	4.282	-381	3.901
8	2016	65.832	-9.300	56.532	-50.325	6.207	-1.547	4.660	-479	4.181
9	2017	81.467	-11.509	69.958	-62.733	7.225	-1.585	5.640	-582	5.058
10	2018	100.815	-14.243	86.573	-78.201	8.372	-1.624	6.748	-710	6.037

Quadro 10 – Demonstração do EBIT da Sadia (R\$ milhões)

Fonte: Elaborado pelo autor.

R\$ milhões, exceto percentuais

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
											(9+(10x11))					(13x14x16)	((6x12)+17)	(7/((1+18)^11))

#	Período	(=)	(-)	(+)	(-)	(=)	Custo do Patrimônio					Custo do Endividamento			WACC	FCFF
		EBIT	Despesas de capital	Deprec.	Δ Capital de giro	FCFF	Índice k próprio (1-ie)	Taxa Retorno Selic	Prêmio p/unid. Risco	Beta	Endividamento	Imposto	Custo do Endiv.	%	Valor Presente	

1.) Período Inicial/Crescimento Acelerado

1	2009	242	0	427	473	1.142	29,63%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	70,37%	12,99%	34,00%	66,00%	6,03%	11,17%	1.027
2	2010	1.156	-20	427	671	2.234	36,66%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	63,34%	12,99%	34,00%	66,00%	5,43%	11,78%	1.788
3	2011	1.703	-63	382	-168	1.854	36,66%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	63,34%	12,99%	34,00%	66,00%	5,43%	11,78%	1.328
4	2012	2.318	-100	348	-1.308	1.257	36,66%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	63,34%	12,99%	34,00%	66,00%	5,43%	11,78%	805
5	2013	3.008	-141	320	-2.797	391	36,66%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	63,34%	12,99%	34,00%	66,00%	5,43%	11,78%	224

2.) Período de Transição

6	2014	3.521	-1.034	301	-1.835	952	71,85%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	28,15%	12,99%	34,00%	66,00%	2,41%	14,86%	415
7	2015	3.901	-1.274	381	-2.144	865	71,85%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	28,15%	12,99%	34,00%	66,00%	2,41%	14,86%	328
8	2016	4.181	-1.423	479	-3.135	102	71,85%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	28,15%	12,99%	34,00%	66,00%	2,41%	14,86%	34
9	2017	5.058	-1.754	582	-3.681	205	71,85%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	28,15%	12,99%	34,00%	66,00%	2,41%	14,86%	59
10	2018	6.037	-2.109	710	-5.550	-911	71,85%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	28,15%	12,99%	34,00%	66,00%	2,41%	14,86%	-228

3.) Período de Crescimento Estável

11	Final	6.641	-2.320	782	-6.105	-1.002	71,85%	11,16%	5,18%	1,19	17,32%	28,15%	12,99%	34,00%	66,00%	2,41%	14,86%	-218
----	-------	-------	--------	-----	--------	--------	--------	--------	-------	------	--------	--------	--------	--------	--------	-------	--------	------

12	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período Inicial/Crescimento Elevado	10,00%
13	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Transição	10,00%
14	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Crescimento Estável	10,00%

15	Preço Final = [FCFF Período Estável / (WACC período Estável - Taxa de Crescimento)]	-20.623
16	VP do FCFF no Período Inicial/Crescimento Elevado	5.172
17	VP do FCFF no Período de Transição	607
18	VP do Valor Final da Empresa no fim da Transição	-5.160
19	Valor Econômico da Empresa = (ΣVP do FCFF + VP Valor Final)	619

Selic⁷ Prêmio⁸ Beta⁹

Quadro 11 - FCFF para três estágios da Sadia (antes da combinação de negócios)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na linha 19 do quadro 11, vê-se o valor econômico da empresa projetado para 10 anos. O valor de R\$ 619 milhões representa o valor econômico da empresa calculado pelo modelo de fluxo de caixa descontado considerando um período de cinco anos de crescimento acelerado após 31 de março de 2009, data da combinação de negócios, e, posteriormente, um período de transição de cinco anos, até se alcançar um estágio de crescimento a ser considerado como estável. O mesmo critério foi adotado para calcular os valores individuais da Perdigão e BRF, exceção feita ao índice de endividamento e taxas de crescimentos.

⁷ Taxa Selic de 11,16% a.a. obtida junto ao Banco Central do Brasil em consulta realizada em 3 de março de 2010.

⁸ Prêmio por unidade de risco de 5,18% conforme pesquisa realizada por Garrán (2006, p. 100).

⁹ Beta de 0,92 obtido junto a Economática em 3 de março de 2010.

3.4 O valor consolidado da Perdigão e Sadia S.A.

3.4.1 O valor do patrimônio contábil

Como referência para a análise, mostram-se aqui os valores contábeis consolidados de Perdigão e Sadia em 31 de março de 2009. O valor de R\$ 4.056 milhões representa a soma do patrimônio líquido contabilizado das duas empresas.

3.4.2 O valor de mercado

O valor de mercado consolidado de Perdigão e Sadia em 31 de março de 2009 era de R\$ 7.882 milhões, conforme o quadro 12. Esse valor representa a soma do valor de mercado das duas empresas, calculados individualmente através da cotação de suas ações no mercado de capitais na data de 31 de março de 2009.

Ações nominativas	501.595.660
Preço médio em mar/09	R\$ 15,71
Valor de Mercado	R\$ 7.881.981.142

Quadro 12 - Valor de mercado consolidado da Sadia e Perdigão

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.4.3 O valor econômico calculado através do modelo *FCFF*

Equação 22 – Valor econômico consolidado da Perdigão S.A. e Sadia S.A.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(FCFF)_{ta}}{(1 + WACC)^{ta}} + \frac{(FCFF)_{tt}}{(1 + WACC)^{tt}} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1 + WACC)^n}$$

Onde:

 $FCFF_{ta} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento acelerado $FCFF_{tt} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento de transição $FCFF_{n+1} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento estável e contínuo

WACC = Custo ponderado do capital

 $WACC^n$ = Custo ponderado do capital em um estágio de crescimento estável e contínuo g_n = Taxa de crescimento

#	Período	Receita Bruta	Deduções de Vendas	Receita Líquida	Custo das Vendas	Lucro Bruto	Despesas Oper.	EBITDA	Depr. e Amort.	EBIT
1	2009	26.651	-3.781	22.869	-18.235	4.634	-3.000	1.635	-887	747
2	2010	36.361	-5.159	31.202	-25.378	5.824	-3.060	2.764	-882	1.881
3	2011	45.597	-6.469	39.127	-32.463	6.665	-3.121	3.543	-794	2.749
4	2012	57.178	-8.112	49.066	-41.525	7.541	-3.184	4.357	-744	3.613
5	2013	71.701	-10.173	61.528	-53.117	8.411	-3.248	5.163	-716	4.447
6	2014	89.137	-12.647	76.490	-67.318	9.172	-3.328	5.844	-700	5.144
7	2015	110.815	-15.723	95.092	-85.463	9.629	-3.410	6.219	-798	5.422
8	2016	137.767	-19.547	118.220	-108.684	9.536	-3.494	6.042	-913	5.129
9	2017	171.278	-24.303	146.975	-138.217	8.758	-3.580	5.178	-1.018	4.160
10	2018	212.944	-30.215	182.729	-175.779	6.950	-3.668	3.282	-1.113	2.169

Quadro 13 – Demonstração do EBIT consolidado da Perdigão e Sadia (R\$ milhões)

Fonte: Elaborado pelo autor.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
											[9+(10x11)]					[13x14x16]	[(8x12)+17]	[7/((1+19)^1)]
#	Período	EBIT	Despesas	Δ Capital	FCFF	Custo do Patrimônio					Custo do Endividamento					WACC	FCFF	
		(1-t)	de capital			Deprec.	de giro	Índice k próprio (1-ie)	Taxa Retorno Selic	Prêmio p/unid. Risco	Beta	Custo	Índice ie	Custo	t	(1-t)	Custo do Endiv.	%
1.) Período Inicial/Crescimento Elevado																		
1	2009	747	-24	887	1.777	3.387	47,77%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	52,23%	10,21%	34,00%	66,00%	3,52%	11,46%	3.039
2	2010	1.881	-228	882	-999	1.536	68,66%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	31,34%	10,21%	34,00%	66,00%	2,11%	13,53%	1.192
3	2011	2.749	-388	794	-1.313	1.842	68,66%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	31,34%	10,21%	34,00%	66,00%	2,11%	13,53%	1.259
4	2012	3.613	-493	744	-1.700	2.163	68,66%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	31,34%	10,21%	34,00%	66,00%	2,11%	13,53%	1.302
5	2013	4.447	-558	716	-2.101	2.504	68,66%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	31,34%	10,21%	34,00%	66,00%	2,11%	13,53%	1.328
2.) Período de Transição																		
6	2014	5.144	-1.530	700	379	4.694	73,89%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	26,11%	10,21%	34,00%	66,00%	1,76%	14,04%	2.134
7	2015	5.422	-1.792	798	-1.001	3.426	73,89%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	26,11%	10,21%	34,00%	66,00%	1,76%	14,04%	1.366
8	2016	5.129	-1.865	913	-1.681	2.496	73,89%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	26,11%	10,21%	34,00%	66,00%	1,76%	14,04%	872
9	2017	4.160	-2.002	1.018	-1.085	2.091	73,89%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	26,11%	10,21%	34,00%	66,00%	1,76%	14,04%	641
10	2018	2.169	-2.109	1.113	-1.908	-735	73,89%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	26,11%	10,21%	34,00%	66,00%	1,76%	14,04%	-198
3.) Período de Crescimento Estável																		
11	Final	2.386	-2.320	1.224	-2.099	-809	63,44%	11,16%	5,18%	1,06	16,62%	36,56%	10,21%	34,00%	66,00%	2,46%	13,01%	-211
12	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período Inicial/Crescimento Elevado																	10,00%
13	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Transição																	10,00%
14	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Crescimento Estável																	10,00%
15	Preço Final = [FCFF Período Estável/(WACC período Estável - Taxa de Crescimento)]																	-26.876
16	Σ VP do FCFF no Período Inicial/Crescimento Acelerado																	8.120
17	Σ VP do FCFF no Período de Transição																	4.815
18	VP do Valor Final da Empresa no fim da Transição																	-7.223
19	Valor Econômico da Empresa = (ΣVP do FCFF + VP Valor Final)																	5.712

Selic¹⁰ Prêmio¹¹ Beta¹²

Quadro 14 - FCFF consolidado para três estágios da Perdigão e Sadia

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na linha 19 do quadro 14, veem-se os valores econômicos da Perdigão e Sadia somados. O valor de R\$ 5.712 milhões representa o valor econômico consolidado das duas empresas, calculado pelo modelo de fluxo de caixa descontado considerando um período de cinco anos de crescimento elevado após 31 de março de 2009, data da combinação de negócios, e, posteriormente, um período de transição de cinco anos, até se alcançar um estágio de crescimento a ser considerado como estável. O mesmo critério adotado para calcular os valores individuais da Perdigão, Sadia e BRF, exceção feita ao índice de endividamento e taxas de crescimentos que foram baseados nos índices aplicados ao cálculo do valor econômico da BRF.

¹⁰ Taxa Selic de 11,16% a.a. obtida junto ao Banco Central do Brasil em consulta realizada em 3 de março de 2010.

¹¹ Prêmio por unidade de risco de 5,18% conforme pesquisa realizada por Garrán (2006, p. 100).

¹² Beta de 0,92 obtido junto a Economatica em 3 de março de 2010.

3.5 O valor da BRF – Brasil Foods S.A.

3.5.1 O valor do patrimônio contábil

Conforme o PROSPECTO, página 147, o valor contábil da empresa em 31 de março de 2009 era de R\$ 11.633 milhões. Esse valor representa o patrimônio líquido da empresa na data de 31 de março de 2009, após a contabilização dos ajustes de consolidação das duas empresas.

3.5.2 O valor de mercado

O valor de mercado da empresa em 31 de março de 2009 era de R\$ 24.664 milhões conforme o quadro 15 e representa o valor das cotas da empresa com base no valor de R\$ 40,00; mesmo preço do valor de lançamento da oferta de 115.000.000 ações ocorrida em 21 de julho de 2009.

Ações nominativas	616.595.660
Preço médio em Mar/09	R\$ 40,00
Valor de Mercado	R\$ 24.663.826.400

Quadro 15 - Valor de mercado da BRF

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.5.3 O valor econômico calculado através do modelo *FCFF*

Equação 23 – Valor econômico da BRF – Brasil Foods S.A.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{(\text{FCFF})_{ta}}{(1 + \text{WACC})^{ta}} + \frac{(\text{FCFF})_{tt}}{(1 + \text{WACC})^{tt}} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Onde:

$FCFF_{ta} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento acelerado

$FCFF_{tt} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento de transição

$FCFF_{n+1} = FCFF$ esperado para o estágio de crescimento estável e contínuo

$WACC =$ Custo ponderado do capital

$WACC^n =$ Custo ponderado do capital em um estágio de crescimento estável e contínuo

$g_n =$ Taxa de crescimento

#	Período	Receita Bruta	Deduções de Vendas	Receita Líquida	Custo das Vendas	Lucro Bruto	Despesas Oper.	EBITDA	Depr. e Amort.	EBIT
1	2009	26.625	-3.778	22.848	-18.409	4.439	-3.000	1.439	-1.126	314
2	2010	35.978	-5.105	30.874	-25.350	5.524	-3.087	2.437	-1.126	1.311
3	2011	44.721	-6.345	38.376	-32.112	6.264	-3.176	3.088	-1.000	2.088
4	2012	55.588	-7.887	47.702	-40.677	7.025	-3.268	3.756	-914	2.843
5	2013	69.096	-9.803	59.293	-51.527	7.766	-3.363	4.403	-857	3.547
6	2014	83.227	-11.808	71.418	-63.594	7.825	-3.446	4.379	-824	3.555
7	2015	100.246	-14.223	86.024	-78.487	7.537	-3.531	4.006	-797	3.209
8	2016	120.747	-17.131	103.615	-96.868	6.747	-3.618	3.130	-766	2.364
9	2017	145.439	-20.635	124.805	-118.543	6.262	-3.707	2.555	-720	1.834
10	2018	175.182	-24.855	150.327	-145.067	5.260	-3.798	1.461	-669	792

Selic¹³ Prêmio¹⁴ Beta¹⁵

Quadro 16 – Demonstração do EBIT da BRF (R\$ milhões)

Fonte: Elaborado pelo autor.

¹³ Taxa Selic de 11,16% a.a. obtida junto ao Banco Central do Brasil em consulta realizada em 3 de março de 2010.

¹⁴ Prêmio por unidade de risco de 5,18% conforme pesquisa realizada por Garrán (2006, p. 100).

¹⁵ Beta de 0,92 obtido junto a Economatica em 3 de março de 2010.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
											(9+(10x11))					(13x14x16)	(18x12+17)	(7/(1+18)*11)
#	Período	EBIT (1-t)	Despesas de capital	Deprec.	Δ Capital de giro	FCFF	Custo do Patrimônio					Custo do Endividamento				WACC %	FCFF Valor Presente	
							Índice k próprio (1-ie)	Taxa Retorno Selic	Prêmio p/unid. Risco	Beta	Custo	Endividamento Índice	Imposto Custo	Custo do Endiv. t	(1-t)			
1.) Período Inicial/Crescimento Acelerado																		
1	2009	314	-24	1.126	-531	884	47,77%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	52,23%	3,20%	34,00%	66,00%	1,10%	8,71%	813
2	2010	1.311	-143	1.126	606	2.900	68,66%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	31,34%	3,20%	34,00%	66,00%	0,66%	11,60%	2.329
3	2011	2.088	-319	1.000	-263	2.506	68,66%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	31,34%	3,20%	34,00%	66,00%	0,66%	11,60%	1.803
4	2012	2.843	-467	914	-1.018	2.271	68,66%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	31,34%	3,20%	34,00%	66,00%	0,66%	11,60%	1.464
5	2013	3.547	-601	857	-1.641	2.161	68,66%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	31,34%	3,20%	34,00%	66,00%	0,66%	11,60%	1.249
2.) Período de Transição																		
6	2014	3.555	-610	824	-1.713	2.056	73,89%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	26,11%	3,20%	34,00%	66,00%	0,55%	12,32%	1.024
7	2015	3.209	-555	797	-1.667	1.783	73,89%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	26,11%	3,20%	34,00%	66,00%	0,55%	12,32%	791
8	2016	2.364	-410	766	-1.263	1.457	73,89%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	26,11%	3,20%	34,00%	66,00%	0,55%	12,32%	575
9	2017	1.834	-319	720	-1.004	1.231	73,89%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	26,11%	3,20%	34,00%	66,00%	0,55%	12,32%	433
10	2018	792	-137	669	-424	900	73,89%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	26,11%	3,20%	34,00%	66,00%	0,55%	12,32%	282
3.) Período de Crescimento Estável																		
11	Final	871	-151	736	-466	990	73,89%	11,16%	5,18%	0,92	15,93%	26,11%	3,20%	34,00%	66,00%	0,55%	12,32%	276
12	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período Inicial/Crescimento Acelerado																	10,00%
13	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Transição																	10,00%
14	Taxa de crescimento esperado em receitas e EBIT - Período de Crescimento Estável																	10,00%
15	Preço Final = [FCFF Período Estável/(WACC período Estável - Taxa de Crescimento)]																	42.715
16	Σ VP do FCFF no Período Inicial/Crescimento Acelerado																	7.658
17	Σ VP do FCFF no Período de Transição																	3.105
18	VP do Valor Final da Empresa no fim da Transição																	13.369
19	Valor Econômico da Empresa = (ΣVP do FCFF + VP Valor Final)																	24.132

Quadro 17 - FCFF para três estágios da BRF

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na linha 19 do quadro 17, vê-se o valor econômico da empresa projetado para 10 anos. O valor de R\$ 24.132 milhões representa o valor econômico da empresa calculado pelo modelo de fluxo de caixa descontado considerando um período de cinco anos de crescimento acelerado após 31 de março de 2009, data da combinação de negócios, e, posteriormente, um período de transição de cinco anos, até alcançarem um estágio de crescimento a ser considerado como estável com índice de endividamento e taxa de crescimento já ajustados ao novo perfil da empresa perante o mercado após a combinação de negócios.

3.6 Análise dos resultados

A partir desse ponto, o estudo concentrar-se-á na análise e comparação dos valores contábeis, do valor de mercado, e valor econômico calculado com base no fluxo de caixa descontado e suas variantes *FCFE* e *FCFF*, para as três empresas envolvidas na combinação de negócios objeto da análise.

3.6.1 Premissas usadas para a projeção do fluxo de caixa

No relatório gerencial apresentado como parte do PROSPECTO definitivo de oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de emissão da BRF Brasil Foods S.A. (Nova denominação da Perdigão S.A.), enviado à Bovespa no primeiro semestre de 2009, chamado a partir de agora simplesmente de PROSPECTO, os gestores da Perdigão e Sadia contemplaram somente os cenários econômicos, doméstico e internacional em que estavam inseridas as suas empresas.

No entanto, não fizeram referências específicas quanto à gestão de curto e longo prazo, concentrando-se somente nas decisões estratégicas e tendências de mercado.

Para a projeção do fluxo de caixa descontado das três empresas objeto da análise, esse estudo adotou como premissas gerais: a projeção de receitas baseada na variação de volume apresentada no PROSPECTO; dedução de vendas, incluindo impostos indiretos, na mesma relação apresentada no DRE anexado ao PROSPECTO; e redução percentual constante para os dez anos de projeção quanto ao custo de vendas e despesas operacionais, além de um impacto inflacionário de 4,5% anuais.

Conservadoramente, considerou-se, para os dez anos projetados, a mesma relação inicial entre o custo financeiro do DRE e o saldo de endividamento do balanço patrimonial anexos ao PROSPECTO, como projeção do custo da alavancagem financeira.

3.6.2 Os valores da Perdigão S.A.

Valor Contábil	(Conforme PL contábil em 31/03/2009 mostrado no quadro 5)	3.879
Valor de Mercado	(Considerando um preço médio em Mar/09 de R\$ 29,23 por ação ordinária conforme pg.91 do prospecto)	7.150
Valor Econômico	(Conforme Linha 19 do quadro 8)	6.554

O *EBIT* da Perdigão em março de 2009 era R\$ 506 milhões com um índice de endividamento de 49.6%, índice esse calculado com base nas demonstrações contábeis e financeiras do PROSPECTO.

Para a projeção do fluxo de caixa descontado da Perdigão, o estudo considerou uma taxa anual de crescimento de 10% para os primeiros cinco anos, denominados na análise de período de crescimento acelerado; 10,0% para os cinco anos seguintes, aqui denominados de período de transição; 10% para o décimo primeiro ano, considerado na análise como início do período de crescimento estável; e seguindo de maneira constante por um período de tempo indefinido.

Tendo como referência o valor do patrimônio líquido contábil de R\$ 3.879 milhões, apurou-se o valor de mercado da empresa multiplicando R\$ 29,23 o preço da ação cotada pela Bovespa à época da combinação dos negócios por 244.595.660 ações nominativas correspondentes ao capital totalmente integralizado, conforme página 50 do PROSPECTO, obtendo-se, assim, o valor de R\$ 7.150 milhões que será a referência do valor de mercado para a proposta do estudo.

A etapa seguinte consistiu em projetar o fluxo de caixa da empresa e trazê-lo a valor presente com base no custo médio ponderado do capital conforme os quadros 7 e 8.

As receitas foram estimadas com base nas taxas de crescimento previamente mencionadas e considerando uma dedução de 14% sobre as vendas, correspondente aos impostos indiretos com base no valor demonstrado no DRE anexo ao PROSPECTO.

Quanto à apuração do custo das vendas, adotou-se o critério de manter a relação com a receita bruta do DRE anexo ao PROSPECTO, obtendo-se, assim, a margem de contribuição, deduzindo-se então as despesas operacionais calculadas a partir da base do DRE e corrigindo-se anualmente esse valor através de uma inflação projetada de 4,5%.

A depreciação projetada foi calculada como sendo 4,6% das receitas, mesmo percentual apontado na análise vertical do DRE de referência.

Considerando o crescimento proposto, foi adotado na análise o critério de reverter para o capital de giro parte do caixa a ser gerado.

Considerou-se na projeção do fluxo de caixa a necessidade de reinvestimento e modernização do complexo produtivo. No entanto, o desembolso com bens de capital foi calculado de maneira gradual, à medida que se obteve fluxo de caixa positivo.

Como fundamento para a projeção dos impostos diretos, usou-se a taxa de 34% sobre o EBIT para os três fluxos de caixa. Não foram calculadas, portanto, possíveis adições ou exclusões ao EBIT que poderiam alterar a base de cálculo do imposto de renda e contribuição social. Assumiu-se como premissa, para efeito da projeção do fluxo de caixa futuro, o EBIT, quando positivo, como sendo o lucro tributável.

Então, com a base do fluxo de caixa e considerando um índice inicial de endividamento de 49.6% para o primeiro ano da fase de transição, índice esse obtido do balanço patrimonial anexado ao PROSPECTO, 39,7% para os quatro anos restantes desse mesmo período de transição e 37,4% a partir do sexto ano, apurou-se o custo do patrimônio usando-se como taxa de desconto a taxa SELIC anual de 11.16% publicada pelo Banco Central do Brasil em 31 de março de 2009¹⁶.

Como prêmio por unidade de risco, usou-se 5,18%, com base em pesquisa feita por Garrán (2006, p. 100) quando do seu trabalho sobre o fluxo de caixa descontado dentre 56 profissionais da área de avaliação de empresas.

Com base nesses indicadores e conforme demonstrado no quadro 8, obtém-se o valor de R\$ 6.554 milhões, como sendo esse o valor econômico para a proposta do estudo, correspondendo à somatória do valor presente do *FCFF* calculado para o período de crescimento elevado mais a somatória do valor presente do *FCFF* do período de transição, mais o valor presente do valor final da empresa ao fim do período de transição.

Com base no valor econômico calculado e considerando o mesmo número de ações à época da combinação de negócios que era de 244,6 milhões, obtém-se um preço por ação de R\$

¹⁶ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDIA>>. Acesso em: 4 mar. 2010.

26,80 (R\$ 6.554 milhões/244,6 milhões de ações) 8,3% inferior ao preço de mercado e 33,0% inferior ao preço de lançamento da ação da BRF que foi de R\$ 40,00.

3.6.3 Os valores da Sadia S.A.

Valor Contábil	(Conforme PL contábil em 31/03/2009 mostrado no quadro 5)	177
Valor de Mercado	(Considerando um preço médio em Mar/09 de R\$ 2,85 por ação preferencial conforme pg. 213 do prospecto)	732
Valor Econômico	(Conforme Linha 19 do quadro 11)	619

O *EBIT* da Sadia em março de 2009 era R\$ 242 milhões com um índice de endividamento de 70,4%, índice esse calculado com base nas demonstrações contábeis e financeiras do PROSPECTO.

Para a projeção do fluxo de caixa descontado da Sadia, o estudo considerou uma taxa anual de crescimento de 10% para os primeiros cinco anos, denominados na análise de período de crescimento acelerado; também para os cinco anos seguintes, aqui denominados de período de transição; assim como para o décimo primeiro ano, considerado na análise como início do período de crescimento estável; e seguindo de maneira constante por um período de tempo indefinido.

Tendo o valor do patrimônio líquido contábil de R\$ 177 milhões como referência, apurou-se o valor de mercado da empresa multiplicando R\$ 2,85, o preço da ação cotada pela Bovespa à época da combinação dos negócios - 10% aproximadamente o preço da Perdigão à mesma época, por 257.000.000 ações nominativas correspondentes ao capital totalmente integralizado, conforme página 217 do PROSPECTO, obtendo-se assim o valor de R\$ 732 milhões que será a referência do valor de mercado para a proposta do estudo.

A etapa seguinte consistiu em projetar o fluxo de caixa da empresa e trazê-lo a valor presente com base no custo médio ponderado do capital, conforme demonstrado nos quadros 10 e 11.

As receitas foram estimadas com base nas taxas de crescimento previamente mencionadas e considerando uma dedução variável sobre as vendas, correspondente aos impostos indiretos com base no valor demonstrado no DRE anexo ao PROSPECTO.

Quanto à apuração do custo das vendas, adotou-se o critério de manter a relação com a receita bruta do DRE anexo ao PROSPECTO, obtendo-se, assim, a margem de contribuição, deduzindo-se então as despesas operacionais calculadas a partir da base do DRE e corrigindo-se anualmente esse valor através de uma inflação projetada de 4,5%.

A depreciação projetada foi calculada com na base na média anual ocorrida em 2008 e mantida para os períodos seguintes a mesma proporção em relação à receita bruta.

A variação de capital de giro inicial era negativa. Considerando o crescimento proposto, foi adotado na análise o critério de reverter para o capital de giro parte do caixa a ser gerado na projeção, durante todos os dez anos da projeção.

O desembolso de capital foi calculado de maneira gradual e proporcional ao fluxo de caixa positivo por considerar a necessidade de se preservar o mínimo possível a capacidade operativa do complexo produtivo.

Como fundamento para a projeção dos impostos diretos, usou-se a taxa de 34% sobre o EBIT para os três fluxos de caixa. Não foram calculadas, portanto, possíveis adições ou exclusões ao EBIT que poderiam alterar a base de cálculo do imposto de renda e contribuição social. Assumiu-se como premissa, para efeito da projeção do fluxo de caixa futuro, o EBIT, quando positivo, como sendo o lucro tributável.

Então, com a base do fluxo de caixa e considerando um índice inicial de endividamento de 70,4% para o primeiro ano da fase de transição, índice esse obtido do balanço patrimonial anexado ao PROSPECTO, 63,3% para os quatro anos restantes desse mesmo período de transição e 28,2% a partir do sexto ano, apurou-se o custo do patrimônio usando-se como taxa de desconto a taxa SELIC anual de 11,16% publicada pelo Banco Central do Brasil em 31 de março de 2009¹⁷.

Como prêmio por unidade de risco, e a exemplo do utilizado nas outras empresas incluídas na análise, usou-se 5,18% com base em pesquisa feita por Garrán (2006, p. 100) quando do seu

¹⁷ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDIA>>. Acesso em: 4 mar. 2010.

trabalho sobre o fluxo de caixa descontado dentre 56 profissionais da área de avaliação de empresas.

Com base nesses indicadores e conforme demonstrado no quadro 11, obtém-se o valor de R\$ 619 milhões, como sendo esse o valor econômico para a proposta do estudo, correspondendo à somatória do valor presente do *FCFF* calculado para o período de crescimento elevado mais a somatória do valor presente do *FCFF* do período de transição, mais o valor presente do valor final da empresa ao fim do período de transição.

Com base no valor econômico calculado e considerando o mesmo número de ações à época da combinação de negócios que era de 257,0 milhões, obtém-se um preço por ação de R\$ 2,41 (R\$ 619 milhões/257 milhões de ações) 14,4% inferior ao preço de mercado em 31 de março de 2009 (R\$ 2,85 por ação) e 94,0% inferior ao preço de lançamento da ação da BRF que foi de R\$ 40,00.

3.6.4 Os valores da BRF – Brasil Foods S.A.

Valor Contábil	(Conforme PL contábil em 31/03/2009 mostrado no quadro 5)	11.633
Valor de Mercado	(Conforme quadro 15)	24.664
Valor Econômico	(Conforme linha 19 do quadro 17)	24.132

O *EBIT* da BRF em março de 2009, já com base nas demonstrações financeiras consolidadas após os lançamentos de ajustes relacionados à combinação dos negócios, era um valor negativo de R\$ 314 milhões com um índice de endividamento de 52%.

Para a projeção do fluxo de caixa descontado da BRF, o estudo considerou uma taxa anual de crescimento de 10% para os primeiros cinco anos, denominados na análise de período de crescimento acelerado; 10% para os cinco anos seguintes, aqui denominados de período de transição; 10% para o décimo primeiro ano, considerado na análise como início do período de crescimento estável; e seguindo de maneira constante por um período de tempo indefinido.

Tendo como o valor do patrimônio líquido contábil de R\$ 11.633 milhões como referência, apurou-se o valor de mercado da empresa multiplicando R\$ 40,00, o preço de lançamento da

oferta pública de ações ocorrida em julho de 2009, por 616.595.660 ações nominativas correspondentes ao capital totalmente integralizado da Perdigão e Sadia mais o lote de 115.000.000 de ações correspondente à oferta pública, conforme página 50 do PROSPECTO, obtendo-se assim o valor de R\$ 24.664 milhões que será a referência do valor de mercado da BRF para a proposta do estudo.

A etapa seguinte consistiu em projetar o fluxo de caixa da empresa e trazê-lo a valor presente com base no custo médio ponderado do capital, conforme os quadros 13 e 14.

As receitas foram estimadas com base nas taxas de crescimento previamente mencionadas. Considerou-se, então, 14,2% de deduções sobre as vendas, deduções essas, compostas basicamente pelos impostos indiretos com base no valor demonstrado no DRE anexo ao PROSPECTO.

Quanto à apuração do custo das vendas, adotou-se o critério de manter a relação com a receita bruta do DRE anexo ao PROSPECTO, obtendo-se, assim, a margem de contribuição, deduzindo-se então as despesas operacionais calculadas a partir da base do DRE e corrigindo-se anualmente esse valor através de uma inflação projetada de 4,5%.

A depreciação projetada foi calculada como sendo 2,4% das receitas, percentual apontado na análise vertical do DRE de referência.

Tanto a variação de capital de giro quanto o desembolso de capital foram calculados de acordo com a média apurada para a Perdigão e a Sadia, mantendo-se a proporção com a receita bruta estimada.

Como fundamento para a projeção dos impostos diretos, usou-se a taxa de 34% sobre o EBIT para os três fluxos de caixa. Não foram calculadas, portanto, possíveis adições ou exclusões ao EBIT que poderiam alterar a base de cálculo do imposto de renda e contribuição social. Assumiu-se como premissa, para efeito da projeção do fluxo de caixa futuro, o EBIT, quando positivo, como sendo o lucro tributável.

Então, com a base do fluxo de caixa e considerando um índice inicial de endividamento de 52,2% para o primeiro ano da fase de transição, índice esse obtido do balanço patrimonial

anexado ao PROSPECTO, 31,3% para os quatro anos restantes desse mesmo período de transição e, 26,1% a partir do sexto ano, apurou-se o custo do patrimônio usando-se como taxa de desconto a taxa SELIC anual de 11,16% publicada pelo Banco Central do Brasil em 31 de março de 2009¹⁸.

Como prêmio por unidade de risco, usou-se 5,18% com base em pesquisa feita por Garrán (2006, p. 100) quando do seu trabalho sobre o fluxo de caixa descontado dentre 56 profissionais da área de avaliação de empresas.

Com base nesses indicadores e conforme demonstrado no quadro 14, obtém-se o valor de R\$ 24.132 milhões, como sendo esse o valor econômico para a proposta do estudo, correspondendo à somatória do valor presente do *FCFF* calculado para o período de crescimento elevado mais a somatória do valor presente do *FCFF* do período de transição, mais o valor presente do valor final da empresa ao fim do período de transição.

Com base no valor econômico calculado e considerando o mesmo número de ações à época da combinação de negócios que era de 616,6 milhões, obtém-se um preço por ação de R\$ 39,10 (R\$24.132 milhões/616,6 milhões), apenas 2,2% menor que o preço original de mercado da ação e 11,5% inferior a R\$ 44,19, o preço de mercado em 26 de fevereiro de 2010, um ano após a combinação do negócio.

¹⁸ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDIA>>. Acesso em: 4 mar. 2010.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao final do estudo, chega-se a três cenários distintos: o primeiro, mostrando a continuidade da Perdigão S.A. e da Sadia S.A. operando nos mesmos segmentos econômicos, sujeitas aos fatores exógenos dos mesmos cenários econômicos e políticos, mas em situações financeiras distintas após um período de grande turbulência do mercado financeiro internacional, marcado pela declaração de insolvência do banco norte-americano *Lehman Brothers* na primeira quinzena de setembro de 2008 e com reflexos até o final do primeiro semestre de 2009.

A Sadia, em razão da estratégia adotada para suas posições financeiras, estratégia essa muito dependente da variação de moedas estrangeiras, principalmente o dólar norte-americano, tem a sua liquidez e a sua capacidade de investimentos, seriamente prejudicadas.

A gestão financeira da Perdigão se mostra mais apropriada à volatilidade do mercado e os meses de incertezas e especulações não afetam sua liquidez e seu programa de investimentos.

Considerando o seu valor econômico apurado através do método de avaliação do fluxo de caixa descontado, a Perdigão estaria obtendo um preço de R\$ 26,80 por ação, contra R\$ 29,23 do preço de mercado à época da associação e contra R\$ 14,08 do preço histórico da ação calculado conforme capital totalmente integralizado.

A Perdigão, portanto, ao decidir pela continuidade de suas atividades sem a associação com a Sadia, apesar de estar agregando valor à empresa se comparado o valor da ação com base no valor econômico projetado, não obteria para o acionista a mesma remuneração se comparada essa com o valor a mercado de sua ação.

Comparando-se, ainda, o preço da ação com base no valor econômico, esse preço representaria 67,0% do preço de R\$ 40,00 da oferta pública inicial da BRF.

A Sadia, por sua vez, ao continuar as atividades de maneira isolada, teria sua capacidade de gerar riquezas para o acionista, sensivelmente prejudicada. Considerando o seu valor econômico apurado através do método de avaliação do fluxo de caixa descontado, a Sadia

estaria obtendo um preço de R\$ 2,41 por ação, contra R\$ 2,85 do preço de mercado à época da associação, e contra R\$ 7,78 do preço histórico da ação calculado conforme capital totalmente integralizado.

Comparando-se, ainda, o preço da ação com base no valor econômico, esse preço representaria 6,0% do preço de R\$ 40,00 da oferta pública inicial da BRF.

O segundo cenário, mostrando a consolidação simples dos valores contábeis, econômico, e de mercado das duas empresas. Somados os patrimônios contábeis das duas empresas e considerando a soma de suas ações obter-se-ia um valor por ação de R\$ 8,09. Somados os seus valores econômicos, calculados através da mesma metodologia, o valor da ação seria de R\$ 11,39, ou seja, 40,8% maior do que o valor contábil. No entanto, 71,5% inferior ao valor de mercado ponderado do preço das ações das duas companhias.

O terceiro cenário, mostrando o resultado da sinergia da combinação dos dois negócios.

A BRF mostrou uma capacidade melhor de geração de riquezas para os acionistas do que a Perdigão e a Sadia operando separadamente e também que o valor consolidado das duas empresas.

Mostrou, também, que o *Goodwill* gerado pela nova empresa continua sendo remunerado pelo mercado. A cotação da ação da BRF em 26 de fevereiro de 2010 era de R\$ 44,19, 10,5% superior a R\$ 40,00, o preço da sua primeira oferta pública, percentual muito próximo da projeção de crescimento apurado para o estudo, que foi de 10,8%.

O estudo, com base nas variáveis conhecidas e analisadas, permite aceitar como válida a afirmação de que a combinação de negócios se apresentava à época como a melhor alternativa de continuidade, tanto para a Perdigão quanto para a Sadia.

Quanto à questão problema sobre o porquê da decisão do investidor se dispor a pagar pela ação da empresa um valor superior ao seu valor econômico, conclui-se que é possível aceitar que aspectos como o setor econômico, a longevidade da empresa, a participação significativa no mercado, o acesso ao mercado internacional, produtos com grande penetração e credibilidade perante o público consumidor e apelo das marcas, características evidentes da

Perdigão, da Sadia e mais acentuadamente da BRF podem ter exercido maior influência na determinação do valor de mercado de suas ações do que os seus indicadores de desempenho até o momento da combinação de negócios, ou, até mesmo do que o potencial de geração futura de riquezas da BRF, indicado no seu valor econômico.

Quanto à questão da razão e importância da avaliação e a razão da diferença entre o valor da empresa indicado pelo mercado de capitais à época do negócio e o seu valor econômico, conclui-se que assim como os indicadores de desempenho calculados com base nas demonstrações contábeis adequadas às suas características e propósitos, e delimitadas pelo período de apuração e pelos fatos geradores dos eventos contabilizados, o valor de mercado está sujeito a fatores subjetivos, sentimentos e movimentos especulativos que podem exercer significativa influência sobre os agentes do mercado de capitais no momento em que se determina o valor de mercado da ação de uma empresa.

Não obstante, não se pode prescindir do processo de avaliação, pois dentre outros aspectos, nele se evidencia a relação da gestão econômica com a gestão financeira. Para uma condução correta da aplicação de um modelo de avaliação com base em projeção de fluxo de caixa, é importante compreender a estrutura econômica da empresa avaliada através da análise da margem de contribuição dos produtos; administração dos processos produtivos; sistema de distribuição e controle; adequação dos custos fixos e da tecnologia aplicados ao volume processado; na busca da sustentabilidade, rentabilidade e continuidade da empresa.

De igual modo, é importante também compreender a gestão financeira, pois ela pode ser mais significativa na determinação da taxa de retorno a ser utilizada no cálculo do valor econômico do que a gestão econômica e estratégica. Pois, a gestão financeira pode exercer forte influência no custo do capital próprio através da administração do efeito do risco tomado e através da política de proteção (*hedge*) da exposição de ativos e posições comerciais, como também pode impactar o custo do capital obtido junto a terceiros, através da administração dos índices de endividamento e da escolha das linhas de financiamento e seu efeito na elevação ou diminuição do custo dos encargos financeiros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BEATGE, Jörg et al. German accounting principles: an institutionalized framework. **Accounting Horizons**. New York: American Accounting Association, n. 3, v. 9, p. 92-99, Sept. 1995.

BJERKSUND, P.; EKERN, S. Managing investment opportunities under price uncertainty: from "last chance to wait and see" strategies. **Financial management** (Autumn), v. 19. n. 3, p. 65-83, 1990.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart. C. **Principles of corporate finance**. 6th ed. New York: McGraw Hill/Irwin, 2000.

BRUNI, A.L.; FAMÁ, R.; GAMA, A.; FIRMINO, A.L.G. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. In: 3º. CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. São Paulo, 2003.

CHENN, Shimin; DODD, James L. Economic Value Added (EVA): an empirical examination of a new corporate performance measure. **Journal of managerial Issues**. Fall, n. 3, v. 9, 1997.

CHURCHILL JR, Gilbert A.; PETER, J. Paul. **Marketing**: criando valor para os clientes. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas**: Valuation. São Paulo: Makron Books, 2000.

CORNELL, B. **Corporate valuation**: tools for effective appraisal and decision making. Chicago: McGraw-Hill, 1993.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários (Brasil)

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

EHRBAR, AI. **EVA**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FAMÁ, R.; BRUNI, A.L. Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidência. **Revista de Administração USP**, Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, 1998.

FAMÁ, R.; LUCHESE, E. P. O impacto das decisões de investimentos das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. **Revista de Administração USP**, v. 42, n. 2, abr./maio/jun. 2007, São Paulo.

FAMÁ, R.; PEREZ, M.M., Métodos de Avaliação de empresas e o Balanço de determinação. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 4, p. 47-59, out./dez. 2003.

FASB - Financial Accounting Standards Board (EUA).

FERNANDEZ, P. **Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation**. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=296945>>. Acesso em: 1 mar. 2010.

FOLHA ONLINE. Disponível em:

<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u617759.shtml>>. Acesso em: 31 maio 2010.

GARRÁN, Felipe T. **Metodologia em curso no Brasil para a determinação do custo de capital próprio para avaliação de ativos por fluxo de caixa descontado**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

GIL, A. Carlos. Estudo de Caso. São Paulo: Atlas, 2009

GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2002.

HENDRIKSEN, Eldon S., VAN BREDA, Michael F. **Accounting Theory**. Chicago: Irwin, 1999a.

HENDRIKSEN, Eldon S; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. 5.ed. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999b.

HESSEN, Johannes. **Filosofia dos valores**. 5. ed. Coimbra: Armédio Amado, 1980.

IASB - International Accounting Standards Board (Europa).

IBRACON - Instituto Brasileiro de Contadores (Brasil).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONERS, Europa.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; Martins, Eliseu; Gelbcke, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JOHNSON, H. Thomas; KAPLAN, Robert S. **A relevância da contabilidade de custos**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

KASSAI, José R.; KASAI, S.; SANTOS, A. **Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. São Paulo: Atlas, 1999.

MCCARTHY, E. Jerome. **Essentials of Marketing**. Homewood, revised edition. Illinois: Richard D. Irwin, 1982.

MARTERLANC, Roy. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice-Hall, 2005.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2006.

_____. Avaliando a empresa (I). **IOB**, São Paulo, Boletim 10/98, 1998. Temática Contábil, p. 1-6.

_____. Os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos. **IOB**, São Paulo, Boletim 44/96, 1996. Temática Contábil, p. 426-443.

_____. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1972.

MILONE, Mario Cesar de Mattos. **Cálculo do valor de ativos intangíveis: uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidades, Universidade de São Paulo, 2004.

NASCIMENTO, Auster Moreira. **Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1998..

PASIN, Rodrigo M. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

PRATT, Shannon P. **Cost of capital**: estimation and applications. New York: John Wiley & sons, 2002.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista**. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSSETTI, José P. **Introdução à economia**. 18. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

SECURATO, José R. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas, 1996.

SELIC. **Taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia**. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDIA>>. Acesso em: 4 mar. 2010.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, 1964.

SIEGEL, Joel G.; SHIM, Jae K. **Dictionary of accounting terms**. Barron's Business Guide. Hauppauge, New York: Barron's Educational Series, 1987.

STEWART III, G. B. **Em busca do valor**: o guia de EVA para estrategistas. Porto Alegre: Bookman, 2005.

STEWART; Thomas A. **Intellectual capital**: the new wealth of organizations. New York: Currency Doubleday, 1997.

SVEIBY, K.E. The new organizacional wealth: managing and measuring knowledge-based assets. San Francisco: berrent-Koehler, 1997.

SZUSTER, Natan. **Análise do lucro possível de distribuição: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa**. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1985.

VAN HORNE, James. **Financial management and policy**. 11.ed. New Jersey: Prentice Hall, 1997.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Managerial finance**. Illinois: Dryden, 2000.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso**: planejamento e métodos. E. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

Obras Consultadas

AMORIM, Ana Luisa G. C. **Um estudo da relação da relação entre macro direcionadores de valores e o preço da ação no mercado de capitais brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) – Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.

BRAUN, James C. (Brigham Young University); RYAN, Patrícia A. (Colorado State University); DeGRAW, Irv (Washington College). Initial Public Offerings: CFO Perceptions. **The Financial Review**, 2007.

CUPERTINO, César M. **Fluxo de caixa, lucro contábil e dividendos: comparação de diferentes enfoques na avaliação de empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2005.

FABRIS, Ildo. **A relevância dos registros contábeis no processo de avaliação de empresas para a venda: O caso da Sadia S/A**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2005.

GASB - Governmental Accounting Standards Board (EUA)

KURONUMA, Alexandre M. **Estudo da análise de preços de negociação de empresas comprovativamente a avaliação de empresas por opções reais - Estudo de caso de empresas do setor de telecomunicações**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, PUC-SP, São Paulo, 2006.

LAOPODIS, Nikiforos T. (Fairfield University). Dynamic interations among the stock market, federal funds rate, inflation, and economic activity. **The Financial Review**, 2007.

LUCCHESI, Eduardo P. **A reação do mercado de capitais brasileiro às decisões de investimento das empresas: um estudo empírico de evento**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, PUC-SP, São Paulo, 2005.

_____. O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. **Revista de administração da faculdade de economia, administração e contabilidade da Universidade de São Paulo**, São Paulo, 2007.

MARION, José Carlos. **Reflexões sobre o Ativo Intangível**. Disponível em: < <http://www.marion.pro.br>>. Acesso em: 15 set. 2009.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **Journal of Finance**, 1952.

MARTINS, Eliseu. **Capital Intelectual**: verdades e mitos. **Revista Contabilidade & Finanças** - USP, São Paulo n. 29, maio/ago. 2002.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, 1958.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value**: the new standard for business performance. New York: The free press, 2005.

SEC - Securities and Exchange Commission (EUA)

Site consultado

Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/rex/ied/port/ingressos/htms/index3.asp?ipai=invedir>>. Acesso em: 26 mar. 2010.

ANEXO A – Índices e fatores usados na projeção das demonstrações financeiras

a.) **Perdigão S.A.**

<u>Índice de Crescimento:</u>	
Ano 1 ao 5 - Crescimento Acelerado	10,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	10,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	10,00%
<u>Índice de Investimento:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	20,00%
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	50,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	50,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	50,00%
<u>Fator de Redução de custo e despesas:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,99
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,99
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,99
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,99
<u>Fator de Redução da dívida:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,90
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,80
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,70
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,70

b.) **Sadia S.A.**

<u>Índice de Crescimento:</u>	
Ano 1 ao 5 - Crescimento Acelerado	10,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	10,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	10,00%
<u>Índice de Investimento:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	5,00%
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	10,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	60,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	60,00%
<u>Fator de Redução de custo e despesas:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,99
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,98
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,99
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,99
<u>Fator de Redução da dívida:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,90
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,90
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,40
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,40

c.) Consolidado - Perdigão S.A. e Sadia S.A.

<u>Índice de Crescimento:</u>	
Ano 1 ao 5 - Crescimento Acelerado	10,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	10,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	10,00%
<u>Índice de Investimento:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	30,00%
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	50,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	30,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	30,00%
<u>Fator de Redução de custo e despesas:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,99
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,98
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,99
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,99
<u>Fator de Redução da dívida:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,80
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,60
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,50
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,50

d.) BRF

<u>Índice de Crescimento:</u>	
Ano 1 ao 5 - Crescimento Acelerado	10,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	10,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	10,00%
<u>Índice de Investimento:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	30,00%
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	50,00%
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	30,00%
Ano 11 - Crescimento Contínuo	30,00%
<u>Fator de Redução de custo e despesas:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,99
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,99
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,99
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,99
<u>Fator de Redução da dívida:</u>	
Ano 1 (2009) - Crescimento Inicial	0,80
Ano 2 ao 5 - Crescimento de Acelerado	0,60
Ano 6 ao 10 - Crescimento Estável	0,50
Ano 11 - Crescimento Contínuo	0,50

ANEXO B – Demonstrações Financeiras Projetadas

a.) Perdigão S.A.

Demonstrações Financeiras Projetadas		Dez 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
Volume/Índices	Inflação %	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
	Juros (Selic)	11,2%	9,0%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
	IR/CSLL	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
	Fator de Red. custo e despesas	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
	Fator de Redução da dívida	0,90	0,80	0,80	0,80	0,80	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
	Índice de investimento (% s/Res.Liq)	20,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
	Aumento de volume %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
	Volume	3.669	4.036	4.440	4.884	5.372	5.909	6.500	7.150	7.865	8.652	9.516
	Aumento de preço %	6,1%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
	Preço médio R\$	4,3	4,6	5,3	6,0	6,9	7,8	8,9	10,1	11,4	13,0	14,6
	Depreciação (% s/imobilizado)	1,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Receita operacional bruta	R\$ milhões	13.728	18.745	23.506	29.477	36.964	46.149	57.617	71.935	89.811	112.129	140.129
Deduções de vendas		-1.956	-2.670	-3.348	-4.199	-5.265	-6.574	-8.207	-10.247	-12.793	-15.972	-19.972
Receita operacional líquida		11.773	16.075	20.158	25.278	31.699	39.575	49.410	61.688	77.017	96.156	120.156
Custos das vendas		-9.117	-12.841	-16.610	-21.485	-27.791	-35.373	-45.098	-57.596	-73.556	-93.939	-119.939
Lucro bruto		2.656	3.234	3.548	3.792	3.907	4.203	4.311	4.092	3.461	2.217	1.217
Despesas operacionais		-1.690	-1.743	-1.798	-1.854	-1.913	-1.960	-2.008	-2.058	-2.109	-2.161	-2.213
Depreciação		-465	-458	-414	-399	-398	-401	-417	-435	-436	-403	-347
Lucro (prejuízo) operacional antes das financeiras		501	1.032	1.336	1.539	1.596	1.842	1.886	1.600	917	-347	-130
Despesas financeiras líquidas		-503	-325	-226	-197	-172	-150	-115	-89	-69	-53	-33
Resultado antes de impostos e participação nos lucros		-1	707	1.110	1.342	1.424	1.692	1.770	1.510	848	-400	-163
Imposto de renda e contribuição social		-178	-241	-377	-456	-484	-575	-602	-514	-288	0	0
Participação dos empregados nos lucros		-5	-18	-28	-34	-36	-42	-44	-38	-21	0	0
Participação dos acionistas não controladores		-10	-35	-55	-67	-71	-85	-89	-76	-42	0	0
Prejuízo do período		-195	414	649	785	833	990	1.036	884	496	-400	-163
ATIVO												
Ativo circulante												
	Disponibilidades	1.976	184	479	823	1.270	1.783	2.209	2.782	3.378	3.846	3.903
	Contas a receber de clientes, líquidas	1.378	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315
	Estoques	1.689	1.604	1.604	1.604	1.604	1.604	1.604	1.604	1.604	1.604	1.604
	Outros ativos circulantes	942	937	937	937	937	937	937	937	937	937	937
	Total do ativo circulante	5.985	4.039	4.335	4.679	5.126	5.639	6.065	6.638	7.234	7.702	7.758
Ativo não circulante												
	Aplicações financeiras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Outros ativos de longo prazo	597	625	625	625	625	625	625	625	625	625	625
	Investimentos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Imobilizado	2.919	2.618	2.367	2.277	2.271	2.290	2.384	2.484	2.491	2.303	1.900
	Intangível	1.546	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545
	Diferido	172	164	164	164	164	164	164	164	164	164	164
	Total do ativo não circulante	5.234	4.953	4.701	4.611	4.605	4.624	4.719	4.819	4.826	4.638	4.234
	Total do ativo	11.220	8.992	9.036	9.290	9.731	10.263	10.784	11.457	12.060	12.340	11.993
PASSIVO												
Passivo circulante												
	Empréstimos e financiamentos	1.646	1.159	1.036	904	789	689	532	411	317	245	263
	Fornecedores	1.083	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018
	Outros passivos circulantes	351	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
	Total do passivo circulante	3.081	2.477	2.354	2.222	2.107	2.007	1.850	1.729	1.636	1.563	1.581
Passivo não circulante												
	Empréstimos e financiamentos	3.720	2.314	2.068	1.805	1.575	1.375	1.062	820	634	490	525
	Outros passivos de longo prazo	308	289	289	289	289	289	289	289	289	289	289
	Total do passivo não circulante	4.027	2.604	2.357	2.094	1.865	1.664	1.351	1.110	923	779	814
	Participação de acionistas não controladores	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Patrimônio líquido												
	Capital integralizado	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445	3.445
	Reservas	705	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
	Lucros acumulados	0	-210	204	853	1.638	2.471	3.461	4.497	5.381	5.877	5.477
	Ajuste de avaliação patrimonial	-38	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44
	Ações em tesouraria	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
	Total do Patrimônio Líquido	4.111	3.910	4.324	4.973	5.758	6.592	7.582	8.617	9.501	9.997	9.597
	Total do passivo	11.220	8.992	9.036	9.290	9.731	10.263	10.784	11.457	12.060	12.340	11.993
Despesas de Capital		24	207	325	393	417	495	518	442	248	0	0
Depreciação		-465	-458	-414	-399	-398	-401	-417	-435	-436	-403	-347
Δ Capital de Giro		-1.342	419	476	562	614	583	693	690	540	39	39
Imobilizado	Saldo inicial	2.919	2.618	2.367	2.277	2.271	2.290	2.384	2.484	2.491	2.303	1.900
	Aquisições	163	207	325	393	417	495	518	442	248	0	0
	Depreciação	-463	-458	-414	-399	-398	-401	-417	-435	-436	-403	-347
	Saldo final	2.919	2.618	2.367	2.277	2.271	2.290	2.384	2.484	2.491	2.303	1.900
Empréstimos e Financiamentos	Saldo inicial	5.366	3.474	3.104	2.709	2.365	2.064	1.594	1.231	951	735	735
	Novos empréstimos/(Pgto empr.)	-2.395	-695	-621	-542	-473	-619	-478	-369	-285	0	0
	Juros	503	325	226	197	172	150	115	89	69	53	53
	Saldo final	5.366	3.474	3.104	2.709	2.365	2.064	1.594	1.231	951	735	788

b.) Sadia S.A.

Demonstrações Financeiras Projetadas		Dez 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
Volume/Índices	Inflação %	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
	Juros (Selic)	11,2%	9,0%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
	IR/CSLL	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
	Fator de Redução de custo e despesas	0,99	0,98	0,98	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
	Fator de Redução da dívida	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
	Índice de investimento (% s/Res.Liq)	5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
	Aumento de volume %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
	Volume	2.186	2.405	2.645	2.910	3.201	3.521	3.873	4.260	4.686	5.154	
	Aumento de preço %	6,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
	Preço médio R\$	6,8	7,3	8,4	9,5	10,9	12,2	13,7	15,5	17,4	19,6	
	Depreciação (% s/Imobilizado)	0,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Receita operacional bruta	R\$ milhões	12.922	17.616	22.091	27.702	34.738	42.988	53.198	65.832	81.467	100.815	
Deduções de vendas		-1.826	-2.489	-3.121	-3.914	-4.908	-6.073	-7.515	-9.300	-11.509	-14.243	
Receita operacional líquida		11.097	15.127	18.970	23.788	29.830	36.915	45.682	56.532	69.958	86.573	
Custos das vendas		-9.118	-12.203	-15.512	-19.718	-25.064	-31.620	-39.891	-50.325	-62.733	-78.201	
Lucro bruto		1.979	2.924	3.458	4.070	4.766	5.295	5.791	6.207	7.225	8.372	
Despesas operacionais:		-1.310	-1.341	-1.372	-1.405	-1.438	-1.473	-1.509	-1.547	-1.585	-1.624	
Depreciação		-424	-424	-380	-345	-318	-299	-380	-478	-582	-710	
Lucro (prejuízo) operacional antes das financeiras		244	1.159	1.705	2.320	3.010	3.523	3.902	4.182	5.058	6.038	
Despesas financeiras líquidas		-924	-812	-627	-610	-594	-575	-271	-128	-61	-29	
Prejuízo antes de impostos e participação nos lucros		-679	347	1.078	1.710	2.417	2.948	3.631	4.054	4.998	6.009	
Imposto de renda e contribuição social		75	-118	-367	-581	-822	-1.002	-1.234	-1.378	-1.699	-2.043	
Participação dos empregados nos lucros		-0	-9	-27	-43	-60	-74	-91	-101	-125	-150	
Participação dos acionistas não controladores		5	-17	-54	-86	-121	-147	-182	-203	-250	-300	
Prejuízo do período		<u>-600</u>	<u>203</u>	<u>631</u>	<u>1.000</u>	<u>1.414</u>	<u>1.725</u>	<u>2.124</u>	<u>2.372</u>	<u>2.924</u>	<u>3.515</u>	
ATIVO												
Ativo circulante												
	Disponibilidades	3.509	3.035	3.586	4.300	5.317	6.686	3.491	2.743	3.236	3.546	5.304
	Contas a receber de clientes, líquidas	791	559	559	559	559	559	559	559	559	559	559
	Estoques	1.851	1.721	1.721	1.721	1.721	1.721	1.721	1.721	1.721	1.721	1.721
	Outros ativos circulantes	1.486	832	832	832	832	832	832	832	832	832	832
Total do ativo circulante		7.637	6.147	6.698	7.411	8.429	9.798	6.603	5.855	6.348	6.657	8.415
Ativo não circulante												
	Aplicações financeiras	270	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Outros ativos de longo prazo	1.270	1.411	1.411	1.411	1.411	1.411	1.411	1.411	1.411	2.411	2.561
	Investimentos	15	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Imobilizado	4.200	3.867	3.463	3.146	2.901	2.724	3.460	4.354	5.299	6.472	7.871
	Intangível	138	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
	Diferido	129	121	121	121	121	121	121	121	121	121	121
Total do ativo não circulante		6.022	5.534	5.130	4.813	4.568	4.391	5.127	6.022	6.967	9.140	10.688
Total do ativo		13.659	11.681	11.828	12.225	12.997	14.189	11.730	11.877	13.315	15.797	19.104
PASSIVO												
Passivo circulante												
	Empréstimos e financiamentos	4.164	4.626	4.597	4.472	4.350	4.232	1.999	945	446	211	100
	Fornecedores	919	877	877	877	877	877	877	877	877	877	877
	Outros passivos circulantes	3.335	1.861	1.861	1.861	1.861	1.861	1.861	1.861	1.861	1.861	1.861
Total do passivo circulante		8.418	7.364	7.334	7.209	7.088	6.969	4.737	3.682	3.184	2.949	2.837
Passivo não circulante												
	Empréstimos e financiamentos	4.385	4.045	4.019	3.909	3.803	3.700	1.748	826	390	184	87
	Outros passivos de longo prazo	391	405	405	405	405	405	405	405	405	405	405
Total do passivo não circulante		4.776	4.450	4.424	4.315	4.208	4.105	2.153	1.231	796	590	492
Participação de acionistas não controladores		54,0	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6	50,6
Patrimônio líquido												
	Capital integralizado	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
	Reservas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Lucros acumulados	-1.525	-2.126	-1.922	-1.292	-291	1.123	2.847	4.972	7.343	10.267	13.782
	Ajuste de avaliação patrimonial	33	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
	Ações em tesouraria	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97
Total do Patrimônio Líquido		411	-184	19	650	1.650	3.064	4.789	6.913	9.285	12.208	15.723
Total do passivo		13.659	11.681	11.828	12.225	12.997	14.189	11.730	11.877	13.315	15.797	19.104
Despesas de Capital		0	20	63	100	141	1.035	1.274	1.423	1.754	2.109	
Depreciação		-424	-424	-380	-345	-318	-299	-380	-478	-582	-710	
Δ Capital de Giro		-437	-636	202	1.341	2.829	1.866	2.173	3.164	3.709	5.578	
Imobilizado	Saldo inicial	4.200	3.867	3.463	3.146	2.901	2.724	3.460	4.354	5.299	6.472	
	Aquisições	91	20	63	100	141	1.035	1.274	1.423	1.754	2.109	
	Depreciação	-424	-424	-380	-345	-318	-299	-380	-478	-582	-710	
	Saldo final	4.200	3.867	3.463	3.146	2.901	2.724	3.460	4.354	5.299	6.472	7.871
Empréstimos e Financ.	Saldo inicial	7.465	8.671	8.615	8.381	8.153	7.931	3.747	1.770	836	395	
	Novos empréstimos/(Pgto empr.)	282	-867	-862	-838	-815	-4.759	-2.248	-1.062	-502	-237	
	Juros	924	812	627	610	594	575	271	128	61	29	
	Saldo final	7.465	8.671	8.615	8.381	8.153	7.931	3.747	1.770	836	395	187

c.) Consolidadas – Perdigão S.A. e Sadia S.A.

Demonstrações Financeiras Projetadas		Dez 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
		Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	
Volume/Índices	Inflação %		4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	
	Juros (Selic)		11,2%	9,0%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	
	IR/CSLL		34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
	Fator de Redução de custo e despesas		0,99	0,98	0,98	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	
	Fator de Redução da dívida		0,80	0,60	0,60	0,60	0,60	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	
	Índice de investimento (% s/Res.Liq)		30,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
	Aumento de volume %		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
	Volume		2.186	2.405	2.645	2.910	3.201	3.521	3.873	4.260	4.686	5.154	
	Aumento de preço %		6,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
	Preço médio R\$		14,0	15,1	17,2	19,6	22,4	25,4	28,8	32,7	37,1	42,1	
	Depreciação (% s/Imobilizado)		1,1%	13,7%	13,6%	13,6%	13,7%	13,9%	14,0%	13,6%	13,4%	13,1%	
Receita operacional bruta	R\$ milhões		26.651	36.361	45.597	57.178	71.701	89.137	110.815	137.767	171.278	212.944	
Deduções de vendas			-3.781	-5.159	-6.469	-8.112	-10.173	-12.647	-15.723	-19.547	-24.303	-30.215	
Receita operacional líquida			22.869	31.202	39.127	49.066	61.528	76.490	95.092	118.220	146.975	182.729	
Custos das vendas			-18.235	-25.378	-32.463	-41.525	-53.117	-67.318	-85.463	-108.684	-138.217	-175.779	
Lucro bruto			4.634	5.824	6.665	7.541	8.411	9.172	9.629	9.536	8.758	6.950	
Despesas operacionais:			-3.000	-3.060	-3.121	-3.184	-3.248	-3.328	-3.410	-3.494	-3.580	-3.668	
Depreciação			-889	-883	-794	-744	-716	-700	-797	-913	-1.018	-1.113	
Lucro (prejuízo) operacional antes das financeiras			745	1.881	2.749	3.613	4.448	5.144	5.422	5.129	4.160	2.168	
Despesas financeiras líquidas			-1.426	-1.137	-853	-807	-766	-724	-387	-217	-130	-82	
Prejuízo antes de impostos e participação nos lucros			-681	744	1.896	2.805	3.682	4.420	5.035	4.912	4.031	2.087	
Imposto de renda e contribuição social			-103	-359	-744	-1.038	-1.306	-1.578	-1.836	-1.892	-1.987	-2.043	
Participação dos empregados nos lucros			-6	-26	-55	-76	-96	-116	-135	-139	-146	-150	
Participação dos acionistas não controladores			-6	-53	-109	-153	-192	-232	-270	-278	-292	-300	
Prejuízo do período			-795	307	988	1.539	2.088	2.494	2.794	2.602	1.605	-407	
ATIVO													
Ativo circulante													
	Disponibilidades		5.485	3.218	4.066	5.123	6.587	8.470	5.700	5.525	6.614	7.392	9.206
	Contas a receber de clientes, líquidas		2.169	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	
	Estoques		3.540	3.325	3.325	3.325	3.325	3.325	3.325	3.325	3.325	3.325	
	Outros ativos circulantes		2.429	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	
Total do ativo circulante			13.622	10.186	11.033	12.091	13.555	15.437	12.668	12.493	13.582	14.359	16.174
Ativo não circulante													
	Aplicações financeiras		271	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Outros ativos de longo prazo		1.866	2.036	2.036	2.036	2.036	2.036	2.036	2.036	3.036	3.186	
	Investimentos		16	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
	Imobilizado		7.118	6.485	5.829	5.423	5.171	5.014	5.844	6.839	7.791	8.775	9.771
	Intangível		1.684	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	1.680	
	Diferido		301	284	284	284	284	284	284	284	284	284	
Total do ativo não circulante			11.256	10.487	9.831	9.424	9.173	9.015	9.846	10.841	11.793	13.777	14.923
Total do ativo			24.879	20.672	20.864	21.515	22.728	24.453	22.514	23.334	25.375	28.137	31.097
PASSIVO													
Passivo circulante													
	Empréstimos e financiamentos		5.811	5.785	5.633	5.376	5.139	4.920	2.531	1.355	764	456	363
	Fornecedores		2.002	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	
	Outros passivos circulantes		3.686	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161	2.161	
Total do passivo circulante			11.499	9.841	9.688	9.432	9.195	8.976	6.587	5.411	4.820	4.512	4.418
Passivo não circulante													
	Empréstimos e financiamentos		8.104	6.359	6.087	5.714	5.378	5.075	2.810	1.646	1.024	674	612
	Outros passivos de longo prazo		699	695	695	695	695	695	695	695	695	695	
Total do passivo não circulante			8.803	7.053	6.781	6.409	6.073	5.769	3.505	2.341	1.718	1.368	1.307
Participação de acionistas não controladores			54,7	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	
Patrimônio líquido													
	Capital integralizado		5.445	5.445	5.445	5.445	5.445	5.445	5.445	5.445	5.445	5.445	
	Reservas		705	720	720	720	720	720	720	720	720	720	
	Lucros acumulados		-1.525	-2.335	-1.718	-439	1.347	3.594	6.309	9.468	12.724	16.143	19.258
	Ajuste de avaliação aprimonia		-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	
	Ações em tesouraria		-98	-98	-98	-98	-98	-98	-98	-98	-98	-98	
Total do Patrimônio Líquido			4.522	3.726	4.343	5.623	7.409	9.656	12.371	15.530	18.785	22.205	25.320
Total do passivo			24.879	20.672	20.864	21.515	22.728	24.453	22.514	23.334	25.375	28.137	31.097
Despesas de Capital			24	227	388	493	558	1.530	1.792	1.865	2.002	2.109	
Depreciação			-889	-883	-794	-744	-716	-700	-797	-913	-1.018	-1.113	
Δ Capital de Giro			-1.779	1.000	1.314	1.701	2.101	-380	1.001	1.681	1.085	1.908	
Imobilizado	Saldo inicial		7.115	6.481	5.826	5.419	5.168	5.010	5.840	6.835	7.787	8.772	
	Aquisições		254	227	388	493	558	1.530	1.792	1.865	2.002	2.109	
	Depreciação		-888	-883	-794	-744	-716	-700	-797	-913	-1.018	-1.113	
	Saldo final		7.115	6.481	5.826	5.419	5.168	5.010	5.840	6.835	7.787	8.772	
Empréstimos e Financ.	Saldo inicial		12.831	12.144	11.719	11.090	10.518	9.995	5.341	3.002	1.788	1.130	
	Novos empréstimos/(Pgto empr.)		-2.113	-1.562	-1.482	-1.380	-1.288	-5.378	-2.727	-1.432	-787	-237	
	Juros		1.426	1.137	853	807	766	724	387	217	130	82	
	Saldo final		12.831	12.144	11.719	11.090	10.518	9.995	5.341	3.002	1.788	1.130	

d.) BRF

Demonstrações Financeiras Projetadas		Dez 08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
Volume/Índices	Inflação %	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
	Juros (Selic)	11,2%	9,0%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
	IR/CSLL	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
	Fator de Redução de custo e despesas	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
	Fator de Redução da dívida	0,80	0,60	0,60	0,60	0,60	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
	Índice de investimento (% s/Res.Liq)		30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
	Aumento de volume %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
	Volume	2.186	2.405	2.645	2.910	3.201	3.521	3.873	4.260	4.686	5.154	
	Aumento de preço %	6,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
	Preço médio R\$	14,0	15,0	16,9	19,1	21,6	23,6	25,9	28,3	31,0	34,0	
	Depreciação (% s/imobilizado)	1,1%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Receita operacional bruta	R\$ milhões	26.625	35.978	44.721	55.588	69.096	83.227	100.246	120.747	145.439	175.182	
Deduções de vendas		-3.778	-5.105	-6.345	-7.887	-9.803	-11.808	-14.223	-17.131	-20.635	-24.855	
Receita operacional líquida		22.848	30.874	38.376	47.702	59.293	71.418	86.024	103.615	124.805	150.327	
Custos das vendas		-18.409	-25.350	-32.112	-40.677	-51.527	-63.594	-78.487	-96.868	-118.543	-145.067	
Lucro bruto		4.439	5.524	6.264	7.025	7.766	8.825	7.537	6.747	6.262	5.260	
Despesas operacionais:		-3.000	-3.087	-3.176	-3.268	-3.363	-3.446	-3.531	-3.618	-3.707	-3.798	
Depreciação		-1.126	-1.126	-1.000	-914	-857	-824	-797	-766	-720	-669	
Lucro (prejuízo) operacional antes das financeiras		314	1.311	2.088	2.843	3.547	3.555	3.209	2.364	1.834	792	
Despesas financeiras líquidas		-1.042	-497	-268	-180	-121	-81	-47	-27	-15	-9	
Prejuízo antes de impostos e participação nos lucros		-729	814	1.820	2.662	3.425	3.473	3.163	2.337	1.819	783	
Imposto de renda e contribuição social		-60	-277	-619	-905	-1.165	-1.181	-1.075	-795	-619	-266	
Participação dos empregados nos lucros		-4	-20	-45	-67	-86	-87	-79	-58	-45	-20	
Participação dos acionistas não controladores		-2	-41	-91	-133	-171	-174	-158	-117	-91	-39	
Prejuízo do período		-795	476	1.064	1.558	2.004	2.032	1.850	1.367	1.064	458	
ATIVO												
Ativo circulante												
	Disponibilidades	5.485	1.248	97	157	903	2.362	3.914	5.490	6.700	7.674	8.081
	Contas a receber de clientes, líquidas	2.169	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874	1.874
	Estoque	3.540	3.371	3.371	3.371	3.371	3.371	3.371	3.371	3.371	3.371	3.371
	Outros ativos circulantes	2.429	1.968	1.968	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768
Total do ativo circulante		13.622	8.461	7.311	7.170	7.917	9.375	10.927	12.503	13.713	14.687	15.094
Ativo não circulante												
	Aplicações financeiras	271	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Outros ativos de longo prazo	1.866	2.035	2.035	2.035	2.035	2.035	2.035	2.035	2.035	2.035	2.035
	Investimentos	16	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Imobilizado	7.118	8.826	8.826	8.826	8.826	8.826	8.826	8.826	8.826	8.826	8.826
	Intangível	1.684	1.765	1.765	1.765	1.765	1.765	1.765	1.765	1.765	1.765	1.765
	Diferido	301	265	265	265	265	265	265	265	265	265	265
Total do ativo não circulante		11.256	12.892	12.892	12.892	12.892	12.892	12.892	12.892	12.892	12.892	12.892
Total do ativo		24.879	21.354	20.203	20.062	20.809	22.267	23.820	25.395	26.605	27.580	27.986
PASSIVO												
Passivo circulante												
	Empréstimos e financiamentos	5.811	1.778	1.233	830	558	376	215	123	70	40	23
	Fornecedores	2.002	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895	1.895
	Outros passivos circulantes	3.686	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135	2.135
Total do passivo circulante		11.499	5.807	5.263	4.859	4.588	4.405	4.244	4.153	4.100	4.070	4.053
Passivo não circulante												
	Empréstimos e financiamentos	8.104	3.532	2.450	1.648	1.109	746	427	245	140	80	46
	Outros passivos de longo prazo	699	694	694	694	694	694	694	694	694	694	694
Total do passivo não circulante		8.803	4.226	3.144	2.342	1.803	1.440	1.121	939	834	774	740
Participação de acionistas não controladores		54,7	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4
Patrimônio líquido												
	Capital integralizado	5.445	11.198	11.198	11.198	11.198	11.198	11.198	11.198	11.198	11.198	11.198
	Reservas	705	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
	Lucros acumulados	-1.525	-605	-129	936	2.493	4.497	6.529	8.379	9.746	10.811	11.269
	Ajuste de avaliação patrimonial	-5	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44	-44
	Ações em tesouraria	-98	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Total do Patrimônio Líquido		4.522	11.269	11.745	12.809	14.367	16.371	18.403	20.253	21.620	22.684	23.143
Total do passivo		24.879	21.354	20.203	20.062	20.809	22.267	23.820	25.395	26.605	27.580	27.986
Despesas de Capital		24	143	319	467	601	610	555	410	319	137	
Depreciação		-1.126	-1.126	-1.000	-914	-857	-824	-797	-766	-720	-669	
Δ Capital de Giro		531	-606	263	1.018	1.641	1.713	1.667	1.263	1.004	424	
Imobilizado	Saldo inicial	7.118	8.826	7.844	7.163	6.716	6.461	6.246	6.005	5.649	5.248	
	Aquisições	2.834	143	319	467	601	610	555	410	319	137	
	Depreciação	-1.126	-1.126	-1.000	-914	-857	-824	-797	-766	-720	-669	
	Saldo final	7.118	8.826	7.844	7.163	6.716	6.461	6.246	6.005	5.649	5.248	4.716
Empréstimos e Financ.	Saldo inicial	13.307	5.310	3.683	2.478	1.667	1.122	642	368	210	120	
	Novos empréstimos/(Pgto empr.)	-9.039	-2.124	-1.473	-991	-667	-561	-321	-184	-105	-60	
	Juros	1.042	497	268	180	121	81	47	27	15	9	
	Saldo final	13.307	5.310	3.683	2.478	1.667	1.122	642	368	210	120	69

ANEXO C – Fatos e eventos subsequentes

A BRF assinou a associação com a Sadia em maio de 2009, mas a formalização da fusão das duas companhias ainda depende da aprovação dos órgãos de defesa da concorrência. Os acionistas das empresas já aprovaram a associação.

Um acordo entre as companhias e o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), assinado no começo de julho de 2009, permite que a BRF injete capital na Sadia para ajudar a empresa a sanar suas dívidas antes mesmo da aprovação da fusão.

As duas empresas poderão colocar em prática as medidas que julgarem necessárias para fazer uma reestruturação financeira da Sadia, desde que mantenham suas operações separadas até que o caso seja julgado definitivamente, o que ainda não tem data para ocorrer.

a.) Até 31/05/2010 o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) não havia se manifestado oficialmente sobre a combinação de negócios da Perdigão S.A. e Sadia S.A. que deram origem à BRF – Brasil Foods S.A.

No entanto, com a autorização do CADE as duas empresas operam desde maio de 2009 sob uma coordenação estratégica, mantendo separadas suas operações e preservando as identidades jurídicas anteriores à combinação de negócios, até decisão final do CADE. Em razão disso algumas decisões e ações já foram divulgadas, como segue:

b.) 21/09/2009 - CADE aprova "coordenação" de negócios de BRF e Sadia no exterior

A BRF (Brasil Foods) informou nesta segunda-feira que o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) autorizou a "coordenação de atividades" da companhia e da Sadia voltadas ao mercado externo no segmento de carnes in natura. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u617759.shtml>. Acesso em 31 de maio de 2009.

c.) 01/09/2009 - Brasil Foods vai transferir R\$ 3,5 bi para Sadia sanear dívidas

A Brasil Foods (Nova denominação da Perdigão S.A.) deve transferir até o final deste ano o montante de R\$ 3,5 bilhões para a Sadia, como parte do processo de saneamento financeiro da nova controlada e em mais uma etapa da fusão entre as duas antigas rivais do setor alimentício brasileiro. Do montante total, já foram transferidos R\$ 950 milhões à Sadia no final de julho.

A situação financeira da Sadia ficou abalada depois que a empresa registrou perdas bilionárias no mercado de derivativos. Em 2008, a companhia teve prejuízo de R\$ 2,6 bilhões. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u617759.shtml>. Acesso em 31 de maio de 2009.

d.) 14.08.2009 - Lucro da Perdigão cresce 70% no 2º trimestre, para R\$ 129 milhões

A BRF (Brasil Foods), nova denominação da Perdigão, registrou lucro líquido de R\$ 129 milhões no segundo trimestre do ano de 2009, crescimento de 70% na comparação com o mesmo período de 2008.

Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u617759.shtml>. Acesso em 31 de maio de 2009.

e.) 14.08.2009 - Lucro da Sadia cresce 125% no 2º trimestre, mas cai no semestre

Em comunicado, a empresa afirma que o resultado cresceu "mesmo diante de um cenário ainda adverso principalmente para as exportações". As margens operacionais da companhia tiveram uma ligeira melhora no período, influenciadas pela recuperação lenta de importantes mercados internacionais e o desempenho do mercado interno.

Apesar disso, a BRF afirma que o resultado operacional foi pressionado pela valorização do real frente ao dólar. Disponível em:

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u617759.shtml>. Acesso em 31 de maio de 2009.

ANEXO D – Resumo do Prospecto Definitivo

Resumo do Prospecto Definitivo de oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de emissão da BRF – Brasil Foods S.A. (atual denominação de Perdigão S.A.), levada a termo em 21 de julho de 2009. Companhia Aberta de Capital Autorizado - CVM n.º 16292 - CNPJ n.º 01.838.723/0001-27 – Código ISIN n.º BRPRGAACNOR4 - Rua Jorge Tzachel, 475, Bairro Fazenda, CEP 88301-140, Itajaí, SC - Código de Negociação na BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros BM&FBOVESPA): “PRGA3” - 115.000.000 Ações Ordinárias - Valor da Oferta – R\$4.600.000.000,00

BRF – Brasil Foods S.A. (atual denominação de Sadia S.A.) (“Companhia”) está realizando uma oferta pública de distribuição primária de 115.000.000 ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal de emissão da Companhia (“Ações”): (i) no Brasil (“Ações da Oferta Brasileira”), sob a coordenação do Banco UBS Pactual S.A. (“Coordenador Líder”), do BB Banco de Investimento S.A. (“BB BI”), do Banco J.P. Morgan S.A. (“J.P. Morgan”) e do Banco Santander (Brasil) S.A. (“Santander” e, em conjunto com o Coordenador Líder, o BB BI e o J.P. Morgan, “Coordenadores da Oferta Brasileira”), em mercado de balcão não organizado, nos termos da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, e alterações posteriores (“Instrução CVM 400”), e demais disposições legais aplicáveis, com esforços de colocação no exterior, pelos Coordenadores da Oferta Internacional (conforme definido abaixo) e pelo BB Securities Limited, em uma oferta registrada de acordo com o U.S. Securities Act of 1933, conforme alterado (“Securities Act”), respeitada a legislação vigente no país de domicílio de cada investidor, por meio dos mecanismos de investimento regulamentados pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela CVM (“Oferta Brasileira”); e (ii) no exterior (“Ações da Oferta Internacional”), sob a forma de American Depositary Shares (“ADSs”), representadas por American Depositary Receipts, cada ADS representando duas Ações, sob a coordenação do UBS Securities LLC, do J.P. Morgan Securities Inc., do Santander Investment Securities Inc. e outras instituições (“Coordenadores da Oferta Internacional”), em uma oferta registrada de acordo com o Securities Act, respeitada a legislação vigente no país de domicílio de cada investidor (“Oferta Internacional” e, em conjunto com a Oferta Brasileira, “Oferta Global”).

Do total das Ações, a quantidade de Ações da Oferta Brasileira e de Ações da Oferta Internacional será determinada pelos Coordenadores da Oferta Brasileira e pelos Coordenadores da Oferta Internacional, de acordo com o resultado do Procedimento de Bookbuilding (conforme definido abaixo), e constará do Prospecto Definitivo (conforme definido neste Prospecto). Poderá haver realocação de Ações entre a Oferta Brasileira e a Oferta Internacional, em função da demanda verificada no Brasil e no exterior durante o curso da Oferta Global.

Nos termos do artigo 24 da Instrução CVM 400, a quantidade total das Ações inicialmente ofertadas poderá ser acrescida em até 15%, ou seja, até 17.250.000 ações ordinárias de emissão da Companhia, nas mesmas condições e preço das Ações inicialmente ofertadas (“Ações do Lote Suplementar”), conforme opção a ser outorgada no contrato de distribuição da Oferta Brasileira (“Contrato de Distribuição”) pela Companhia ao Coordenador Líder, as quais serão destinadas a atender eventual excesso de demanda que venha a ser constatado no decorrer da Oferta Brasileira (“Opção de Lote Suplementar”). O Coordenador Líder terá o direito exclusivo, a partir da data de assinatura do Contrato de Distribuição e por um período de até 30 dias contados, inclusive, da data de publicação do anúncio de início da Oferta Brasileira (“Anúncio de Início”), de exercer a Opção de Lote Suplementar, no todo ou em parte, em uma ou mais vezes, após notificação aos demais Coordenadores da Oferta Brasileira, desde que a decisão de sobre a locação das Ações da Oferta Brasileira no momento em que for fixado o Preço por Ação (conforme definido abaixo) tenha sido tomada em comum acordo pelos Coordenadores da Oferta Brasileira.

O preço por Ação (“Preço por Ação”) será fixado após a conclusão do procedimento de coleta de intenções de investimento a ser realizado com Investidores Institucionais (conforme definido neste Prospecto) pelos Coordenadores da Oferta Brasileira e pelos Coordenadores da Oferta Internacional, conforme previsto no artigo 44 da Instrução CVM 400 (“Procedimento de Bookbuilding”).

A data desse prospecto definitivo é de 21 de julho de 2009.

Quadro - Oferta global do Prospecto

Oferta Global	Preço R\$	Comissões R\$	Recursos Líquidos R\$
Por Ação	R\$ 40,00	R\$ 0,49	R\$ 39,51
Ações ordinárias	115.000.000		
Total	R\$ 4.600.000.000,00	R\$ 56.421.452,28	R\$ 4.543.578.547,72

Oferta global em antecipação à efetivação da associação da Perdigão S.A.

A Perdigão S.A. realizou essa Oferta Global em antecipação à efetivação da associação de forma a captar os recursos necessários para melhorar sua estrutura consolidada de capital.

Se a associação não fosse concretizada, a empresa não teria naquele momento nenhuma finalidade específica para utilização dos recursos captados com a Oferta Global. Estava realizando essa Oferta Global para captar aproximadamente R\$4,0 bilhões antes da consumação da associação. A finalidade dessa captação era melhorar sua estrutura de capital consolidada, como resultado da associação. Se a associação não fosse consumada, poder-se-ia, por exemplo, usar os recursos líquidos para adquirir ou investir em outro negócio ou linhas de produtos, refinar dívidas ou para outras finalidades.

Além disso, qualquer financiamento de capital próprio levaria a uma significativa diluição das porcentagens de participação dos atuais titulares de ações ordinárias de sua emissão ou de seus *ADRs*.

Se a empresa concluísse, como de fato concluiu, a associação com êxito, ela poderia não realizar os benefícios esperados da operação no prazo previsto ou simplesmente não os realizar devido à integração ou outros desafios.

O alcance dos benefícios esperados da associação com a Sadia dependeria da integração de maneira eficiente e em tempo das operações, culturas comerciais e administrativas, práticas de *marketing*, *branding* e dos empregados de ambas as companhias. Pode ser que essa integração não fosse concluída tão rapidamente quanto esperado ou da forma esperada e qualquer falha na integração eficaz das duas companhias, inclusive a gestão compartilhada, ou qualquer atraso nessa integração poderia aumentar os custos da Perdigão S.A. afetar adversamente suas margens, afetar adversamente sua situação financeira ou ter outras consequências negativas. Os desafios envolvidos na integração incluíam, dentre outros:

- planejamento coerente de uma estratégia de marketing e de *branding* no seu mercado interno e nos mercados externos levando em conta a força do marketing e das marcas Sadia e Perdigão S.A. em cada um desses mercados e em todas as suas várias linhas de produtos;
- integrar duas das maiores redes de distribuição ao cliente do Brasil, bem como as redes de distribuição da Perdigão S.A. nos mercados externos da Sadia e da Perdigão S.A.;
- integrar as várias instalações de produção da Perdigão S.A. e da Sadia nos vários Estados brasileiros;
- o risco de perda de empregados e clientes chaves da Sadia ou da Perdigão S.A.;
- o risco de perda de administradores-chave da Sadia ou da Perdigão S.A.;
- dispersão da administração de suas atividades permanentes na Perdigão S.A.;
- adequar os padrões, processos, procedimentos e controles da Sadia às operações da Perdigão S.A.;
- o risco resultante de uma gestão compartilhada, especialmente em função de diferenças existentes entre as duas companhias; e
- aumentar o escopo, a diversidade geográfica e a complexidade das suas operações.

A associação com a Sadia é significativamente maior do que qualquer operação que a Perdigão S.A. tinha ou a Sadia tinha realizado no passado e qualquer combinação dos desafios acima descritos poderia afetar adversamente seu resultado operacional e perspectivas e o preço de mercado das ações ordinárias ou das ADSs da associação entre as empresas.

A Sadia está sujeita a eventuais passivos significativos em relação a litígios envolvendo valores mobiliários nos Estados Unidos e esses serão eventuais passivos da Perdigão S.A. consolidada após a conclusão da associação.

Os negócios da Sadia estão sujeitos a regulamentações perante diversas leis, regulamentos e políticas estrangeiras, federais e estaduais dos Estados Unidos. A Sadia está sujeita a diversos processos e riscos. A Sadia e suas subsidiárias e os setores em que operam, estão, por vezes, sendo supervisionados ou investigados por reguladores que podem levar à aplicação de ações, multas ou penalidades ou à confirmação de danos e reclamações (privados).

A Sadia é parte de uma ampla gama de contratos e *joint ventures* com outras empresas, o que poderia resultar em litígios se as partes não puderem chegar a um entendimento comum sobre certas questões em disputa.

No outono de 2008, o real sofreu uma forte desvalorização, inclusive em relação ao dólar. Em 25 e 26 de setembro de 2008, a Sadia anunciou por meio de fatos relevantes que, em decorrência de tal desvalorização, tinha sofrido prejuízos significativos em operações com derivativos cambiais. Em decorrência disso, a Sadia vendeu alguns de seus investimentos financeiros de longo prazo para atender aos pedidos de cobertura relacionados a derivativos cambiais, o que resultou em mais prejuízos devido à queda no valor de tais instrumentos financeiros em decorrência da crise econômica mundial. A Sadia e alguns indivíduos que atuavam como diretores e/ou conselheiros da Sadia durante os eventos em questão foram incluídos em cinco ações que versam sobre diversas violações de leis federais de títulos mobiliários, relacionadas a perdas que a Sadia incorreu no tocante a contratos derivativos de câmbio. Desde então, essas cinco ações foram consolidadas em um processo judicial de classe única. Além disso, em 15 de maio de 2009, a Sadia recebeu uma carta da CVM informando à Sadia de que a CVM havia instaurado um processo administrativo em 12 de dezembro de 2008 (Inquérito Administrativo CVM n.º 18/2008) visando investigar a responsabilidade de

determinados indivíduos que eram diretores e/ou conselheiros da Sadia em relação aos prejuízos relacionados às operações com derivativos em 2008. A carta menciona que o inquérito ainda está em fase preliminar e que a CVM ainda não especificou as infrações administrativas cometidas, ou mesmo se alguma infração administrativa foi de fato cometida. Não é possível prever se ações adicionais serão instituídas ou qual será o resultado de quaisquer litígios. É possível que haja resultados desfavoráveis nessas ou em outras ações. No estágio atual desses processos, não é possível determinar a probabilidade de uma possível perda e/ou os valores envolvidos em alguma possível perda, nem as despesas que serão incorridas na defesa dessas ações. Em algumas circunstâncias, resultados adversos em qualquer dessas ações e/ou os gastos com despesas litigiosas relevantes poderiam ser significativas para os negócios, operações, situação financeira, rentabilidade ou fluxos de caixa da Sadia, ou da Perdigão S.A. após a associação.

A Sadia está sujeita a contingências fiscais significativas e outras possíveis obrigações relacionadas a litígios no Brasil, e estas seriam possíveis obrigações da Perdigão S.A. consolidada após a conclusão da associação.

A Sadia possui contingências fiscais significativas e outras possíveis obrigações relacionadas a litígios no Brasil. Em 31 de dezembro de 2008, estas contingências incluíam: (1) ações fiscais totalizando R\$1.818,5 milhão (das quais a Sadia contabilizou provisões para prováveis perdas de R\$50,9 milhões), (2) ações civis totalizando R\$116,6 milhões (das quais a Sadia contabilizou provisões para prováveis perdas de R\$10,2 milhões) e (3) reclamações trabalhistas totalizando R\$67,6 milhões (das quais a Sadia contabilizou provisões para prováveis perdas de R\$28,1 milhões). A diferença entre os valores contabilizados a título de provisões para prováveis perdas em cada uma destas categorias e os valores totais representa obrigações que a administração da Sadia julgou serem possíveis ou remotas e, portanto, a Sadia não contabilizou qualquer provisão em suas demonstrações contábeis para estas contingências. Assim, as perdas para a Sadia poderiam ser significativamente superiores às provisões contabilizadas. Mesmo com a contabilização de provisões para prováveis perdas, uma sentença desfavorável teria um efeito sobre o fluxo de caixa da Sadia, se esta for condenada ao pagamento de valores, podendo a Sadia incorrer em perdas e despesas significativas na defesa das referidas ações judiciais, as quais afetariam de maneira substancialmente adversa seus resultados de operações e condição financeira, e estas

constituiriam possíveis obrigações da Perdigão S.A. consolidada após a conclusão da associação.

A Sadia atualmente possui dívidas em patamares significativos e pode incorrer em mais dívidas no futuro. A dívida total da Sadia em 31 de dezembro de 2008 era de R\$8.549,1 milhões, sendo aproximadamente 40,2% dessa dívida (R\$3.434,4 milhões) denominada em reais e aproximadamente 59,8% (R\$5.114,7 milhões) denominada em moeda estrangeira (principalmente em dólares). Além disso, em 31 de dezembro de 2008, a Sadia tinha R\$780,8 milhões de capital circulante líquido negativo (significa ativo circulante menos passivo circulante) e garantias fora do balanço patrimonial no montante total de R\$649,9 milhões. Se a Perdigão S.A. for incapaz de refinanciar parte significativa da dívida da Sadia após a associação, o nível de endividamento significativo da Sadia terá que administrar algumas das seguintes situações:

- comprometer uma parte substancial do seu fluxo de caixa operacional para o pagamento do principal e juros da dívida, reduzindo os recursos disponíveis das suas operações ou outras necessidades de capital;
- limitar a flexibilidade no planejamento ou reação a mudanças em nosso negócio e o setor em que opera, porque o seu fluxo de caixa disponível após o pagamento do principal e juros da sua dívida poderia não ser suficiente para fazer capital e outros dispêndios necessários para lidar com estas mudanças;
- aumentar sua vulnerabilidade às condições econômicas adversas e gerais do setor porque a Perdigão S.A. seria obrigada a aplicar um valor proporcional superior dos seus fluxos de caixa ao pagamento do principal e juros da dívida durante períodos em que auferíssemos menores rendimentos e fluxos de caixa;
- restringir sua capacidade em obter financiamento adicional no futuro para financiar capital de giro, investimentos, aquisições e necessidades corporativas gerais;
- dificultar a sua capacidade de refinanciar sua dívida ou refinanciar esse endividamento sob termos favoráveis a Perdigão S.A., inclusive com relação às securitizações de valores a

receber existentes;

- coloca-se em desvantagem competitiva face aos concorrentes que são relativamente menos alavancados e que podem estar melhor posicionados para suportar declínios econômicos; e

- expor seus empréstimos presentes e futuros contratados a taxas de juros flutuantes a reajustes nas taxas de juros.

A Sadia possui uma dívida substancial que vence em 2009 e nos próximos anos e, se a Perdigão S.A. for incapaz de refinanciar uma parte significativa da sua dívida após a associação, a Perdigão S.A. poderá não ser capaz de cumprir as obrigações de pagamento a vencer. A dívida total da Sadia em 31 de dezembro de 2008 era de R\$8.549,1 milhões, sendo aproximadamente 40,2% dessa dívida (R\$3.434,4 milhões) denominada em reais e aproximadamente 59,8% (R\$5.114,7 milhões) denominada em moeda estrangeira (principalmente em dólares). De sua dívida total em 31 de dezembro de 2008, aproximadamente 32,1% (R\$2.742,6 milhões) era dívida a curto prazo, aproximadamente 16,6% (R\$1.421,8 milhões) era a parte corrente da dívida a longo prazo e 51,3% (R\$4.384,7 milhões) era dívida a longo prazo. A Sadia possui um valor substancial em dívidas a vencer nos próximos anos, incluindo a dívidas no valor de principal total de aproximadamente R\$1.125,8 milhão, R\$938,7 milhões e R\$663,7 milhões a vencer em 2010, 2011 e 2012, respectivamente. Além disso, em 31 de dezembro de 2008, a Sadia tinha R\$780,8 milhões de capital circulante líquido negativo e garantias fora do balanço patrimonial no montante total de R\$649,9 milhões. Se a Perdigão S.A. for incapaz de refinanciar uma parte significativa da dívida da Sadia após a associação, ela poderá enfrentar dificuldades no pagamento dessa dívida quando do seu vencimento.

Os mercados de ações e de crédito globais atravessaram recentemente extrema turbulência, incluindo severa redução na liquidez, restrição de crédito e extrema volatilidade nos preços das ações. Estes fatores e a contínua turbulência do mercado podem ter um efeito adverso para a Perdigão S.A. e especificamente para a capacidade da Sadia em refinanciar dívidas a vencer, incluindo uma parte significativa da sua dívida com relação à associação. A contínua incerteza nos mercados de ações e de crédito pode também afetar negativamente a capacidade da Perdigão S.A. de acesso a financiamentos adicionais de curto e longo prazo antes ou após a

conclusão da associação sob termos razoáveis ou de qualquer modo, que poderiam afetar de maneira negativa sua liquidez e condição financeira.

Além disso, houve recentemente uma redução nos *ratings* da Sadia pelas agências *Standard & Poor's e Moody's*. As turbulências nos mercados financeiros e de crédito podem também continuar a afetar de forma negativa os ratings da Sadia. Qualquer outra redução nas classificações de crédito ou credibilidade da Sadia poderia afetar de forma negativa a disponibilidade de financiamento para a Perdigão S.A., após consumada a associação e os termos nos quais poderia refinar a dívida da Sadia, incluindo a imposição de condições mais restritivas e taxas de juros mais elevadas.

Se a Perdigão S.A. for incapaz de refinar uma parte significativa da dívida da Sadia com relação à associação e:

- as atuais pressões sobre o crédito continuarem ou piorarem;
- os resultados operacionais da Sadia piorarem de maneira significativa;
- a Sadia for incapaz de concluir a venda necessária de ativos não relacionados às suas operações e ficar comprovado que seu fluxo de caixa ou recursos de capital são inadequados;
- a Sadia for incapaz de refinar qualquer dívida que vencer, a Perdigão S.A. poderia enfrentar problemas de liquidez e não ser capaz de pagar sua ou a dívida existente da Sadia quando devida, o que teria um efeito adverso relevante para o seu negócio e condição financeira.

Se a Perdigão S.A. for incapaz de refinar uma parte significativa da dívida da Sadia após a associação, serão impostas a empresa restrições financeiras e operacionais significativas pelos prazos da dívida da Sadia.

Os instrumentos que regem a dívida consolidada da Sadia impõem restrições financeiras e operacionais significativas que podem limitar, direta ou indiretamente, a capacidade da Sadia de, entre outras coisas:

- tomar empréstimos;
- fazer investimentos;
- vender ativos, incluindo o capital social de subsidiárias;
- garantir dívidas;
- celebrar contratos que restrinjam dividendos ou outras distribuições de determinadas subsidiárias;
- celebrar transações com coligadas;
- contrair ou assumir obrigações; e
- realizar fusões ou consolidações.

Se a Perdigão S.A. for incapaz de refinarciar uma parte significativa da dívida da Sadia após a associação, estas restrições podem, entre outras coisas:

- impedir, de maneira significativa, sua capacidade e a das suas subsidiárias de desenvolver e implementar planos de refinanciamento da dívida da Sadia;
- limitar sua capacidade de aproveitar oportunidades de crescimento atrativas para o seu negócio que são atualmente desconhecidas, em especial se for incapaz de obter financiamento
- ou fazer investimentos para obter vantagens destas oportunidades.

Embora as estipulações a que a Sadia está sujeita contenham exceções e ressalvas, o não cumprimento de qualquer destas estipulações poderia resultar em inadimplemento nos termos de suas outras obrigações de dívida existentes. Nesse caso, todos os saldos devedores de acordo com os instrumentos de dívida aplicáveis e a dívida emitida segundo outros instrumentos de dívida consistindo em provisões para inadimplemento cruzado ou antecipação cruzada de pagamento, com juros acumulados e não pagos, se houver, poderiam se tornar ou ser declarados imediatamente devidos e exigíveis. Se o pagamento dessa dívida for antecipado, a Perdigão S.A. e a Sadia poderiam ter recursos insuficientes para amortizar integralmente essa dívida.

Além disso, com relação ao ingresso de novos financiamentos ou alterações aos contratos de financiamento existentes, a flexibilidade financeira e operacional da Sadia e subsidiárias pode

ainda ser reduzida em decorrência de estipulações mais restritivas, exigências para garantia e outras condições.

A conclusão da associação com a Sadia poderia resultar em evento de inadimplemento, rescisão ou inobservância às estipulações, de acordo com determinados instrumentos que regem uma parte da dívida da Sadia.

Em conformidade com os termos e condições de determinados instrumentos que regem uma parte do endividamento da Sadia no montante total de R\$4.784,2 milhões em 31 de março de 2009, incluindo determinados instrumentos financeiros derivativos, a conclusão da associação pode resultar em evento de inadimplemento, rescisão ou inobservância a uma ou mais estipulações, conforme aplicável. Em especial, a conclusão da associação resultará em mudança de controle da Sadia. Conseqüentemente, após o anúncio da associação com a Sadia, esta discutiu com seus credores e partes envolvidas na transação, de acordo com aqueles instrumentos de dívida, as disposições sobre mudança de controle ou outras disposições impostas pela transação, a fim de buscar renúncias ou anuências destas disposições. A Sadia pode ser obrigada a pagar prêmio ou multa aos seus credores ou partes envolvidas na transação com vistas a receber renúncias ou anuências, ou pode ser incapaz de obter estas renúncias ou anuências. Se a Sadia for incapaz de obter as referidas renúncias ou anuências, a Sadia pode considerar necessário antecipar o pagamento da dívida existente, de acordo com aqueles instrumentos de dívida. Não se pode assegurar se os credores da Sadia e/ou partes envolvidas na transação, de acordo com os instrumentos de dívida aplicáveis, concordarão com a concessão de renúncia ou anuência, ou se a Sadia será de outro modo capaz de antecipar o pagamento da dívida existente, de acordo com esses instrumentos de dívida.

Se a Sadia for incapaz de obter todas as renúncias ou anuências necessárias antes da conclusão da associação, a Perdigão S.A. pode ser obrigada a incorrer em despesas significativas na obtenção dessas renúncias ou anuências ou na antecipação do pagamento ou refinanciamento da dívida em questão. O acordo da Perdigão S.A. com a Sadia obriga a Perdigão S.A. a concentrar os melhores esforços na obtenção de renúncias ou anuências, entretanto, não condiciona a conclusão da associação à capacidade da Sadia em obtê-las. Se a Perdigão S.A. considerar necessária a antecipação do pagamento ou o refinanciamento de qualquer dívida da Sadia contendo disposições de mudança de controle ou outras disposições

impostas pela associação, pode haver a necessidade de obter financiamento que a permita proceder dessa forma, e isto poderia acelerar ou exacerbar os riscos relativos à dívida da Sadia que foram destacados acima.

As dívidas da Sadia denominadas em dólares e outras moedas estrangeiras poderiam aumentar a exposição da Perdigão S.A. ao risco de flutuações na taxa de câmbio do real frente ao dólar e outras moedas estrangeiras.

Uma parte substancial da dívida existente da Sadia está denominada em moedas estrangeiras, principalmente em dólares. Em 31 de dezembro de 2008, a dívida da Sadia, denominada em dólares, representava aproximadamente 59,8% (R\$5.114,7 milhões) da sua dívida total (desconsiderando seus instrumentos derivativos atrelados à moeda nessa data). A dívida existente da Sadia, denominada em dólares, entretanto, deve ser paga com recursos oriundos das vendas por suas subsidiárias, cuja parte significativa não está denominada em dólares. Conseqüentemente, a Sadia tem de usar as receitas auferidas em reais ou em outras moedas para o pagamento de sua dívida denominada em dólares. A desvalorização do real ou de outras moedas frente ao dólar dos países nos quais a Sadia mantém operações poderia afetar de maneira adversa sua capacidade de pagamento da sua dívida. Em 2008 as operações da Sadia denominadas em dólares, juntas geraram aproximadamente 76,2% do total de suas vendas líquidas no mercado externo em termos reais, e algumas das moedas nas quais as receitas são denominadas sofreram desvalorizações substanciais frente ao dólar. Se a associação for concluída, uma desvalorização do real, euro ou de outras moedas frente ao dólar dos países nos quais opere a associação poderia, portanto, afetar de forma adversa a capacidade da Perdigão S.A. de pagamento desta dívida da Sadia. Por exemplo, em 2008, houve desvalorização do real frente ao dólar de aproximadamente 31,9%, do euro frente ao dólar de aproximadamente 5,9% e da libra esterlina frente ao dólar de aproximadamente 27,3%. Os contratos de hedge em moeda estrangeira podem não ser efetivos na cobertura dos riscos atrelados à moeda.

Destinação dos recursos

Considerando-se um Preço por Ação de R\$40,00, com base na cotação das ações ordinárias de sua emissão na BM&FBOVESPA em 21 de julho de 2009, estima receber recursos líquidos

de, aproximadamente, R\$4.483,4 milhões provenientes da Oferta Global, sem considerar as Ações do Lote Suplementar, e considera a dedução das comissões de distribuição e das despesas estimadas relativas à Oferta Global. O Preço por Ação efetivo será informado no Prospecto Definitivo e no Anúncio de Início e poderá ser diferente do preço indicado acima. A empresa pretende utilizar os recursos líquidos recebidos provenientes da Oferta Global, sem considerar as Ações do Lote Suplementar, e considerando a dedução das comissões de distribuição e das despesas estimadas relativas à Oferta Global, para equilibrar a sua estrutura de capital consolidada, após a associação, da seguinte forma:

Os recursos líquidos decorrentes da Oferta Global serão destinados à liquidação de dívidas da Sadia a qualquer momento. Ainda que a associação não seja aprovada pelos órgãos competentes nos termos por pretendidos pela Sadia S.A., esta irá utilizar os recursos líquidos obtidos com a Oferta Global na liquidação de dívidas da Sadia com instituições financeiras. Poderá transferir os recursos líquidos decorrentes da Oferta Global para a Sadia por meio de adiantamento para futuro aumento de capital, aumento de seu capital social, concessão de empréstimo, com ou sem emissão de títulos representativos de dívida, entre outros.

As dívidas da Sadia e subsidiárias com instituições financeiras, no valor total de R\$8,0 bilhões, em 31 de março de 2009, têm vencimentos que variam de um a 132 meses, e taxas de juros de 5,0% ao ano a 12,5% ao ano.

A destinação real dos recursos obtidos no âmbito da Oferta Global poderá divergir da estimativa acima em virtude de alterações nas condições dos mercados e do setor em que a Sadia S.A. atua, dos efeitos de tais alterações em seus custos e investimentos, das oportunidades de aquisição e/ou de associação eventualmente identificadas por sua Administração e dos demais fatores descritos na seção “Declarações Sobre Estimativas e Projeções”, na página 14 deste Prospecto.

Um aumento (redução) de R\$1,00 no Preço por Ação de R\$40,00, correspondente à cotação das ações ordinárias de sua emissão na BM&FBOVESPA em 21 de julho de 2009, aumentaria (reduziria) em R\$112.268.750,00 o valor dos recursos líquidos provenientes da Oferta Global. O Conselho de Administração da Sadia S.A.: (i) em reunião realizada em 29 de maio de 2009, cuja ata foi arquivada na Junta Comercial do Estado de São Paulo (“JUCESP”) em 19 de

junho de 2009 e publicada no Diário Oficial do Estado de São Paulo (“DOESP”) e no jornal “Valor Econômico” em 17 de junho de 2009, aprovou a realização da Oferta Global; e (ii) em reunião realizada em 19 de junho de 2009, cuja ata foi publicada no DOESP em 4 de julho de 2009 e no jornal “Valor Econômico” em 3 de julho de 2009 e será arquivada na JUCESP, aprovou a emissão das Ações no âmbito da Oferta Global, de acordo com as deliberações aprovadas pelo Conselho de Administração da Companhia em reunião realizada em 29 de maio de 2009. O Conselho de Administração da Companhia, previamente à concessão do registro da Oferta Global pela CVM, em reunião cuja ata será publicada no jornal “Valor Econômico” na data de publicação do Anúncio de Início e será arquivada na Junta Comercial do Estado de Santa Catarina e publicada no Diário Oficial do Estado de Santa Catarina, aprovará o Preço por Ação.

Este prospecto definitivo (“Prospecto”) não é, nem deve ser, considerado uma oferta pública das Ações da Oferta Internacional, e as Ações da Oferta Internacional não são e nem devem ser consideradas objeto de oferta ao público no Brasil. Qualquer investimento nas Ações, nos termos da Oferta Brasileira, deverá ser feito única e exclusivamente por meio das Ações da Oferta Brasileira.

Exceto pelo registro da Oferta Global pela CVM e da Oferta Internacional e dos esforços de colocação das Ações da Oferta Brasileira pela SEC, a Companhia e os Coordenadores da Oferta Brasileira não pretendem realizar nenhum registro da Oferta Global ou das Ações em qualquer agência ou órgão regulador do mercado de capitais de qualquer outro país.

A Oferta Brasileira foi registrada pela CVM sob o n.º CVM/SRE/REM/2009. As Ações da Oferta Internacional, sob a forma de ADSs, serão emitidas no âmbito do Programa de *ADRs* Nível III, registrado pela CVM em 17 de outubro de 1996 sob o n.º CVM/GER/RDR-96/008.

O registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou em julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre as Ações a serem distribuídas.

Este Prospecto não constitui uma oferta de venda das Ações ou dos *ADRs* (*American Depositary Receipt*) nos Estados Unidos da América. As Ações e os *ADRs* não poderão ser

ofertados ou vendidos nos Estados Unidos da América sem que haja um registro ou isenção de registro aplicável nos termos do *Securities Act*. As Ações da Oferta Internacional e os ADRs não poderão ser vendidos e ofertas de compra não poderão ser aceitas antes que um pedido de registro na Securities and Exchange Commission seja protocolado e este seja efetivo. Este Prospecto não deve, em nenhuma circunstância, ser considerado uma recomendação de investimento nas Ações. Ao decidir por investir nas Ações, potenciais investidores deverão realizar sua própria análise e avaliação da situação financeira da Companhia, de suas atividades e dos riscos decorrentes do investimento nas Ações.

A(O) presente oferta pública (programa) foi elaborada(o) de acordo com as normas de Regulação e Melhores Práticas da ANBID para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, atendendo, assim, a(o) presente oferta pública (programa), aos padrões mínimos de informação exigidos pela ANBID, não cabendo à ANBID qualquer responsabilidade pelas referidas informações, pela qualidade da emissora e/ou ofertantes, das Instituições Participantes e dos valores mobiliários objeto da(o) oferta pública (programa). Este selo não implica recomendação de investimento. O registro ou análise prévia da presente distribuição não implica, por parte da ANBID, garantia da veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre os valores mobiliários a serem distribuídos.

Cenário econômico – Mercado interno

O Brasil é o quinto maior país do mundo, tanto em extensão territorial como em população. Em novembro de 2008, a população brasileira era estimada em 191,5 milhões, de acordo com dados do IBGE. O PIB brasileiro foi de R\$2,9 trilhões em 2008, o que representou um aumento de 11,2% em relação ao PIB do ano de 2007, que foi de R\$2,6 trilhões, ambos em termos nominais. Para o ano de 2009, o Banco Central, de acordo com o relatório Focus, anunciou uma estimativa de retração de 0,71% em relação ao PIB do ano de 2008. Nos últimos cinco anos (de janeiro de 2003 a dezembro de 2007), o PIB per capita apresentou um aumento a uma taxa anual composta de 9,4% ao ano.

O Brasil apresenta alto índice de consumo de carnes, com um consumo per capita de 87,8 quilos em 2008, segundo o *USDA*. A demanda por aves, suínos e carne bovina no mercado

interno é diretamente afetada pelas condições econômicas do Brasil. A tendência geral de melhoria nas condições econômicas do país nos últimos anos contribuiu para o aumento no consumo de produtos processados, bem como aves e suínos in natura. De acordo com a *USDA*, o Brasil é o sexto maior país produtor, consumidor e exportador de leite do mundo. Com produção de 28,9 milhões toneladas registradas em 2008, a *USDA* projeta um crescimento de 5,0% na produção brasileira de leite.

Cenário econômico – Mercado externo

O comércio global de produtos de aves, suínos e carne bovina vem crescendo nos anos recentes de acordo com o *USDA*, e as importações de carnes nos países considerados como os maiores consumidores continuam a aumentar. Em 2008, apesar da crise econômica, as exportações brasileiras de carnes (frangos, suínos e bovinos) atingiram seu melhor resultado em anos, totalizando 5,5 milhões de toneladas, 0,9% maior que as vendas externas de 2007, de acordo com a ABEF, ABIPECS e Secex. A Perdigão S.A. acredita que o comércio desses produtos continuará a se expandir no longo prazo.

Devido a vantagens naturais, como o baixo custo de alimentação animal e de mão-de-obra, além de ganhos de eficiência na produção de animais, o Brasil tornou-se líder de participação nos mercados de exportação desses produtos, em nível global. A empresa, assim como outros grandes produtores brasileiros, tomou como base essas vantagens para incrementar a extensão e escala de nossos negócios.

Tradicionalmente, os produtores brasileiros dão ênfase à exportação de aves inteiras congeladas e em cortes congelados de aves, suínos e de carne bovina. Esses produtos, caracterizados essencialmente como commodities, continuam a ser responsáveis pelo volume considerável de exportações registrado nos últimos anos. Recentemente, as empresas alimentícias brasileiras começaram a expandir suas vendas de alimentos processados. A empresa estima que, dentro dos próximos anos, ela e seus principais concorrentes brasileiros passarão a vender maiores volumes de aves inteiras congeladas e cortes congelados de aves, suínos e de carne bovina, e, principalmente, passará a vender um volume cada vez maior de alimentos processados.

Informação a respeito da BRF – Brasil Foods S.A. (atual denominação social da Perdigão S.A.)

Fonte: Prospecto definitivo de oferta pública arquivado junto à BMFBOVESPA em 21 de julho de 2009.

Visão geral

A Perdigão S.A. é uma das maiores companhias brasileiras do ramo alimentício, de acordo com o ranking do Anuário Melhores & Maiores/2008 da Revista Exame, em receita operacional bruta, com foco na produção e comercialização de produtos e derivados de aves, suínos, cortes de carne bovina, leite, produtos lácteos e alimentos processados. A empresa possui um negócio verticalmente integrado que produz mais de 2.500 itens (*SKUs*), que são distribuídos a clientes no Brasil e em mais de 110 países. Os produtos da empresa atualmente incluem: frangos inteiros e cortes de frango congelados; cortes de suínos e cortes de bovinos congelados; alimentos processados, tais como: frangos inteiros e cortes de frango congelados marinados, aves especiais (vendidas sob a marca Chester®) e perus; produtos industrializados de carnes, tais como presuntos, mortadelas, salsichas, linguiças, bacon e outros produtos defumados e salames; carnes processadas congeladas, tais como hambúrgueres, empanados, kibes, almôndegas e uma linha vegetariana; pratos congelados, tais como lasanhas, pizzas e outros congelados incluindo, vegetais, pão de queijo, tortas e outros; produtos lácteos, sucos, iogurtes, leite de soja e sucos de soja; e margarinas; leite; e farelo de soja e farinha de soja refinada, bem como ração animal.

No mercado doméstico, a empresa opera, principalmente, sob as marcas Perdigão, Chester, Elegê, Batavo, Becel (por meio de uma *joint venture* estratégica com a Unilever) e Turma da Mônica (esta última licenciada), as quais acredita estar entre as marcas mais reconhecidas no Brasil. Em agosto de 2007, adquiriu da Unilever as marcas de margarina Dorian, Delicata e Claybom. Também possui marcas reconhecidas em mercados externos, tais como a Perdix, que é usada na maior parte dos seus mercados externos, Fazenda, na Rússia, e Borella, na Arábia Saudita, entre outras.

Em 21 de fevereiro de 2008, a empresa completou a aquisição da Eleva, uma companhia de destaque no setor alimentício, com foco em leites, produtos lácteos, frangos, suínos e

alimentos processados pelo preço de compra de, aproximadamente, R\$1,7 bilhão, dos quais R\$764,6 milhões foram pagos em dinheiro aos acionistas controladores e não controladores da Eleva e R\$911,6 milhões foram pagos por meio de troca de ações de emissão da Eleva por ações de sua emissão. Com a aquisição da Eleva, ampliou o seu portfólio de leites e produtos lácteos, o qual também passou a incluir leite em pó e queijos, e ampliou sua produção de frangos, suínos e alimentos processados. Para informações adicionais sobre a aquisição da Eleva, ver seção “Descrição dos Nossos Negócios”, página 156 deste Prospecto.

Em 2 de abril de 2008 a empresa, através de sua subsidiária, Perdigão Agroindustrial S.A., adquiriu a Cotochés, por R\$51,0 milhões, com acervo líquido de R\$9,4 milhões. Para informações adicionais sobre a aquisição da Cotochés, ver seção “Descrição dos Nossos Negócios”. No mercado externo, a conclusão da aquisição da *Plusfood* permitiu-lhe diversificar suas operações de produtos processados e refrigerados na Europa. Em 20 de junho de 2008, concluiu a amortização do ágio, sendo que o preço final pago foi de R\$45,0 milhões (€31,2 milhões) menos dívida líquida da *Plusfood* em 31 de dezembro de 2007. Para informações adicionais sobre a aquisição da *Plusfood*, ver seção “Descrição dos Nossos Negócios”.

A Perdigão S.A. é um dos produtores líderes de industrializados de carnes, carnes processadas congeladas, produtos lácteos e margarinas no Brasil, com participação de mercado de aproximadamente 25,7% em produtos industrializados de carne; 35,5% em carnes processadas congeladas, 14,0% em produtos lácteos processados e 18,0% em margarinas, de acordo, em cada caso, com a Nielsen e com base em volumes de vendas. A empresa atingiu substancialmente todo o território brasileiro com uma cadeia de distribuição que engloba 28 centros de distribuição. Atualmente, opera 25 unidades de processamento de carnes (das quais 21 são de nossa propriedade, sendo que uma está em construção, e quatro são operadas por terceiros), 23 incubatórios (sendo 21 próprios), 13 fábricas de rações animais, 15 unidades de processamento de lácteos e sobremesas (das quais 10 são de sua propriedade, sendo que duas estão em construção, e cinco são operadas por terceiros), uma fábrica de processamento de margarinas (*joint venture* com a Unilever), 13 pontos de coleta de leite e uma unidade de processamento de soja.

A Perdigão S.A. é a segunda maior exportadora brasileira de produtos de aves, com base em

volumes exportados em 2008, segundo a ABEF, e acredita estar entre as maiores exportadoras do mundo. A empresa é líder dentre as exportadoras brasileiras de produtos de suínos, com base em volumes exportados em 2008, segundo a ABIPECS. Exporta principalmente para distribuidores internacionais, para o mercado institucional, que inclui restaurantes e cadeias de *fast food*, e para empresas processadoras de alimentos. Em 2008 e no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009, suas exportações representaram 43,7% e 42,9%, respectivamente, de sua receita líquida total. A empresa exporta para mais de 2.000 clientes, sendo que o mercado europeu representou aproximadamente 22,2% e 22,1% das suas vendas líquidas em 2008 e no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009, respectivamente, o Extremo Oriente 22,9% e 22,0%, a Eurásia (incluindo a Rússia) 14,6% e 10,9% e o Oriente Médio 25,6% e 30,4% das vendas líquidas nos períodos em questão e os demais 14,7% e 14,6% representam as exportações para as Américas, África e outras regiões. Nenhum cliente isolado representou mais de 2,6% das suas vendas líquidas em 2008 e 2,5% no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009. No segmento de leites e produtos lácteos, é líder em vendas de leite UHT no Brasil, com um *market share* de 17,2%, com base nos volumes de vendas de janeiro a dezembro de 2008, de acordo com a Nielsen. Possui 8,5% de *market share* na produção doméstica de leite em pó, conforme dados da *USDA* sobre a produção de leite em pó no Brasil em 2008. Em 19 de maio de 2009, a empresa celebra o acordo de associação para unificação de seus negócios com os negócios da Sadia, cuja implementação dependerá, dentre outras condições, das decisões dos órgãos de defesa da concorrência. A Sadia é uma companhia aberta de destaque no setor alimentício, com foco em produtos industrializados congelados, resfriados e margarinas. A Associação está sujeita à aprovação pelos acionistas da empresa Perdigão S.A. e pelos Acionistas da Sadia e, ainda, pelas autoridades de defesa da concorrência, de modo que as suas atividades não serão integradas com as atividades da Sadia até que sejam proferidas as decisões dos órgãos de defesa da concorrência competentes.

A associação com a Sadia S.A.

Em 19 de maio de 2009, a Perdigão S.A. celebra o Acordo de Associação, de forma a viabilizar a unificação de suas operações com as operações da Sadia. Abaixo se encontram os principais passos para a criação e implementação da Associação:

(i) Incorporação HFF, ocorrida em 8 de julho de 2009, por meio de incorporação, por sua Companhia, de ações de emissão da HFF, de acordo com a seguinte relação de substituição: 1 ação ordinária de emissão da HFF para cada 0,166247 ação ordinária de sua emissão; (ii) os demais acionistas da Sadia migrarão para a BRF por meio de incorporação de ações de emissão da Sadia pela Companhia da Perdigão S.A., de acordo com a seguinte relação de substituição: 1 ação ordinária ou preferencial de emissão da Sadia para cada 0,132998 ação ordinária de nossa emissão. Os acionistas dissidentes titulares de ações ordinárias de emissão da Sadia, por ocasião da realização da Incorporação Sadia, terão direito de retirada, nos termos da lei; e (iii) a Concórdia Holding, controladora da Concórdia Corretora e do Concórdia Banco, não é parte da Associação e, portanto, foi vendida aos atuais acionistas controladores da Sadia antes da Incorporação HFF. Com a efetivação desses passos, espera-se que a totalidade das ações de emissão da Sadia passe a ser de titularidade da Perdigão S.A. A Associação está sujeita à aprovação pelos seus acionistas e pelos Acionistas Sadia e, ainda, pelas autoridades de defesa da concorrência, de modo que as atividades da empresa não serão integradas com as atividades da Sadia até que sejam proferidas as decisões dos órgãos de defesa da concorrência competentes. Para maiores informações, ver “Fatores de Risco”. A Associação está em linha com suas estratégias de ampliação da atuação nos mercados interno e externo, e possibilitará a ações complementares entre suas operações. Além disso, a empresa acredita que a Associação trará importantes sinergias e ganhos de escala.

Em 8 de julho de 2009, a Perdigão S.A. aprovou a Incorporação HFF e alterou seu Estatuto Social de forma a estabelecer que o seu Conselho de Administração seja composto por nove a 11 membros, dos quais três foram eleitos conforme indicação de ex-acionistas da HFF com mandato que se encerrará na assembleia geral que deliberará sobre as contas do exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2010, e que o seu Conselho de Administração terá co-presidência, sendo que nenhum dos presidentes terá voto de qualidade no caso de empate. Além disso, sua denominação social foi alterada para BRF e sua sede social transferida para Itajaí, Santa Catarina. A Associação está condicionada à aprovação de autoridades de defesa da concorrência, que podem não aprovar a operação ou impor condições significativas para a sua realização, incluindo compromissos de desempenho ou de se desfazer de determinadas subsidiárias, linhas de produtos, marcas ou fábricas. Em 30 de junho de 2009, a empresa divulgou fato relevante, informando que a Associação foi aprovada pelas autoridades de defesa da concorrência da União Europeia.

Durante a análise das autoridades de defesa da concorrência, a Perdigão S.A. e a Sadia poderão estar sujeitas a determinadas obrigações específicas, que visam a manter inalteradas as condições de mercado, assumidas perante os órgãos antitruste.

No caso de as decisões das autoridades de defesa da concorrência serem submetidas ao controle judicial, a obrigação de manter inalteradas as condições de mercado pode ser mantida enquanto durar a apuração pelo Poder Judiciário.

Informações financeiras da Perdigão S.A.

As informações financeiras da Perdigão S.A. incluídas neste Prospecto devem ser lidas em conjunto com suas demonstrações financeiras consolidadas e auditadas relativas aos exercícios de 2006, 2007 e 2008 e suas informações financeiras consolidadas que foram objeto de revisão especial referentes aos períodos de três meses encerrados em 31 de março de 2008 e de 2009 e respectivas notas explicativas, incluídas neste Prospecto, as quais foram elaboradas em conformidade com as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil vigentes em cada um dos períodos e exercícios indicados, conforme detalhado nas notas explicativas às nossas demonstrações financeiras. Suas demonstrações financeiras consolidadas são compostas pelas informações financeiras da sua Companhia e de nossas subsidiárias. Estão incluídas neste Prospecto: suas demonstrações financeiras consolidadas relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2006, auditadas pela Ernst & Young Auditores Independentes, de acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil, conforme indicado nos respectivos pareceres; suas demonstrações financeiras consolidadas relativas aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2007 e 2008, auditadas pela KPMG Auditores Independentes, de acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil, conforme indicado nos respectivos pareceres, que contém um parágrafo de ênfase referindo-se ao fato da adoção inicial da Lei 11.638 pela Companhia ter ocorrido em 1º de janeiro de 2008, sem aplicação retroativa; e suas informações financeiras consolidadas relativas aos períodos de três meses encerrados em 31 de março de 2008 e de 2009, objeto de revisão especial pela KPMG Auditores Independentes, de acordo com normas específicas emitidas pelo IBRACON, conforme indicado em seu relatório de revisão especial, que contém um parágrafo de ênfase referindo-se ao fato de as informações trimestrais comparativas referentes ao

trimestre encerrado em 31 de março de 2008 não terem sido rerepresentadas pelos efeitos da Lei 11.638, conforme facultado pela CVM.

Informações a respeito da Sadia S.A.

A S.A. Indústria e Comércio Concórdia foi fundada em 1944, por Attilio Francisco Xavier Fontana, no oeste catarinense. Ao longo dos anos firmou sua excelência no segmento agroindustrial e na produção de alimentos derivados de carnes suína, bovina, de frango e de peru, além de massas, margarinas e sobremesas. Nos últimos anos, a Sadia se especializou, cada vez mais, na produção e distribuição de alimentos industrializados congelados e resfriados diferenciados. Uma das preocupações da Sadia é desenvolver, constantemente, novos produtos.

Em 1971, a empresa passou a ser chamada de Sadia Concórdia S.A. Indústria e Comércio, ano este em que abriu seu capital e, em 2001, lançou seus *ADRs – American Depositary Receipts* na Bolsa de Nova York e aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA. Em 2004, a empresa passou a fazer parte do *Latibex*, índice de empresas latino-americanas da Bolsa de Madrid.

Em 1998, a companhia mudou sua razão social para Sadia S.A.

A Sadia é líder em quase todos os segmentos em que atua no Brasil, com uma linha de produtos contendo mais de 700 itens (*SKUs*). De acordo com a ABEF, a Sadia foi a maior exportadora brasileira de aves em 2008. Segundo a ABIPECS, a Sadia foi a segunda maior exportadora de suínos e a maior abatedora de suínos em 2008. A Sadia também é a maior distribuidora de produtos cárneos congelados e resfriados (de acordo com a AC Nielsen, em relatório datado de 2008) e a líder do mercado brasileiro de margarinas.

O alto nível de verticalização adotado pela Sadia assegura o controle de todas as etapas de produção e distribuição de seus produtos. As operações da Sadia compreendem fazendas para criação de matrizes e reprodutores de aves e suínos, incubadoras, centros de criação de suínos, abatedouros, unidades industriais, fábricas de ração animal, escritórios de representação e centros de distribuição. A Sadia foi pioneira na verticalização integrada da criação de aves e

suínos no Brasil, inicialmente adotada no Estado de Santa Catarina. Hoje, exceto pelo segmento de bovinos, todas as operações da Sadia utilizam um sistema de integração vertical consistindo de uma parceria com produtores rurais, com a finalidade de obter animais para abate, criados em condições reprodutoras altamente produtivas e em condições higiênico-sanitárias controladas. A Sadia produz pintos de um dia e leitões e fornece-os a produtores integrados, juntamente com ração, transporte, além de prover assistência técnica e veterinária. A empresa mantém um parque fabril com 18 unidades industriais próprias, espalhadas por 10 estados brasileiros, além de 12 centros de distribuição e contratos de industrialização com terceiros. No exterior, tem duas plantas, uma na Rússia e outra na Holanda.

Em 31 de dezembro de 2008, o grupo Sadia tinha 60.580 funcionários e, por meio de seu Sistema de Fomento Agropecuário, mantém parceria com cerca de 10.000 granjas integradas de aves e de suínos, sendo um dos maiores empregadores do Brasil.

A Sadia exporta cerca de 1.000 itens diferentes para mais de 100 países. Atualmente, a Sadia produz uma gama de produtos, entre os quais, cortes suínos congelados, resfriados, salgados e defumados, banha suína, tocinho defumado, pertences para feijoada; miúdos suínos e de frango congelados e resfriados; frangos inteiros congelados e temperados; cortes e partes de aves congelados e resfriados; cortes de frango marinados e pré-cozidos; perus inteiros congelados e temperados; cortes e partes de peru congelados e temperados; cortes de frango empanados; presuntos cru, cozido e defumado; presuntos tipo "tender"; apresuntados, frios e produtos afins; presunto tipo "Parma"; perus e frangos defumados; presuntos de peru cozido e defumado e frios à base de carne de peru; produtos pré-cozidos e congelados, como almôndegas bovinas, de peru e de frango; hambúrgueres bovinos, de peru e de frango; salsichas suínas, de peru e de frango; lingüiças; mortadelas; salames; copa; apresuntados de peru; frios em geral; patês à base de carne suína e bovina; pratos prontos congelados de carne bovina, de frango e massas; alimentos congelados prontos para serem levados ao forno e servidos, lanches, como empanados de frango, peixe e antepastos, pizzas congeladas e massas frescas resfriadas; margarinas e sobremesas refrigeradas.

Em 2008, a Sadia vendeu 1.084,6 mil toneladas de carne de aves, 133,8 mil toneladas de carne suína, 56,1 mil toneladas de carne bovina e 1.051,3 mil toneladas de produtos industrializados, incluindo produtos cárneos congelados e resfriados, além de margarinas,

gerando uma receita operacional bruta de R\$12,2 bilhões.

No primeiro trimestre de 2009, a Sadia vendeu 228,8 mil toneladas de carne de aves, 36,6 mil toneladas de carne suína, 9,8 mil toneladas de carne bovina e 255,1 mil toneladas de produtos industrializados, incluindo produtos cárneos congelados e resfriados, além de margarinas, gerando uma receita operacional bruta de R\$2,9 bilhões.

As tabelas a seguir apresentam o volume de vendas e a receita operacional bruta da Sadia para os períodos indicados:

A receita operacional bruta no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009 alcançou R\$2,9 bilhões, 10,6% superior ao mesmo período de 2008. Este aumento deve-se ao desempenho no mercado interno, que registrou elevação de vendas em volume e preço. A receita do segmento de industrializados atingiu R\$1,5 bilhão no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009, 17,6% superior ao mesmo período de 2008. O montante corresponde a 51,5% da receita consolidada da Sadia, resultado contínuo do esforço da área comercial nos pontos-de-venda e da força da marca.

A maior concentração das vendas da Sadia no mercado interno superou a média histórica e atingiu 59,5% do total da receita e o equivalente a 53,1% do volume total, com crescimentos em todos os segmentos em que a Sadia atua. Já a performance no mercado externo perdeu participação relativa devido, principalmente, aos impactos da crise econômico-financeira mundial. O volume total de vendas decresceu 0,5% no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009 e totalizou 530,3 mil toneladas. Enquanto o volume de vendas no mercado interno elevou-se em 10,3%, no mercado externo decresceu 10,5% no período de três meses encerrado em 31 de março de 2009, em comparação ao período de 3 meses encerrado em 31 de março de 2008.

Informações financeiras da Sadia S.A.

As informações financeiras da Sadia incluídas neste Prospecto devem ser lidas em conjunto com suas demonstrações financeiras consolidadas e auditadas relativas aos exercícios de 2006, 2007 e 2008 e suas informações financeiras consolidadas que foram objeto de revisão

especial referentes aos períodos de três meses encerrados em 31 de março de 2008 e de 2009 e respectivas notas explicativas, incluídas neste Prospecto, as quais foram elaboradas em conformidade com as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil vigentes em cada um dos períodos e exercícios indicados, conforme detalhado nas notas explicativas às suas demonstrações financeiras. Estão incluídas neste Prospecto:

- as demonstrações financeiras consolidadas da Sadia relativas aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2006, 2007 e 2008, auditadas pela KPMG Auditores Independentes, de acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil, conforme indicado nos respectivos pareceres, que contém um parágrafo de ênfase referindo-se ao fato de as demonstrações financeiras do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2007 terem sido reapresentadas nas mesmas bases adotadas para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2008; e

- as demonstrações financeiras interinas da Sadia relativas aos períodos de três meses encerrados em 31 de março de 2008 e de 2009, objeto de revisão especial pela KPMG Auditores Independentes, de acordo com normas específicas emitidas pelo IBRACON, conforme indicado em seu relatório de revisão especial que contém um parágrafo de ênfase referindo-se ao fato de as informações financeiras relativas ao trimestre encerrado em 31 de março de 2008 terem sido reapresentadas nas mesmas bases adotadas para as informações financeiras relativas ao trimestre encerrado em 31 de março de 2009.

Em 31 de dezembro de 2008, o capital social da Sadia consistia de 257.000.000 ações ordinárias e 426.000.000 ações preferenciais.

Ambos os tipos de ações da Sadia são registrados e negociados publicamente no Brasil na BMF&BOVESPA, desde 1971, atualmente, com os símbolos SDIA3 e SDIA4.

Em junho de 2001, a Sadia aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa, atestando seu compromisso com a transparência e a divulgação justa de informações.

Para aderir ao Nível 1, a empresa emitente das ações deve se comprometer a: assegurar que 25% de seu capital total seja efetivamente disponibilizado para negociação; adotar

procedimentos de oferta que favoreçam a pulverização da propriedade das ações sempre que fizer uma oferta pública; cumprir padrões mínimos de divulgação trimestral de resultados; divulgar acordos de acionistas e programas de opção de compra de ações; fornecer um calendário anual de eventos corporativos; fornecer demonstrações de fluxo de caixa; seguir políticas de divulgação mais rigorosas no que diz respeito a transações realizadas pelos acionistas controladores, conselheiros e diretores executivos no que diz respeito aos títulos emitidos pela empresa.

Em abril de 2001, a Sadia registrou seu programa de Recibos de Depósitos de Ações (*ADRs*) na Bolsa de Valores de Nova York, proporcionando aos investidores um canal alternativo para comprar suas ações. Em 6 de fevereiro de 2008, a relação mudou de 1 *ADR* para 10 ações preferenciais para a nova relação de 1 *ADR* para 3 ações preferenciais.

Desde novembro de 2004, as ações preferenciais da Sadia também são negociadas no *LATIBEX*, com o símbolo *XSDI*. *LATIBEX* é um mercado eletrônico criado em 1999 pela Bolsa de Valores de Madri, a fim de possibilitar a negociação de valores mobiliários da América Latina expressos em euros.

Em setembro de 2005, devido à melhoria na liquidez de suas ações preferenciais, a Sadia tornou-se a primeira empresa em seu segmento a ser parte da carteira teórica do Ibovespa.

Em dezembro de 2005, a Sadia concedeu aos seus acionistas preferenciais o direito de inclusão em oferta pública resultando de uma eventual mudança no controle da Sadia (*tag along*), e assim habilitar seus titulares a um preço igual a 80% do valor pago por ação ordinária integrante do bloco de controle. Também foi eliminado o direito a dividendo, por ação preferencial, 10,0% maior do que o de cada ação ordinária.

Em 2007, a Sadia foi incluída no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BMF&BOVESPA, como uma das 32 empresas de capital aberto com o melhor desempenho em práticas de sustentabilidade corporativa. Em 2008, a Sadia novamente foi incluída no ISE como uma das 30 companhias de capital aberto comprometidas com meio ambiente, responsabilidade social e desenvolvimento sustentável. Em 2008, as ações preferenciais da Sadia tiveram um volume financeiro diário de R\$29,2 milhões, o que representou um

aumento de 56,1% em comparação ao volume financeiro de 2007.

Em 2008, os *ADRs* da Sadia tinham um volume financeiro médio diário de US\$10,4 milhões, enquanto que em 2007, os *ADRs* da Sadia apresentaram um volume financeiro médio diário de US\$8,4 milhões. A quantidade de ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (*NYSE*) representou 26,2% da quantidade total de ações preferenciais da Sadia negociadas, que foi de 21,1% em 2007.

Informações financeiras consolidadas

As informações financeiras consolidadas *pro forma* abaixo relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2008 e ao período de três meses encerrado em 31 de março de 2009 foram preparadas de forma a refletir resultados da Perdigão S.A. consolidados *pro forma*, como se a combinação de negócios com a Sadia tivesse ocorrido, e portanto, a Sadia estivesse sob o controle da Perdigão S.A. desde 1º de janeiro de 2008.

As informações financeiras consolidadas *pro forma* de resultado foram preparadas com base nas demonstrações de resultado consolidadas históricas auditadas e revisadas, respectivamente, da Companhia e da Sadia, relativas àquele exercício e período.

O balanço patrimonial consolidado *pro forma* em 31 de março de 2009 foi preparado de forma a refletir os ajustes *pro forma* ao balanço patrimonial consolidado da Perdigão S.A., como se a combinação de negócios com a Sadia tivesse ocorrido, e portanto, a Sadia estivesse sob nosso controle em 31 de março de 2009. O balanço patrimonial consolidado *pro forma* foi preparado com base no balanço patrimonial consolidado revisado, da Companhia e da Sadia em 31 de março de 2009.

As informações financeiras consolidadas da Perdigão S.A. *pro forma* não auditadas são apresentadas exclusivamente para fins informativos e não devem ser utilizadas como indicativo de suas futuras demonstrações financeiras consolidadas e interpretadas como suas demonstrações de resultado e/ou posição patrimonial e financeira efetiva.

De acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil, as informações financeiras

consolidadas *pro forma* não podem ser objeto de auditoria, tendo em vista que a combinação de negócios com a Sadia não ocorreu nas datas das suas demonstrações financeiras consolidadas históricas consolidadas.