

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

RAFAELLA LÍVIA MOURAD

**BRF S/A: uma análise da fusão entre Sadia e Perdigão e os  
efeitos no longo prazo**

SÃO PAULO  
2022

RAFAELLA LÍVIA MOURAD

**BRF S/A: uma análise da fusão entre Sadia e Perdigão e os  
efeitos no longo prazo**

Monografia apresentada ao curso de Ciências  
Econômicas da Universidade de São Paulo  
como requisito para a obtenção do título de  
Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Franco Luzio.

SÃO PAULO  
2022

Mourad, Rafaella Lívia

BRF S/A: uma análise da fusão entre Sadia e Perdigão e os efeitos no longo prazo - São Paulo, 2022.

107 páginas

Área de Concentração: Finanças Corporativas

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Franco Luzio

Monografia - Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo. Departamento de Ciências Econômicas.

1. BRF S.A.; 2. Estudo de Caso; 3. Fusões; 4. Aquisições

Dedico este trabalho aos meus pais e a minha  
irmã, que sempre acreditaram em mim e  
nunca deixaram de me apoiar.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Regina e Mauro, pela formação que me deram, pela liberdade e incentivo na busca de meus desejos e, principalmente, por todos os valores que me passaram e continuam me passando.

Agradeço a minha irmã, Alessandra, que é uma grande inspiração de força, coragem e determinação, e que me faz querer buscar sempre o melhor de mim, tanto como pessoa quanto como profissional.

Agradeço a minha maior companheira, Gabriela, que sempre esteve comigo em todos os momentos, de comemorações e de apoio, e que é um exemplo de bondade, humildade e carisma.

Agradeço aos meus professores, do Colégio Objetivo, do Cursinho Poliedro e da FEA USP, pelo vasto conhecimento compartilhado, pela paciência e resiliência em ensinar, e pelo amor que me fizeram sentir na educação.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Eduardo Franco Luzio, pela disponibilidade, pelas críticas construtivas, pelas discussões e reflexões necessárias para o desenvolvimento e conclusão da minha tese.

Agradeço aos meus amigos e colegas de faculdade, que tornaram a jornada mais leve e divertida.

*“Educação não transforma o mundo.  
Educação muda as pessoas. Pessoas  
transformam o mundo.”*

Paulo Freire

## RESUMO

O presente trabalho de monografia busca analisar os resultados obtidos a partir do processo de fusão e aquisição das empresas Sadia e Perdigão, ocorrido em 2009, que deu origem à BRF S.A. Para alcançar tal objetivo, utiliza-se a metodologia de estudo de caso com abordagem do tipo lógica científica com embasamento dedutivo. Por conseguinte, a análise será feita com base nas informações financeiras das referidas empresas e na construção dos indicadores econômico-financeiros de desempenho operacional da BRF S.A. entre 2009 e 2021, além do ano de 2008, sendo este na base Pro-Forma. Busca-se entender, também, os motivos da empresa estar operando da maneira que for observada, se é um contexto setorial ou se o fator é relacionado diretamente à mesma e, para isso, fará parte da análise a empresa JBS S.A., funcionando como *benchmarking*. Os resultados pretendem levantar discussões sobre os processos de fusões e aquisições e como as empresas se comportam no longo prazo.

**Palavras-chave:** BRF S.A.; Estudo de Caso; Fusões; Aquisições.

**Códigos JEL:** G10; G34; L20; L66; O22.

## ABSTRACT

This monograph will seek to analyze the results obtained from the merger and acquisition process of the companies Sadia and Perdigão that took place in 2009, which gave rise to BRF S.A. To achieve this objective, the project will be based on a case study methodology with a scientific logic approach with a deductive basis. The analysis will also incorporate financial information of the aforementioned companies and the construction of the economic-financial indicators of operational performance of BRF S.A. between 2009 and 2021, in addition to the year 2008 on the Pro-Forma basis. Furthermore, the study is sought to understand the reasons for the company to be operating in the way that is observed, if it is a sectorial context or if the factor is directly related to the company. Therefore, to accomplish an assertive interpretation the company JBS S.A. will be part of the analysis, functioning as benchmarking. The results intend to raise discussions about mergers and acquisitions processes and how companies behave in the long term.

**Keywords:** BRF S.A.; Case Study; Mergers; Acquisitions.

**JEL Classification Codes:** G10; G34; L20; L66; O22.

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 - Comparativo do preço da ação da BRF (BRFS3) com o IBOV entre 02/01/2009 a 13/09/2022.....	18
Gráfico 2 - Comparativo entre preços das ações do setor alimentício e IBOV entre 02/01/2009 a 13/09/2022.....	19
Gráfico 3 - Variação do preço das ações de empresas alimentícias em 12 meses x preço em 14/09/2022 .....	20
Gráfico 4 - Volumes no Mercado Externo e Interno 2007-2008 (R\$ bilhão).....	57
Gráfico 5 - Volumes no Mercado Externo e Interno 2008-2021 (R\$ bilhão).....	60

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 - Vendas de alimentos básicos por categoria (2021).....	29
Quadro 2 - Vendas de carnes processadas, frutos do mar e alternativas (2021).....	30
Quadro 3 - Participação de mercado em carnes e frutos do mar processados e alternativas à carne - % NBO (2021).....	31
Quadro 4 - Acordo de fusão entre Sadia e Perdigão. ....	51

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Principais indicadores Sadia 2007-2008.....	34
Tabela 2 - Principais indicadores Perdigão 2007-2008.....	36
Tabela 3 - Comparativo dos principais indicadores da Sadia e Perdigão em 2008. ....	37
Tabela 4 - Principais indicadores BRF 2008-2011. ....	38
Tabela 5 - Principais indicadores BRF 2008-2021. ....	41
Tabela 6 - Composição acionária da BRF S.A. ON (BRFS3). ....	43
Tabela 7 - Principais indicadores JBS 2008-2021. ....	46
Tabela 8 - Composição acionária da JBS S.A. ON (JBSS3). ....	47
Tabela 9 - Comparativo dos principais indicadores da BRF e JBS em 2009.....	48
Tabela 10 - Receita Operacional Bruta 2007-2008 (em R\$ bilhão).....	56
Tabela 11 - Receita Operacional Bruta 2008-2021 (R\$ bilhão).....	59
Tabela 12 - Funcionários e ROB/Funcionários 2008-2021 (em R\$ mil).....	61
Tabela 13 - Lucro Bruto e Margem Bruta 2007-2008 (em R\$ bilhão).....	62
Tabela 14 - Lucro Bruto e Margem Bruta 2008-2021 (R\$ bilhão).....	66
Tabela 15 - EBITDA e Margem EBITDA 2007-2008 (em R\$ bilhão).....	67
Tabela 16 - EBITDA e Margem EBITDA 2008-2021 (R\$ bilhão).....	70
Tabela 17 - Dívida Bruta e Alavancagem 2007-2008 (em R\$ bilhão).....	71
Tabela 18 - Dívida Bruta e Alavancagem 2008-2021 (R\$ bilhão).....	74
Tabela 19 - Capex 2007-2008 (em R\$ bilhão).....	76
Tabela 20 - Capex 2008-2021 (R\$ bilhão) .....	80
Tabela 21 - Ciclo Financeiro 2007-2008 (em dias).....	82
Tabela 22 - Ciclo Financeiro 2008-2021 (R\$ bilhão) .....	84

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1 Objetivo .....	15
1.1.1 Objetivos específicos .....	15
1.2 Justificativa .....	16
1.3 Hipótese.....	22
1.4 Metodologia .....	22
1.4.1 Base de dados e indicadores.....	23
1.5 Delimitação do estudo.....	23
1.6 Estrutura do trabalho .....	23
<b>2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....</b>	<b>25</b>
<b>3 SETOR ALIMENTÍCIO E EMPRESAS.....</b>	<b>28</b>
3.1 Setor alimentício .....	28
3.2 Sadia .....	32
3.3 Perdigão .....	34
3.4 Sadia x Perdigão.....	36
3.5 BRF S.A. .....	37
3.5.1 Composição acionária .....	42
3.6 JBS S.A. .....	43
3.6.1 Composição acionária .....	47
3.7. BRF x JBS .....	47
<b>4 EVOLUÇÃO HISTÓRICA.....</b>	<b>49</b>
4.1 Pré fusão .....	49
4.2 Durante a fusão .....	50
4.3 Pós fusão .....	52
<b>5 ANÁLISE DOS INDICADORES .....</b>	<b>55</b>
5.1 Receita Operacional Bruta (ROB).....	55
5.2 Lucro Bruto e Margem Bruta .....	62
5.3 EBITDA e Margem EBITDA .....	67

5.4 Endividamento e alavancagem.....	71
5.5 Capex.....	75
5.6 Ciclo financeiro .....	81
<b>6 CONCLUSÃO .....</b>	<b>85</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>89</b>
<b>APÊNDICE A .....</b>	<b>93</b>
<b>APÊNDICE B .....</b>	<b>98</b>
<b>APÊNDICE C .....</b>	<b>102</b>
<b>APÊNDICE D .....</b>	<b>105</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O aumento da competitividade e o avanço da tecnologia impulsionam um fator importante na lógica do livre mercado, trazendo desafios para as empresas e colocando-as em uma zona exploratória de inovação e de acesso a novos produtos e mercados.

No entanto, para muitos negócios, a busca pelo novo e a tentativa de agregar valor ao portfólio existente é um desafio, e o processo de inovar acaba não sendo o melhor caminho para garantir vantagem entre os concorrentes. As reestruturações societárias, como é o caso das fusões e aquisições (F&A), são estratégias que fazem com que as instituições se tornem mais competitivas a partir de mudanças estruturais e/ou organizacionais.

Segundo a definição dada pelo Novíssimo dicionário de economia<sup>1</sup>:

Fusão é a união de duas ou mais companhias, formando uma única grande empresa, geralmente sob controle administrativo da maior ou mais próspera delas. Esse tipo de associação permite reduções de custos, mas pode levar a práticas restritivas ou monopolistas (SANDRONI, 2004, p. 259).

No Brasil, os processos de F&A são fiscalizados pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)<sup>2</sup>, órgão regulador vinculado ao Ministério da Justiça e Segurança Pública e, tem por objetivo principal, garantir que tais processos sejam a favor da livre concorrência, bem como em evitar que práticas anticompetitivas sejam impostas.

Ademais, existem diferentes denominações para caracterizar uma fusão, dependendo da função econômica, do motivo da transação e da relação entre as empresas. Dentre elas, Sandroni (2004) apresenta dois tipos: as fusões horizontais e as verticais. Quando duas empresas que produzem o mesmo produto no mercado se unem, estas são chamadas de fusões horizontais, como por exemplo, duas empresas que produzem cerveja. O autor completa que, geralmente, esse tipo de fusão acontece entre uma empresa grande, que possui alta participação no mercado, e outra de menor porte que, consequentemente, possui menor

---

<sup>1</sup> SANDRONI, S. **Novíssimo dicionário de economia**. 13 ed. São Paulo: Editora Best Seller, 2004.

<sup>2</sup> O Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE tem sua função e estrutura jurídicas disciplinadas atualmente pela Lei 12.529/2011, que “estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência e dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica”.

participação no mercado. Já as fusões de duas empresas que produzem produtos pertencentes a diferentes etapas do processo produtivo são denominadas como fusões verticais. Este é o caso de, por exemplo, uma empresa produtora de calçados que se funde com uma empresa produtora de couro.

Analizando as definições dadas pelo autor, pode-se dizer que as fusões horizontais levam a uma menor competitividade dada a eliminação de um concorrente pela firma adquirente, aumentando assim seu poder de mercado. Por outro lado, esse movimento também leva a um melhor aproveitamento das estruturas deste, por reduzir a chance de uma firma menos competente perder sua eficiência e encerrar suas operações de forma inesperada.

As fusões, ainda, podem ser estruturadas de diversas maneiras e podem acontecer por motivos variados como, por exemplo, por interesses acionários, exigências do mercado ou então necessidades operacionais visando melhores resultados.

Conforme Oliveira e Rocha (2006)<sup>3</sup>, os processos de união entre empresas podem ocorrer por razões estratégicas, financeiras ou por ambos. As fusões estratégicas visam o melhoramento operacional das empresas por meio da eliminação das funções redundantes e o reposicionamento no *share* do mercado, aumentando, assim, a sua participação e permitindo o avanço nos canais de distribuição e na obtenção de matérias-primas. Já as fusões financeiras são motivadas pelo objetivo de se obter uma melhora no fluxo de caixa da companhia, por meio da redução de custos e da venda de ativos improdutivos ou não compatíveis.

Para Seth (1990)<sup>4</sup>, várias hipóteses são propostas para explicar por que as aquisições ocorrem e estas podem ser amplamente categorizadas como sendo teorias de maximização. As hipóteses de maximização de valor da aquisição preveem que a riqueza dos acionistas, tanto das empresas adquirentes quanto das empresas-alvo, aumenta como resultado da aquisição, gerando criação de valor. Aqui cabe colocar a discussão de que não é possível ter

---

<sup>3</sup> DE OLIVEIRA, U. R.; ROCHA, H. M. Fusões e aquisições para alavancagem de recursos e otimização da estrutura organizacional. In: XIII SIMPEP, Bauru, São Paulo, de 6 a 8 de novembro de 2006. *Anais [...] Bauru*, São Paulo: UNESP, 2006.

<sup>4</sup> SETH, A. *Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues*. *Strategic Management Journal*, v. 11, n. 2, p. 99-115, 1990. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486658>. Acesso em: 22 set. 2022.

a certeza do resultado da fusão entre as empresas e, por isso, argumentar que o motivo de uma empresa se unir com outra é devido à geração de valor é, de certa forma, equivocado.

Um caso que ganhou relevância por unir duas grandes empresas do setor alimentício foi a fusão entre Sadia e Perdigão, que ocorreu em 2009. Ao completar 75 anos, a Perdigão anunciou sua fusão com a Sadia, dando início ao processo de unificação das duas companhias. O processo foi iniciado em 2009 e concluído em 2011, o que deu origem à Brasil Foods, em um primeiro momento, e que depois teve o seu nome alterado para BRF S.A., hoje assim nomeada.

## **1.1 Objetivo**

Este trabalho de monografia possui como objetivo analisar o processo de fusão e aquisição das empresas Sadia e Perdigão ocorrido em 2009 e verificar, a partir de indicadores econômico-financeiros, o desempenho operacional das empresas após mais de dez anos do processo de F&A. Busca-se entender, também, os motivos da empresa estar operando da maneira que foi observada, investigando se o resultado parte de um contexto setorial ou se o fator é relacionado unicamente à Empresa.

### **1.1.1 Objetivos específicos**

- a) Identificar o impacto do processo de fusão e aquisição, verificando a capacidade operacional da Empresa no longo prazo;
- b) Verificar se o resultado analisado da BRF S.A. se estende para o setor como um todo ou se é característica específica da Empresa.

## 1.2 Justificativa

Em 2008, a Sadia atuava de forma agressiva financeiramente a partir de operações no mercado financeiro e, desde a quebra do banco americano *Lehman Brothers*<sup>5</sup>, a empresa veio a apresentar perdas bilionárias com derivativos cambiais. Para cobrir uma parte relevante do endividamento, a Sadia resolve então negociar com a Perdigão, formando a BRF S.A.

Dos diversos estudos de caso que existem a respeito deste tema, não é possível encontrar um que relate os resultados operacionais da empresa no longo prazo desde o processo que originou a BRF, além do fato de que eles se limitam a indicadores triviais das finanças corporativas. Esses estudos analisam as empresas Sadia e Perdigão pelo período de um a dois anos antes do processo de fusão, ou seja, 2007 a 2008, e a BRF S.A. após esse processo, entre os anos de 2009 a, no máximo, 2014. Tais análises podem ser enviesadas por tratar-se de um período de tempo muito curto e não serem capazes de dizer se a BRF S.A. passou a operar positiva ou negativamente de fato, ou se foi efeito do processo de fusão.

Ademais, existe uma série de indicadores econômico-financeiros que podem ajudar a responder o desempenho de uma companhia, mas que demandam um processo mais robusto a partir do planilhamento de dados, montagem de indicadores, seguida de sua análise. Este se configura como um estudo mais quantitativo dos dados. Dentre eles, existem alguns indicadores importantes para verificar a saúde financeira de uma companhia, que fazem sentido se avaliados em conjunto e se forem utilizados os relatórios da empresa que explicam os resultados. Dessa forma, podem ser citados, por exemplo, a Receita Operacional Bruta (ROB), o Lucro Bruto, o EBITDA, o Endividamento Bruto, o Capex e o Ciclo Financeiro. Nesta monografia, essa análise será feita e a discussão é desenvolvida no quinto capítulo.

Logo de partida, um ponto interessante que podemos observar no mercado, e que justifica o motivo da análise da fusão entre as empresas ser importante de ser observada no longo prazo, é o preço da ação variando ao longo do tempo, bem como sua comparação com o IBOV e com outras empresas do setor. Este é um indicativo que nos mostra a reação do mercado de acordo com os resultados que a empresa apresentou e que pode vir a apresentar.

---

<sup>5</sup> O banco de investimentos *Lehman Brothers* veio à falência em 2008, após a crise de *subprimes* do mercado norte americano.

Por conseguinte, uma ação que, por exemplo, está sendo vendida barata no mercado, pode exibir sinais de que a companhia a que ela está vinculada está passando por algum tipo de dificuldade financeira ou operacional, justificando a reação negativa de investidores a esses fatores e, assim, abaixando o seu preço.

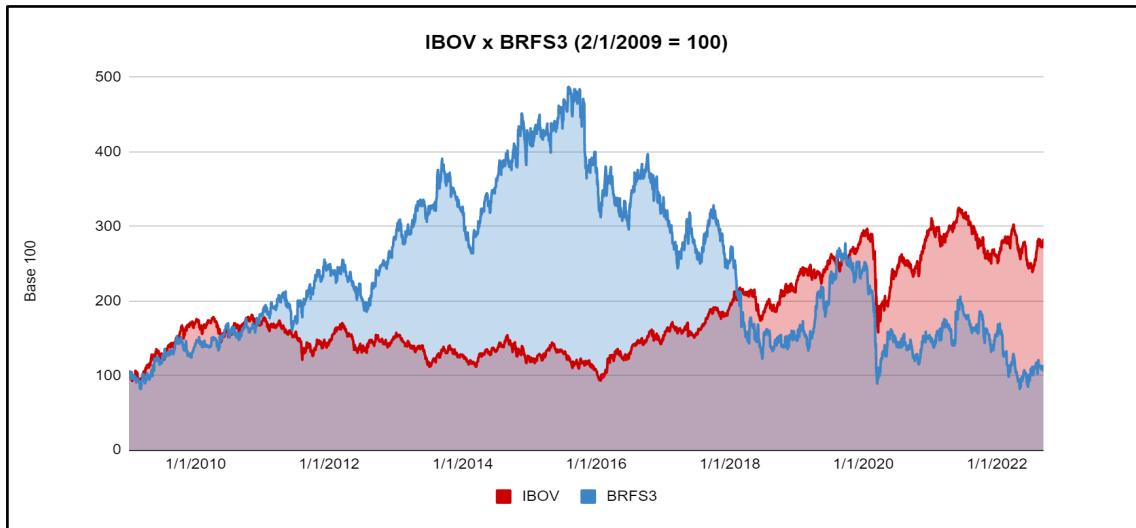
Se aplicarmos neste exemplo a Lei da Oferta e Demanda, acionistas que demandam menos ações de uma companhia por determinado motivo, faz com que o preço tenda a cair, pois a oferta excede a demanda de mercado. O contrário é válido para investidores que observam uma perspectiva positiva nos resultados de uma empresa e passam a demandar mais ações dela no mercado, logo, o preço tende a subir, pois existem mais compradores interessados.

Seguindo essa lógica, uma análise interessante para essa discussão é observar o preço da ação da BRF - BRFS3 -, negociada na bolsa de valores, e comparar com o indicador “base” do mercado acionário brasileiro - o Ibovespa<sup>6</sup>. Verificando o gráfico abaixo, nota-se que a ação da BRF teve seu período de ascensão a partir de 2013, mas, dois anos depois, em 2015, esse cenário se reverteu e a ação seguiu um caminho divergente.

---

<sup>6</sup> Segundo definição dada pela B3, o Ibovespa “é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3 e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro”. Ele serve como um termômetro para o mercado, já que é composto por empresas importantes da economia e sua análise qualitativa consiste na observação de seu valor e comparação com os resultados das empresas do próprio Ibovespa ou qualquer outra do mercado.

Gráfico 1<sup>7</sup> - Comparativo do preço da ação da BRF (BRFS3) com o IBOV entre 02/01/2009 a 13/09/2022.



Fonte: Do autor, 2022.

Como pode ser observado no Apêndice C, neste período, especificamente no exercício de 2016, a companhia teve seu primeiro prejuízo registrado no valor de R\$ 372,4 bilhões ante lucro líquido de R\$ 2,9 bilhões no ano anterior e, a partir deste ano, a piora se agravou, chegando ao seu pior resultado histórico em 2018, com prejuízo de R\$ 4,5 bilhões.

O motivo para o resultado visto em 2016 foi ocasionado, principalmente, pela baixa do dólar e que possui um efeito duplo: se por um lado favorece a compra de rações pela baixa do preço das *commodities*, por outro, reduz o lucro obtido com as exportações.

Já em 2018, o motivo principal do prejuízo apresentado foi em decorrência da greve dos caminhoneiros e por medidas protecionistas que impediram o custo de ser repassado aos consumidores. Além disso, desde 2017, a companhia esteve envolvida na Operação Carne Fraca/Trapaça, que trouxe desafios para a BRF devido a exclusão da companhia em diversos

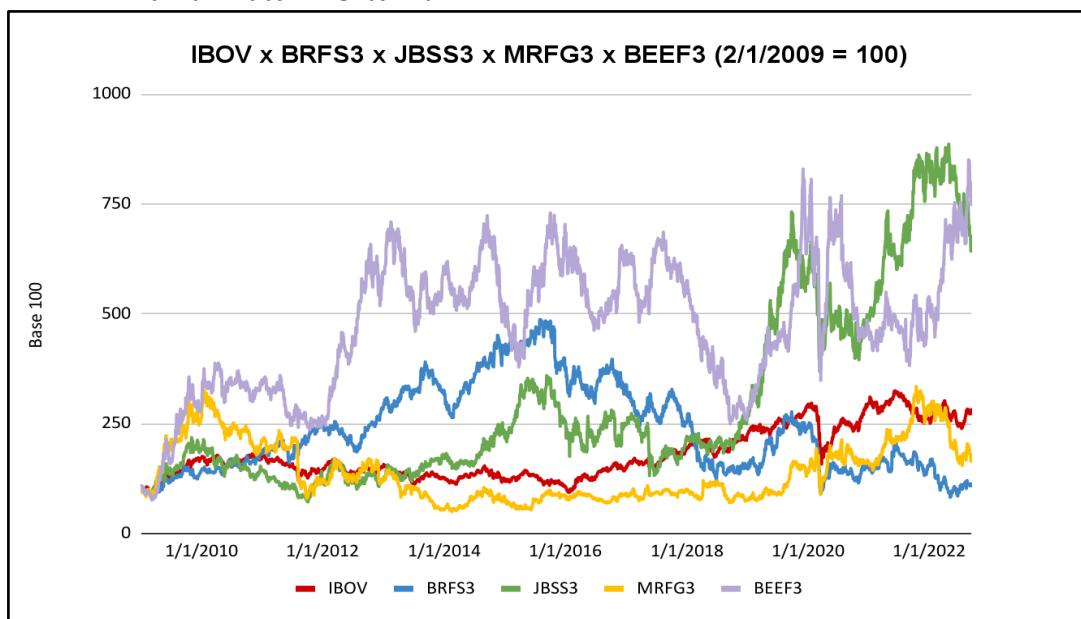
<sup>7</sup> O gráfico foi estruturado com os dados públicos disponíveis na plataforma Investing.com. O período de análise é de 01/01/2009 até 13/09/2022. Todos os dados foram extraídos em 13 de setembro de 2022.

Para a BRF, ver <https://br.investing.com/equities/brf-foods-on-ej-nm-historical-data>; e Para IBOV, ver <https://br.investing.com/indices/bovespa-historical-data>.

pontos estratégicos de exportação, além da prisão do ex-presidente global da companhia, Pedro de Andrade Faria<sup>8</sup>.

Partindo para uma análise comparativa agora, se observarmos o gráfico 2 abaixo, por exemplo, o preço da ação da BRF S.A. (BRFS3) apresentou um pico em 2015 e, a partir disso, demonstrou queda, nunca voltando aos patamares observados. Todavia, verificando a ação da JBS S.A. (JBSS3), atuante no mesmo setor da BRF S.A., seu preço vem subindo a níveis históricos. Para atribuir um panorama contextual desse impacto, evidencia-se a ação da BRF, que chegou a ser negociada a R\$ 68,11 em setembro de 2014 e que, nos dias atuais, encontra-se a um preço na casa de R\$ 15,40.

Gráfico 2<sup>9</sup> - Comparativo entre preços das ações do setor alimentício e IBOV entre 02/01/2009 a 13/09/2022.



Fonte: Do autor, 2022.

<sup>8</sup> BRF tem novo prejuízo em 2018, de R\$4,4 bilhões. G1, 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/02/28/brf-tem-novo-prejuizo-em-2018-de-r-44-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 26 jun. 2022.

<sup>9</sup> O gráfico foi estruturado com os dados públicos disponíveis na plataforma Investing.com. O período de análise é de 01/01/2009 até 13/09/2022. Todos os dados foram extraídos em 13 de set. 2022.

Para a BRF, acessar <https://br.investing.com/equities/brf-foods-on-ej-nm-historical-data>;

Para JBS acessar <https://br.investing.com/equities/jbs-on-nm-historical-data>;

Para Marfrig acessar <https://br.investing.com/equities/marfrig-on-nm-historical-data>;

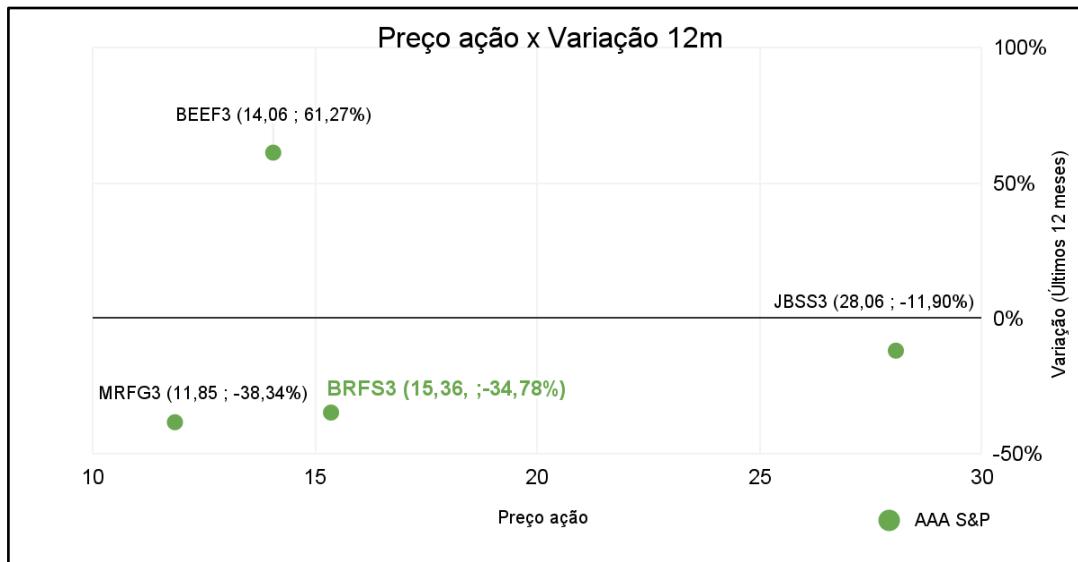
Para Minerva acessar <https://br.investing.com/equities/minerva-on-nm-historical-data>;

Para IBOV acessar <https://br.investing.com/indices/bovespa-historical-data>.

Observando os gráficos dos preços das ações das empresas, temos um indicativo de que a BRF pode estar apresentando algum sinal de divergência com as demandas do mercado, principalmente em relação a sua concorrente JBS. É importante pontuar que não existe um fator único que explique tal resultado e o preço da ação não é o único indicador que demonstra o desempenho de uma firma no mercado.

Abaixo, tem-se uma nuvem de pontos com as empresas do setor alimentício e que mostra, principalmente, a grande variação do preço da ação da Minerva (BEEF3) no dia 14 de setembro de 2022, em relação ao mesmo dia 12 meses antes. As demais empresas ficam no negativo na sua variação de 12 meses, tendo a Marfrig liderando o *ranking* das maiores quedas, com -38,34%, seguida da BRF, com -34,78%. A JBS segue como a empresa líder, apresentando o maior preço de sua ação sendo negociada no mercado, a R\$ 28,06, em 14 de setembro de 2022.

Gráfico 3<sup>10</sup> - Variação do preço das ações<sup>11</sup> de empresas alimentícias em 12 meses x preço em 14/09/2022<sup>12</sup>.



Fonte: Do autor, 2022.

<sup>10</sup> Gráfico estruturado a partir das informações públicas do site do Valor Empresas. Para todas as empresas (BRFS3, JBSS3, BEEF3 e MRFG3), acessar <https://valor.globo.com/empresas/valor-empresas-360/> e no campo de busca colocar o *ticker* para obter as informações. Dados extraídos em 14 set. 2022.

<sup>11</sup> Variação percentual do último preço negociado em relação ao mesmo dia do ano anterior.

<sup>12</sup> Preço de abertura do mercado de ações no dia 14 set. 2022.

Este estudo, portanto, se propõe a analisar a situação dos indicadores econômico-financeiros da Sadia e Perdigão antes da fusão e verificar os mesmos indicadores da BRF S.A. e JBS S.A., sua maior concorrente, desde o processo até os dias atuais, buscando identificar quais resultados a empresa obteve e qual foi o impacto do ocorrido no longo prazo.

A escolha pela JBS em detrimento a Minerva e a Marfrig é por ela ser capaz de nos trazer insumos relevantes ao comparar com a BRF, visto que possuem similaridade em sua produção, tendo maior variedade em seus portfólios. Enquanto a Marfrig e a Minerva são especializadas em carne bovina, na produção e comercialização de carne *in natura* e seus derivados, a BRF e a JBS possuem um portfólio mais diversificado, contando com a venda de carne bovina, carne suína, carne de aves, embutidos, pratos prontos, empanados e outros.

E, além de serem voltadas ao mesmo segmento, a JBS é uma empresa importante no setor por ser uma companhia já consolidada no mercado, contando com mais de 70 marcas - dentre elas Friboi, Seara e *Swift* - e, por apresentar resultados expressivos no setor, por exemplo, em 2021, a JBS atingiu a marca de R\$ 361,5 bilhões em receita operacional bruta ante R\$ 28,6 bilhões da Minerva e R\$ 86,6 bilhões da Marfrig, no mesmo período.

Ademais, a JBS está distribuída mundialmente em 15 países, com mais de 400 unidades de produção, o que aumenta sua eficiência operacional, diminui os riscos de eventuais problemas regionais e aumenta sua flexibilidade de vendas com centros de distribuição espalhados geograficamente. Já a Minerva está presente em sete países com 30 unidades industriais, dentre eles Estados Unidos, China, Itália e Argentina, enquanto a Marfrig está em 12 países, com 33 unidades de produção presentes, por exemplo, no Uruguai, nos Estados Unidos e no Chile.

Por fim, a realização deste estudo é viável devido ao fato de as empresas disponibilizarem em suas plataformas *online* seus relatórios anuais e suas demonstrações financeiras, bem como demais documentos necessários para o levantamento dos dados e suas explicações.

### 1.3 Hipótese

Se a decisão de realizar fusões entre empresas ocorre do suposto de que juntas são capazes de terem um melhor aproveitamento de suas estruturas operacionais, obtendo melhores resultados, então este estudo busca verificar se o processo de criação da BRF S.A. resultou em uma empresa de melhor performance econômico-financeira, à medida que evolui seus resultados de modo consistente e similar a outros *players* do setor.

### 1.4 Metodologia

A monografia irá atender às características de uma pesquisa descritiva, uma vez que o seu desenvolvimento irá se pautar na observação, descrição e análise dos dados planilhados e publicados pelas empresas, bem como em relacioná-los às informações disponíveis publicamente. Como colocado por Beuren (2013, p. 81)<sup>13</sup>, "a pesquisa descritiva preocupa-se em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, e o pesquisador não interfere neles."

O desenvolvimento da monografia se configura como um estudo de caso ao fazer o uso dos dados coletados das empresas em análise para explorar os efeitos que um determinado fenômeno, sendo este a fusão entre Sadia e Perdigão, possui em cada indicador. Segundo Yin (2001, p. 33)<sup>14</sup>: "... o estudo de caso, como estratégia de pesquisa, comprehende um método que abrange tudo - com a lógica de planejamento incorporando abordagens específicas à coleta de dados e à análise de dados". Yin (2001) enfatiza ser a estratégia mais escolhida quando é preciso responder a questões do tipo "como", "por quê" e "quando" o pesquisador possui pouco controle sobre os eventos pesquisados.

---

<sup>13</sup> BEUREN, I. M. I. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Editora Atlas SA, 2013.

<sup>14</sup> YIN, R. K. **Estudo de caso:** planejamento e métodos. 2 ed. Bookman Editora, 2001.

#### 1.4.1 Base de dados e indicadores

As bases de dados utilizadas foram estruturadas a partir das Demonstrações Financeiras das empresas - Sadia, Perdigão, BRF S.A. e JBS S.A. -, além dos Comunicados, Fatos Relevantes, Relatórios Anuais e demais documentos disponibilizados nos *sites* das companhias, na parte de Relacionamento com Investidor. Todas as bases e informações são públicas.

Para Sadia, as Demonstrações Financeiras foram retiradas do *site* da CVM<sup>15</sup>. Para Perdigão, suas Demonstrações Financeiras foram retiradas do *site* da BRF S.A. na parte de Relacionamento com Investidor até 2009. A partir de 2009, o *site* da BRF S.A., na parte de Relacionamento com Investidor, é destinado a informações da BRF S.A.<sup>16</sup> Para JBS, suas Demonstrações Financeiras foram retiradas do *site* da JBS S.A. na parte de Relacionamento com Investidor.<sup>17</sup>

#### 1.5 Delimitação do estudo

O desenvolvimento da monografia foi baseado nas demonstrações financeiras das companhias Sadia S.A e Perdigão S.A, entre os anos de 2007 e 2008, e nas mesmas demonstrações da BRF S.A, nos exercícios dos anos de 2009-2021, além do ano de 2008 na base Pro-Forma. No projeto, também foram contempladas as mesmas informações da JBS S.A. para os anos de 2008-2021, que funcionam como *benchmarking* em nossas observações.

#### 1.6 Estrutura do trabalho

O trabalho em questão é estruturado em seis capítulos, além de ser iniciado com um resumo, o sumário e a listagem de gráficos, quadros e tabelas.

---

<sup>15</sup> Companhias abertas. *CVM*, 2022. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/cias-abertas.asp%3E>. Acesso em: 5 jun. 2022.

<sup>16</sup> Informações financeiras. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://ri.brf-global.com/informacoes-financeiras/>. Acesso em: 16 mai. 2022.

<sup>17</sup> Informações financeiras. **JBS S.A.**, 2022. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 26 mai. 2022.

O primeiro capítulo introduz o problema a ser desenvolvido, o objetivo geral e os específicos, a justificativa, a hipótese da tese, a metodologia da pesquisa, a delimitação do estudo e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo atende à revisão bibliográfica, apresentando os estudos já realizados no tema do projeto de monografia, bem como os indicadores e períodos analisados.

O terceiro capítulo é destinado à contextualização do tema abordado, bem como à descrição do setor em análise e das empresas investigadas. Serão abordados aqui informações da Sadia S.A., Perdigão S.A., BRF S.A. e JBS S.A. e do setor que estão inseridas, sendo este o alimentício, especificamente o de carnes e derivados.

O quarto capítulo discute os períodos pré, durante e pós fusão, bem como as motivações que levaram a tal processo e como o mesmo foi conduzido, além de contextualizar o momento do início de operação da empresa recém formada, introduzindo o capítulo seguinte que abordará a parte de análise dos indicadores.

O quinto capítulo apresenta a parte prática do estudo, em que são apresentados os indicadores econômico-financeiros, bem como suas análises.

No sexto capítulo, são apresentadas as conclusões da monografia, respondendo à hipótese inicial do trabalho, e também são feitas sugestões de análises para estudos futuros.

## 2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O estudo sobre a fusão entre Sadia e Perdigão é bastante explorado na literatura por se tratar da união de duas grandes concorrentes do setor alimentício e que chegou até a ser nomeada por Olavo Zago Chinaglia, conselheiro do CADE na época, como o maior caso avaliado pelo órgão regulador<sup>18</sup>. No entanto, essa análise não foi totalmente explorada por estudos anteriores, uma vez que não abordam a totalidade do assunto. Estes fazem uma investigação abrangendo um período muito curto e/ou não cobrem a totalidade dos indicadores econômico-financeiros e após mais de dez anos do processo entre as empresas, hoje, essas análises podem ter resultados equivocados.

Dos diversos estudos de caso que existem a respeito deste tema, não é possível encontrar um que relate os aspectos operacionais da empresa em um período de tempo de longo prazo. Ademais, outra lacuna deixada é a ausência de comparação dos indicadores da BRF com outras empresas do setor. A importância de um *benchmarking* na análise possibilita um entendimento maior a respeito dos resultados, uma vez que existe uma referência do setor analisado.

Justino, De Pádua, e Machado (2011)<sup>19</sup> realizaram um estudo sobre a rentabilidade no período pós fusão da BRF S.A., antiga Brasil *Foods* S.A. Para isso, os autores fizeram uso dos dados disponíveis nos *sites* das empresas, na parte de relação com investidores, para então estruturar os indicadores e realizar a análise. Os anos abordados foram 2007-2008 (pré fusão) e 2009-2010 (pós fusão). A conclusão obtida foi que a Sadia não vinha passando por um momento favorável em consequência da crise, o que trouxe prejuízos irreparáveis para a empresa no ano de 2008, mas que, após o processo de fusão com a Perdigão, a empresa então formada na época tornou-se rentável.

---

<sup>18</sup> Sadia-Perdigão vira o maior caso da história do Cade. **Estado de Minas**, 2011. Disponível em: [https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2011/07/13/internas\\_economia,239492/sadia-perdigao-vira-o-maior-caso-da-historia-do-cade.shtml](https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2011/07/13/internas_economia,239492/sadia-perdigao-vira-o-maior-caso-da-historia-do-cade.shtml). Acesso em: 23 ago. 2022.

<sup>19</sup> JUSTINO, T. V.; DE PÁDUA, V. C.; MACHADO, J. H. Análise de rentabilidade pós-fusão: um estudo de caso na BRF BRASIL FOODS SA. **Revista de Iniciação Científica da Libertas**, v. 1, n. 1, 2016. Disponível em: <http://www.libertas.edu.br/revistas/index.php/riclibertas/article/viewFile/10/2>. Acesso em: 9 set. 2022.

Farias (2013)<sup>20</sup> fez um estudo sobre os resultados econômicos no período pós fusão, analisando de 2008 até o primeiro trimestre de 2013. A autora utiliza de amplos indicadores da área de finanças corporativas para fazer sua análise, tais como receita líquida, lucro líquido e patrimônio líquido, e sua conclusão é de que, apesar de 2012 a empresa não ter apresentado o seu melhor resultado, a BRF está em vias de se recuperar e continuar apresentando uma melhora crescente nos anos posteriores.

Lima e Toneli (2015)<sup>21</sup> analisam a fusão de empresas como um método para potencializar no mercado as companhias que passam por tal processo. Para isso, é realizado um estudo de caso com a Sadia e a Perdigão, analisando suas demonstrações financeiras e tirando conclusões a partir de tais análises. Para Sadia e Perdigão, foram analisados os exercícios de 2007-2008 e, para BRF, 2013-2014. O estudo feito pelas autoras se resume em observar os índices de liquidez e rentabilidade. A conclusão extraída foi que, todos os índices apresentados pela BRF foram mais vantajosos, exceto o prazo médio de recebimento, e que a fusão foi um importante instrumento de potencialização para as empresas estudadas.

Camargos e Barbosa (2009)<sup>22</sup> buscaram entender o processo de criação de sinergias e o valor gerado aos acionistas quando ocorrem as fusões e aquisições, a partir da análise de dados econômicos de uma amostra que aborda 72 processos de F&A ocorridos entre 1996 a 2004. Os autores discutem que, na literatura, existem divergências sobre as consequências das F&A e que não há um único resultado existente que será observado após a união, pois este depende de diversos fatores, dentre eles:

- 1) determinação de quão abrangente deve ser uma amostra para que se possam generalizar os resultados; 2) perspectiva de análise de curto, médio e longo prazo; 3) métricas a serem utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho econômico ou financeiro?) e 4) como isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista concomitância das demais estratégias adotadas. (CAMARGOS; BARBOSA, 2009, p. 208).

---

<sup>20</sup> FARIAS, E. L. **Brasil Foods-BRF**: análise dos resultados econômicos pós-fusão entre Perdigão SA e Sadia SA. Monografia (Graduação em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, Paraná, 2013.

<sup>21</sup> DE LIMA, C. A.; TONELI, M. D. **A fusão como instrumento capaz de potencializar as grandes companhias**. BRF: Estudo de caso, 2015.

<sup>22</sup> CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, p. 206-220, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/rZHGV68zbKhV8f6zzFvHdYy/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 1 out. 2022.

Os resultados obtidos deste estudo não trazem grandes discussões para esta monografia, mas os comentários deixados pelos autores ao decorrer da análise sim. Um ponto desenvolvido e bastante explorado por Camargos e Barbosa (2009) foi de que, apesar dos autores terem trazidos resultados sobre a criação de valor das empresas após fusão, esse resultado foi obtido em um momento específico da economia brasileira e, portanto, não se pode fazer generalizações, uma vez que, se o mesmo estudo for atualizado depois de dois anos, este pode vir a apresentar resultados divergentes ao anterior. Assim, não é possível afirmar que, após determinado período de tempo, será observado um resultado específico ou que existe um efeito único a todos os processos de fusões e aquisições, pois este é dependente de diversos fatores e está sujeito a acontecimentos que, muitas vezes, não são previsíveis e controláveis.

### 3 SETOR ALIMENTÍCIO E EMPRESAS

#### 3.1 Setor alimentício

O setor alimentício apresenta um papel importante na economia e interage com uma série de etapas do mercado até chegar no consumidor final. O processo se desenvolve na fabricação de rações, criação de animais, na etapa industrial e no transporte e distribuição dos produtos até chegar aos canais de venda, que podem ter como destino outros países.

A importância dessa cadeia é representada pela sua participação no PIB brasileiro, dado que 10,6% dele é composto pela indústria de alimentos e bebidas, sendo a maior do país. Além disso, a mesma gera 1,72 milhão de empregos formais e diretos (ABIA, 2021<sup>23</sup>).

Segundo o Euromonitor (2021)<sup>24</sup>, o consumo de alimentos básicos como arroz, pães e massas aumentou, principalmente, em 2020, desde a adaptação imposta pela pandemia do COVID-19, visto que as pessoas começaram a ficar mais tempo em casa e a cozinhar com mais frequência. A taxa de inflação no final de 2020 e o aumento dos níveis de desemprego em 2021 fez com que a população de menor renda optasse por produtos mais acessíveis, como massas e as carnes ultra processadas, principalmente salsicha e presunto.

Com o avanço da vacinação e o retorno às atividades presenciais em 2021, hábitos como cozinhar e preparar alimentos semi prontos haviam se tornado rotineiros na vida dos brasileiros e alimentos como massas instantâneas e legumes processados ganharam espaço. Ademais, a adoção do *home office* e de cursos a longa distância vem sendo cada vez mais comuns, o que atrasa a recuperação dos serviços de restaurantes, fazendo com que o consumo e a preparação de alimentos em casa ganhem tração (EUROMONITOR, 2021).

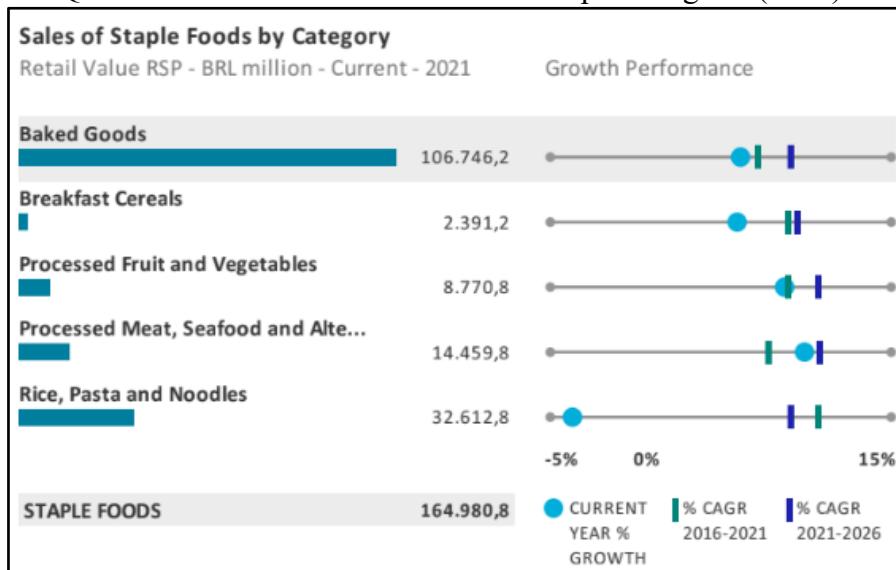
Observando o infográfico abaixo, a performance das vendas de carnes, frutos do mar processados e alternativas à carne e de frutas e vegetais processados foram os que mais se destacaram em 2021, ao observar o percentual de crescimento anual. Analisando o CAGR, que é a taxa de crescimento anual composta (em inglês, *compound annual growth rate*),

<sup>23</sup> ABIA - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DE ALIMENTOS. Números do setor. **ABIA**, 2021. Disponível em: <https://www.abia.org.br/numeros-setor>. Acesso em: 27 ago. 2022.

<sup>24</sup> *Staple foods in Brazil: analysis.* **EUROMONITOR**, 2021. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/staple-foods-in-brazil/report>. Acesso em: 6 set. 2022.

destaca-se a projeção para os anos de 2021-2026 com perspectiva positiva para essas duas categorias de alimentos - frutas e vegetais processados e carnes processadas.

Quadro 1 - Vendas de alimentos básicos por categoria (2021).



Fonte: Euromonitor, 2021.

Em relação às transações internacionais, são movimentados US\$ 45,2 bilhões em exportações para 190 países que importam alimentos do Brasil, estando entre os principais mercados importadores a Ásia com 42,8%, os Países Árabes, com participação de 14,6%, e a União Europeia, com 13,6%. Ainda, 63,7% é a participação da balança comercial da indústria de alimentos no saldo total da balança comercial do Brasil e, em volume financeiro, tal percentual representa US\$ 39 bilhões, sendo que a balança comercial brasileira totaliza US\$ 61,2 bilhões (ABIA, 2021).

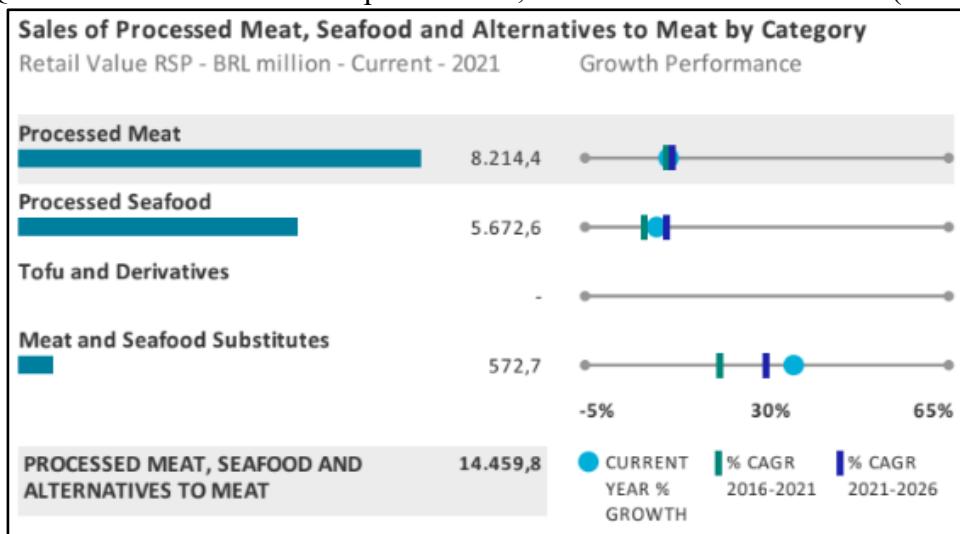
No que se refere aos investimentos destinados ao setor alimentício, em conjunto com o Banco Central, a Associação realizou um estudo sobre este tema e tal análise revelou que, em 2021, R\$ 26,8 bilhões foram destinados ao setor, sendo R\$ 13,6 bilhões investidos em fusões.

Dando um enfoque maior agora no mercado de carnes, frutos do mar processados e alternativas de carnes, nos últimos dois anos a pandemia também agiu como grande influenciadora para que o mercado se adaptasse para atender os gastos reduzidos das famílias.

Em 2020, o aumento do preço da carne bovina se deu por dois fatores principais: a demanda e o aumento do preço dos grãos. Com a elevação de preço da carne, a inflação e o poder de compra reduzido, além de em 2021 o auxílio emergencial ter parado de ser distribuído, a alternativa de proteínas nos mercados foram as carnes processadas, com destaque para as salsichas e hambúrgueres, juntamente com as proteínas mais acessíveis, como carne de porco e frango (EUROMONITOR, 2021<sup>25</sup>).

O quadro abaixo indica o desempenho das vendas desse sub setor no ano de 2021. Observa-se o crescimento de “substitutos de carnes e frutos do mar”, que é o segmento de produtos feitos à base de soja e que vem apresentando uma entrada crescente no mercado com a conscientização, principalmente, dos mais jovens sobre a redução do consumo de carne e sua relação com a saudabilidade. Além disso, a pesquisa do Euromonitor (2021) relata que, outro segmento de consumidores que vem crescendo são os vegetarianos e veganos, que possuem um papel importante no crescimento das vendas dos alimentos alternativos aos derivados de animais. Como pode ser observado, a expectativa do CAGR para essa linha de produtos tende a chegar à casa dos 30% entre 2021 e 2026.

Quadro 2 - Vendas de carnes processadas, frutos do mar e alternativas (2021).

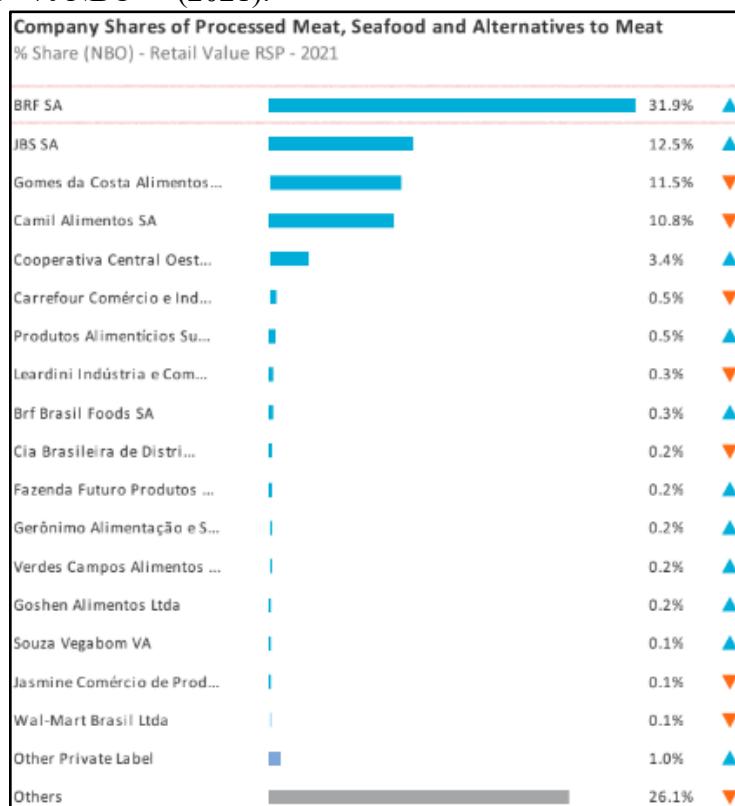


Fonte: Euromonitor, 2021.

<sup>25</sup> *Processed meat, seafood and alternatives to meat in brazil: analysis.* EUROMONITOR, 2021. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/processed-meat-seafood-and-alternatives-to-meat-in-brazil/report>. Acesso em: 6 set. 2022.

No quadro abaixo, a BRF segue como líder em 2021 com 32% de participação em valor de varejo. Conforme pesquisas do Euromonitor (2021), algumas das estratégias adotadas pela companhia foi, por exemplo, o lançamento da linha Sadia “Livre&Leve”, com a proposta de oferecer alimentos feitos com itens que se tem em casa, de forma simples e saudável. Também, a marca Perdigão “Na Brasa” foi uma inovação em seu portfólio, trazendo uma linha que remete às carnes de churrascaria, porém mais acessíveis.

Quadro 3 - Participação de mercado em carnes e frutos do mar processados e alternativas à carne - % NBO<sup>26</sup> (2021).



Fonte: Euromonitor, 2021.

Trazendo, agora, informações sobre o Brasil no contexto de produção e exportação de carnes, a ABIA divulgou que o Brasil é o 2º colocado na produção de carne bovina e o 1º

<sup>26</sup> A participação de mercado aqui é vista como *National Brand Owner* (NBO), ou seja, como proprietário da marca nacional.

colocado em exportação mundial. Sobre carne de aves, é o 2º produtor mundial e o 1º exportador. Por fim, em relação à carne suína, é o 4º produtor e o 4º exportador mundial.

### 3.2 Sadia<sup>27 28</sup>

Fundada por Attilio Fontana, a Sadia deu início às suas operações em 1944, na cidade de Concórdia, Santa Catarina, no momento em que a região se tornava um importante centro produtor. Dentre os cultivos em ascensão, se encontravam os principais grãos - milho, trigo, feijão - bem como a criação de suínos. Ainda nos anos 40, a Sadia abriu seu primeiro centro de distribuição em São Paulo.

Assim, a época de surgimento e consolidação da empresa no mercado veio em um período em que a modernização estava se desenvolvendo. Consequentemente, a empresa teve de se adaptar e buscar meios para dar continuidade na sua produção e venda de acordo com os moldes existentes.

Por conseguinte, um desafio enfrentado foi em relação ao transporte dos centros produtores para os consumidores, que tinha como foco o Sudeste. Para a logística funcionar, a empresa no início alugou aviões, mas mais tarde, nos anos 50, criou a Sadia Transportes Aéreos a fim de ter maior vantagem no mercado, que permitiu com que a marca fosse distribuída nacionalmente.

Nos anos 60, foi inaugurada a Frigobrás, dando início ao segmento de congelados. Essa mesma década também foi marcada por um avanço importante que mais tarde resultaria na expansão mundial da marca, pois fora criado o Conselho de Administração e deu-se início aos contratos de exportação de carne. Em 1967 criou-se a Sadia Comercial Ltda., empresa responsável pela venda e distribuição dos produtos.

A modernização e desenvolvimento da marca permitiu que a empresa expandisse sua logística por toda região Sul do país. Nos anos 70, a Sadia entrou na bolsa de valores e foi um ponto importante para a expansão da marca nos mercados internacionais.

---

<sup>27</sup> Sadia. **SADIA S.A.**, 2022. Disponível em: <https://www.sadia.com.br/sadia/>. Acesso em: 22 ago. 2022.

<sup>28</sup> Sadia. **WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/Sadia>. Acesso em: 23 ago. 2022.

Attilio veio a falecer em 1989 e, em 1994, a empresa passou a ser presidida por Luiz Fernando Furlan, filho de Osório, no conselho administrativo, e por Walter Fontana Filho na presidência executiva.

Nos anos 90, a Sadia iniciou suas operações no mercado argentino, italiano e japonês, alavancando suas vendas no mercado internacional. Também no mesmo período, a Perdigão, sua principal concorrente, enfrentava dificuldades financeiras e o mercado viu a empresa ser oferecida para Sadia, mas vendida para o Previ.

Diferente de outras empresas, que tinham seu lucro advindos de atividades operacionais, a Sadia detinha a maior parte de sua riqueza advinda do mercado financeiro. Segundo a Folha de São Paulo, em notícia publicada no ano de 2008, Adriano Ferreira, na época diretor financeiro, reportou que o caixa da companhia se encontrava descoberto em operações no mercado futuro na ordem de US\$ 5 bilhões. No entanto, foram realizadas negociações para diminuir o valor exposto ao mercado, chegando a US\$ 3,4 bilhões<sup>29</sup>.

Como consequência da crise de 2008, que atingiu mundialmente os mercados, as finanças da empresa acabaram sofrendo impactos irreparáveis. A gestão também foi impactada pela demissão de Ferreira e saída de Fontana Filho. A tabela 1, a seguir, informa os principais indicadores da companhia entre 2007 e 2008.

---

<sup>29</sup> DIEGUEZ, C. O setembro negro da Sadia. **UOL**, 2009. Disponível em: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-setembro-negro-da-sadia/>. Acesso em: 15 ago. 2022.

Tabela 1 - Principais indicadores Sadia 2007-2008.

	2007	2008	Δ nominal (%)	Δ real (%)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	5,0	7,6	53,3	44,8
Caixa e Equivalentes (R\$ bilhão)	0,7	2,2	217,9	200,2
Passivo Circulante (R\$ bilhão)	2,3	8,4	271,5	250,8
Ativo Circulante/Passivo Circulante	2,2	0,9	(59,1)	(59,1)
Patrimônio Líquido (R\$ bilhão)	3,2	0,4	(87,1)	(87,8)
Receita Operacional Bruta (R\$ bilhão)	9,9	12,2	23,0	16,2
Dívida Bruta/EBITDA	3,2	7,3	128,1	128,1
Margem EBITDA (%)	13,2	10,9	(230) bps	(230) bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	2,4	2,6	9,3	3,2
Margem Bruta (%)	27,5	24,4	(310) bps	(310) bps
CMV (R\$ bilhão)	6,3	8,1	28,5	21,3
Despesas Operacionais (R\$ bilhão)	1,6	1,9	19,6	12,9
Número de Funcionários (mil)	N/A	60	N/A	N/A

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: Elaborada pela autora utilizando dados da Sadia.

### 3.3 Perdigão<sup>30 31</sup>

Em 1934, na cidade de Videira, em Santa Catarina, a Perdigão foi fundada pelos irmãos Ângelo e Pedro Ponzoni, que fazem parte da família Ponzoni, e pelos membros da família Brandalise, representada por André David, Arthur, Guilherme, Abrão e Saul Brandalise.

A história da empresa está intimamente ligada ao desenvolvimento e modernização da região Sul e do Brasil como um todo, e também com a história do setor alimentício do

<sup>30</sup> Nossa história. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://www.brf-global.com/sobre/a-brf/nossa-historia/>. Acesso em: 24 ago. 2022.

<sup>31</sup> Perdigão. **WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/Perdig%C3%A3o\\_\(empresa\)](https://pt.wikipedia.org/wiki/Perdig%C3%A3o_(empresa)). Acesso em: 24 ago. 2022.

país. Começou no meio da década de 30, quando os descendentes de italianos das famílias Ponzoni e Bandalise criaram um pequeno comércio. No final da década, o comércio expandiu suas produções, focando na venda de produtos alimentícios, e deu início a atividades relacionadas ao abatimento de suínos. Dado o aumento da produção, foi exigido uma melhora nos meios de produtividade.

Logo, com a produção e comércio de suínos, os investimentos da companhia começaram a ser direcionados para a agropecuária, focando na produção de animais de alta linhagem. Nos anos 50, deu-se início ao abate de aves e, também, em 1958, a alteração da razão social da empresa para Perdigão S.A. Comércio e Indústria.

A empresa continuou se desenvolvendo e, nos anos 60, surgiram os primeiros laboratórios para controle químico e biológico dos produtos, o que permitiu o início do controle de qualidade e pesquisa. Os anos 70 foram um marco no contexto internacional para a Perdigão na exportação de aves, destinando a produção para a Arábia Saudita. E, no início da década de 80, a Perdigão S.A. abriu seu capital, passando a negociar suas ações na bolsa de valores.

Os anos 90 foram marcados por uma crise de liquidez em decorrência da venda de 80,68% das participações da empresa que estava sob posse da família Bandalise em ações ordinárias e 65,54% em ações preferenciais. As vendas foram destinadas a oito fundos de pensão.

Com a gestão dos fundos de pensão, deu-se início a um importante momento para a Perdigão. Foram implementadas diversas ações de modernização e desenvolvimento, bem como mudanças gerenciais e administrativas. No fim dos anos 90, a produção de massas congeladas deu-se início.

A primeira década dos anos 2000 foi de grande importância para a empresa. A Perdigão foi a primeira companhia de alimentos a dar início à venda de ações na Bolsa de Nova York e, em 2001, compôs o primeiro grupo de empresas a aderir ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa. Em 2006, entrou para o nível mais alto de governança da Bovespa, o chamado Novo Mercado. A tabela 2 mostra os principais indicadores da companhia entre 2007 e 2008.

Tabela 2 - Principais indicadores Perdigão 2007-2008.

	2007	2008	Δ nominal (%)	Δ real (%)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	3,8	6,0	58,8	50,0
Caixa e Equivalentes (R\$ bilhão)	1,1	1,2	11,3	5,1
Passivo Circulante (R\$ bilhão)	1,9	3,1	58,7	49,9
Ativo Circulante/Passivo Circulante	2,0	1,9	(5,0)	(5,0)
Patrimônio Líquido (R\$ bilhão)	3,2	4,1	27,4	20,3
Receita Operacional Bruta (R\$ bilhão)	7,8	13,2	69,0	59,6
Dívida Bruta/EBITDA	2,9	4,3	48,3	48,3
Margem EBITDA (%)	11,7	11,1	(60) bps	(60) bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	1,9	2,8	47,3	39,1
Margem Bruta (%)	28,2	24,2	(400) bps	(400) bps
CMV (R\$ bilhão)	4,8	8,6	81,4	71,3
Despesas Operacionais (R\$ bilhão)	1,4	2,1	49,7	41,4
Número de Funcionários (mil)	45	59	31,1	31,1

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora utilizando dados da Perdigão.

### 3.4 Sadia x Perdigão

Na tabela a seguir, tem-se o comparativo das empresas apresentadas no ano de 2008, com o objetivo de informar as dimensões das duas empresas no ano antes da fusão.

Tabela 3 - Comparativo dos principais indicadores da Sadia e Perdigão em 2008.

	Sadia	Perdigão	(Sadia - Perdigão)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	7,6	6,0	1,6
Caixa e Equivalentes (R\$ bilhão)	2,2	1,2	1,0
Passivo Circulante (R\$ bilhão)	8,4	3,1	5,3
Ativo Circulante/Passivo Circulante	0,9	1,9	(1,0)
Patrimônio Líquido (R\$ bilhão)	0,4	4,1	(3,7)
Receita Operacional Bruta (R\$ bilhão)	12,2	13,2	(1,0)
Dívida Bruta/EBITDA	7,3	4,3	3,0
Margem EBITDA (%)	10,9	11,1	(20) bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	2,6	2,8	(0,2)
Margem Bruta (%)	24,4	24,2	20 bps
CMV (R\$ bilhão)	8,1	8,6	(0,5)
Despesas Operacionais (R\$ bilhão)	1,9	2,1	(0,2)
Número de Funcionários (mil)	60	59	1,0

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora utilizando dados da Sadia e Perdigão.

### 3.5 BRF S.A.<sup>32 33</sup>

A empresa BRF S.A. surgiu da fusão entre Sadia e Perdigão, sendo que, em 2009, o processo foi anunciado e, em 2011, foi de fato concluído, após a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). No início, a companhia foi denominada Brasil Foods S.A. e, posteriormente, reduziu seu nome para BRF S.A., como é chamada atualmente.

<sup>32</sup> Nossa história. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://www.brf-global.com/sobre/a-brf/nossa-historia/>. Acesso em: 24 ago. 2022.

<sup>33</sup> BRF. **WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/BRF>. Acesso em: 30 ago. 2022.

Em 2010, a BRF se destaca em terceiro lugar no *ranking* das empresas exportadoras brasileiras, sendo líder no segmento de aves e na produção de proteínas. Seguindo a linha internacional, em 2011, a empresa investiu na criação de uma unidade produtiva no Oriente Médio, adquiriu a *Avex*, empresa de aves, e a *Dánica*, de margarina, ambas argentinas. A tabela 4 mostra a evolução dos principais indicadores da companhia entre 2008 e 2011. Deve-se atentar que o ano de 2008 Pro-Forma é uma projeção do que seria a BRF caso a fusão ocorresse em 01/01/2008 e, por tal motivo, a comparação com o ano posterior, ou seja, 2009, tem de ser feita levando em consideração que a incorporação dos dados da Sadia nos resultados da BRF foi realizada a partir do terceiro trimestre de 2009.

Tabela 4 - Principais indicadores BRF 2008-2011.

	2008 Pro-Forma	2009	2010	2011	Δ nominal (%)	Δ real (%)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	13,6	10,7	10,0	11,1	(6,5)	(11,5)
Caixa e Equivalentes (R\$ bilhão)	3,4	1,9	2,3	1,4	(26,2)	(30,1)
Passivo Circulante (R\$ bilhão)	11,5	6,4	5,7	8,0	(11,6)	(16,2)
Ativo Circulante/ Passivo Circulante	1,2	1,7	1,8	1,4	5,3	5,3
Patrimônio Líquido (R\$ bilhão)	4,5	13,0	13,6	14,1	46,1	38,4
Receita Operacional Bruta (R\$ bilhão)	25,4	18,3	26,0	29,4	5,0	(0,5)
Dívida Bruta/EBITDA	5,7	9,4	2,7	2,5	(24,0)	(24,0)
Margem EBITDA (%)	5,7	9,4	2,7	2,5	(320) bps	(320) bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	5,4	3,2	5,7	6,7	7,4	1,7
Margem Bruta (%)	48,6	19,9	25,2	25,9	(2270) bps	(2270) bps
CMV (R\$ bilhão)	16,7	12,7	17,0	19,1	4,4	(1,1)

(Continua)

(Continuação)

	2008 Pro-Forma	2009	2010	2011	Δ nominal (%)	Δ real (%)
Despesas Operacionais	4,0	2,8	3,9	4,3	2,7	(2,7)
Número de Funcionários (mil)	119	114	114	119	0,0	0,0

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF.

Em 2012, a empresa faz novas aquisições: *Quick Foods* na Argentina; metade da *Federal Foods*, distribuidora no Oriente Médio; e *Dah Chong Hong*, distribuidora dos produtos em Hong Kong e Macau.

Em 2013, ocorreu uma reestruturação da identidade visual e corporativa da marca. Com o objetivo de trazer um aspecto global de união, pertencimento e diversidade, o logo da BRF passa a ser um globo colorido, representando esse novo ideal. Neste mesmo ano, o Conselho Administrativo da empresa passa a contar com a presença do empresário Abílio Diniz. Por conseguinte, é inaugurado o centro de inovação, o BRF *Innovation Center* (BIC), em Jundiaí-SP, sendo um polo de desenvolvimento, sustentabilidade e tecnologia.

Em 2014, é feita a aquisição da *Alyasra Food Company W.L.L.* e também é inaugurada a primeira fábrica de alimentos processados no Oriente Médio. Contudo, nota-se que 2015 foi um ano marcado por mudanças importantes. Pedro Faria assume o cargo de CEO, é concluída a divisão do segmento de lácteos para a Lactalis e a empresa começa a investir em *Green Bonds*, sendo a primeira empresa brasileira a investir nessa classe de ativos.

Entre 2015 e 2016 são feitas uma série de novas aquisições: *Qatar National Import and Export* (QNIE) no Oriente Médio; Vieníssima, *Goodmark*, *Manty* e *Delícia*, marcas argentinas compradas por meio da *Avex* e *Quick Foods*; a totalidade das ações da *Golden Foods Siam*, da *Alimentos Calchaquí Productos*, da *Eclipse Holding Cooperatief S.A.* e da *Globosuinos Agropecuária S.A.*; e a aquisição da totalidade dos direitos econômicos de *Al Khan Foodstuff LLC*. Em 2017, a companhia assumiu as operações da *Benvit*, maior produtora de aves e líder de mercado na Turquia.

Hoje, a BRF é uma das maiores produtoras e exportadoras de carne mundial, contando com uma diversificada rede de produtos em seu portfólio e presente em diversos países. A tabela 5 apresenta os principais indicadores da empresa desde o período da fusão até os dias atuais.

Tabela 5 - Principais indicadores BRF 2008-2021.

	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR Nom. (%)	CAGR Real (%)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	13,6	10,7	10,0	11,1	11,6	13,2	17,5	19,2	18,9	19,2	19,0	15,1	22,9	26,2	5,2	0,7
Caixa e Equiv. (R\$ bilhão)	3,4	1,9	2,3	1,4	1,9	3,1	6,0	5,4	6,4	6,0	4,9	4,2	7,6	7,5	6,3	0,4
Passivo Circ. (R\$ bilhão)	11,5	6,4	5,7	8,0	7,5	8,4	9,6	11,6	12,6	14,9	14,5	13,3	15,4	21,2	4,8	(1,1)
Ativo Circ./ Passivo Circ.	1,2	1,7	1,8	1,4	1,5	1,6	1,8	1,7	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,2	0,3	0,3
PL (R\$ bilhão)	4,5	13,0	13,6	14,1	14,6	14,7	15,7	13,8	12,2	11,7	7,5	8,2	8,8	8,8	5,3	(0,6)
ROB (R\$ bilhão)	25,4	18,3	26	29,4	29,1	31,6	32,9	37,3	39,1	39,3	40,4	39,0	45,9	56,0	6,3	0,3
Dívida Bruta/ EBITDA	5,7	9,4	2,7	2,5	3,5	2,9	2,3	2,5	5,3	6,8	16,9	3,9	4,1	4,6	(1,6)	(1,6)
Margem EBITDA (%)	10,9	6,1	11,7	12,8	10,4	12,7	17,7	18,9	10,6	8,9	3,8	14,4	13,9	11,5	60 bps	60 bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	5,4	3,2	5,7	6,7	5,9	6,9	8,5	10,1	7,5	6,7	5,2	8,1	9,5	10,2	5,0	(0,9)
Margem Bruta (%)	48,6	19,9	25,2	25,9	22,7	24,8	29,3	31,3	22,3	19,9	15,0	24,1	24,0	21,0	(2760) bps	(2760) bps
CMV (R\$ bilhão)	16,7	12,7	17	19,1	20,1	20,9	20,5	22,1	26,2	26,8	29,3	25,4	30,0	38,2	6,5	0,6
Despesas Operac. (R\$ bilhão)	4,0	2,8	3,9	4,3	4,2	4,6	4,6	5,3	5,5	5,3	5,6	5,6	6,4	7,4	4,9	(0,9)
Número de Funcionários (mil)	119	114	114	119	114	109	104	106	104	105	108	94	103	102	(1,2)	(1,2)

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF.

### 3.5.1 Composição acionária

Em relação à composição acionária vista na tabela 6, abaixo, vemos a Marfrig, empresa de Marcos Molina, liderando com 33,27% das ações da companhia. A discussão sobre a compra da BRF pela Marfrig é um debate importante e que está no radar do mercado, uma vez que a empresa de Molina vem aumentando sua participação desde o período em que a recém empresa criada a partir da Sadia e Perdigão veio ao mercado.

Não obstante, em agosto deste ano, a BRF publicou um fato relevante<sup>34</sup> de alteração do cargo de Diretor Presidente Global, sendo ocupado agora pelo Sr. Miguel de Souza Gularte, ex-Diretor Presidente da Marfrig. No mesmo documento, a companhia ainda informa que tal feito não sinaliza intenção de fusão entre a BRF e a Marfrig.

Analistas e investidores estão em constante observação sobre esse assunto e já comentam que a chegada de Gularte a empresa pode ser o indicativo do “amadurecimento de uma potencial fusão.”<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> MARIANO, F. L. M. Fato relevante. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d44a134-36cc-4fea-b520-393c4aceabb2/f08f22e9-0f9c-5b9ada93-661ec53109e3?origin=1>. Acesso em: 13 set. 2022.

<sup>35</sup> VENÂNCIO, R. Marfrig avança em seu apetite pela BRF e mercado acredita que fusão fica ainda mais próxima. **IstoÉ Dinheiro**, 2022. Disponível em: <https://www.istoeedinheiro.com.br/marfrig-avanca-em-seu-apetite-pela-brf-e-mercado-acredita-que-fusao-fica-ainda-mais-proxima/>. Acesso em: 9 set. 2022.

Tabela 6 - Composição acionária da BRF S.A. ON (BRFS3).

Acionistas	Nº de Ações	%
<b>Maiores Acionistas</b>		
<i>Marfrig Global Food S.A.</i>	360.133.580	33,27
Caixa de Previd. dos Func. Do Banco do Brasil <sup>36</sup>	66.859.938	6,17
Kapitalo Investimentos Ltda.	55.730.079	5,14
<b>Administradores</b>		
Conselho de Administração	4.600	0,00
Diretoria	594.656	0,05
Ações em tesouraria	4.356.397	0,40
Outros	594.793.996	54,94
<b>Total</b>	<b>1.082.473.246</b>	<b>100,00</b>
<b>Free Float</b>	<b>1.076.512.610</b>	<b>99,45</b>

Fonte: BRF em 17/11/2022 e B3 em 02/09/2022.

### 3.6 JBS S.A.<sup>37</sup>

Em 1953, no interior de Goiás, em Anápolis, deu-se início ao que hoje conhecemos como JBS S.A. José Batista Sobrinho, conhecido como Zé Mineiro, abriu uma pequena empresa para comercialização de carnes e o abate era feito em um espaço fornecido pela prefeitura. A expansão do comércio foi favorecida pela construção da cidade de Brasília, já

<sup>36</sup> Os fundos de pensão são controlados por empregados participantes das respectivas empresas.

<sup>37</sup> JBS. WIKIPÉDIA, 2022. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/JBS>. Acesso em: 2 set. 2022.

que parte da produção era destinada à região como forma de abastecer e alimentar os trabalhadores. As vendas para a zona central do país fizeram com que, em 1957, fosse instalado um açougue em Brasília, beneficiado por incentivos fiscais por quatro anos.

Nos anos 60, foi comprado um matadouro, o frigorífico Matadouro Industrial de Formosa, e a empresa deixou de usar o espaço cedido pela prefeitura. Esta foi a primeira grande compra da nova companhia e foi vendida a um preço abaixo do mercado, pois o local estava para fechar devido ao descumprimento de normas sanitárias.

Com o crescimento e expansão do negócio, foram adquiridos uma fazenda e um novo escritório e, além disso, foi criada a marca Friboi. Entretanto, nos anos 70, devido ao aumento das exigências sanitárias, o frigorífico foi vendido e a empresa persistiu apenas com a criação em fazendas.

Os anos 80 foram marcados com a volta dos frigoríficos, adquiridos em série nas cidades de Planaltina, Luziânia, Anápolis e Goiânia. O de Goiânia pertencia à Anglo, reconhecido dentre um dos maiores do setor e, por tal motivo, a sede da Friboi foi transferida para a capital de Goiás. Posteriormente, em 1999, o frigorífico Mouran, em Andradina, foi adquirido e, por ser um dos mais tradicionais do país, motivou a mudança de sede novamente, mas agora para São Paulo.

A aquisição em São Paulo fez parte da estratégia de internacionalização da companhia pela “Lei Kandir”, que fazia a devolução de uma parte do ICMS dos produtos exportados, entretanto, poucas regiões do país cumpriam a lei. O Estado de São Paulo, como forma de reter os abatedouros, cumpriu-a rigidamente.

Em 2005, deu-se início de fato à internacionalização da JBS com a compra da *Swift*, na Argentina. Em 2007, a empresa abriu capital, o que impulsionou ainda mais o processo de expansão da marca ao exterior. Neste mesmo ano, a empresa comprou a *Swift*, nos Estados Unidos.

Em 2012, a JBS iniciou a atuação no segmento de aves no Brasil, após assumir as unidades da Frangosul, Tramonto e Agrovêneto. Também, neste ano, foi anunciada a aquisição da Seara Brasil e, em 2013, adquiriu a empresa Massa Leve. Ela continuou seu processo de aquisições pelo mundo desde que começou sua expansão no mercado internacional: *Tasman Group*, *Rockdale Beef* e *Primo Smallgoods* na Austrália; *Smithfield*

*Foods, Pilgrim's Pride* e parte da *Cargill* nos Estados Unidos; Bertin e *Big Frango* no Brasil; *Rigamonti* na Itália; *XL Foods* no Canadá; *Moy Park*, que pertencia a Marfrig, na Irlanda do Norte. Por fim, em 2021, foi incluída como a maior empresa do agronegócio brasileiro na Forbes Agro100, da Revista Forbes. A tabela 7 a seguir mostra os principais indicadores da JBS durante os anos de 2008 a 2021.

Tabela 7 - Principais indicadores JBS 2008-2021.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR Nom. (%)	CAGR Real (%)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	8,3	13,8	14,7	17,9	19,4	28,9	37,5	49,8	33,9	36,1	37,0	41,9	60,5	83,9	19,5	12,8
Caixa e Equiv. (R\$ bilhão)	2,3	5,1	4,1	5,3	5,4	9,0	14,9	18,8	9,4	11,7	8,9	10,0	19,7	23,2	19,5	12,8
Passivo Circ. (R\$ bilhão)	5,0	9,3	9,7	10,4	11,5	17,7	24,9	40,1	33,4	29,2	21,6	28,5	40,8	59,8	21,2	14,4
Ativo Circ./Passivo Circ.	1,7	1,5	1,5	1,7	1,7	1,6	1,5	1,2	1,0	1,2	1,7	1,5	1,5	1,5	(1,3)	(1,3)
PL (R\$ bilhão)	6,1	19,2	18,7	21,6	21,4	23,3	25,9	29,6	24,9	26,1	27,9	32,5	43,5	47,8	17,1	10,6
ROB (R\$ bilhão)	31,1	35,8	57,1	64,3	78,3	96,1	125,1	169,3	176,9	168,9	187,2	211,2	278,8	361,5	20,8	14,0
Dívida Bruta/EBITDA	8,1	9,9	4,4	6,1	4,7	5,3	3,9	5,1	5,0	5,1	4,7	2,7	2,3	2,3	(9,2)	(9,2)
Margem EBITDA (%)	2,3	4,2	6,4	4,9	5,7	6,7	8,6	7,9	6,6	6,9	6,6	9,7	10,5	11,7	940 bps	940 bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	3,0	3,1	6,8	6,7	8,7	11,8	18,7	22,6	21,3	23,8	26,3	31,9	45,2	66,2	26,9	19,8
Margem Bruta (%)	9,9	8,9	12,3	10,8	11,5	12,8	15,5	13,9	12,5	14,6	14,5	15,6	16,7	18,9	900 bps	900 bps
CMV (R\$ bilhão)	27,4	31,8	48,3	55,1	67,0	81,1	101,8	140,3	149,1	139,4	155,3	172,6	225,0	284,5	19,7	13,0
Despesas Operacionais (R\$ bilhão)	2,3	2,2	4,5	4,9	6,0	7,7	10,9	13,5	14,6	17,0	19,2	18,5	24,8	34,0	23,0	16,1
Número de Funcionários (mil)	117	124	128	135	141	191	208	227	237	233	230	242	247	250	6,0	6,0

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da JBS.

### 3.6.1 Composição acionária

Sobre a estrutura societária da JBS S.A. descrita na tabela 8, destaca-se a J&F Investimentos, *holding* brasileira criada nos anos 50 pertencente à família Batista, que assumiu o controle da FB Participações em 2014, empresa da família Bertin e acionista majoritária da JBS, que hoje detém 48,83% de participação da companhia.

Tabela 8 - Composição acionária da JBS S.A. ON (JBSS3).

Acionistas	Nº de Ações	%
Grupo de Controle (J&F Investimentos S.A. e Formosa)	1.083.129.897	48,83
Ações em Tesouraria	0	0,00
<hr/>		
Ações em circulação		
BNDES Participações S.A. – BNDESPAR	461.661.101	20,81
Outros Minoritários	673.325.372	30,36
Total das ações em circulação ( <i>Free Float</i> )	1.134.986.473	51,17
<hr/>		
<b>Total</b>	<b>2.218.116.370</b>	<b>100,00</b>

Fonte: JBS em 10/09/2022.

### 3.7. BRF x JBS

Na tabela a seguir, tem-se o comparativo das companhias apresentadas no ano de 2009.

Tabela 9 - Comparativo dos principais indicadores da BRF e JBS em 2009.

	BRF	JBS	(BRF - JBS)
Ativo Circulante (R\$ bilhão)	10,7	13,8	(3,1)
Caixa e Equivalentes (R\$ bilhão)	1,9	5,1	(3,2)
Passivo Circulante (R\$ bilhão)	6,4	9,3	(2,9)
Ativo Circulante/Passivo Circulante	1,7	1,5	0,2
Patrimônio Líquido (R\$ bilhão)	13,0	19,2	(6,2)
Receita Operacional Bruta (R\$ bilhão)	18,3	35,8	(17,5)
Dívida Bruta/EBITDA	9,4	9,9	(0,5)
Margem EBITDA (%)	6,1	4,2	190 bps
Lucro Bruto (R\$ bilhão)	3,2	3,1	0,1
Margem Bruta (%)	19,9	8,9	1110 bps
CMV (R\$ bilhão)	12,7	31,8	(19,1)
Despesas Operacionais (R\$ bilhão)	2,8	2,2	0,6
Número de Funcionários (mil)	114	124	(10,0)

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora utilizando dados da BRF e JBS.

## 4 EVOLUÇÃO HISTÓRICA

### 4.1 Pré fusão

Em 2006, a Sadia realizou uma tentativa de compra da Perdigão, avaliando a concorrente em cerca de R\$ 3,7 bilhões<sup>38</sup>, caso todas as suas ações fossem adquiridas, oferta considerada hostil na época.

No mesmo ano, a Perdigão publicou um fato relevante<sup>39</sup>, comunicando que a proposta havia sido recusada pelos acionistas controladores que detinham 55% do capital da empresa, liderados pela Previ e Petros, por ter sido apresentada por um valor baixo e pelas exigências não se enquadarem no estatuto social da Perdigão. Conforme o documento, "apresenta como condição à sua aplicação a titularidade de ações que representem pelo menos 20% do total de ações emitidas pela Companhia" (PERDIGÃO, p. 01), pré-requisito que a proposta da Sadia não contemplou.

Chegado o ano de 2008, este foi marcado pela profunda crise econômica global que assolou os mercados financeiros, dada a falência do banco norte-americano *Lehman Brothers*. Como comentado nas descrições das empresas no terceiro capítulo, diferentemente de outras empresas do setor, a Sadia obtinha a maior parte de seu lucro através de movimentações nos mercados de derivativos e, nesta época, a empresa estava operando vendido em contratos futuros cambiais.

As operações com o *Lehman Brothers* garantiam ganhos caso o real se valorizasse, porém, dada a crise, o dólar subiu e as perdas com tais operações assolaram o caixa da Sadia. A empresa apresentou seu pior resultado no exercício de 2008, com um prejuízo líquido na casa de R\$ 2,5 bilhões, vide o Apêndice A.

---

<sup>38</sup> Em 2006, Perdigão recusou oferta de compra hostil. **Estadão**, 2009. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,em-2006-perdigao-recusou-oferta-de-compra-hostil,339971>. Acesso em: 13 set. 2022.

<sup>39</sup> CHANG, W. W. Fato Relevante. **PERDIGÃO S.A.**, 2006. Disponível em: [https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/4d44a134-36cc-4fea-b520-393c4aceabb2/fatos-relevantes/751ede908ae3d8e4ece0b820686e630589d29fb0898b1bca0dd68b519e2a3bc3/fato\\_relevante.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/4d44a134-36cc-4fea-b520-393c4aceabb2/fatos-relevantes/751ede908ae3d8e4ece0b820686e630589d29fb0898b1bca0dd68b519e2a3bc3/fato_relevante.pdf). Acesso em: 5 set. 2022.

Dessa forma, a geração de lucro operacional da empresa seria insuficiente para cobrir a dívida que havia sido gerada. A Sadia, então, passou a realizar diversas operações para reverter a situação, como negociações com bancos e liquidações antecipadas, porém não foi suficiente para manter a saúde financeira da companhia estável. A solução, então, foi se unir com a Perdigão. Antes compradora, a Sadia foi comprada em 2009 pela concorrente, tornando-se sua subsidiária. A Perdigão incorporou todas as ações ordinárias e preferenciais de emissão da Sadia, que somavam na data da operação 59.390.963 ações, totalizando R\$ 2,4 milhões, inferior ao valor de mercado que a Perdigão havia sido avaliada em 2006.

#### 4.2 Durante a fusão

O processo de união entre as empresas foi seguido de uma série de imposições feitas pelo CADE. Dentre elas, a nova companhia teve que vender parte de seus ativos e marcas, como Rezende, *Wilson*, Escolha Saudável, *Light & Elegant*, Doriana, *Delicata*, *Freski*, Confiança, *Tekitos*, *Texas*, *Patitas* e *Fiesta*.

Ademais, as ordens que o CADE designou eram de que os ativos deveriam ser vendidos de uma vez e para um único comprador. Após um período de negociações e tentativas para cumprir as exigências, os ativos foram vendidos para o Grupo Marfrig.

Além da venda de determinados produtos, a mesma deveria suspender provisoriamente o comércio de outra parte de suas mercadorias. Observando o quadro 4, por exemplo, dentre os produtos suspensos da marca Perdigão, tem-se por três anos suspenso pernil, presunto e linguiça, por quatro anos tem-se salame e para cinco anos lasanha, pizza, kibes e frios; da Batavo, os produtos foram suspensos por quatro anos e tem-se dentre eles os derivados de carne e margarina.

Em 2017, este período de restrição chega ao fim e a BRF volta a comercializar seus produtos. O quadro 4, a seguir, mostra as imposições colocadas pelo CADE a cada uma das marcas, bem como os períodos de suspensão de venda dos produtos<sup>40</sup>.

---

<sup>40</sup> AMATO, F. Veja os principais pontos do acordo para a fusão Sadia-Perdigão. **G1**, 2011. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/07/veja-os-principais-pontos-do-acordo-para-fusao-sadia-perdigao.html>. Acesso em: 28 ago. 2022.

Quadro 4 - Acordo de fusão entre Sadia e Perdigão.

**Acordo de fusão entre Sadia e Perdigão**

PRODUTO	PRAZO DE SUSPENSÃO DE VENDA										
	3 anos	4 anos	5 anos	3 ANOS	4 ANOS	5 ANOS					
Pernil Presunto Tender Linguíça Paio				1 ANO	2 ANOS	3 ANOS					
Salames	3 anos	4 anos		1 ANO	2 ANOS	3 ANOS					
Lasanha Pizzas Kibes e almôndegas Frios saudáveis	5 anos			1 ANO	2 ANOS	3 ANOS					
				4 ANOS	5 ANOS	5 ANOS					
<b>batavo</b>	<b>Batavo</b>	Produtos da marca Batavo que terão venda suspensa no Brasil									
Derivados de carnes processadas, incluindo hambúrguer, salsicha, mortadela, peru in natura, kit festa aves e empanados, além de margarina	4 anos			1 ANO	2 ANOS	3 ANOS					
				4 ANOS	5 ANOS	5 ANOS					
<b>BRF</b>	<b>BRF</b>	Instalações que a BRF terá que vender									
<b>Cadeias completas de produção:</b>											
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10 fábricas de alimentos processados</li> <li>• 2 Abatedouros de suínos</li> <li>• 2 Abatedouros de aves</li> <li>• 4 Fábricas de ração</li> <li>• 12 Granjas de matrizes de frangos</li> <li>• 2 Incubatórios de aves</li> <li>• 8 Centros de Distribuição</li> </ul>	<p>Alienações equivalem a <b>80%</b> da produção da Perdigão voltada ao mercado brasileiro</p> 										
<b>Marcas chamadas 'de combate' que BRF aceitou vender</b>											
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rezende</li> <li>• Patitas</li> <li>• Texas</li> <li>• Light Elegant</li> <li>• Freski</li> <li>• Doriana</li> <li>• Wilson</li> <li>• Tekitos</li> <li>• Escolha Saudável</li> <li>• Fiesta</li> <li>• Confiança</li> <li>• Delicata</li> </ul>											
<b>Sadia</b>	Não haverá qualquer restrição aos produtos da marca Sadia										
<b>G1</b> .com.br											

Fonte: G1, 2011.

### 4.3 Pós fusão

Desde o processo de fusão, a BRF adotou diversas estratégias ao longo dos anos para se estabelecer no mercado. A partir de 2013, a empresa passou a ser gerida pela gestora Tarpon Capital e pelo executivo Abílio Diniz, firmada pela compra de R\$ 1,2 bilhão em ações da BRF pelo ex-executivo do Grupo Pão de Açúcar. O objetivo dos acionistas era de implementar uma nova gestão na BRF, visando o crescimento a partir de produtos que não dependessem tanto das *commodities* por serem facilmente impactadas pelas variações nos preços dos grãos. Além disso, a Tarpon e o Sr. Diniz visavam acelerar o crescimento da BRF dado que a empresa havia sido impactada pelas imposições do CADE e que, por tal motivo, acabou por atrasar a sua evolução.

Em 2016, a BRF apresentou seu primeiro prejuízo desde a fusão entre Sadia e Perdigão. Em 2017, a Operação Carne Fraca foi um episódio que fez com que os consumidores, acionistas e o público em geral perdessem a confiança na BRF. A operação visou desarticular uma série de fraudes e irregularidades vinculadas aos frigoríficos brasileiros. Foi constatado que eram pagas propinas a fiscais para que os produtos vencidos ou com composições alteradas chegassem aos consumidores finais, passando por uma fiscalização falsa.

Essa operação se desencadeou em mais outras duas fases, sendo a terceira delas conhecida como Operação Trapaça, tendo a BRF como foco das investigações. Os frigoríficos da empresa foram fiscalizados para encontrar adulterações na produção das carnes que já haviam sido comprovadas por e-mails e outras provas entre 2012 e 2015, segundo a Polícia Federal.

Em 2021, Abílio Diniz deixou de ser acionista da empresa, vendendo a totalidade de 3,8% de suas participações no valor de R\$ 898,9 milhões para a Marfrig<sup>41</sup>. Neste ano, a Marfrig, empresa de Marcos Molina, reforçou a compra de ações da BRF na bolsa. Em maio, Molina já detinha cerca de 24,33% das ações da companhia e, meses depois, em junho,

---

<sup>41</sup> RIZÉRIO, L. Abilio deixa BRF após quase nove anos com venda para Marfrig; ação BRFS3 salta 6,5% com chance maior de fusão. **Infomoney**, 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/abilio-deixa-brf-apos-quase-nove-anos-com-venda-para-marfrig-acao-brfs3-dispara-com-chance-maior-de-fusao/>. Acesso em: 9 set. 2022.

31,66% do capital da BRF pertencia a sua carteira. Atualmente, como visto na tabela 6, a Marfrig detém 33,27% das ações.

O CADE chegou a emitir um parecer favorável<sup>42</sup> após a compra recente das ações da BRF pela Marfrig, relatando que a operação não limitaria a concorrência e que, portanto, o ato seria aprovado. A argumentação do Conselho Administrativo foi de que a empresa de Molina não ocupa a liderança das ofertantes de carne bovina *in natura* e que a venda destes produtos pela BRF é pouco significativa em relação à quantidade produzida pelo mercado. Dito isso, mesmo que a Marfrig concentrasse todas a sua produção deste segmento na BRF, deixando de ofertar carne bovina *in natura*, os consumidores ainda assim teriam outras alternativas de fornecedores.

Ademais, a declaração feita por Molina sobre tal operação foi de que seu objetivo não era deter controle sobre a BRF, já que sua visão era de diversificar seus investimentos em setores complementares aos seus. Assim sendo, observando as operações da Marfrig, notase que, desde o aumento de sua participação sobre a BRF, foi realizada a aquisição das ações da Quiq S.A., *joint venture* especializada na criação de plataformas de *food service online*, passando a deter 8,33% de seu capital social. Apesar de não ser uma empresa que atua diretamente no mesmo setor da Marfrig, uma vez que não é uma produtora de alimentos, pode-se dizer que a aquisição complementa as operações da Marfrig e, segundo o próprio CADE<sup>43</sup>, tal operação é uma oportunidade para Molina explorar um mercado em que ainda não atua.

---

<sup>42</sup> BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública. Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE. Parecer nº 366/2021/CGAA5/SGA1/SG. **Ato de Concentração**. Lei nº 12.529/2011. Procedimento ordinário. Partes: *Marfrig Global Foods S.A.* e *BRF S.A.* Natureza da operação: aquisição de participação societária. Mercados de comercialização de carne bovina *in natura* e fabricação de produtos processados de carne. Indeferimento de pedido de terceiro interessado. Baixa participação de mercado com sobreposição horizontal. Integração vertical. Improbabilidade de fechamento de mercados. Aprovação sem restrições.

<sup>43</sup> BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública. Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE. Parecer nº 570/2021/CGAA5/SGA1/SG. **Ato de Concentração**. Lei nº 12.529/2011. Procedimento sumário. Requerentes: *Marfrig Global Foods S.A.* e *Quiq S.A.* Natureza da operação: aquisição de cotas/ações sem aquisição de controle. Mercados afetados: desenvolvimento e licenciamento de programas de computador customizáveis e comércio atacadista de mercadorias em geral, com predominância de produtos alimentícios. Art. 8º, inciso VI, Resolução CADE nº 02/12. Aprovação sem restrições.

Entretanto, deve-se atentar que, após esses anos, o avanço da Marfrig sobre a BRF vem se tornando cada vez maior, haja vista a recente notícia do ex-Diretor Presidente da mesma, que assumiu o cargo de executivo na BRF.

## 5 ANÁLISE DOS INDICADORES

A partir do planilhamento dos dados das empresas Sadia e Perdigão nos anos de 2007-2008, dos dados da BRF nos anos de 2009-2021 e dos dados da JBS nos anos de 2008-2021, foram criados indicadores para que fosse possível a realização de uma análise econômica da saúde financeira da BRF após o processo de fusão, com o objetivo de avaliar tal estratégia de mercado. Outrossim, para a avaliação comparativa do comportamento da BRF em relação a outros *players* deste mesmo setor, também foram realizadas análises da marca JBS, que serviram como *benchmarking* para este estudo.

Deve-se pontuar que os resultados da Sadia foram consolidados a partir do terceiro trimestre de 2009, conforme Acordo de Associação e AGE de incorporação de ações<sup>44</sup>, e, portanto, os resultados acumulados do ano de 2009 da BRF consideram apenas o terceiro trimestre das informações da Sadia. Por conseguinte, também serão apresentados os resultados de 2008 Pro-Forma, considerando que a fusão entre as empresas ocorreu em 01/01/2008, e que auxiliará na análise.

### 5.1 Receita Operacional Bruta (ROB)

Começando a análise pela Receita Operacional Bruta, composta pelo somatório da receita de vendas no segmento nacional com o segmento internacional, e observando o resultado da Sadia, a companhia aumentou seu indicador de R\$ 9,9 bilhões em 2007 para R\$ 12,2 bilhões em 2008. O motivo principal para este crescimento nominal de 23,0% e de 16,2%, ajustado pela inflação, está relacionado ao desempenho positivo nas vendas de industrializados no mercado interno e também à exportação de aves devido à alta demanda nos mercados internacionais.

Observando a Perdigão, entre 2007 e 2008, é possível notar uma variação nominal expressiva da receita de 69,0% e real de 59,6%, passando de R\$ 7,8 bilhões para R\$ 13,2

---

<sup>44</sup> Protocolo e justificação da incorporação de ações de emissão da Sadia S.A. pela BRF – Brasil Foods S.A. Julho de 2009. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=208710>. Acesso em: 22 nov. 2022.

bilhões. Deste número, o resultado do mercado interno foi impulsionado pelas receitas nas atividades de carne bovina e as exportações aumentaram em virtude da demanda por proteína brasileira, tendo destaque os principais mercados importadores, sendo eles o Oriente Médio, o Extremo Oriente, a Eurásia, a Europa, a África e a América do Sul.

A tabela 10 mostra a composição da receita e o volume financeiro gerado pelo mercado interno e externo da Sadia e Perdigão, bem como do somatório de ambas.

Tabela 10 - Receita Operacional Bruta 2007-2008 (em R\$ bilhão)<sup>45</sup>.

	Sadia				Perdigão				Sadia + Perdigão Pro-Forma			
	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)
ROB	9,9	12,2	23,0	16,2	7,8	13,2	69,0	59,6	17,7	25,4	43,5	35,5
MI	5,3	6,6	24,2	17,3	4,6	8,1	76,6	66,8	9,9	14,7	48,5	40,2
ME	4,6	5,6	21,7	14,9	3,2	5,1	60,3	51,3	7,8	10,7	37,2	29,5
MI (%)	53,7	54,2	50 bps	50 bps	58,9	61,6	270 bps	270 bps	56,0	58,0	200 bps	200 bps
ME (%)	46,3	45,8	(50) bps	(50) bps	41,1	38,4	(270) bps	(270) bps	44,0	42,0	(200) bps	(200) bps
Funcionários (mil)	N/A	60	N/A	N/A	45	59	31,1	31,1	N/A	119	N/A	N/A
ROB/ Funcionários <sup>46</sup>	N/A	203,2	N/A	N/A	173,1	223,1	28,9	21,7	N/A	213,1	N/A	N/A

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

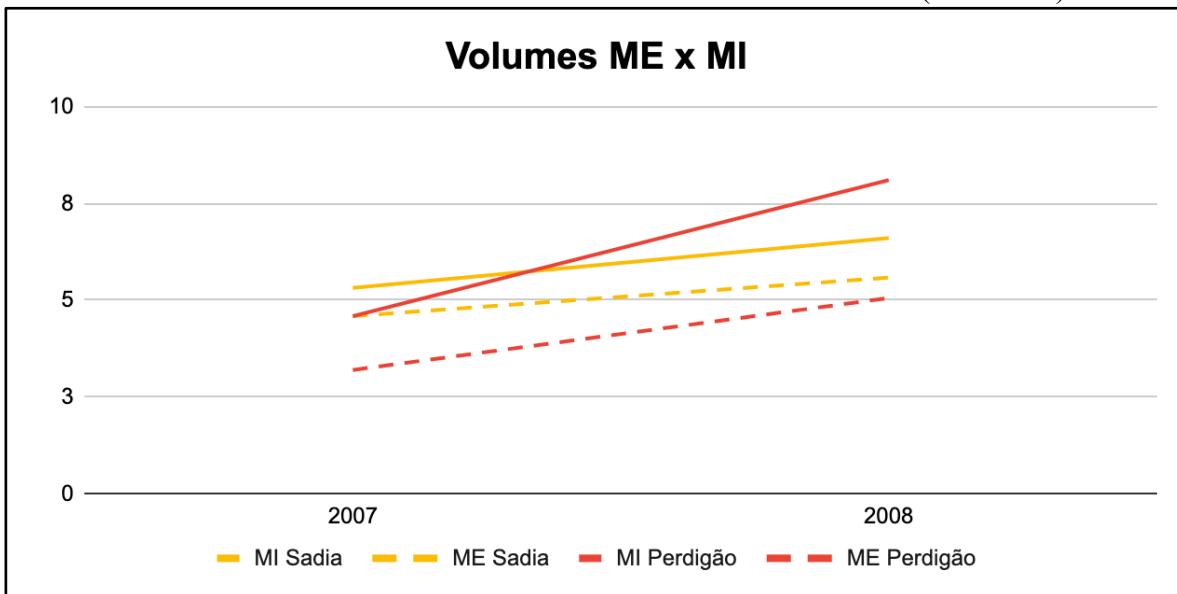
Na tabela 10 e no gráfico 4, nota-se um crescimento menos expressivo do mercado externo em comparação com as vendas do segmento nacional para ambas as empresas. Essa dinâmica foi vista devido à crise mundial, desacelerando, assim, a compra dos países importadores de carne brasileira, principalmente na segunda metade de 2008. Por outro lado, os mercados internos aumentaram suas participações nas receitas devido ao

<sup>45</sup> As siglas MI e ME referem-se, respectivamente, ao Mercado Interno e ao Mercado Externo.

<sup>46</sup> Sobre o indicador ROB/Funcionários da Sadia e Perdigão, os dados de funcionários da Sadia para o ano de 2008 não foram encontrados e por isso a comparação foi inviável para as empresas.

repositionamento das marcas no contexto nacional e a maior proximidade com os consumidores locais.

Gráfico 4 - Volumes no Mercado Externo e Interno 2007-2008 (R\$ bilhão).



Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborado pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

No período pós fusão, observando primeiro a BRF, nota-se ao ver a tabela 11 que a companhia cresceu de forma moderada anualmente, atentando-se para o fato de que, em 2009, as demonstrações financeiras da Sadia foram consolidadas apenas no terceiro trimestre e que, por tal motivo, o crescimento entre 2009 e 2010 é superior que os demais anos. No entanto, ao decorrer do período analisado, a companhia expandiu seus negócios no mercado externo, principalmente na região do Oriente Médio, e consolidou suas marcas no mercado nacional, com destaque para a Sadia, Perdigão e Qualy.

Apesar dos volumes terem crescido de forma pouco expressiva nas variações anuais, ao observar o CAGR nominal da ROB de 6,3% e real de 0,3%, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, tem-se que os fatores que contribuíram para o crescimento da receita foi o melhor desempenho no segmento nacional, de modo que foram alinhados melhores produtos e preços, e no segmento internacional, impulsionado pela desvalorização cambial.

Trazendo para a ótica os resultados obtidos pela JBS, tem-se que a companhia já apresentava em 2008 uma receita operacional bruta de R\$ 31,1 bilhões, quase R\$ 6,0 bilhões a mais do que a receita vista na BRF neste mesmo ano na base Pro-Forma, de R\$ 25,4 bilhões, e esta cresceu expressivamente chegando ao patamar de R\$ 361,5 bilhões em 2021, com CAGR nominal de 20,8% e real de 14,0%, entre 2008 e 2021. Vale ressaltar que a JBS possui quantidade expressiva das suas unidades industriais fora do Brasil, o que afeta a receita.

No entanto, este recorde no faturamento é resultado das inúmeras ações que reforçam a busca ativa pela inovação e expansão de seus negócios, potencializando a sua produtividade e minimizando os impactos gerados por variações cambiais e/ou problemas regionais, fatores que serão aprofundados ao analisar os indicadores adiante no decorrer da monografia.

Tabela 11 - Receita Operacional Bruta 2008-2021 (R\$ bilhão).<sup>47</sup>

BRF														CAGR	CAGR	
	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
ROB	25,4	18,3	26,0	29,4	29,1	31,6	32,9	37,3	39,1	39,3	40,4	39,0	45,9	56,0	6,3	0,3
MI	14,7	11,6	16,6	18,8	16,9	17,5	18,7	19,9	19,6	20,2	21,5	22,6	27,3	32,8	6,4	0,4
ME	10,7	6,7	9,4	10,6	12,2	14,1	14,2	17,4	19,5	19,1	18,9	16,4	18,6	23,2	6,2	0,2
MI (%)	58,0	63,3	63,8	63,9	57,9	55,4	56,9	53,4	50,1	51,3	53,1	57,9	59,4	58,5	50 bps	50 bps
ME (%)	42,0	36,7	36,2	36,0	42,0	44,6	43,1	46,6	49,9	48,7	46,9	42,0	40,6	41,5	(50) bps	(50) bps
JBS														CAGR	CAGR	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
ROB	31,1	35,8	57,1	64,3	78,3	96,1	125,1	169,3	176,9	168,9	187,2	211,2	278,8	361,5	20,8	14,0
MI	20,8	27,1	42,3	48,6	59,1	70,6	86,9	117,9	128,3	123,6	140,1	156,9	208,4	270,3	21,8	15,0
ME	10,3	8,7	14,8	15,7	19,2	25,5	38,2	51,4	48,6	45,3	47,1	54,2	70,4	91,2	18,2	11,6
MI (%)	66,9	75,7	74,0	75,6	75,5	73,5	69,5	69,6	72,5	73,2	74,8	74,3	74,8	74,8	790 bps	790 bps
ME (%)	33,1	24,3	25,9	24,4	24,5	26,5	30,1	30,4	27,5	26,8	25,2	25,7	25,2	25,2	(790) bps	(790) bps

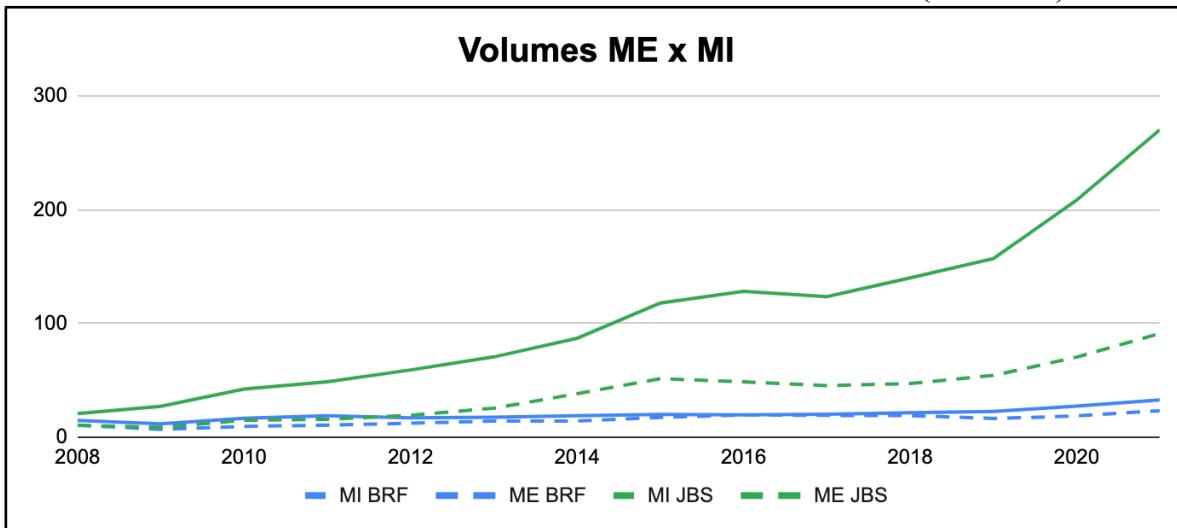
Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>47</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF foram realizados entre 2008 e 2021, apesar da fusão ter ocorrido em 2009. O mesmo raciocínio foi aplicado para a JBS para fins de comparação. Os resultados do ano de 2008 da BRF estão na base Pro-Forma, uma projeção do resultado que a empresa apresentaria caso a fusão ocorresse em 01/01/2008. Na hipótese do cálculo do CAGR começar no ano de 2009, isto iria distorcer os resultados já que a incorporação dos resultados da Sadia foi realizada apenas no 3T09.

O gráfico 5, abaixo, mostra a evolução dos mercados internos e externos das empresas. Observa-se o crescimento expressivo do segmento nacional para a JBS, enquanto o crescimento dos mercados da BRF, tanto internos quanto externos, evolui a níveis semelhantes entre si, porém a taxas pequenas na comparação com a sua concorrente.

Gráfico 5 - Volumes no Mercado Externo e Interno 2008-2021 (R\$ bilhão).



Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

Um fator adicional e, que é um indicador importante quando são abordadas fusões e aquisições, é o estudo da razão “Receita Operacional Bruta/Funcionários”. Tal fator se deve porque ela mede a capacidade humana sobre a geração de receita, ou seja, analisa quanto cada funcionário gera de receita para a companhia.

Vendo os desempenhos das empresas sob a ótica deste indicador e, apesar da BRF ter diminuído o número de seus funcionários em 1,2% entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, nota-se que o indicador da companhia se manteve ascendente ao longo dos anos, com CAGR nominal de 7,6% e real de 1,5%, neste mesmo período, evidenciando aumento de produtividade.

Agora, ao analisar a JBS, nota-se a evolução da ROB/Funcionários acompanhando o crescimento da receita operacional bruta. Isso mostra que a companhia também é capaz de entender suas perspectivas de crescimento e consegue conciliar isso com a produtividade de seus colaboradores. O indicador para a JBS cresce em termos nominais 13,9% e em termos reais 7,5%, superior do que o crescimento da BRF, demonstrando ser mais produtiva.

Tabela 12 - Funcionários e ROB/Funcionários 2008-2021 (em R\$ mil).<sup>48</sup>

BRF														CAGR	CAGR	
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)	
Pro- Forma																
Funcionários (mil)	119	114	114	119	114	109	104	106	104	105	108	94	103	102	(1,2)	(1,2)
ROB/ Funcionários	213,1	161,1	228,4	246,7	255,4	290,2	316,8	351,3	375,6	374,2	374,4	414,9	445,7	548,8	7,6	1,5
JBS																
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)	
Funcionários (mil)	117	124	128	135	141	191	208	227	237	233	230	242	247	250	6,0	6,0
ROB/ Funcionários	265,9	288,6	446,1	475,8	555,3	502,7	601,7	746,2	746,4	724,8	813,8	872,6	1128,5	1445,7	13,9	7,5

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>48</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF e JBS foram realizados para os anos de 2008 a 2021, conforme explicado no rodapé 47.

## 5.2 Lucro Bruto e Margem Bruta

Observando agora o Lucro Bruto e a Margem Bruta, em 2008, a Sadia apresentou lucro bruto de R\$ 2,6 bilhões, com crescimento nominal de 9,3% e real de 3,2%, em relação ao montante de R\$ 2,4 bilhões somado em 2007. Durante esse período, o custo das mercadorias vendidas (CMV) teve variação nominal de 28,5% e, ajustado à inflação, de 21,3%, totalizando R\$ 6,3 bilhões em 2007 e R\$ 8,1 bilhões em 2008 (Apêndice A), devido, principalmente, à alta dos preços de grãos. Segundo a companhia, os preços de mercado para o milho e a soja em 2008 foram, respectivamente, 5,7% e 33,3% superiores aos de 2007. Esse fator levou a uma queda de 3,1 pontos percentuais da margem bruta na comparação anual.

Já a Perdigão apresentou lucro bruto de R\$ 1,9 bilhão em 2007 e R\$ 2,8 bilhões em 2008, crescimento nominal de 47,3% e real de 39,1%. Em comparação com a margem bruta, houve queda de 4,0 p.p. no comparativo anual. Da mesma forma que visto na Sadia, o motivo para tal queda foi proveniente do aumento dos custos de produção, marcado pela alta dos preços das *commodities* devido à pressão mundial e à crise financeira.

Tabela 13 - Lucro Bruto e Margem Bruta 2007-2008 (em R\$ bilhão).

	Sadia				Perdigão				Sadia + Perdigão Pro-Forma			
	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)
Lucro Bruto	2,4	2,6	9,3	3,2	1,9	2,8	47,3	39,1	4,3	5,4	25,6	18,6
Margem Bruta (%)	27,5	24,4	(310) bps	(310) bps	28,2	24,2	(400) bps	(400) bps	27,8	24,3	(350) bps	(350) bps
Lucro Bruto/ Funcionários	N/A	43,7	N/A	N/A	41,6	46,8	12,5	6,2	N/A	45,2	N/A	N/A

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

Analizando agora a BRF, nota-se que, ao ver a tabela 14, apesar da queda do lucro vista em 2012 ocasionada pela pressão nos custos de matérias-primas, ocorreu crescimento dos indicadores da companhia nos primeiros anos do período pós-fusão, passando de R\$ 5,4

bilhões em 2008 (Pro-Forma) para R\$ 10,1 bilhões em 2015. Contudo, esse cenário positivo é visto somente neste período, visto que, a partir deste momento, o lucro e a margem bruta da empresa sofreram pressões até 2018, sendo este o ano em que a empresa atingiu seu segundo menor resultado, de R\$ 5,2 bilhões. Deve-se atentar ao fato de que o menor resultado da companhia foi em 2009, no valor de R\$ 3,2 bilhões, ano em que a consolidação da Sadia havia ocorrido apenas no 3T09.

Tal impacto visto entre 2015 e 2018 foi proveniente do aumento do CMV, que cresceu 9,9% em termos nominais e 5,4% em termos reais, passando de R\$ 22,1 bilhões para R\$ 29,3 bilhões. Ademais, além deste aumento nos custos dos grãos, a companhia informou que os motivos que levaram a tal resultado em 2018 foram os obstáculos operacionais que impactam a cadeia de negócio, tais como as medidas *antidumping* impostas pela China e os ajustes no processo produtivo para atendimento de novas exigências da Arábia Saudita. Também, neste ano, a companhia esteve intimamente envolvida com a Operação Carne Fraca/Trapaça, que trouxe complicações para suas atividades.

Nos anos seguintes, a companhia conseguiu reverter a queda de seus resultados a partir de ações que buscam rentabilizar a operação por meio da gestão sustentável de preços, contudo, apresentou leve queda da margem entre 2020 e 2021, de 24% para 21%, ocasionada pela recuperação dos mercados e estabilização dos preços devido aos efeitos adversos da pandemia. No consolidado, o lucro bruto da BRF apresentou CAGR nominal de 5,0% e real de -0,9%, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, enquanto a margem bruta exibiu queda de 3,3 p.p.

Com relação à JBS, os resultados são diferentes. Primeiro, é importante notar que o lucro bruto da empresa é inferior ao da sua concorrente no primeiro ano de análise, ao passo que, em 2008 (Pro-Forma) a BRF apresentava R\$ 5,4 bilhões e a JBS, R\$ 3,0 bilhões. Quanto às quedas de lucratividade enfrentadas pela JBS, é possível observar em dois momentos, e ambas são ocasionadas pelo aumento do CMV (Apêndice D). Entre 2010 e 2011, o aumento dos custos com mercadorias vendidas foi de 14,1%, passando de R\$ 48,3 bilhões para R\$ 55,1 bilhões; e, entre 2015 e 2016, o aumento do CMV foi de 6,2%, de R\$ 140,3 bilhões para R\$ 149,1 bilhões, todos em termos nominais. Ajustado pela inflação, o aumento do CMV em 2011 foi de 7,1% e, em 2016, a variação foi negativa em 0,1%.

Contudo, com o aumento da demanda por proteína, principalmente pela Ásia e Estados Unidos, e com a expansão de suas indústrias nos EUA, o lucro que a companhia conseguiu gerar superou as adversidades enfrentadas, e tal superação é vista em dois momentos específicos. O primeiro deles foi entre 2017 e 2018, quando o Brasil havia sido impactado pela crise econômica advinda da greve dos caminhoneiros, e o CMV da companhia aumentou de R\$ 139,4 bilhões para R\$ 155,3 bilhões, variação nominal de 11,4% e real de 7,4%, enquanto o lucro bruto cresceu de R\$ 23,8 bilhões para R\$ 26,3 bilhões. Já o segundo ocorreu entre 2019 e 2020 que, em razão da pandemia da COVID-19, o aumento do CMV nominal foi de 30,4% e real de 24,7%, e, em volume financeiro, o CVM passou de R\$ 172,6 bilhões para R\$ 225,0 bilhões, e isso não foi motivo para impactar o operacional da companhia, pois pelo contrário, a empresa se adaptou e expandiu seus modelos de negócio virtuais a partir do *e-commerce*, com a Friboi online, Loja Seara, Comer Bem e *Online Swift*, e o resultado foi o aumento do seu lucro, resultando em R\$ 45,2 bilhões em 2020.

Analizando agora o indicador Lucro Bruto/Funcionários, e iniciando com a BRF, tal indicador traz pontos de observação sobre a companhia em alguns períodos. Primeiro, a queda do número de funcionários em 2016 deveria impulsionar a razão de ser maior caso o lucro persistisse crescendo, porém, se observa justamente o contrário, em razão da queda do indicador para R\$ 7,5 bilhões no ano. Segundo, em 2019, a produtividade cresce expressivamente pela retomada do crescimento do lucro, apesar da retração na quantidade de trabalhadores. Por fim, entre 2020 e 2021, o indicador traz um resultado positivo já que apresenta crescimento devido ao aumento do lucro bruto à medida que mais empregados são contratados. No consolidado, o indicador apresentou CAGR positivo de 6,3% em termos nominais, e de 0,3% em termos reais, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021.

Em relação ao Lucro Bruto/Funcionários da JBS, o cenário é distinto do que foi visto na BRF. Observa-se um crescimento nítido em todos os períodos, justamente pelo aumento de produtividade da companhia em linha com as estratégias de crescimento da empresa. O CAGR deste indicador foi de 19,7% em termos nominais, superior em três vezes a sua concorrente, e de 13,0% em termos reais.

A seguir, na tabela 14, tem-se o consolidado das empresas estudadas. A evolução do lucro bruto da BRF evoluiu até 2015, sendo que neste ano a companhia foi afetada pelos

custos e pelo envolvimento nas investigações dos frigoríficos. Por outro lado, a JBS atingiu resultados expressivos, bem como visto ao analisar o CAGR da companhia. Nota-se, também, a instabilidade na margem bruta da BRF e sua queda em 2018, além de ter apresentado queda no consolidado, ao contrário da margem da JBS, que possui crescimento entre 2008 a 2021 de 9,0 p.p.

Tabela 14 - Lucro Bruto e Margem Bruta 2008-2021 (R\$ bilhão).<sup>49</sup>

BRF														CAGR	CAGR	
	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
Lucro Bruto	5,4	3,2	5,7	6,7	5,9	6,9	8,5	10,1	7,5	6,7	5,2	8,1	9,5	10,2	5,0	(0,9)
Margem Bruta (%)	24,3	19,9	25,2	25,9	22,7	24,8	29,3	31,3	22,3	19,9	15,0	24,1	24,0	21,0	(330) bps	(330) bps
Lucro Bruto/ Funcionários (mil)	45,2	27,9	50,3	56,0	51,8	63,4	81,8	95,2	72,4	63,5	48,0	85,9	92,0	99,7	6,3	0,3
JBS														CAGR	CAGR	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
Lucro Bruto	3,0	3,1	6,8	6,7	8,7	11,8	18,7	22,6	21,3	23,8	26,3	31,9	45,2	66,2	26,9	19,8
Margem Bruta (%)	9,9	8,9	12,3	10,8	11,5	12,8	15,5	13,9	12,5	14,6	14,5	15,6	16,7	18,9	900 bps	900 bps
Lucro Bruto/ Funcionários (mil)	25,6	25,3	52,8	49,6	61,6	62,0	89,8	99,5	89,9	102,0	114,5	132,0	183,1	264,7	19,7	13,0

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>49</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF e JBS foram realizados para os anos de 2008 a 2021, conforme explicado no rodapé 47.

### 5.3 EBITDA<sup>50</sup> e Margem EBITDA

Analisando agora o EBITDA, apesar da crise ter trazido impactos negativos para o resultado da Sadia, o indicador apresentou uma pequena melhora em 2008, com variação nominal de 2,2% ante o ano anterior, passando de R\$ 1,1 bilhão para R\$ 1,2 bilhão. Contudo, se ajustado à inflação do período, o EBITDA possui queda de 3,5%, bem como sua margem que diminuiu 230 bps.

Já em relação a Perdigão, entre 2007 e 2008, o EBITDA da companhia apresentou um aumento nominal de 62,2% e real de 53,2%, passando de R\$ 777,7 milhões para R\$ 1,3 bilhão, o que mostra um expressivo ganho se comparado com sua concorrente, apesar da variação das despesas operacionais ter sido de 49,7% em termos nominais e de 41,4% em termos reais e que, em volume financeiro, as despesas passaram de R\$ 1,4 bilhão para R\$ 2,1 bilhões. Tal resultado foi decorrente do ajuste com depreciação, amortização e exaustão, que aumentou de R\$ 293,6 milhões para R\$ 601,6 milhões, variação nominal de 104,3% e real de 93,5%, no período analisado (Apêndice B). Por outro lado, a margem EBITDA também apresentou queda como visto nos resultados da Sadia, porém menor, com 60 bps. Tais quedas nas margens observadas, tanto em relação à Sadia quanto à Perdigão, foram decorrentes da pressão vista nos custos, explorada anteriormente, e também nas despesas operacionais.

Tabela 15 - EBITDA e Margem EBITDA 2007-2008 (em R\$ bilhão).

	Sadia				Perdigão				Sadia + Perdigão Pro-Forma			
	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)
EBITDA	1,1	1,2	2,2	(3,5)	0,8	1,3	62,2	53,2	1,9	2,5	26,5	19,4
Margem EBITDA (%)	13,2	10,9	(230) bps	(230) bps	11,7	11,1	(60) bps	(60) bps	12,5	10,9	(160) bps	(160) bps
EBITDA/ Funcionários (mil)	N/A	19,1	N/A	N/A	17,3	21,4	(23,7)	(23,7)	N/A	20,4	N/A	N/A

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

<sup>50</sup> Cálculo do EBITDA: EBITDA = Lucro Bruto - Despesas Operacionais + Depreciação, Amortização e Exaustão.

Em relação à BRF, ao observar a tabela 16, a companhia apresentou períodos de crescimento nos primeiros anos de atuação, devido aos aumentos de suas vendas nos mercados nacionais e internacionais. Deve-se pontuar que a queda vista entre 2008 (Pro-Forma) e 2009 foi consequência das demonstrações financeiras da Sadia terem sido consolidadas apenas no 3T09.

Em 2015, tanto o EBITDA quanto a margem EBITDA da companhia atingiram os seus melhores resultados desde a fusão, apresentando os valores de R\$ 6,1 bilhões e 18,9%, respectivamente. Entretanto, como já visto anteriormente, a partir deste ano, a companhia foi profundamente impactada, e o indicador resultou em R\$ 1,3 bilhão em 2018, bem como sua margem foi pressionada até atingir 3,8% no ano.

A partir de 2019 a companhia recupera o seu indicador e, entre 2020 e 2021, mesmo com os efeitos da pandemia e o ambiente inflacionário, observa-se um EBITDA estável no patamar de R\$ 5,5 bilhões, com leve queda da margem devido ao aumento das despesas em 15,7% em termos nominais e, em 5,1% em termos reais, passando de R\$ 6,4 bilhões em 2020 para R\$ 7,4 bilhões em 2021.

Já com relação à JBS, a companhia apresentou uma leve queda no EBITDA em 2011 devido ao aumento do CMV, como explorado no tópico anterior sobre lucro bruto, e também pelo aumento das despesas operacionais. Entre 2015 e 2016, a queda do EBITDA foi novamente ocasionada pelo aumento do CMV, mas intensificado pela variação nas despesas em 8,3% em termos nominais e 1,86% em termos reais, passando de R\$ 13,5 bilhões para R\$ 14,6 bilhões. Em 2017, o EBITDA continua aquém da sua capacidade devido ao aumento nominal das despesas operacionais em 16,9%, e real em 13,5%, ante o ano anterior, totalizando R\$ 17,0 bilhões.

A partir de 2019, as despesas não deixam de crescer, tendo em vista que, entre 2019 e 2021, esta conta apresentou crescimento nominal de 35,6% e real de 26,4%, passando de R\$ 18,5 bilhões para R\$ 34,0 bilhões. Torna-se evidente, portanto, que, o fator que possibilita a JBS crescer seu EBITDA é o aumento das vendas nos mercados e o controle dos custos, tendo como consequência o aumento dos seus lucros. Isso possibilitou que as taxas de crescimento permanecessem cada vez maiores anualmente, até atingir R\$ 41,2 bilhões de EBITDA em 2021, com CAGR nominal de 33,7% e real de 26,3%, entre 2008 e 2021.

Analisando, agora, outro indicador de produtividade, em relação ao indicador EBITDA/Funcionários da BRF, nota-se queda a partir de 2016, chegando ao seu pior resultado em 2018, consequência da queda do EBITDA. Entretanto, no consolidado é um indicador que apresenta uma evolução positiva, dado que seu CAGR nominal resulta em 7,7%, e real em 1,7%, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021.

Já o EBITDA/Funcionários da JBS mantém-se crescente e superior a sua concorrente, com CAGR nominal durante o período estudado de 26,2% e real de 19,1%, reflexo da geração de lucro operacional ao longo dos anos.

Tabela 16 - EBITDA e Margem EBITDA 2008-2021 (R\$ bilhão).<sup>51</sup>

BRF														CAGR	CAGR	
	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
EBITDA	2,5	1,0	2,6	3,3	2,7	3,5	5,1	6,1	3,6	2,9	1,3	4,8	5,5	5,5	6,5	0,5
Margem EBITDA (%)	10,9	6,1	11,7	12,8	10,4	12,7	17,7	18,9	10,6	8,9	3,8	14,4	13,9	11,5	60 bps	60 bps
EBITDA/ Funcionários (mil)	20,4	8,5	23,3	27,6	23,6	32,3	49,2	57,5	34,5	28,4	12,1	51,4	53,4	54,4	7,7	1,7
JBS																
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
EBITDA	1,0	1,5	3,5	3,1	4,3	6,2	10,4	12,8	11,2	11,2	11,9	19,7	28,3	41,2	33,7	26,3
Margem EBITDA (%)	4,0	4,2	6,4	4,9	5,7	6,7	8,6	7,9	6,6	6,9	6,6	9,7	10,5	11,7	770 bps	770 bps
EBITDA/ Funcionários (mil)	8,0	11,8	27,4	22,8	30,7	32,4	49,8	56,4	47,4	48,1	52,0	81,7	114,5	164,8	26,2	19,1

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>51</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF e JBS foram realizados para os anos de 2008 a 2021, conforme explicado no rodapé 47.

## 5.4 Endividamento e alavancagem

Em relação ao endividamento das empresas, primeiro abordando a Sadia, tem-se que a companhia aumentou suas dívidas entre 2007 e 2008 em 133,0%, e em 120,1% quando ajustado à inflação, com o objetivo de captar financiamentos para gerir seus negócios, uma vez que a companhia passava por dificuldades financeiras na época. Em volume financeiro, esse aumento foi de R\$ 3,7 bilhões para R\$ 8,6 bilhões.

Ademais, ao observar o indicador de alavancagem financeira da empresa, Dívida Bruta/EBITDA, tem-se que a companhia apresentou uma variação de 128,1% em 2008 e isso mostra a quão alavancada a empresa estava, uma vez que o valor de seus empréstimos era 7,3 vezes superior que a capacidade da companhia em gerar lucro com suas atividades.

Com relação a Perdigão, a companhia também apresentou um crescimento significativo no seu endividamento, tendo como principal fator o aumento de dívidas em moeda estrangeira devido à desvalorização do real frente ao dólar. Esses financiamentos subiram cerca de 147,1% em termos nominais e 133,3% em termos reais, passando de R\$ 1,7 bilhão em 2007 para R\$ 4,2 bilhões em 2008. Quanto ao seu perfil de alavancagem financeira, a mesma apresentou variação de 48,3%, em virtude do aumento do endividamento ser maior do que o crescimento do EBITDA neste mesmo período.

Tabela 17 - Dívida Bruta e Alavancagem 2007-2008 (em R\$ bilhão).

	Sadia				Perdigão				Sadia + Perdigão Pro-Forma			
	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)
Dívida Bruta	3,7	8,6	133,0	120,1	2,3	5,4	136,5	123,4	6,0	14,0	134,4	121,3
Dívida Bruta/ EBITDA	3,2	7,3	128,1	128,1	2,9	4,3	48,3	48,3	3,1	5,7	83,9	83,9

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

Com relação ao endividamento da BRF, a companhia manteve seus índices com variações pouco expressivas anualmente até 2014, dado que, no ano seguinte, a companhia foi a primeira brasileira a captar uma emissão de *green bonds* no montante de 500 milhões de euros. Com essa emissão, o endividamento em moeda estrangeira da companhia subiu nominalmente em 51,9% e em 37,3%, se ajustado à inflação, passando de R\$ 7,9 bilhões em 2014 para R\$ 12,0 bilhões em 2015.

Nos anos posteriores, a companhia persistiu no crescimento de seu endividamento bruto e, em 2018, a BRF aumentou em 8,6% o indicador em valores nominais e em 8,4% em valores reais, ante o ano anterior, totalizando R\$ 22,2 bilhões. Nota-se que o indicador de Dívida Bruta/EBITDA neste ano sobe para 16,9 vezes e tal aumento é decorrente do endividamento ascendente da companhia, mas principalmente pela queda nominal do EBITDA de -56,3% e real de -57,7%, trazendo uma alavancagem ainda maior.

Todavia, nos anos seguintes, a empresa se comprometeu em diminuir sua alavancagem. Em 2019, a Dívida Bruta/EBITDA diminuiu para 3,9 vezes, da mesma forma que se vê uma queda na dívida bruta da companhia com pagamento de juros e amortização de uma série de dívidas, bem como nota-se a recuperação do EBITDA. A partir de 2020, a companhia realizou novas emissões com objetivo de manter parte em caixa para compor o capital de giro e outra parte para realizar pagamentos antecipados de algumas dívidas. Apesar da tentativa em desalavancar suas operações, tem-se que o indicador que mede tal situação financeira aumentou entre 2020 e 2021, chegando a 4,6 vezes.

Ao avaliar a Dívida Bruta/EBITDA da BRF, nota-se que, em 2008 (Pro-Forma), este indicador apresentava um número bem elevado, de 5,7 vezes, o que apresentava uma companhia extremamente alavancada, e o motivo foi o impacto que as operações da Sadia sofreram neste ano devido às perdas com derivativos cambiais. Já em 2009, a alavancagem financeira da BRF aumentou para 9,1 vezes, devido à consolidação das finanças da Sadia apenas no terceiro trimestre do ano. Contudo, com o passar dos anos e a estabilização de seu lucro operacional, a alavancagem diminuiu e manteve-se relativamente estável até 2015, porém a companhia permaneceu alavancada em todo o período analisado, principalmente em razão de seu EBITDA ser pouco expressivo.

Analisando agora a JBS, observa-se que a empresa aumentou sua dívida ao longo dos anos, entretanto, simultaneamente, também impôs esforços para diminuir sua alavancagem. Assim como a BRF, a companhia apresentava uma Dívida Bruta/EBITDA elevada em 2009, de 9,9 vezes, posto que seu lucro operacional neste ano ainda era baixo.

Entre 2009 a 2012, a companhia mantinha a baixos níveis suas taxas de crescimento de endividamento. Entretanto, nota-se que, a partir de 2013, a JBS aumentou sua dívida para R\$ 32,8 bilhões e tal impacto foi decorrente da compra da Seara Brasil, a qual fazia parte da Marfrig e que, após a incorporação, transmitiu suas dívidas para a JBS, alavancando as operações da companhia.

Em 2015, observa-se que a JBS apresentou um novo aumento em seu endividamento. Neste ano, ocorreu a aquisição da *Moy Park*<sup>52</sup>, com o pagamento de US\$ 1,2 bilhão e transferência à JBS de uma dívida de 200 milhões de libras. No entanto, esse não foi o único motivo para o aumento do endividamento e maior alavancagem financeira no período. É possível verificar também que a dívida em capital estrangeiro quase dobrou, chegando a R\$ 16,2 bilhões em 2015, ante R\$ 8,9 bilhões apresentados em 2014.

A partir desse ano, a companhia buscou implementar estratégias em prol da diminuição de sua alavancagem e tais esforços de fato se concretizaram, haja vista que a Dívida Bruta/EBITDA da companhia diminuiu até chegar, em 2021, a 2,3 vezes. Em 2020, a JBS voltou a aumentar seu endividamento, mesmo com rígido controle de seu indicador de alavancagem e, em 2021, chegou a R\$ 92,5 bilhões em dívidas com novas emissões vindas ao mercado. Vale observar que, no período entre 2019 e 2021, a companhia mesmo que tendo se endividado mais, não ficou alavancada.

Abaixo, na tabela 18, vemos algumas características relevantes. A primeira diz respeito à Dívida Bruta/EBITDA, que traz a discussão sobre a fragilidade da BRF e o ápice visto em 2018. E, a segunda, aborda a evolução do endividamento da JBS paralelamente à diminuição de sua alavancagem, com destaque à Dívida Bruta/EBITDA a partir de 2018, evidenciando controle e eficiência operacional.

---

<sup>52</sup> A *Moy Park* é uma produtora de aves que atende o mercado europeu, tendo operações na República da Irlanda, França, Grã-Bretanha e Holanda. Além dos produtos de frango, também oferece produtos de carne bovina e substitutos de carnes para vegetarianos.

Tabela 18 - Dívida Bruta e Alavancagem 2008-2021 (R\$ bilhão).<sup>53</sup>

	BRF													CAGR Nom. (%)	CAGR Real (%)	
	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Dívida Bruta	14,0	9,1	7,2	8,1	9,5	10,2	11,6	15,2	18,9	20,4	22,2	18,6	22,4	25,4	4,8	(1,1)
Dívida Bruta/ EBITDA	5,7	9,4	2,7	2,5	3,5	2,9	2,3	2,5	5,3	6,8	16,9	3,9	4,1	4,6	(1,6)	(1,6)
JBS																
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR Nom. (%)	CAGR Real (%)
Dívida Bruta	5,6	14,4	15,6	18,9	20,5	32,8	40,1	65,9	56,7	57,1	56,6	53,0	65,9	92,5	24,1	17,1
Dívida Bruta/ EBITDA	6,0	9,9	4,4	6,1	4,7	5,3	3,9	5,1	5,0	5,1	4,7	2,7	2,3	2,3	(7,1)	(7,1)

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>53</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF e JBS foram realizados para os anos de 2008 a 2021, conforme explicado no rodapé 47.

## 5.5 Capex<sup>54</sup>

Com relação ao Capex, composto pelos investimentos em ativos imobilizados e intangíveis, bem como em aquisições de empresas e demais infraestruturas, a Sadia apresentou variação nominal de 67,2% e real de 57,9%, entre 2007 e 2008. O motivo para tal resultado foi devido ao aumento nas aplicações do ativo imobilizado em relação ao investimento em máquinas e equipamentos e também em construções. Segundo a companhia, as obras são representadas por projetos de expansão e otimização, principalmente nas plantas Lucas do Rio Verde e Vitória de Santo Antão. O valor de capital investido em 2007 totalizou R\$ 1,1 bilhão e, em 2008, R\$ 1,8 bilhão.

A relação do Capex com a Receita Líquida (RL) apresentou crescimento de 4,4 pontos percentuais, passando de 12,5% em 2007 para 16,9% em 2008, mostrando investimento em seus ativos compatível ao crescimento de sua receita, sendo positivo.

Analizando agora o Capex em relação à Depreciação e Amortização (D&A), que é um *proxy* de manutenção, a Sadia apresentou variação de 25,0% entre 2007 e 2008, passando de 3,3 para 4,1, o que indica que a companhia estava conseguindo crescer, haja vista que sua capacidade de investimento estava além da depreciação de seus ativos.

Já ao observar a Perdigão, o Capex totalizou R\$ 1,6 bilhão em 2008, com variação nominal de 66,1% e real de 56,8%, ante 2007. O motivo para tal aumento foi a aquisição de novos negócios, sendo eles a *Eleva Plusfood* e a *Cotochés*, bem como os investimentos destinados aos projetos de melhoria e produtividade nas plantas presentes no Centro Oeste e no Sul, e também nos centros de distribuição espalhados pelo Brasil.

O Capex/RL da companhia diminuiu 0,5 p.p. no período analisado, de 14,8% para 14,3% entre 2007 e 2008, reduzindo sua parcela de investimento em relação ao seu faturamento, apesar de ter sido uma pequena variação. Já no que diz respeito ao Capex/D&A, a Perdigão também apresentou variação negativa de 18,9%, passando de 3,3 em 2007 para 2,7 em 2008, evidenciando um viés negativo por apresentar crescimento maior da depreciação dos ativos em relação aos investimentos destinados aos mesmos.

---

<sup>54</sup> Cálculo do Capex: Capex = Aplicação no imobilizado + Aplicação no intangível + Aplicação no diferido + Investimentos em controladas e coligadas + Outras Aquisições (podendo apresentar variação na nomenclatura).

Tabela 19 - Capex 2007-2008 (em R\$ bilhão).

	Sadia				Perdigão				Sadia + Perdigão Pro-Forma			
	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)
Capex	1,1	1,8	67,2	57,9	1,0	1,6	66,1	56,8	2,1	3,4	66,7	57,4
Capex/ RL (%)	12,5	16,9	440 bps	440 bps	14,8	14,3	(50) bps	(50) bps	13,5	15,6	210 bps	210 bps
Capex/ D&A	3,3	4,1	25,0	25,0	3,3	2,7	(18,9)	(18,9)	3,3	3,3	(0,4)	(0,4)
Número de Plantas <sup>55</sup>	N/A	18	N/A	N/A	27	30	11,1	11,1	N/A	48	N/A	N/A

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

Em relação a BRF, no período pós fusão, a companhia manteve seu nível de Capex crescente nos quatro primeiros anos, chegando a R\$ 2,0 bilhões em 2012. Os investimentos foram direcionados, principalmente, para projetos de aumento de produtividade e melhoria nas suas unidades produtivas, bem como na formação de *joint ventures*, haja vista em 2012 com a *Rising Star Food Company Limited* na China e a *Carbery Goup* no Brasil. Ademais, foi destinado capital para o melhoramento de fábricas e ampliação do abate de aves.

Em 2013, os investimentos em Capex ficaram aquém do que era esperado pela BRF na época, totalizando R\$ 1,3 bilhão, justificado pela priorização de outros projetos, ao modificar o direcionamento até então adotado e voltando-o para a melhoria de processos através de investimentos em logística e sistemas (TI). É importante relembrar que, neste período, a companhia estava em processo de mudanças desde a chegada do novo *chairman*, Abílio Diniz.

Nos anos seguintes, o Capex permaneceu crescente, contudo, entre 2017 e 2019, o indicador atingiu seus menores patamares, no montante de R\$ 481 milhões em 2019, ocasionado por um cenário macroeconômico e setorial mais desafiador, pelos impactos

<sup>55</sup> Não foi possível obter a informação do número de plantas industriais da Sadia no ano de 2007.

internos devido às investigações que a companhia esteve envolvida e, também, pelo comprometimento em reduzir o seu patamar de alavancagem, que não foi concretizado, como foi visto ao estudar o indicador anteriormente.

Os investimentos retomam a partir de 2020, atingindo R\$ 900 milhões, com novos projetos para a produção de alimentos *in natura* em Mineiros-GO e Chapecó-SC, com investimentos na nova fábrica de Seropédica-RJ para produção de industrializados e na aquisição da *Joody Al Sharqiya Food Production Factory*<sup>56</sup>. Em 2021, o destaque está nas aquisições das empresas no segmento de *Pet Food*, sendo elas a Hercosul e a Mogiana Alimentos, e o Capex totalizou R\$ 1,7 bilhão.

Já com relação à JBS, nos primeiros anos da análise, a companhia manteve seu Capex moderado, com crescimentos a partir de 2012, como visto na tabela 20. Em 2015, o indicador atingiu seu maior valor desde 2009, de R\$ 5,7 bilhões, e o motivo foi os investimentos destinados a grandes aquisições, como o *Grupo Primo Smallgoods* na Austrália, o *Grupo Big Frango* no Brasil, a *Moy Park* na Irlanda e a *Tyson Foods Inc* no México. Nota-se que o número de plantas neste período atinge 301 unidades operacionais, evidenciando este crescimento.

Entre 2016 e 2018, o Capex da companhia diminuiu, totalizando R\$ 3,0 bilhões em 2018. A estratégia da companhia para estes anos foi a busca da desalavancagem, suportada pela disciplina em relação ao Capex e, de fato, quando estudado a alavancagem anteriormente, a JBS conseguiu reduzir seus níveis nestes anos.

A partir de 2019, a companhia voltou a aumentar seus investimentos no montante de R\$ 4,3 bilhões e, em 2020, com a pandemia da COVID-19, o corpo diretivo da JBS informou que o Capex seria mantido a altos patamares visando o aumento de investimentos em suas operações, uma vez que a demanda nos supermercados estava ascendente em detrimento do prejuízo visto nos bares e restaurantes. Tal estratégia foi vista ao verificar que o Capex da companhia totalizou R\$ 6,0 bilhões no ano.

Em 2021, os investimentos atingiram R\$ 9,7 bilhões, com a JBS investindo em uma cadeia inovadora de proteínas alternativas. No ano, a JBS adquiriu a espanhola *BioTech*

---

<sup>56</sup> A *Joody Al Sharqiya Food Production Factory* é uma processadora de alimentos com sede em Dammam, na Arábia Saudita, e que possui em seu portfólio cortes de empanados, marinados, hambúrgueres, entre outros.

*Foods*, de proteína cultivada, e a holandesa Vivera, de *plant-based*. Também, a companhia investiu US\$ 60 milhões para a criação da JBS *Biotech Innovation Center*, em Florianópolis-SC, tendo como foco o desenvolvimento de tecnologia própria para a produção de proteínas cultivadas.

Em relação ao Capex/RL, e começando pela BRF, deve-se primeiro pontuar que, em 2008 (Pro-Forma), o indicador atingiu 15,6% devido aos investimentos realizados pelas companhias no período pré-fusão. Já no período posterior à união das empresas, o indicador oscilou próximo de 3% e 6% entre 2009 e 2016, exceto em 2012 que a razão totalizou 7,3% devido ao aumento dos investimentos. Ademais, o indicador apresentou quedas a partir de 2017, atingindo seu menor valor em 2019, de 1,4%, em razão dos desafios enfrentados e, consequentemente, redução de seus investimentos. Contudo, o Capex foi retomado a partir de 2020 e, em 2021, sua comparação com a receita apresentou 3,6%. No consolidado, o CAGR foi negativo em 12,0 p.p. entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, evidenciando queda do volume investido em comparação com o crescimento da receita, entretanto, tal variação foi impulsionada pela razão apresentada em 2008 (Pro-Forma).

Observando agora o Capex/RL da JBS, o indicador apresentou variação de 1,4 p.p. nos anos em que a companhia aumentou seus investimentos, entre 2012 e 2015, passando de 2,1% para 3,5%. Após este período, a razão manteve-se próxima dos 2% até 2020, até que em 2021 a JBS apresentou seu maior nível de Capex e a relação Capex/RL resultou em 2,8%. No consolidado, nota-se queda no indicador da companhia em 130 pontos base, entre 2008 e 2021, passando de 4,1% para 2,8%, reduzindo o montante de investimento ao comparar com a sua receita líquida.

Já em relação ao Capex/D&A, a BRF apresentou queda durante o período estudado, de 12,2%, indicando viés negativo, uma vez que a companhia não se mostrou capaz de renovar e investir mais em seus ativos ante a depreciação dos mesmos. No que se refere à JBS, bem como observado nos resultados da sua concorrente, a companhia também apresentou um cenário negativo, com queda do indicador de 11,3%, entre 2008 e 2021.

Ao observar o número de plantas da BRF, presentes tanto no Brasil quanto no exterior, este apresentou queda de 0,7% no período analisado, haja vista o fechamento de quatro unidades industriais entre 2008 (Pro-Forma) e 2021. Tal resultado foi consequência

dos impactos vistos entre 2015 e 2017 e que, apesar de notar uma melhora a partir de 2018, a BRF ainda não se mostrou capaz de se recuperar totalmente.

Observando agora o número de plantas da JBS, a companhia expandiu significativamente a sua produção, chegando a operar em 398 unidades industriais em 2021. Nota-se que, apesar da empresa ter passado por momentos de redução de investimento, a sua evolução foi crescente e a quantidade de plantas operantes aumentou em 15,2%, entre 2008 e 2021.

Tabela 20 - Capex 2008-2021 (R\$ bilhão).<sup>57</sup>

	BRF												CAGR	CAGR		
	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
Capex	3,4	0,9	0,8	1,2	2,0	1,3	1,1	1,6	1,9	0,8	0,6	0,5	0,9	1,7	(5,2)	(10,5)
Capex/ RL (%)	15,6	5,8	3,4	4,6	7,3	4,8	3,9	4,9	5,7	2,2	1,7	1,4	2,3	3,6	(1200) bps	(1200) bps
Capex/ D&A	3,3	1,6	1,0	1,3	2,0	1,1	0,9	1,2	1,2	0,4	0,3	0,2	0,4	0,6	(12,2)	(12,2)
Número de Plantas	48	47	47	51	51	47	44	43	33	32	36	39	41	44	(0,7)	(0,7)
	JBS												CAGR	CAGR		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Nom. (%)	Real (%)
Capex	1,2	1,8	1,3	1,2	1,6	2,5	4,1	5,7	3,8	3,1	3,0	4,3	6,0	9,7	17,1	10,6
Capex/ RL (%)	4,1	5,2	2,3	1,9	2,1	2,6	3,4	3,5	2,2	1,9	1,6	2,1	2,2	2,8	(130) bps	(130) bps
Capex/ D&A	5,1	3,8	1,0	0,9	1,0	1,2	1,6	1,5	0,8	0,7	0,6	0,7	0,8	1,1	(11,3)	(11,3)
Número de Plantas	63	76	97	106	144	160	192	301	326	327	317	344	354	398	15,2	15,2

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>57</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF e JBS foram realizados para os anos de 2008 a 2021, conforme explicado no rodapé 47.

## 5.6 Ciclo financeiro<sup>58</sup>

O ciclo financeiro representa o espaço de tempo entre o período de estocagem e de recebimento das vendas e o de pagamento de seus fornecedores e demais contas. Ele é positivo quanto menor for o prazo médio de estocagem (PME) e de recebimento dos clientes (PMR), e quanto mais alongado for o prazo médio de pagamento aos fornecedores (PRP).

Analizando este indicador no período pré-fusão, entre 2007 e 2008, a Sadia obteve um crescimento de 30,8%, de 39 para 51 dias. Apesar do aumento do PME em 27,9% e do PMR em 33,3%, durante o período analisado, o ciclo operacional foi beneficiado pelo maior prazo de pagamento dado aos fornecedores, que teve aumento de 27,3%, de 22 para 28 dias.

Já em relação a Perdigão, o indicador também teve aumento no mesmo período, contudo foi menor do que o visto na Sadia, apenas de 5,8%, passando de 52 para 55 dias. Apesar do prazo médio de estocagem ter aumentado em 14,6%, o de pagamento aos fornecedores também foi ajustado em 11,1%, mitigando o impacto no capital de giro da empresa.

Por fim, nota-se que o ciclo financeiro de ambas as empresas foi maior entre 2007 e 2008, sendo negativo, já que o prazo de recebimento dos produtos vendidos e de estocagem está se alongando mais do que o prazo de pagamento dos fornecedores, diminuindo o giro financeiro.

---

<sup>58</sup> O cálculo do ciclo financeiro é: Ciclo Financeiro = Prazo Médio de Estocagem (PME) + Prazo Médio de Recebimento (PMR) - Prazo Médio de Pagamento (PMP), onde:

PME = (Estoques / ROB)\*365

PMR = (Contas a Receber / ROB)\*365

PMP = (Contas a Pagar / ROB)\*365

Tabela 21 - Ciclo Financeiro 2007-2008 (em dias).

	Sadia				Perdigão				Sadia + Perdigão Pro-Forma			
	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)	2007	2008	Δ Nom. (%)	Δ Real (%)
PME	43	55	27,9	27,9	41	47	14,6	14,6	42	51	21,4	21,4
PMR	18	24	33,3	33,3	38	38	0,0	0,0	30	43	43,3	43,3
PMP	22	28	27,3	27,3	27	30	11,1	11,1	24	29	20,8	20,8
Ciclo Finan.	39	51	30,8	30,8	52	55	5,8	5,8	48	65	35,4	35,4

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da Sadia e Perdigão.

Observando agora a BRF, no período pós fusão, a companhia aumentou o seu prazo médio de estocagem em 1,6%, de 51 para 63 dias, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, como visto na tabela 22, o que é negativo, uma vez que diminui o giro do ativo, apesar de ter sido uma variação pequena. O CAGR nominal dos estoques foi de 8,0% e real de 2,0%, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, passando de R\$ 3,5 bilhões para R\$ 9,7 bilhões (Apêndice C).

O PMR apresentou CAGR DE -3,8%, evidenciando que a companhia conseguiu negociar com seus clientes, reduzindo o prazo de pagamento dos mesmos, passando de 43 para 26 dias, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021. As contas a receber neste mesmo período variaram em 2,3% nominalmente e -3,4% em termos reais, passando de R\$ 3,0 bilhões para R\$ 4,1 bilhões, vide o Apêndice C.

Por fim, a BRF alongou seu prazo de pagamento em 9,5%, entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, de 29 para 94 dias. O valor das contas a pagar, ao ver o Apêndice C, entre o período analisado teve CAGR nominal de 16,4% e real de 9,9%, passando de R\$ 2,0 bilhões em 2008 (Pro-Forma) para R\$ 14,4 bilhões em 2021.

Na tabela 22 é possível notar que o ciclo financeiro da BRF foi diminuindo significativamente a partir de 2018, época em que a companhia estava financeiramente impactada devido aos fatores já comentados neste estudo, além de ter sido negativo em 2019 e em 2021. Pode-se afirmar que a empresa soube trabalhar de forma eficiente o giro do seu

negócio, ao realizar pagamentos em períodos mais alongados em detrimento do retorno de seu capital, mantendo dinheiro em caixa.

Analisando agora a JBS, a companhia reduziu seu período de estocagem, com CAGR negativo de 0,8% e, em dias, esta variação passou de 30 para 27 entre 2008 e 2021. Os estoques da companhia, no período, tiveram variação nominal de 19,7% e real de 13,0%, totalizando em 2008 R\$ 2,6 bilhões e, em 2021, R\$ 26,5 bilhões, vide o Apêndice D.

Com relação ao retorno de seus clientes, a JBS diminuiu o PMR em 2,0%, de 26 para 20 dias, beneficiando seu capital de giro. As contas a receber cresceram 18,3% em termos nominais, entre 2008 e 2021, e, ajustado à inflação, o indicador teve aumento de 11,7%. Já em volume financeiro, tal conta passou de R\$ 2,2 bilhões para R\$ 19,9 bilhões (Apêndice D).

É possível observar na tabela 22 abaixo que, como visto na BRF, a JBS também aumentou o PRP, porém em 2,5%, entre 2008 e 2021, de 24 para 33 dias. As contas a pagar aumentaram neste período em 23,7%, nominalmente, e 16,7%, em termos reais, de R\$ 2,1 bilhões para R\$ 32,9 bilhões, como visto no Apêndice D. Com isso, a empresa conseguiu alongar seu prazo de pagamento aos seus fornecedores e demais terceiros.

Seguindo a mesma linha de raciocínio da que foi vista ao comentar sobre o ciclo financeiro da BRF, a JBS também otimizou o seu fluxo de conversão de caixa, diminuindo os prazos de recebimento e alongando os prazos de pagamento. Assim, o capital de giro é melhor aproveitado por utilizar o seu próprio capital para financiar suas operações.

Tabela 22 - Ciclo Financeiro 2008-2021 (R\$ bilhão).<sup>59</sup>

	BRF													CAGR Nom. (%)	CAGR Real (%)	
	2008 Pro- Forma	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
PME	51	45	30	33	38	36	33	40	45	46	35	36	54	63	1,6	1,6
PMR	43	43	36	40	39	39	34	38	29	36	24	28	33	26	(3,8)	(3,8)
PMP	29	38	29	33	42	42	44	58	67	67	58	66	86	94	9,5	9,5
Ciclo Financeiro	65	50	37	40	35	33	23	20	7	15	1	(2)	1	(5)	N/A	N/A

	JBS													CAGR Nom. (%)	CAGR Real (%)	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
PME	30	36	30	31	24	26	24	24	20	21	22	23	23	27	(0,8)	(0,8)
PMR	26	33	25	27	27	34	28	26	20	20	19	19	18	20	(2,0)	(2,0)
PMP	24	26	18	19	17	20	20	27	22	22	26	30	32	33	2,5	2,5
Ciclo Financeiro	32	43	37	39	34	40	32	23	18	19	15	12	9	14	(6,2)	(6,2)

Fonte: Do autor, 2022.

Legenda: elaborada pela autora com dados da BRF e JBS.

<sup>59</sup> Os cálculos dos CAGR (nominal e real) da BRF e JBS foram realizados para os anos de 2008 a 2021, conforme explicado no rodapé 47.

## 6 CONCLUSÃO

O objetivo inicial da monografia foi de realizar uma análise das empresas que se fundiram para a criação da BRF nos dois anos antes da fusão, entre 2007 e 2008, e também analisar a BRF no momento após a fusão até os dias atuais, ou seja, entre 2009 a 2021, além do ano 2008 (Pro-Forma). Em prol da comparação dos indicadores da empresa, que é foco deste trabalho, fez-se uso dos dados da JBS como forma de ser um *benchmarking* para as análises.

Para isso, a monografia procurou abordar e se aprofundar nos indicadores econômico-financeiros das finanças corporativas que investigam operacionalmente a estrutura empresarial de certa companhia, englobando variados aspectos das empresas, como por exemplo, em questões de lucratividade, de rentabilidade, de crescimento e de endividamento.

Por conseguinte, foi verificada a capacidade operacional das empresas a longo prazo e avaliado se o resultado analisado da BRF S.A. se estende para o setor como um todo ou é característica específica da empresa. A partir disso, percebeu-se a dificuldade da BRF em entregar ganhos de escala, permanecendo aquém dos resultados vistos na JBS.

Quando analisada a Receita Operacional Bruta, por exemplo, a BRF apresentou CAGR nominal de 6,3% entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, enquanto o mesmo crescimento da JBS atingiu mais que o dobro de sua concorrente, de 20,8%, e o CAGR real de cada empresa totalizou, respectivamente, 0,3% e 14,0%. Além da taxa de crescimento anual composta, deve-se atentar ao volume de receita que a JBS conseguiu atingir em 2021, no montante de R\$ 361,5 bilhões, quase 6,5 vezes superior ao da BRF neste mesmo ano, de R\$ 56,0 bilhões. Dito isso, nota-se a capacidade de faturamento da JBS, adequando produto e preço nos variados mercados e segmentos em que está inserida.

Ademais, este crescimento da receita está em linha com a capacidade de expansão da JBS, a partir da aquisição de novas empresas nos mercados nacionais e internacionais, além da inovação de sua produção. Isto foi visto quando observado o Capex da companhia, que apresentou CAGR nominal de 17,1% e real de 10,6%, entre 2008 e 2021, totalizando R\$ 9,7 bilhões em 2021, enquanto os CAGR nominal e real da BRF neste mesmo período foram negativos em, respectivamente, -5,2% e -10,5, evidenciando retração de seus investimentos.

Em volume financeiro, o Capex da BRF atingiu R\$ 1,7 bilhão em 2021, 5,7 vezes menor que o da JBS. Deste modo, evidencia-se a habilidade da JBS em expandir seus negócios em mercados estratégicos em vendas, distribuição e produção e que, por consequência, trazem resultados positivos, haja vista os resultados da ROB.

Além dos indicadores de faturamento e expansão, foram observados os indicadores de lucratividade, importantes para entender a capacidade das companhias em lidar com as variações dos custos de produção e demais despesas. Dito isso, quando analisado o Lucro Bruto das companhias, foi visto que a JBS atingiu R\$ 66,2 bilhões de lucro em 2021, além da sua margem bruta ter aumentado em 9,0 p.p. Por outro lado, a BRF apresentou lucro bruto de R\$ 10,2 bilhões em 2021 e sua margem retraiu 3,3 p.p. Sendo assim, conclui-se que a JBS possui capacidade em lucrar com a sua operação e em administrar os custos de suas mercadorias, medido pelo CMV, haja vista o crescimento da sua margem em detrimento da queda da margem da BRF.

Agora, observando o EBITDA, a mesma dinâmica é vista ao comparar as empresas. Percebe-se que, em 2008, a BRF (na base Pro-Forma) parte com um montante de lucro operacional superior ao da JBS, sendo, respectivamente, de R\$ 2,5 bilhões e R\$ 1,0 bilhão. Entretanto, o crescimento da JBS no período analisado é quase o quíntuplo do crescimento da BRF. Entre 2008 (Pro-Forma) e 2021, o CAGR nominal e real da BRF foi de, respectivamente, 6,5% e 0,5%, e o da JBS foi de, respectivamente, 33,7% e 26,3%. Ademais, o EBITDA da JBS totalizou R\$ 41,2 bilhões em 2021, 7,5 vezes maior que o da BRF, de R\$ 5,5 bilhões.

Já a produtividade da BRF e da JBS, medida a partir da relação da ROB, do Lucro Bruto e do EBITDA pelo o número de funcionários de cada companhia, é positiva para ambas as empresas, uma vez que os CAGR nominais e reais destes indicadores crescem entre 2008 e 2021. O CAGR nominal e real da ROB/Funcionários da BRF foi de, respectivamente, 7,6% e 1,5% e o da JBS foi de, respectivamente, 13,9% e 7,5%. Já o CAGR nominal e real do Lucro Bruto/Funcionários da BRF foi de, respectivamente, 6,3% e 0,3% e o da JBS foi de, respectivamente, 19,7% e 13,0%. Por fim, o CAGR nominal e real do EBITDA/Funcionários da BRF foi de, respectivamente, 7,7% e 1,7% e o da JBS foi de, respectivamente, 26,2% e 19,1%. Entretanto, nota-se que todas as taxas de crescimento anuais compostas são inferiores

para a BRF, indicando menor capacidade de evolução do retorno financeiro por colaborador em relação a sua concorrente, sendo, assim, menos produtiva que a JBS.

Por fim, quando estudada a alavancagem financeira das companhias, conclui-se que ambas conseguem reduzir seu nível de endividamento com terceiros em relação ao retorno operacional, e que pode ser visto ao observar o CAGR da Dívida Bruta/EBITDA entre 2008 e 2021, sendo para a BRF de -1,6% e para a JBS de -7,1%. Contudo, uma redução deste indicador não significa que as companhias estão de fato menos alavancadas, haja vista que a Dívida Bruta/EBITDA da BRF resultou em 4,6 vezes em 2021, mesmo depois de tentado reduzir seu nível de alavancagem, evidenciando, assim, uma gestão financeira fragilizada. Por outro lado, a JBS também implementou esforços para reduzir tal indicador e de fato conseguiu, totalizando-o em 2,3 vezes em 2021, mostrando-se comprometida com a saúde financeira da empresa.

Além dos indicadores da BRF terem atingido resultados inferiores ao comparar com a JBS, também foi observada certa dificuldade da empresa em manter consistência operacional ao analisar a instabilidade de seus indicadores a partir de 2015. O Lucro Bruto da BRF, por exemplo, em 2015 totalizava R\$ 10,1 bilhões e em 2018, tal indicador atingiu R\$ 5,2 bilhões, seu segundo menor resultado, lembrando que o menor resultado foi em 2009 e as finanças da Sadia foram consolidadas apenas no terceiro trimestre do ano. A margem bruta também foi impactada neste período, caindo 16,3 p.p. e passando de 31,3% para 15,0%.

Entre 2015 e 2018, nota-se, também, queda no EBITDA da companhia, passando de R\$ 6,1 bilhões para R\$ 1,3 bilhão, bem como na sua margem, que passou de 18,9% para 3,8%, queda de 15,1 p.p.

No que diz respeito ao nível de alavancagem da BRF, a companhia atingiu seu patamar histórico em 2018, passando de 2,5 vezes em 2015 para 16,9 vezes em 2018, e que teve como motivo tanto o aumento de endividamento bruto quanto queda do EBITDA.

Em relação ao operacional da empresa, foi evidenciado o fechamento de onze unidades industriais entre 2015 e 2017, totalizando 32 plantas. Ademais, em questões de produtividade, o Lucro Bruto/Funcionários apresentou queda entre 2015 e 2018, passando de R\$ 95,2 mil para R\$ 48,0 mil e o EBITDA/Funcionários também retraiu neste mesmo período, passando de R\$ 57,5 mil para R\$ 12,1 mil.

Durante este período, bem como mencionado ao longo deste estudo, os motivos para tais efeitos em suas operações foi em consequência do impacto dos custos de produção, devido ao aumento dos preços dos grãos, e também pelo envolvimento com a Operação Carne Fraca/Trapaça a partir de 2017. Dessa maneira, como visto no primeiro capítulo, tais fatores combinados contribuíram para a queda do preço de sua ação justamente em 2015, ocasionada pelo descontentamento dos acionistas e do mercado como um todo.

Sendo assim, partindo do que foi estudado ao longo da monografia e explorado acima, o trabalho cumpriu com o que foi proposto em identificar o impacto do processo de fusão e aquisição, ao verificar a capacidade operacional das empresas no longo prazo e ao avaliar se o resultado analisado da BRF S.A. se estende para outros *players* do setor.

Essa conclusão vai de encontro com os estudos já realizados, pois estes abordaram a BRF com melhor desempenho após a fusão das empresas e, além disso, destaca a importância de realizar um estudo analisando o longo prazo, uma vez que este traz características importantes e essenciais para a visualização de como a empresa se comporta e se adequa ao longo do tempo.

Por fim, como foi visto inicialmente, a Marfrig vem aumentando cada vez mais seu percentual acionário sob a BRF e, apesar do futuro ser incerto e com muitas possibilidades, uma delas é a fusão entre as empresas.

Como sugestão para trabalhos futuros, tem-se a investigação dessa possível fusão entre a BRF e a Marfrig e a projeção de resultados a longo prazo para a nova empresa. Não obstante, outra possibilidade seria referente à perspectiva de a BRF seguir operando sozinha no mercado, bem como a Marfrig e, então, compreender se a fusão proporciona uma perspectiva operacional positiva ou negativa para ambas as empresas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A Perdigão. **PERDIGÃO S.A.**, 2022. Disponível em: <https://www.perdigao.com.br/a-perdigao/>. Acesso em: 16 mai. 2022.

ABIA - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DE ALIMENTOS. Números do setor. **ABIA**, 2021. Disponível em: <https://www.abia.org.br/numeros-setor>. Acesso em: 27 ago. 2022.

AMATO, F. Veja os principais pontos do acordo para a fusão Sadia-Perdigão. **G1**, 2011. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/07/veja-os-principais-pontos-do-acordo-para-fusao-sadia-perdigao.html>. Acesso em: 28 ago. 2022.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas. 2014.

BEUREN, I. M. I. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Editora Atlas SA, 2013.

BRASIL. Lei N° 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm). Acesso em: 22 set. 2022.

BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública. Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE. Parecer nº 366/2021/CGAA5/SGA1/SG. **Ato de Concentração**. Lei nº 12.529/2011. Procedimento ordinário. Partes: *Marfrig Global Foods S.A.* e *BRF S.A.* Natureza da operação: aquisição de participação societária. Mercados de comercialização de carne bovina *in natura* e fabricação de produtos processados de carne. Indeferimento de pedido de terceiro interessado. Baixa participação de mercado com sobreposição horizontal. Integração vertical. Improbabilidade de fechamento de mercados. Aprovação sem restrições.

BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública. Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE. Parecer nº 570/2021/CGAA5/SGA1/SG. **Ato de Concentração**. Lei nº 12.529/2011. Procedimento sumário. Requerentes: *Marfrig Global Foods S.A.* e *Quiq S.A.* Natureza da operação: aquisição de cotas/ações sem aquisição de controle. Mercados afetados: desenvolvimento e licenciamento de programas de computador customizáveis e comércio atacadista de mercadorias em geral, com predominância de produtos alimentícios. Art. 8º, inciso VI, Resolução CADE nº 02/12. Aprovação sem restrições.

BRF. **WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/BRF>. Acesso em: 30 ago. 2022.

BRF tem novo prejuízo em 2018, de R\$ 4,4 bilhões. **G1**, 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/02/28/brf-tem-novo-prejuizo-em-2018-de-r-44-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 26 jun. 2022.

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, p. 206-220, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/rZHGv68zbKhV8f6zzFvHdYy/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 1 out. 2022.

CHANG, W. W. Fato Relevante. **PERDIGÃO S.A.**, 2006. Disponível em: [https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/4d44a134-36cc-4fea-b520-393c4aceabb2/fatos-relevantes/751ede908ae3d8e4ece0b820686e630589d29fb0898b1bca0dd68b519e2a3bc3/fato\\_relevante.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/4d44a134-36cc-4fea-b520-393c4aceabb2/fatos-relevantes/751ede908ae3d8e4ece0b820686e630589d29fb0898b1bca0dd68b519e2a3bc3/fato_relevante.pdf). Acesso em: 5 set. 2022.

Companhias abertas. **CVM**, 2022. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/cias-abertas.asp>. Acesso em: 5 jun. 2022.

DE LIMA, C. A.; TONELI, M. D. **A fusão como instrumento capaz de potencializar as grandes companhias**. BRF: Estudo de caso, 2015.

DE OLIVEIRA, U. R.; ROCHA, H. M. Fusões e aquisições para alavancagem de recursos e otimização da estrutura organizacional. In: XIII SIMPEP, Bauru, São Paulo, de 6 a 8 de novembro de 2006. **Anais [...] Bauru**, São Paulo: UNESP, 2006.

DIEGUEZ, C. O setembro negro da Sadia. **UOL**, 2009. Disponível em: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-setembro-negro-da-sadia>. Acesso em: 15 ago. 2022.

DINIZ, N. **Análise das demonstrações financeiras**. Rio de Janeiro: SESES, 2015.

Em 2006, Perdigão recusou oferta de compra hostil. **Estadão**, 2009. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,em-2006-perdigao-recusou-oferta-de-compra-hostil,339971>. Acesso em: 13 set. 2022.

ESTADO, A. Sadia-Perdigão vira o maior caso da história do Cade. **Estado de Minas**, 2011. Disponível em: [https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2011/07/13/internas\\_economia,239492/sadia-perdigao-vira-o-maior-caso-da-historia-do-cade.shtml](https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2011/07/13/internas_economia,239492/sadia-perdigao-vira-o-maior-caso-da-historia-do-cade.shtml). Acesso em: 17 ago. 2022.

FARIAS, E. L. **Brasil Foods-BRF**: análise dos resultados econômicos pós-fusão entre Perdigão SA e Sadia SA. Monografia (Graduação em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, Paraná, 2013.

IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. São Paulo: Atlas, 2017.

Informações financeiras. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://ri.brf-global.com/informacoes-financeiras/>. Acesso em: 16 mai. 2022.

Informações financeiras. **JBS S.A.**, 2022. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 26 mai. 2022.

**JBS. WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/JBS>. Acesso em: 2 set. 2022.

JBS apresenta sua estratégia para 2018. **JBS S.A.**, 2017. Disponível em: <https://jbs.com.br/imprensa/releases/jbs-apresenta-sua-estrategia-para-2018/>. Acesso em: 26 set. 2022.

JUSTINO, T. V.; DE PÁDUA, V. C.; MACHADO, J. H. Análise de rentabilidade pós-fusão: um estudo de caso na BRF BRASIL FOODS SA. **Revista de Iniciação Científica da Libertas**, v. 1, n. 1, 2016. Disponível em: <http://www.libertas.edu.br/revistas/index.php/riclibertas/article/viewFile/10/2>. Acesso em: 9 set. 2022.

MARIANO, F. L. M. Fato relevante. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d44a134-36cc-4fea-b520-393c4aceabb2/f08f22e9-0f9c-5b9a-da93-661ec53109e3?origin=1>. Acesso em: 13 set. 2022.

MATARAZZO, D. C.; PESTANA, A. O. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MENDES, L. H. BRF sai de lucro em 2015 para prejuízo de R\$ 372 milhões em 2016. **Globo**, 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/02/23/brf-sai-de-lucro-em-2015-para-prejuizo-de-r-372-milhoes-em-2016.ghtml>. Acesso em: 2 out. 2022.

NETO, A. A; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

Nossa história. **BRF S.A.**, 2022. Disponível em: <https://www.brf-global.com/sobre/a-brf/nossa-historia/>. Acesso em: 24 ago. 2022.

Perdigão. **WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/Perdig%C3%A3o\\_\(empresa\)](https://pt.wikipedia.org/wiki/Perdig%C3%A3o_(empresa)). Acesso em: 24 ago. 2022.

PEREIRA, A. G. **Análise das demonstrações contábeis**. Salvador: Universidade Federal da Bahia, 2018.

*Processed meat, seafood and alternatives to meat in brazil: analysis*. EUROMONITOR, 2021. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/processed-meat-seafood-and-alternatives-to-meat-in-brazil/report>. Acesso em: 6 set. 2022.

Protocolo e justificação da incorporação de ações de emissão da Sadia S.A. pela BRF – Brasil Foods S.A. Julho de 2009. Disponível em:

<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=208710>. Acesso em: 22 nov. 2022.

RIZÉRIO, L. Abilio deixa BRF após quase nove anos com venda para Marfrig; ação BRFS3 salta 6,5% com chance maior de fusão. **Infomoney**, 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/abilio-deixa-brf-apos-quase-nove-anos-com-venda-para-marfrig-acao-brfs3-dispara-com-chance-maior-de-fusao/>. Acesso em: 9 set. 2022.

Sadia. **SADIA S.A.**, 2022. Disponível em: <https://www.sadia.com.br/sadia/>. Acesso em: 22 ago. 2022.

Sadia. **WIKIPÉDIA**, 2022. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/Sadia>. Acesso em: 23 ago. 2022.

SANDRONI, S. **Novíssimo dicionário de economia**. 13 ed. São Paulo: Editora Best Seller, 2004.

SETH, A. *Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues. Strategic management journal*, v. 11, n. 2, p. 99-115, 1990. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486658>. Acesso em: 22 set. 2022.

*Staple foods in Brazil: analysis*. EUROMONITOR, 2021. Disponível em: <https://www.euromonitor.com/staple-foods-in-brazil/report>. Acesso em: 6 set. 2022.

TOLEDO, M. CAGR: como calcular este KPI fundamental. **Marcelo Toledo**, 2016. Disponível em: <http://marcelotoledo.com/cagr-como-calcular-este-kpi-fundamental/>. Acesso em: 04 out. 2022.

VENÂNCIO, R. Marfrig avança em seu apetite pela BRF e mercado acredita que fusão fica ainda mais próxima. **IstoÉ Dinheiro**, 2022. Disponível em: <https://www.istoeedinheiro.com.br/marfrig-avanca-em-seu-apetite-pela-brf-e-mercado-acredita-que-fusao-fica-ainda-mais-proxima/>. Acesso em: 9 set. 2022.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. 2 ed. Bookman Editora, 2001.

## APÊNDICE A

### Informações contábeis da Sadia entre 2007-2008.

Balanço Patrimonial (2007-2008):

		2007	2008
<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>			
Em milhares de R\$			
<b>ATIVO</b>		<b>8.624.919</b>	<b>13.658.991</b>
<b>CIRCULANTE</b>		<b>4.981.248</b>	<b>7.637.176</b>
Caixa e equivalentes de caixa		680.655	2.163.998
Aplicações financeiras		2.002.895	1.345.330
Valores a receber de contratos futuros		149.675	813.319
Contas a receber de clientes		486.586	790.467
Estoques		1.168.936	1.851.020
Impostos a compensar		325.868	441.818
Impostos diferidos		35.992	132.969
Outros créditos		130.641	98.255
<b>NÃO CIRCULANTE</b>		<b>574.860</b>	<b>1.539.782</b>
<b>Realizável a longo prazo</b>		<b>574.860</b>	<b>1.539.782</b>
Aplicações financeiras		180.111	270.332
Impostos a compensar		165.225	352.168
Impostos diferidos		95.375	728.597
Depósitos judiciais		42.004	41.609
Partes relacionadas		-	-
Adiantamento a fornecedores		61.753	61.693
Outros créditos		30.392	85.383
<b>PERMANENTE</b>		<b>3.068.811</b>	<b>4.482.033</b>
Investimentos		2.123	15.304
Imobilizado		2.881.748	4.199.901
Intangível		102.368	138.113
Diferido		82.572	128.715



<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Em milhares de R\$</b>			
Intangível		102.368	138.113
Diferido		82.572	128.715
<b>PASSIVO</b>		<b>8.624.919</b>	<b>13.658.991</b>
<b>CIRCULANTE</b>		<b>2.265.947</b>	<b>8.418.017</b>
Empréstimos e financiamentos		980.327	4.164.391
Valores a pagar de contratos futuros		69.274	2.777.054
Fornecedores		593.951	918.687
Adiantamento de controladas		-	-
Salários, férias e encargos a pagar		132.500	154.587
Impostos e contribuições a recolher		65.859	57.661
Dividendos a distribuir		135.666	3.901
Participação de empregados nos resultados		82.346	9.866
Impostos diferidos		10.969	12.907
Outras obrigações		195.055	318.963
<b>NÃO CIRCULANTE</b>		<b>3.140.537</b>	<b>4.776.135</b>
Empréstimos e financiamentos		2.688.115	4.384.745
Adiantamentos de controladas		-	-
Plano de benefícios a empregados		107.418	118.295
Contingências		66.794	55.517
Impostos diferidos		216.607	120.931
Plano de opções de compra de ações		14.763	8.067
Outras obrigações		46.840	88.580
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		<b>3.183.836</b>	<b>410.884</b>
Capital social		2.000.000	2.000.000
Reservas de capital		1.650	-
Reservas de lucros		980.828	-
Ações em tesouraria		(84.118)	(97.064)
Ajustes de avaliação patrimonial		228.830	44.994
Ajustes acumulados de conversão		-	(11.718)
Resultados acumulados		56.646	(1.525.328)
<b>Participação Acionistas não Controladores</b>		<b>34.599</b>	<b>53.955</b>

## Demonstração do Fluxo de Caixa (2007-2008):



DFC Em milhares de R\$	2007	2008
<b>Lucro/Prejuízo líquido do exercício</b>	<b>768.348</b>	<b>(2.484.834)</b>
<b>Caixa Líquido Atividades Operacionais</b>	<b>1.383.504</b>	<b>20.198</b>
<b>Ajustes para reconciliar o lucro/prejuízo líquido ao caixa e equivalente de caixa gerado pelas atividades operacionais</b>	<b>356.142</b>	<b>3.301.646</b>
Variação na participação de acionistas não controladores	33.635	19.356
Depreciação, amortização e exaustão	306.155	414.717
Juros e variações apropriados, líquidos	18.266	1.303.242
Resultado de instrumentos derivativos apropriados, líquidos	(191.622)	2.365.813
Amortização de ágio na aquisição de investimento	20.774	22.570
Resultado de equivalência patrimonial	(4.966)	2.927
Impostos diferidos	141.273	(823.937)
Contingências	22.029	(11.277)
Resultado na venda ou baixa do imobilizado	10.598	8.235
<b>Variações nos Ativos e Passivos</b>	<b>259.014</b>	<b>(796.614)</b>
Contas a receber de clientes	192.012	(303.881)
Estoques	(84.482)	(682.084)
Impostos a recuperar e outros	186.152	(37.575)
Juros e variações pagos	(243.870)	(236.061)
Depósitos judiciais	4.964	395
Fornecedores	90.666	324.736
Adiantamentos de controladas	-	-
Impostos e contribuições a recolher, salários a pagar e outros	113.572	137.856
<b>Caixa Líquido Atividades de Investimento</b>	<b>(1.211.667)</b>	<b>(1.240.337)</b>
Recursos obtidos na venda de ativo imobilizado	3.636	5.468
Investimentos em controladas e coligada	-	-
Ágio na aquisição de investimentos	(37.848)	(52.180)
Juros e variações recebidos	-	117.366
Dividendos recebidos	-	-
Aquisição do imobilizado	(1.048.576)	(1.710.584)
Aquisição do intangível	(3.906)	(27.786)
Aquisição do diferido	(32.448)	(76.149)
Parcela paga na aquisição de controlada, líquida do caixa	(16.020)	(40.290)
Valores a receber de contratos futuros	105.352	399.514
Aplicações financeiras	(2.681.263)	(4.157.794)
Resgates de aplicações financeiras	2.499.406	4.302.098



DFC Em milhares de R\$	2007	2008
<b>Caixa Líquido Atividades de Financiamento</b>	<b>41.836</b>	<b>2.703.482</b>
Captações de financiamentos	2.496.131	4.990.666
Pagamentos de financiamentos	(2.313.716)	(1.408.599)
Valores a pagar de contratos futuros	16.953	(666.560)
Dividendos pagos	(106.755)	(215.729)
Empréstimos com controladas	-	-
Alienação de ações em tesouraria	463	56.509
Aquisição de ações em tesouraria	(51.240)	(52.805)
<b>Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes</b>	-	-
<b>Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes</b>	<b>213.673</b>	<b>1.483.343</b>
<b>Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes</b>	<b>466.982</b>	<b>680.655</b>
<b>Saldo Final de Caixa e Equivalentes</b>	<b>680.655</b>	<b>2.163.998</b>

## Demonstração do Resultado do Exercício (2007-2008):

<b>DRE</b>  <b>Em milhares de R\$</b>		
	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>9.909.973</b>	<b>12.191.896</b>
Mercado interno	5.319.918	6.606.836
Mercado externo	4.590.055	5.585.060
<b>Deduções de Vendas</b>	<b>(1.201.832)</b>	<b>(1.463.254)</b>
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>8.708.141</b>	<b>10.728.642</b>
<b>Custo das Vendas</b>	<b>(6.312.130)</b>	<b>(8.109.377)</b>
% sobre a ROL	(72,5%)	(75,6%)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>2.396.011</b>	<b>2.619.265</b>
Margem Bruta	27,5%	24,4%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(1.577.783)</b>	<b>(1.886.429)</b>
% sobre a ROL	(18,1%)	(17,6%)
<b>Despesas com Vendas</b>	<b>(1.464.262)</b>	<b>(1.727.067)</b>
% sobre a ROL	(16,8%)	(16,1%)
Fixas	-	-
Variáveis	-	-
<b>Despesas adm. e honorários</b>	<b>(113.521)</b>	<b>(159.362)</b>
% sobre a ROL	(1,3%)	(1,5%)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>818.228</b>	<b>732.836</b>
% sobre a ROL	9,4%	6,8%
<b>Outros Resultados Operacionais</b>	<b>(87.932)</b>	<b>(35.423)</b>
<b>Equivalência Patrimonial</b>	<b>4.966</b>	<b>(2.927)</b>
<b>Resultado antes das Financeiras</b>	<b>735.262</b>	<b>694.486</b>
% sobre a ROL	8,4%	6,5%
<b>Financeiras Líquidas</b>	<b>132.042</b>	<b>(3.892.336)</b>
Despesas financeiras	(33.804)	(4.721.161)
Ganho/perda conver.inv.exterior	-	-
Receitas financeiras	165.846	828.825
<b>Resultado antes dos Impostos</b>	<b>867.304</b>	<b>(3.197.850)</b>
% sobre a ROL	10,0%	(29,8%)
<b>Imposto de renda e contribuição social</b>	<b>(76.581)</b>	<b>(26.475)</b>
% sobre o resultado antes dos impostos	(8,8%)	0,8%
<b>IR Diferido</b>	<b>(23.391)</b>	<b>729.233</b>
% sobre o resultado antes dos impostos	(2,7%)	(22,8%)
<b>Resultado antes das Participações</b>	<b>767.332</b>	<b>(2.495.092)</b>
<b>Participações/Contribuições Estatutárias</b>	-	-
<b>Part. de Acionistas Não Controladores</b>	<b>1.016</b>	<b>10.258</b>
% sobre a ROL	0,0%	0,1%
<b>Resultado do Período/Exercício</b>	<b>768.348</b>	<b>(2.484.834)</b>

## APÊNDICE B

### Informações contábeis da Perdigão 2007-2008.

Balanço Patrimonial (2007-2008):



<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Em milhares de R\$</b>			
<b>ATIVO</b>		<b>6.543.311</b>	<b>11.219.547</b>
<b>CIRCULANTE</b>		<b>3.768.208</b>	<b>5.985.143</b>
Caixa e Equivalente a Caixa		1.108.028	1.233.455
Aplicações Financeiras		665.628	742.549
Clientes		803.938	1.378.046
Créditos Diversos		-	-
Estoques		865.147	1.688.995
Impostos a Recuperar		174.402	576.337
Impostos Diferidos		35.335	127.262
Titulos a Receber		18.455	48.746
Outros Direitos		65.391	121.618
Despesas Antecipadas		31.884	68.135
<b>NÃO CIRCULANTE</b>		<b>2.775.103</b>	<b>5.234.404</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>		254.318	597.134
Clientes		11.826	11.578
Créditos com Pessoas Ligadas		-	-
Aplicações Financeiras		63.292	155
Impostos a Recuperar		33.504	147.490
Titulos a Receber		43.990	54.889
Depositos Judiciais		14.015	23.313
Outros Direitos		7.972	29.017
Despesas Antecipadas		1.849	1.523
Impostos sobre a renda diferidos		77.870	323.399
Bens Destinados a Venda		-	5.770
<b>Ativo Permanente</b>		<b>2.520.785</b>	<b>4.637.270</b>
Investimentos		1.020	1.028
Imobilizado		2.136.918	2.918.458
Intangível		269.559	1.545.732
Diferido		113.288	172.052



<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>		<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Em milhares de R\$</b>			
<b>PASSIVO</b>		<b>6.543.311</b>	<b>11.219.547</b>
<b>CIRCULANTE</b>		<b>1.941.278</b>	<b>3.080.860</b>
Empréstimos e Financiamentos		1.051.794	1.642.221
Fornecedores		575.603	1.083.385
Obrigações Tributárias		29.797	66.578
Contribuições Sociais		25.694	34.295
Dividendos a Pagar		44	32
Provisões para Férias e 13º		79.834	104.378
Dívidas com Pessoas Ligadas		-	-
Salários a Pagar		27.240	34.508
Juros Sobre Capital Próprio		58.394	23.295
Participações a Pagar		35.156	17.893
Outras Obrigações		57.722	70.090
<b>NÃO CIRCULANTE</b>		<b>1.376.054</b>	<b>4.027.373</b>
<b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b>		<b>1.376.054</b>	<b>4.027.373</b>
Empréstimos e Financiamentos		1.214.069	3.717.616
Debêntures		-	2.076
Provisões para Contingências		124.360	186.362
Dívidas com Pessoas Ligadas		-	-
Adiantamento para Futuro Aumento Capital		-	-
Obrigações Sociais e Tributárias		4.421	20.056
Impostos Diferidos		30.171	68.957
Outras Obrigações		3.033	32.306
Resultados de Exercícios Futuros		-	-
Part. de Acionistas Não Controladores		-	696
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		<b>3.225.979</b>	<b>4.110.618</b>
Capital Social Realizado		2.500.000	3.445.043
Reservas de Capital		-	-
Ativos Próprios		-	-
Controladas/Coligadas e Equiparadas		-	-
Reservas de Lucro		725.979	703.704
Retenção de Lucros		-	-
Especial p/ Dividendos Não Distribuídos		-	-
Reservas para Expansão		508.140	505.070
Reserva para Aumento de Capital		160.256	160.256
Ações em Tesouraria		(815)	(815)
Lucros não Realizados		(3.942)	(27.008)
Ajustes de Avaliação Patrimonial		-	(38.129)
Lucros/Prejuízos Acumulados		-	-

## Demonstração do Fluxo de Caixa (2007-2008):



DFC	2007	2008
Em milhares de R\$		
<b>Lucro (Prejuízo) Líquido</b>	<b>321.307</b>	<b>54.372</b>
<b>Caixa Líquido Atividades Operacionais</b>	<b>337.462</b>	<b>634.610</b>
<b>Ajustes para reconciliar o prejuízo líquido ao caixa gerado nas atividades operacionais</b>	<b>239.046</b>	<b>1.328.259</b>
Participações de Acionistas não Control.	3.183	385
Depreciação, amortização e exaustão	272.241	448.565
Amortização de Ágio	21.398	152.996
Resultado na Alienação do Permanente	18.608	35.658
Imposto sobre a Renda Diferidos	(14.225)	(291.084)
Efeito da lei 11.638/07	-	9.647
Provisão/Reversão de Contingencias	3.530	(34.071)
Outras Provisões	9.897	7.763
Juros e Variações Cambiais	(75.586)	998.400
<b>Variações nos Ativos e Passivos</b>	<b>(222.891)</b>	<b>(748.021)</b>
Contas a Receber de Clientes	(99.305)	(194.932)
Estoques	(223.779)	(464.528)
Fornecedores	94.113	255.771
Pagamento de Contingencias	(9.304)	(26.993)
Salários, obrigações sociais e outros	15.384	(317.339)
<b>Caixa Líquido Atividades de Investimento</b>	<b>(831.195)</b>	<b>(1.627.560)</b>
Aplicações Financeiras	(350.511)	(2.733.029)
Resgate de Aplicações Financeiras	541.108	2.829.899
Aplicações no Imobilizado	(509.744)	(634.511)
Aquisições/Formação de Matrizes	(126.102)	(208.334)
Alienação do Imobilizado	4.186	13.047
Aquisição de empresas, Líquido do Caixa	(347.292)	(796.132)
Aplicações no Diferido	(42.840)	(98.493)
Outros Investimentos Líquidos	-	(7)
<b>Caixa Líquido Atividades de Financiamento</b>	<b>1.265.196</b>	<b>1.118.377</b>
Tomada de Financiamento	1.705.928	3.247.970
Pagamento de Financiamento	(1.265.177)	(2.048.750)
Aumento de Capital	900.000	33.489
Dividendos/Juros do Capital Próprio pgto	(75.555)	(114.332)
Distr Capital p/ Acionistas Minoritário	-	-
<b>Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes</b>	<b>771.463</b>	<b>125.427</b>
<b>Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes</b>	<b>336.565</b>	<b>1.108.028</b>
<b>Saldo Final de Caixa e Equivalentes</b>	<b>1.108.028</b>	<b>1.233.455</b>

## Demonstração do Resultado do Exercício (2007-2008):



DRE Em milhares de R\$	2007	2008
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>7.788.601</b>	<b>13.161.318</b>
Mercado interno	4.589.160	8.104.223
Mercado externo	3.199.441	5.057.095
<b>Deduções de Vendas</b>	<b>(1.155.238)</b>	<b>(1.768.288)</b>
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>6.633.363</b>	<b>11.393.030</b>
<b>Custo das Vendas</b>	<b>(4.760.088)</b>	<b>(8.634.151)</b>
% sobre a ROL	(71,8%)	(75,8%)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.873.275</b>	<b>2.758.879</b>
Margem Bruta	28,2%	24,2%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(1.369.362)</b>	<b>(2.050.331)</b>
% sobre a ROL	(20,6%)	(18,0%)
<b>Despesas com Vendas</b>	<b>(1.278.973)</b>	<b>(1.891.117)</b>
% sobre a ROL	(19,3%)	(16,6%)
Fixas	-	-
Variáveis	-	-
<b>Despesas adm. e honorários</b>	<b>(90.389)</b>	<b>(159.214)</b>
% sobre a ROL	(1,4%)	(1,4%)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>503.913</b>	<b>708.548</b>
% sobre a ROL	7,6%	6,2%
<b>Outros Resultados Operacionais</b>	<b>(14.761)</b>	<b>(261.886)</b>
<b>Equivalência Patrimonial</b>	-	-
<b>Resultado antes das Financeiras</b>	<b>489.152</b>	<b>446.662</b>
% sobre a ROL	7,4%	3,9%
<b>Financeiras Líquidas</b>	<b>(105.390)</b>	<b>(630.348)</b>
Despesas financeiras	(116.425)	(1.246.564)
Ganho/perda conver.inv.exterior	-	-
Receitas financeiras	11.035	616.216
<b>Resultado antes dos Impostos</b>	<b>383.762</b>	<b>(183.686)</b>
% sobre a ROL	5,8%	(1,6%)
<b>Imposto de renda e contribuição social</b>	<b>(32.080)</b>	<b>255.335</b>
% sobre o resultado antes dos impostos	(8,4%)	(139,0%)
<b>Resultado antes das Participações</b>	<b>351.682</b>	<b>71.649</b>
<b>Participações/Contribuições Estatutárias</b>	<b>(27.192)</b>	<b>(16.892)</b>
<b>Part. de Acionistas Não Controladores</b>	<b>(3.183)</b>	<b>(385)</b>
% sobre a ROL	(0,0%)	(0,0%)
<b>Resultado do Período/Exercício</b>	<b>321.307</b>	<b>54.372</b>

## APÊNDICE C

### Informações contábeis da BRF 2008 (Pro-Forma)-2021.

#### Balanço Patrimonial (2008-2021):

BALANÇO PATRIMONIAL														
	Em milhares de R\$													
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>ATIVO</b>	<b>24.878.538</b>	<b>28.383.627</b>	<b>27.751.547</b>	<b>29.983.456</b>	<b>30.765.486</b>	<b>32.374.569</b>	<b>36.103.735</b>	<b>40.388.014</b>	<b>42.944.936</b>	<b>45.228.481</b>	<b>42.382.377</b>	<b>41.700.631</b>	<b>49.664.906</b>	<b>55.903.387</b>
<b>CIRCULANTE</b>	<b>13.622.319</b>	<b>10.677.939</b>	<b>10.020.699</b>	<b>11.123.751</b>	<b>11.589.980</b>	<b>13.242.523</b>	<b>17.488.245</b>	<b>19.180.049</b>	<b>18.893.738</b>	<b>19.185.523</b>	<b>19.030.900</b>	<b>15.045.427</b>	<b>22.911.984</b>	<b>26.243.123</b>
Caixa e equivalentes de caixa	3.397.453	1.896.240	2.310.643	1.366.843	1.930.693	3.127.715	6.006.942	5.362.890	6.356.919	6.010.829	4.869.562	4.237.785	7.576.625	7.528.820
Aplicações financeiras	2.087.879	2.345.529	1.032.375	1.372.671	621.908	459.568	587.491	734.711	622.285	228.430	507.035	418.182	314.158	346.855
Contas a receber de clientes	2.981.832	2.140.701	2.565.029	3.207.813	3.131.198	3.338.355	3.046.871	3.876.308	3.085.147	3.919.022	2.604.928	3.031.046	4.092.855	4.039.155
Tributos a recuperar	1.018.155	745.591	695.892	907.929	964.769	1.302.839	1.009.074	1.231.759	1.247.955	1.228.259	1.066.872	626.218	942.960	1.047.895
Juros Sobre Capital Próprio a Receber	-	-	-	-	-	-	10.244	21.586	7.448	6.187	7.304	-	-	-
Títulos a receber	48.746	33.217	41.467	56.935	77.421	149.007	215.067	303.716	146.982	113.127	115.113	59.645	43.566	68.001
Estoques	3.540.015	2.355.497	2.135.809	2.679.211	3.018.576	3.111.615	2.941.355	4.032.911	4.791.640	4.948.168	3.877.294	3.887.916	6.802.759	9.654.870
Ativos Biológicos	-	865.527	900.681	1.156.081	1.370.999	1.205.851	1.130.580	1.329.861	1.644.939	1.510.480	1.513.133	1.603.039	2.129.010	2.899.921
Instrumentos financeiros derivativos	-	27.586	98.596	23.459	33.200	115.72	43.101	129.387	198.015	90.536	182.339	195.324	377.756	134.551
Outros Direitos	219.873	266.396	160.750	234.122	326.225	282.695	268.092	369.248	422.395	716.026	451.578	366.487	237.434	245.110
Despesas antecipadas	68.135	51.764	17.012	99.680	92.471	104.424	271.426	408.950	136.796	245.067	232.115	224.246	208.835	227.354
Caixa Restrito	-	-	-	-	-	-	-	1.346.274	216.251	127.821	277.321	296.294	1	24.963
Ativos Mantidos para Venda	-	47.891	62.245	19.007	22.520	148.948	1.958.007	32.448	26.126	41.571	169.798	99.245	186.025	16.628
Imposto Diferido	260.231	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativos de Operações Descontinuadas e mantidos para venda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.156.507
<b>NÃO CIRCULANTE</b>	<b>11.256.219</b>	<b>17.705.688</b>	<b>17.730.848</b>	<b>18.859.705</b>	<b>19.175.506</b>	<b>19.132.046</b>	<b>18.615.490</b>	<b>21.207.965</b>	<b>24.051.198</b>	<b>26.042.958</b>	<b>23.351.477</b>	<b>26.655.204</b>	<b>26.752.922</b>	<b>29.660.264</b>
Realizável a longo prazo	2.136.916	4.537.839	4.399.259	4.654.837	3.716.487	3.444.556	3.789.075	5.095.410	5.573.723	6.586.544	7.549.076	9.455.356	9.308.366	10.462.473
Aplicações financeiras	270.487	676.681	209.984	83.368	74.458	56.002	62.104	456.038	527.728	568.805	290.625	307.352	344.577	447.413
Contas a receber de clientes	11.578	12.800	6.950	2.419	11.128	7.811	7.706	4.133	10.701	6.260	7.963	6.797	7.026	5.810
Depósitos Judiciais	64.922	135.885	234.085	228.261	365.301	478.676	615.719	732.106	732.571	688.941	669.098	575.750	553.341	550.319
Ativos Biológicos	-	391.192	377.684	387.383	428.190	568.978	682.210	717.022	917.345	903.654	1.061.314	1.081.025	1.221.749	1.414.482
Títulos a receber	54.889	92.620	93.136	147.322	152.303	353.675	361.673	230.781	186.524	116.394	88.959	64.232	42.838	29.168
Tributos a recuperar	499.658	653.074	767.407	744.612	1.141.797	800.808	912.082	968.705	1.516.582	1.439.165	3.149.793	5.436.810	4.923.057	4.986.451
Impostos diferidos	1.081.013	2.426.412	2.487.612	2.628.750	718.180	665.677	714.015	1.255.976	1.103.146	1.369.361	1.519.652	1.845.862	2.109.064	2.941.270
Caixa restrito	-	-	-	-	70.020	93.014	99.112	115.179	479.828	427.557	407.803	584.300	-	24.357
Outros ativos não circulantes	154.369	149.167	223.301	362.702	732.116	413.717	317.387	206.821	149.569	87.157	177.372	135.528	82.357	87.561
<b>PERMANENTE</b>	<b>9.119.303</b>	<b>13.167.849</b>	<b>13.331.589</b>	<b>14.204.686</b>	<b>15.859.019</b>	<b>15.687.490</b>	<b>16.112.555</b>	<b>18.477.475</b>	<b>19.456.414</b>	<b>15.802.401</b>	<b>17.199.848</b>	<b>17.444.556</b>	<b>19.197.789</b>	
Investimentos	16.332	17.200	17.494	20.399	36.658	107.990	438.423	185.892	58.683	68.195	86.005	14.880	8.874	7.113
Imobilizado	7.118.359	8.874.184	9.066.831	9.796.370	10.870.700	10.821.578	10.059.341	10.915.752	11.746.238	12.190.583	10.696.998	12.276.889	12.215.580	13.040.862
Intangível	1.984.612	4.276.463	4.247.264	4.386.099	4.751.661	4.757.922	4.328.643	5.010.911	6.672.554	7.197.634	5.019.398	4.908.079	5.220.102	6.149.814
<b>PASSIVO</b>	<b>24.878.538</b>	<b>28.383.627</b>	<b>27.751.547</b>	<b>29.983.456</b>	<b>30.765.486</b>	<b>32.374.569</b>	<b>36.103.735</b>	<b>40.388.014</b>	<b>42.944.936</b>	<b>45.228.481</b>	<b>42.382.377</b>	<b>41.700.631</b>	<b>49.664.906</b>	<b>55.903.387</b>
<b>CIRCULANTE</b>	<b>11.553.328</b>	<b>5.658.384</b>	<b>7.987.829</b>	<b>7.481.632</b>	<b>8.436.631</b>	<b>9.569.126</b>	<b>11.621.113</b>	<b>12.640.423</b>	<b>14.807.415</b>	<b>14.988.640</b>	<b>13.324.005</b>	<b>15.440.322</b>	<b>21.225.289</b>	
Empréstimos e financiamentos	5.806.612	3.200.562	2.277.713	3.452.477	2.440.782	2.696.594	2.738.903	2.628.179	3.245.004	5.031.351	4.547.389	3.132.029	1.059.984	3.203.068
Fornecedores	2.002.072	1.905.368	2.059.196	2.681.343	3.381.246	3.674.705	3.977.327	4.744.993	5.838.838	6.446.498	5.552.434	6.161.047	9.379.368	12.173.952
Fornecedores Risco Sacado	-	-	-	-	-	-	-	-	1.174.594	1.335.502	715.189	885.783	842.037	1.452.377
Salários e obrigações sociais	189.095	341.134	387.358	434.249	426.241	433.467	427.058	477.935	610.755	688.594	555.016	585.559	634.696	713.972
Obrigações tributárias	124.239	183.635	210.832	224.761	227.995	253.678	299.951	353.278	319.620	426.028	402.971	517.208	395.630	454.038
<b>NÃO CIRCULANTE</b>	<b>8.803.508</b>	<b>9.028.738</b>	<b>8.428.645</b>	<b>7.885.710</b>	<b>8.694.687</b>	<b>9.242.384</b>	<b>10.844.666</b>	<b>14.931.048</b>	<b>18.005.160</b>	<b>18.607.825</b>	<b>20.361.960</b>	<b>20.280.277</b>	<b>25.411.044</b>	<b>25.852.475</b>
Exigível a longo prazo	<b>8.803.508</b>	<b>9.028.738</b>	<b>8.428.645</b>	<b>7.885.710</b>	<b>8.694.687</b>	<b>9.242.384</b>	<b>10.844.666</b>	<b>14.931.048</b>	<b>18.005.160</b>	<b>18.607.825</b>	<b>20.361.960</b>	<b>20.280.277</b>	<b>25.411.044</b>	<b>25.852.475</b>
Empréstimos e financiamentos	8.104.437	5.853.459	4.975.226	4.601.053	7.077.539	7.484.596	8.850.432	12.551.104	15.717.376	15.413.027	17.618.055	15.488.250	21.344.442	22.252.962
Fornecedores	-	3.119	1.732	4.741	37.503	146.896	161.034	155.373	159.277	196.771	179.844	206.899	217.300	2.019.518
Obrigações Tributárias	20.056	5.951	64.175	25.472	13.457	19.494	25.909	25.990	13.054	171.225	162.239	190.257	141.252	132.195
Provisão para riscos tributários, civis e trabalhistas	186.362	940.259	1.053.740	835.234	760.913	775.359	942.759	974.460	1.107.669	1.237.116	854.667	710.061	837.382	558.500
Impostos diferidos	189.888	1.456.425	1.635.677	1.791.897	27.792	20.566	90.184	188.320	156.179	155.303	65.774	85.310	26.527	23.710
Plano de benefícios a empregados	116.295	249.728	275.763	266.045	286.432	242.236	257.974	231.780	253.384	309.603	373.423	593.555	651.325	498.231
Outros passivos não circulantes	184.470	519.797	422.332	357.268	510.940	554.037	516.381	804.021	678.221	1.124.780	1.107.958	1.093.945	242.816	366.859
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>4.521.502</b>	<b>12.995.659</b>	<b>13.636.518</b>	<b>14.109.917</b>	<b>14.389.167</b>	<b>14.696.154</b>	<b>15.689.943</b>	<b>13.835.853</b>	<b>12.219.353</b>	<b>11.712.782</b>	<b>7.531.777</b>	<b>8.148.349</b>	<b>8.813.534</b>	<b>8.825.623</b>
Capital realizado	5.391.903	12.461.756	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471	12.460.471
Reservas de capital	-	35.180	68.614	10.939	17.990	36.418	105.446	6.578	41.006	115.097	115.354	192.845	142.080	74.303
Reservas de lucros	705.704	727.688	1.064.688	1.760.446	2.274.206	3.211.880	3.945.825	6.076.775	1.350.675	101.367	-	-	-	-
Lucros (prejuízos) acumulados	(1.525.328)	(186.131)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(4.279.003)	(3.996.985)	(2.594.028)
Outros resultados abrangentes	(4.853)	(47.555)	3											

## Demonstração do Fluxo de Caixa (2008-2021):

DFC														
Em milhares de R\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Lucro (Prejuízo) Líquido</b>	<b>(2.430.462)</b>	<b>120.427</b>	<b>804.106</b>	<b>1.367.409</b>	<b>797.251</b>	<b>1.015.251</b>	<b>2.135.214</b>	<b>2.928.082</b>	<b>(372.883)</b>	<b>(1.072.136)</b>	<b>(4.484.431)</b>	<b>1.213.261</b>	<b>1.390.069</b>	<b>517.314</b>
<b>Caixa Líquido Atividades Operacionais</b>	<b>654.808</b>	<b>467.092</b>	<b>3.231.568</b>	<b>1.142.592</b>	<b>2.470.680</b>	<b>3.271.504</b>	<b>5.001.791</b>	<b>4.136.660</b>	<b>1.821.174</b>	<b>649.356</b>	<b>295.685</b>	<b>2.521.230</b>	<b>5.839.169</b>	<b>3.923.636</b>
<b>Ajustes para reconciliar o prejuízo líquido ao caixa gerado nas atividades operacionais</b>	<b>4.629.905</b>	<b>139.554</b>	<b>1.199.124</b>	<b>2.022.022</b>	<b>2.041.605</b>	<b>2.705.850</b>	<b>2.674.916</b>	<b>4.222.245</b>	<b>1.581.345</b>	<b>2.785.754</b>	<b>2.310.116</b>	<b>5.271.158</b>	<b>5.825.096</b>	<b>5.968.545</b>
Participação de acionistas não controladores	19.741	(4.424)	890	(2.320)	7440	4.407	(159)	19.688	5.044	-	-	-	-	-
Depreciação e Amortização	1.016.278	590.747	779.338	896.666	1.176.086	704.184	771.647	921.929	895.538	962.677	1.503.039	1.517.402	1.715.863	
Depreciação e Exaustão do Ativo Biológico	0	0	0	0	0	526.234	545.033	680.812	736.768	784.524	798.239	876.976	1.030.491	
Resultado de Equivalência Patrimonial	2.927	(2.511)	(4.335)	(8.978)	(22.438)	(13.322)	(25.570)	103.804	(29.299)	(22.383)	(17.715)	1.737	-	-
Resultado na Alienação e Baixas de Ativos	43.893	59.847	87.338	158.685	132.556	(85.226)	(111.410)	16.402	(38.445)	8.423	51.004	15.402	40.220	(141.211)
Tributos Diferidos Sobre o Lucro	(823.937)	182.358	65.907	116.643	(43.889)	116.026	235.205	(406.587)	(104.093)	(210.582)	(340.144)	(220.586)	(319.644)	(807.744)
Efeito da adoção inicial da Lei 11.638/07	9.647	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão/reversão para contingências	(45.348)	(14.882)	122.721	78.927	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	30.333	20.167	(89.836)	60.490	(6.220)	(60.161)	70.273	345.120	237.086	244.852	176.799	35.104	265.621	2.793
Juros e variações cambiais	2.010.558	(691.648)	236.478	732.237	885.153	1.253.195	1.173.758	2.853.862	(446.268)	-	-	-	-	-
Resultado na execução - TCD	-	-	-	-	-	108.880	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão para Riscos Tributários, Civis e Trabalhistas	-	-	-	-	-	132.457	314.845	306.632	98.947	414.033	443.318	214.439	836.357	319.237
Ganho na combinação de negócios	-	-	-	-	-	-	(24.963)	-	(59.554)	-	-	-	-	-
Ganho na aquisição de participação em coligada	-	-	-	-	-	-	(179.686)	(125.671)	-	-	-	-	-	-
Dividendos recebidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Programa Especial Regularização Tributária (PERT)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro Líquido	2.365.813	-	-	-	-	-	-	-	-	1.881.758	2.241.474	1.865.399	1.696.995	3.044.575
Redução ao Valor Realizável Líquido dos Estoques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	224.659	352.164	149.517	122.082	128.680
Recuperações e Ganhos em Ações Tributárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.216.993)	(379.087)	(108.785)
Participação dos Funcionários	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	269.755	283.065	170.425
Ajuste a Valor Recuperável	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.927	10.160	-
<b>Variações nos Ativos e Passivos</b>	<b>(1.544.635)</b>	<b>207.111</b>	<b>1.228.338</b>	<b>(2.246.839)</b>	<b>(368.176)</b>	<b>(449.597)</b>	<b>191.661</b>	<b>(3.013.667)</b>	<b>612.212</b>	<b>(2.115.947)</b>	<b>(1.882.332)</b>	<b>(2.640.694)</b>	<b>14.073</b>	<b>(1.744.909)</b>
Aplicações em Títulos Maturados ao VJR	-	-	(2.809.671)	(4.003.585)	(2.528.652)	-	(295.424)	(1.023.747)	(893.224)	7.609	(273.678)	(92.911)	-	(115.041)
Resgate de Títulos Maturados ao VJR	-	-	4.553.759	4.107.639	3.349.945	118.116	218.899	900.009	1.001.265	53.336	143.669	39.189	102.172	145.053
Aplicações em títulos disponíveis para venda	-	-	(980.701)	(1.703.487)	(10.815)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resgate de títulos disponíveis para venda	-	-	1.170.731	1.499.193	11.478	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos e Passivos Financeiros	-	-	(75.934)	(23.636)	(20.882)	(158.438)	(284.471)	(687.358)	-	-	0	-	-	-
Contas a Receber de Cliente	(498.813)	118.871	(401.489)	(640.215)	90.312	(188.100)	459.197	(1.112.454)	1.246.907	(682.100)	992.512	(182.126)	(481.192)	386.889
Estoques	(1.146.612)	244.682	163.461	(538.610)	(361.717)	(110.619)	369.183	(1.066.189)	(449.885)	35.173	(226.046)	(130.646)	(2.622.702)	(2.878.507)
Fornecedores	580.507	(28.934)	154.834	566.688	669.357	402.052	202.946	882.212	848.455	1.085.360	(1.051.368)	(392.533)	2.154.693	1.420.014
Pagamento de contingências	(26.993)	(30.063)	(91.349)	(203.232)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Juros	(236.061)	-	(545.639)	(466.175)	(494.680)	(568.364)	(618.724)	(693.873)	(851.257)	(1.323.275)	(1.147.351)	(1.290.853)	(1.421.539)	(1.193.567)
Pagamento de Imposto de Renda e Contribuição Social	(37.575)	-	(78.312)	(37.775)	(97.537)	(2.333)	(5.556)	(6.931)	40.470	(371.777)	(737)	-	-	-
Dividendos e Juros sobre Capital Próprio Recebidos	-	-	4.004	5.601	8.908	22.267	54.674	15.899	19.476	26.828	3.606	15.551	-	-
Salários, obrigações sociais e outras	(317.339)	(97.445)	164.453	(809.045)	-	(214.918)	165.148	75.271	(199.281)	(297.208)	224.854	(50.093)	(94.087)	(524.414)
Ativos Biológicos Circulantes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(815.699)

DFC														
Em milhares de R\$	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Pagamentos de Provisão de Riscos Tributários Civis e Trabalhistas</b>	<b>137.856</b>	-	-	-	(203.116)	(284.761)	(259.445)	(194.350)	(401.048)	(509.285)	(355.605)	(564.342)	(269.820)	(399.252)
Outros Ativos e Passivos Operacionais	395	-	-	-	(560.585)	155.615	114.958	(562.704)	(579.425)	(781.530)	(265.480)	228.722	(269.820)	(651.191)
Juros Recebidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Formadores de Risco Sacado	-	-	-	-	-	-	-	719.474	160.988	(621.242)	170.940	(31.760)	620.232	790.946
Valor justo dos ativos e passivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Líquido Aplicado nas Atividades Operacionais das Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	160.153	2.420	-	(20.451)	(132.699)	(109.234)	-	-
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(325.486)	923.709	266.491
<b>Caixa Líquido Atividades de Investimento</b>	<b>(2.667.897)</b>	<b>(1.223.152)</b>	<b>(1.100.593)</b>	<b>(1.875.866)</b>	<b>(2.372.923)</b>	<b>(1.512.634)</b>	<b>(1.913.519)</b>	<b>(1.686.354)</b>	<b>(4.159.920)</b>	<b>(2.134.513)</b>	<b>(1.415.879)</b>	<b>1.443.106</b>	<b>(1.430.989)</b>	<b>(3.548.791)</b>
Aplicações Financeiras	(6.890.823)	(9.688.501)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resgate de aplicações financeiras	7.131.997	8.800.731	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros investimentos líquido	(76.156)	(58.770)	-	(4.686)	(52.018)	(55.491)	-	-	-	-	-	-	-	-
Aplicações no Ativo Imobilizado	(2.359.142)	(693.169)	(697.826)	(1.125.242)	(1.884.422)	(1.268.262)	(1.020.964)	(1.296.712)	(1.859.450)	(681.184)	(578.037)	(417.165)	(804.609)	(1.555.426)
Aquisições e/ou formação de matrizes	(1.004.466)	(225.944)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Baixas do imobilizado	-	66.387	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Combinação Negócio Aquisição de Empresas, Líquida de Caixa	-	511.285	-	(230.242)	(16.609)	-	(372.751)	(90.871)	(2.871.735)	(1.119.651)	-	-	-	(985.639)
Alienação de empresas, líquido do caixa	-	64.829	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resgate de Títulos Maturados ao Custo Amortizado	-	-	-	-	29.320	94.194	429.214	43.405	130.292	-	118.593	179.667	95.638	156.112
Caixa de empresas incorporada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aplicações no Ativo Biológico Não-Circulante	-	-	(376.140)	(492.198)	(493.888)	(501.842)	(517.488)	(589.437)	(794.249)	(681.681)	(845.311)	(837.930)	(1.006.222)	(1.229.746)
Recebimento pela Venda de Imobilizado e Investimento	-	-	38.050	5.962	51.250	265.759	170.557	252.257	309.618	150.284	261.576	187.920	126.540	58.836
Aplicações no Ativo Intangível	(27.786)	(64.677)	(58.780)	(14.641)	(54.575)	(50.410)	(205.416)	(62.756)	(51.055)	(20.335)	(64.320)	(96.181)	(176.632)	-
Aplicações em Títulos Maturados ao Custo Amortizado	-	-	-	-	(46.619)	(314.991)	(43.878)	(58.907)	(172.868)	(97.552)	(213.697)	(15.362)	-	(4.060)
Aplicações em Títulos Maturados ao VJORA	-	-	-	-	-	-	156.160	-	-	91.474	238.349	140.886	264.965	26.352
Resgate (Aplicação) em Caixa Restrito	-	-	-	-	(14.170)	(6.198)	(15.967)	(1.710.923)	1.257.983	74.742	(249.366)	599.847	285.672	400
Aquisição do diferido	(76.149)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento de capital em subsidiária	-	-	-	-	-	(17.500)	-	-	-	-	-	-	-	-
Aquisição de participação em joint venture	-	-	-	-	-	-	(53.520)	(61.604)	-	-	-	-	-	-
Resgate na aquisição de participação de não controladores	(52.180)	-	-	-	-	-	(1.342)	-	-	-	-	-	-	-
Recebimento na alienação da operação descontinuada, líquido do caixa transferido	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Líquido Aplicado nas Atividades de Investimento das Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-	1.957.272	-	-	-	-	-
Alienação (Aquisição) de Participação em Empreendimentos Controlados em Conjunto e Coligadas	-	-	-	-	-	-	(51.161)	(12.305)	-	(84.149)	(89.219)	(58.782)	-	(17.550)
V														



DFC	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Em milhares de R\$	Pro-Forma													
<b>Caixa Líquido Atividades de Financiamento</b>	<b>3.821.859</b>	<b>1.567.617</b>	<b>(1.583.227)</b>	<b>(326.332)</b>	<b>450.430</b>	<b>(757.269)</b>	<b>(568.130)</b>	<b>(4.293.822)</b>	<b>3.720.641</b>	<b>1.057.083</b>	<b>73.924</b>	<b>(4.817.102)</b>	<b>(2.008.581)</b>	<b>(572.476)</b>
Captações de financiamentos	8.238.636	2.604.568	2.928.718	3.098.390	5.258.227	3.744.296	5.116.839	6.290.122	8.946.160	8.020.243	6.500.102	5.399.158	10.420.333	2.990.782
Pagamento de Financiamentos	(3.457.349)	(6.210.507)	(4.357.460)	(2.838.896)	(4.347.569)	(3.897.043)	(4.707.779)	(6.031.553)	(3.512.347)	(7.332.523)	(6.223.963)	(9.481.138)	(10.247.359)	(1.395.347)
Aumento de capital	33.489	5.290.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento para futuro aumento de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aquisição de Ações em Tesouraria	(52.805)	-	-	(71.956)	-	(78.634)	(350.942)	(3.765.753)	(543.158)	-	-	-	(106.070)	(27.721)
Ágio na aquisição de acionista não controlador	-	-	-	(12.224)	(38.851)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Juros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.421.539)	(1.193.367)
Juros sobre o capital próprio e dividendos pagos	(330.061)	(24.783)	(153.200)	(501.644)	(439.790)	(579.050)	(726.013)	(889.113)	(1.176.266)	-	-	-	-	-
Custo com emissão de ações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ações em tesouraria alienadas	56.509	-	-	-	13.413	53.162	99.765	82.437	6.352	509.875	-	-	-	-
Caixa Líquido Gerado (aplicado) nas Atividades Financiamento das Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	20.038	-	9.412	(99.818)	1.567	-	-	-
Pagamento de Arrendamento Mercantil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-149.924	(102.397)	(553.017)	(553.556)	(705.427)
Aquisição de Participação Minoritária em Controlada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(183.672)	(100.390)	(238.421)	-
Outros	(666.560)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Derivativos de Juros - Hedge de Valor Justo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2.975)
Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-	(146.772)	(135.345)	115.806	42.912	148.242	359.085	1.199.464	(387.866)	81.984	71.452	54.540	939.241	149.826
<b>Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes</b>	<b>1.608.770</b>	<b>664.785</b>	<b>412.403</b>	<b>(943.800)</b>	<b>563.850</b>	<b>1.197.022</b>	<b>2.879.227</b>	<b>(644.052)</b>	<b>994.029</b>	<b>(346.090)</b>	<b>(974.810)</b>	<b>(798.226)</b>	<b>3.338.840</b>	<b>(47.805)</b>
<b>Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes</b>	<b>1.788.683</b>	<b>1.233.455</b>	<b>1.898.240</b>	<b>2.310.643</b>	<b>1.366.843</b>	<b>1.930.693</b>	<b>3.127.715</b>	<b>6.006.942</b>	<b>5.362.890</b>	<b>6.356.919</b>	<b>6.010.829</b>	<b>5.036.011</b>	<b>4.237.785</b>	<b>7.576.625</b>
<b>Saldo Final de Caixa e Equivalentes</b>	<b>3.397.453</b>	<b>1.898.240</b>	<b>2.310.643</b>	<b>1.366.843</b>	<b>1.930.693</b>	<b>3.127.715</b>	<b>6.006.942</b>	<b>5.362.890</b>	<b>6.356.919</b>	<b>6.010.829</b>	<b>5.036.011</b>	<b>4.237.785</b>	<b>7.528.820</b>	-

## Demonstração do Resultado do Exercício (2008-2021):



DRE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Em milhares de R\$	Pro-Forma													
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>25.553.214</b>	<b>18.267.685</b>	<b>26.033.442</b>	<b>29.360.684</b>	<b>29.120.973</b>	<b>31.620.289</b>	<b>32.946.637</b>	<b>37.324.539</b>	<b>39.460.233</b>	<b>39.200.638</b>	<b>40.437.153</b>	<b>39.404.511</b>	<b>45.910.424</b>	<b>55.979.819</b>
Imposto sobre o Renda	4.042.563	5.616.563	15.826.208	15.791.044	15.891.559	15.521.649	15.715.037	15.855.659	15.867.048	20.462.553	22.647.240	27.889.894	33.771.482	-
Mercado externo	10.642.155	6.745.042	9.426.834	10.578.640	12.238.533	14.113.640	14.204.600	17.357.581	19.455.125	15.128.055	18.579.001	16.387.711	18.640.530	23.507.837
Deduções de Vendas	(3.231.542)	(2.461.909)	(3.352.189)	(3.654.446)	(3.146.574)	(3.840.812)	(3.399.794)	(5.037.938)	(5.329.367)	(5.821.286)	(5.908.145)	(5.537.531)	(6.440.724)	(7.636.514)
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>22.121.672</b>	<b>15.905.774</b>	<b>22.681.253</b>	<b>25.706.233</b>	<b>25.974.559</b>	<b>27.787.477</b>	<b>29.006.843</b>	<b>32.196.601</b>	<b>33.732.864</b>	<b>34.469.352</b>	<b>34.529.008</b>	<b>33.446.989</b>	<b>39.469.700</b>	<b>48.343.305</b>
<b>Custo das Vendas</b>	<b>(16.743.528)</b>	<b>(12.728.866)</b>	<b>(16.951.152)</b>	<b>(19.046.963)</b>	<b>(20.072.098)</b>	<b>(20.877.597)</b>	<b>(20.497.430)</b>	<b>(21.210.692)</b>	<b>(20.206.447)</b>	<b>(26.800.831)</b>	<b>(29.343.146)</b>	<b>(25.370.042)</b>	<b>(29.998.822)</b>	<b>(38.177.609)</b>
% sobre a ROL	(75,5%)	(80,0%)	(74,7%)	(74,1%)	(73,3%)	(75,1%)	(70,7%)	(68,7%)	(77,7%)	(80,1%)	(85,0%)	(75,5%)	(76,0%)	(79,3%)
<b>Lucro Bruto</b>	<b>5.378.144</b>	<b>3.176.910</b>	<b>5.730.101</b>	<b>6.659.275</b>	<b>5.902.454</b>	<b>6.909.880</b>	<b>8.509.413</b>	<b>10.088.909</b>	<b>7.526.419</b>	<b>6.668.521</b>	<b>5.185.862</b>	<b>8.076.938</b>	<b>9.470.878</b>	<b>10.165.569</b>
Margem Bruta	24,3%	20,0%	25,3%	25,9%	22,7%	24,9%	29,3%	31,3%	22,3%	19,9%	24,1%	24,0%	21,0%	-
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>(3.936.760)</b>	<b>(2.799.073)</b>	<b>(3.055.055)</b>	<b>(4.264.409)</b>	<b>(4.173.045)</b>	<b>(4.560.310)</b>	<b>(4.610.554)</b>	<b>(5.010.024)</b>	<b>(5.542.064)</b>	<b>(5.514.045)</b>	<b>(5.671.149)</b>	<b>(5.551.240)</b>	<b>(6.369.007)</b>	<b>(7.361.172)</b>
% sobre a ROL	(17,8%)	(17,6%)	(17,0%)	(16,6%)	(16,1%)	(16,4%)	(15,9%)	(16,5%)	(16,4%)	(16,3%)	(16,6%)	(16,1%)	(15,2%)	-
Despesas com Vendas	(3.618.184)	(2.577.052)	(3.523.073)	(3.837.537)	(4.141.016)	(4.216.500)	(4.805.593)	(4.965.713)	(4.739.395)	(4.956.269)	(4.935.565)	(5.599.625)	(6.544.212)	-
% sobre a ROL	(16,4%)	(16,2%)	(15,6%)	(14,9%)	(14,9%)	(14,9%)	(14,9%)	(14,9%)	(14,7%)	(14,6%)	(14,6%)	(14,8%)	(14,2%)	(13,8%)
Fixas	-	(1.678.250)	(1.641.621)	(2.300.975)	(2.217.057)	(2.400.848)	(2.564.104)	(3.110.927)	(3.283.407)	(3.132.335)	(3.148.151)	(3.142.159)	(3.428.405)	(3.921.317)
Indiretas	-	(996.802)	(1.881.452)	(1.536.562)	(1.591.355)	(1.740.168)	(1.652.396)	(1.695.004)	(1.682.306)	(1.707.059)	(1.793.406)	(2.171.220)	(2.622.895)	-
Pérdida pela Não Recuperabilidade de Ativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(37.855)	-	-
Despesas adm. e honorários	(318.576)	(222.221)	(332.882)	(426.872)	(364.663)	(427.344)	(402.054)	(506.097)	(577.351)	(574.647)	(670.880)	(615.683)	(770.282)	(822.960)
% sobre a ROL	(1,4%)	(1,4%)	(1,5%)	(1,7%)	(1,4%)	(1,5%)	(1,4%)	(1,5%)	(1,7%)	(1,7%)	(1,8%)	(1,8%)	(2,0%)	(1,7%)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>1.441.384</b>	<b>377.637</b>	<b>1.874.144</b>	<b>2.394.868</b>	<b>1.729.409</b>	<b>2.341.520</b>	<b>3.890.859</b>	<b>4.776.881</b>	<b>1.983.351</b>	<b>1.354.479</b>	<b>(441.287)</b>	<b>2.325.694</b>	<b>3.100.371</b>	<b>2.798.524</b>
% sobre a ROL	6,5%	2,4%	8,3%	9,3%	6,7%	8,4%	13,4%	14,8%	5,9%	4,0%	(1,3%)	7,6%	7,9%	-
<b>Outros Resultados Operacionais</b>	<b>(29.709)</b>	<b>(302.799)</b>	<b>(393.901)</b>	<b>(402.715)</b>	<b>(391.844)</b>	<b>(458.115)</b>	<b>(438.110)</b>	<b>(444.667)</b>	<b>(197.490)</b>	<b>(640.784)</b>	<b>(429.053)</b>	<b>428.820</b>	<b>(254.178)</b>	<b>211.263</b>
<b>Equivalência Patrimonial</b>	<b>(2.927)</b>	<b>2.511</b>	<b>4.335</b>	<b>8.978</b>	<b>22.438</b>	<b>12.908</b>	<b>25.370</b>	<b>(103.804)</b>	<b>29.299</b>	<b>22.383</b>	<b>17.715</b>	<b>(1.737)</b>	-	-
<b>Resultado antes das Financeiras</b>	<b>1.141.148</b>	<b>77.349</b>	<b>1.484.580</b>	<b>2.001.129</b>	<b>1.360.003</b>	<b>1.896.313</b>	<b>3.478.319</b>	<b>4.228.410</b>	<b>1.815.174</b>	<b>736.076</b>	<b>(2.914.091)</b>	<b>2.952.773</b>	<b>2.846.793</b>	<b>3.009.787</b>
% sobre a ROL	5,4%	0,5%	6,5%	7,6%	5,2%	6,8%	12,0%	13,1%	5,4%	2,2%	(8,4%)	7,2%	-	-
<b>Financeiras Líquidas</b>	<b>(4.522.684)</b>	<b>262.490</b>	<b>(483.126)</b>	<b>(479.523)</b>	<b>(570.602)</b>	<b>(747.536)</b>	<b>(990.698)</b>	<b>(1.670.142)</b>	<b>(2.132.655)</b>	<b>(2.081.578)</b>	<b>(1.757.742)</b>	<b>(1.665.399)</b>	<b>(1.698.955)</b>	<b>(3.044.575)</b>
Despesas financeiras	(5.967.725)	(2.517.074)	(1.363.317)	(1.325.320)	(1.555.606)	(2.056.624)	(2.923.726)	(5.025.455)	(4.887.058)	(3.627.261)	(4.173.305)	(778.752)	(2.899.797)	(2.407.797)
Despesas/convenção exterior	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(320.398)	(913.880)	-
Recetas financeiras	1.445.041	2.779.564	880.191	845.797	98.504	1.309.088	1.933.028	3.355.313	2.754.403	1.545.683	2.415.563	(3.238.951)	340.283	-
<b>Resultado antes dos Impostos</b>	<b>(3.381.536)</b>	<b>339.829</b>	<b>1.001.454</b>	<b>1.521.606</b>	<b>789.401</b>	<b>1.148.777</b>	<b>2.487.621</b>	<b>2.558.268</b>	<b>(317.491)</b>	<b>(1.345.500)</b>	<b>(4.671.832)</b>	<b>1.087.374</b>	<b>1.147.798</b>	<b>(34.788)</b>
% sobre a ROL	(15,3%)	2,1%	4,4%	5,9%	3,0%	4,1%	8,6%	7,9%	(0,9%)	(4,0%)	(13,5%)	3,3%	2,9%	(0,1%)
Imposto de renda e contribuição social	958.093	(221.248)	(196.458)	(156.517)	15.290	(129.119)	(352.566)	389.502	(49.858)	246.646	205.587	125.887	242.271	552.102
Resultado antes das Participações	(2.423.443)	118.591	804.999	1.365.089	804.691	1.019.658	2.135.055	2.947.770	(367.339)	(1.098.854)	(4.466.246)	1.202.240	1.383.364	499.385
Participações/Contribuições Estatutárias	(16.892)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participação acionista não controladora	9.873	1.836	(890)	2.320	(7.440)	(4.407)	159	(19.688)	(5.044)	26.718	(18.185)	11.021	6.505	17.929
<b>Resultado do Período/Exercício</b>	<b>(2.430.462)</b>	<b>120.427</b>	<b>804.106</b>	<b>1.367.409</b>	<b>797.251</b>	<b>1.015.251</b>	<b>2.135.2</b>							

## APÊNDICE D

### Informações contábeis da JBS 2008-2021.

#### Balanço Patrimonial (2008-2021):

<b>(JBS)</b>															
<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>															
Em milhares de R\$		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Ativo Circulante</b>															
Caixa e equivalentes de caixa	2.291.617	5.067.530	4.063.833	6.288.194	5.383.087	9.013.147	14.910.427	18.843.988	9.355.422	11.741.308	8.935.779	10.033.967	19.477.743	23.239.150	
Caixa Móveis															1.245.354
Contas a receber de clientes	2.232.300	3.201.437	3.904.483	4.679.845	5.688.448	8.919.926	9.577.548	12.119.652	9.589.185	9.333.291	9.457.010	11.136.422	14.001.211	17.897.408	
Estoque	2.549.674	3.476.645	4.711.938	5.405.705	6.189.387	6.904.616	8.275.110	11.09.744	9.608.474	9.684.978	11.311.734	13.459.591	17.586.744	26.642.009	
Ativos biológicos															7.402.848
Impostos a recuprar	423.022	1.064.033	1.416.809	1.492.311	1.674.327	2.003.256	2.300.624	2.674.987	1.677.791	1.744.204	2.210.058	2.351.152	2.649.898	3.204.923	
Despesas antecipadas	70.881	131.915	109.140	131.033	142.941										
Outras ativas circulantes	493.372	810.407	533.998	526.549	460.625	653.195	912.657	1.250.319	977.370	1.573.663	1.541.238	994.988	1.075.143	1.927.978	
Derivativos a receber									737.891	38.250	30.760	52.797	62.053	228.840	468.292
<b>TOTAL DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>8.260.864</b>	<b>13.753.967</b>	<b>14.740.201</b>	<b>17.931.281</b>	<b>19.388.399</b>	<b>28.913.483</b>	<b>37.542.232</b>	<b>49.810.038</b>	<b>33.919.805</b>	<b>36.105.544</b>	<b>36.899.549</b>	<b>41.714.374</b>	<b>60.537.299</b>	<b>83.225.762</b>	
<b>Ativo Não-Circulante</b>															
Impostos a recuperar	45.207	615.745	616.008	626.126	673.344	1.149.725	1.544.038	1.558.612	4.718.535	5.621.141	9.073.340	7.201.450	8.546.495	7.890.899	
Ativos com investimentos legais	54.519	326.972	332.579	522.197	546.509	733.958	370.072	1.968.049	1.315.522	977.355	275.178	382.019	417.702		
Imposto de renda e contribuição social diferidos	481.485														
Outras ativas não circulantes	102.779	558.615	519.543	389.547	671.758	1.182.302	2.121.092	1.026.702	1.028.433	1.141.482	1.159.445	1.504.129	1.590.194	1.730.122	
Derivativos a receber															1.186.038
<b>Total do Realizável a Longo Prazo</b>	<b>704.140</b>	<b>1.501.335</b>	<b>1.468.430</b>	<b>1.568.270</b>	<b>1.894.013</b>	<b>3.065.985</b>	<b>4.037.202</b>	<b>4.553.357</b>	<b>7.516.411</b>	<b>9.995.219</b>	<b>11.288.811</b>	<b>9.714.776</b>	<b>11.454.590</b>	<b>11.471.264</b>	
Ativos biológicos															2.245.019
Investimentos em controlados e joint ventures	5.722	-				258.620	277.571	295.350	364.134	362.467	64.006	84.967	93.633	171.096	243.190
Imobilizado	-	15.014.548	15.219.343	15.378.714	16.207.640	20.940.616	24.188.927	35.381.100	33.110.891	33.543.104	35.109.179	38.099.818	46.926.617	56.616.306	
Direito de uso de arrendamentos															7.958.916
Irreversível	2.205.347	13.366.982	12.667.244	12.532.619	11.705.212	2.366.096	2.404.487	6.892.534	5.012.095	5.512.070	8.819.296	6.052.934	7.702.309	11.783.164	
Ágio									12.877.326	13.213.701	24.411.441	21.916.694	22.468.247	23.775.575	29.246.621
Outros investimentos	4.920.274	3.984	3.122	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32.564.548
<b>TOTAL DO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>7.835.483</b>	<b>30.134.467</b>	<b>29.789.024</b>	<b>29.479.403</b>	<b>30.372.794</b>	<b>40.024.497</b>	<b>44.773.356</b>	<b>72.492.929</b>	<b>68.895.958</b>	<b>72.590.407</b>	<b>77.246.282</b>	<b>84.416.013</b>	<b>103.264.507</b>	<b>123.183.164</b>	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>16.094.349</b>	<b>43.890.434</b>	<b>44.529.225</b>	<b>47.410.884</b>	<b>49.756.193</b>	<b>68.937.980</b>	<b>82.315.588</b>	<b>122.502.967</b>	<b>102.815.763</b>	<b>108.695.951</b>	<b>114.145.831</b>	<b>126.339.387</b>	<b>163.801.806</b>	<b>207.109.116</b>	
<b>Passivo Circulante</b>															
Fornecedores	2.077.844	2.546.036	2.837.973	3.323.864	3.564.270	5.342.388	6.742.933	12.421.018	10.716.987	9.992.778	12.165.387	15.438.843	22.197.441	30.217.201	
Fornecedores de capital															2.267.974
Dependentes e financeiros															1.914.204
Imposto de renda e contribuição social a pagar	2.214.758	5.123.099	5.191.248	5.339.433	6.098.998	9.430.892	13.686.975	20.906.613	18.148.818	13.526.561	2.225.445	2.075.099	4.562.101	204.433	988.897
Obrigações fiscais	337.238	721.884	1.140.678	1.167.163	1.274.009	1.691.161	1.749.759	843.919	500.590	491.034	525.521	559.044	676.402	744.094	
Obrigações trabalhistas e sociais															6.973.946
Dividendos declarados	51.127	122.983	-	-	170.749	220.494	484.013	1.103.308	90.603	127.453	6.646	1.442.581	1.093.230	156	
Dividendos pagos terceiros para investimentos		431.267	457.746	10.889	112.712	24.264	344.881	901.916	161.114	73.156	45.637	45.775	45.775	57.187	
Outros passivos circulantes	248.344	360.035	469.437	343.100	306.049	572.251	556.223	1.068.740	1.001.766	940.658	1.104.577	1.045.778	2.047.775	2.210.756	
Derivativos a pagar							14.254	241.879	-	133.125	118.684	210.015	231.944	237.534	772.279
Arendamentos a pagar															1.425.889
Provisão para riscos processuais															1.338.422
<b>TOTAL DO CIRCULANTE</b>	<b>4.929.341</b>	<b>9.305.262</b>	<b>9.485.082</b>	<b>10.395.499</b>	<b>11.537.573</b>	<b>17.708.869</b>	<b>24.868.001</b>	<b>40.137.467</b>	<b>33.348.424</b>	<b>29.179.341</b>	<b>21.601.716</b>	<b>26.457.692</b>	<b>40.835.231</b>	<b>59.812.238</b>	
<b>Patrimônio Líquido</b>															
Capital social	4.495.881	16.483.544	18.046.067	21.626.507	21.506.247	21.506.247	23.576.206	23.576.206	23.576.206	23.576.206	23.576.206	23.576.206	23.576.206	23.576.206	
Totais de capital															
Reservas de capital	749.443	714.503	500.775	985.944	21.879	(297.525)	(148.569)	(791.230)	(1.743.893)	(289.295)	(255.699)	(233.707)	(43.913)	(385.856)	
Reserva de revalorização	118.178	112.352	106.814	101.556	96.847	92.227	87.877	81.066	73.316	67.906	62.480	54.374	49.430	43.937	
Reserva de lucros	1.297	810.538	574.804	1.440.799	1.993.957	2.705.084	4.261.815	4.756.937	5.045.937	2.277.205	1.869.306	4.614.776	6.862.731	10.447.755	
Ágio em reservas						(610.550)	(775.626)								
Altares de arrendamento financeiro	(2.920)	(914)	(1.119)	127.071	92.999	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Outros resultados abrangentes	752.812	(162.392)	(1.632.370)	(2.877.033)	(2.591.970)	(1.879.889)	(1.403.042)	404.264	(3.180.441)	(1.344.410)	394.703	1.425.317	10.045.848	10.437.230	
Outros resultados abrangentes															
Participação dos controladores	6.134.411	17.507.431	17.594.371	20.443.822	20.610.547	22.126.143	24.104.328	28.029.243	23.771.325	24.287.412	25.446.996	40.119.322	44.119.292		
Participação dos não controladores	(2.458)	14.422.890	1.100.478	935.364	822.759	1.181.466	1.748.702	1.592.135	1.143.302	1.853.056	2.299.213	2.845.083	3.424.867	3.477.428	
<b>TOTAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>6.131.953</b>	<b>19.150.521</b>	<b>18.494.849</b>	<b>21.599.188</b>	<b>21.453.306</b>	<b>23.307.609</b>	<b>25.873.030</b>	<b>29.421.378</b>	<b>24.914.427</b>	<b>26.140.648</b>	<b>27.746.209</b>	<b>32.482.049</b>	<b>43.544.189</b>	<b>47.796.720</b>	
<b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>16.096.349</b>	<b>43.890.434</b>	<b>44.529.225</b>	<b>47.410.884</b>	<b>49.756.193</b>	<b>68.937.980</b>	<b>82.315.588</b>	<b>122.502.967</b>	<b>102.815.763</b>	<b>108.695.951</b>	<b>114.145.831</b>	<b>126.339.387</b>	<b>163.801.806</b>	<b>207.109.116</b>	

## Demonstração do Fluxo de Caixa (2008-2021):



DFC	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Em milhares de R\$														
Transações de capital	-	-	-	(243)	(8.76)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivativos pagos/recebidos	-	-	-	-	-	707.403	1.216.274	9.639.339	(5.983.200)	95.304	132.083	(877)	(161.806)	182.461
Pagamento de dividendos	-	-	-	-	-	(170.396)	(219.885)	(482.732)	(1.102.188)	(93.354)	(126.882)	(5.963)	(144.177)	(7.395.932)
Aquisição de opções em tesouraria	-	-	-	-	-	(2.364)	(64.235)	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-	9.070	7.026	8.795	6.781	17.822	6.704	(16.741)	(348)	1.756
Pagamentos de dividendos não-controladores	-	-	-	-	-	-	-	(1.235.158)	(575.182)	(8.389)	(8.213)	(9.793)	(3.491)	(29.431)
Prêmio recebido com opções de ações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contribuição da PPC México de não controladores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aleatorização de opções em tesouraria PPC	-	-	-	-	-	-	-	(345.061)	(361.128)	(61.186)	(899)	(11.357)	(546.890)	-
Aquisição de opções de emissão própria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aleatorização de opções de emissão própria	(195.073)	(76.367)	(213.728)	(125.381)	(2.352)	-	-	(1.432.470)	(821.159)	(255.937)	(498.195)	-	(1.272.711)	(10.604.975)
Contribuição da PPC Mexico de não controladores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Móveis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(730.185)
Pagamentos de arrendamento	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.356.992)	(1.574.941)	(1.940.995)
Caixa líquido aplicado nas atividades de financiamentos	1.992.295	7.198.238	2.063.312	1.181.467	361.491	3.458.404	3.424.339	15.165.337	(8.096.847)	(634.372)	(9.989.066)	(6.444.361)	(9.022.125)	(844.504)
Variação cambial sobre caixa e equivalentes	169.543	(192.760)	9.963	130.003	131.440	288.460	310.215	2.139.380	(1.519.517)	242.510	1.483.784	(371.451)	2.716.748	1.781.968
Variação líquida	906.513	2.775.911	(1.003.497)	1.213.620	94.893	3.630.061	5.897.202	3.933.561	(9.488.366)	(2.805.532)	1.098.189	9.445.786	3.559.412	-
Caixa e equivalentes de caixa inicial	1.385.104	2.291.617	5.067.530	4.063.833	5.288.194	5.383.087	9.013.147	14.910.427	18.843.988	9.355.622	11.741.308	8.935.779	10.033.967	19.679.743
Caixa e equivalentes de caixa final	2.291.617	5.067.528	4.063.833	5.277.453	5.383.087	9.013.148	14.910.427	18.843.988	9.355.622	11.741.308	8.935.776	10.033.968	19.679.753	23.239.155

## Demonstração do Resultado do Exercício (2008-2021):



DRE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Em milhares de R\$															
RECEITA BRUTA DE VENDAS	31.105.409	35.789.244	57.107.059	64.238.807	78.297.662	96.024.000	125.143.288	169.395.183	176.894.223	168.873.427	187.162.674	211.163.119	278.734.487	361.413.622	
Mercado interno	20.787.532	27.091.607	42.267.422	48.578.513	57.083.661	70.562.815	86.557.361	117.978.215	128.268.827	123.583.051	140.053.970	156.947.174	208.377.421	270.274.151	
Mercado externo	10.318.077	8.697.637	14.839.637	15.660.294	19.214.001	25.461.188	38.185.227	51.416.968	48.625.396	45.290.376	47.108.704	54.218.945	70.357.064	91.139.471	
DEVEDORES DE VENDAS	(765.354)	(885.673)	(2.051.257)	(2.442.046)	(2.606.952)	(3.121.202)	(4.673.569)	(6.480.637)	(6.513.697)	(5.703.446)	(5.462.430)	(6.439.544)	(6.530.275)	(10.718.061)	
RECEITA LÍQUIDA	30.340.255	34.905.571	55.055.802	61.179.741	75.694.710	92.902.798	120.469.719	142.914.526	170.380.526	143.149.981	181.480.244	204.523.575	270.204.212	350.495.561	
custo dos produtos vendidos	(27.347.753)	(31.745.938)	(48.294.810)	(55.100.207)	(47.004.886)	(81.054.098)	(101.794.547)	(140.324.213)	(149.064.700)	(139.397.749)	(155.341.054)	(172.577.224)	(224.955.889)	(284.510.574)	
LUCRO BRUTO	2.992.502	3.139.633	6.758.992	6.696.554	8.689.824	11.846.710	18.673.272	22.590.313	21.313.826	23.772.232	26.340.190	31.946.351	45.218.323	66.184.985	
Administrativas e gerais	(570.147)	(705.585)	(1.450.075)	(1.739.198)	(2.057.415)	(2.619.993)	(3.330.042)	(4.025.330)	(4.861.242)	(5.887.558)	(7.313.058)	(10.792.289)	(15.208.899)	-	
Com vendas	(1.517.591)	(1.645.854)	(2.644.309)	(3.144.059)	(3.877.774)	(5.262.199)	(7.154.335)	(9.377.895)	(9.849.683)	(8.851.994)	(10.421.975)	(11.481.935)	(14.481.452)	(19.167.311)	
Outros despesas	(207.829)	-	(243.414)	(32.647)	(36.002)	-	(385.655)	(65.726)	(65.492)	(525.234)	(388.576)	(165.645)	(333.593)	(177.160)	
Outros recebidos	-	193.116	65.288	-	-	84.086	-	-	192.797	59.702	214.863	450.002	638.627	542.979	
DESPESAS OPERACIONAIS	(2.295.567)	(2.158.324)	(4.472.510)	(4.915.934)	(5.970.131)	(7.698.106)	(10.870.032)	(13.469.951)	(14.583.640)	(17.043.702)	(18.162.186)	(18.497.636)	(24.768.704)	(34.007.391)	
RESULTADO OPERACIONAL	616.835	981.309	2.284.482	1.780.420	2.719.813	4.148.464	7.803.340	9.120.342	6.730.186	6.728.457	7.167.404	13.448.715	20.449.419	32.177.694	
% ROL	2.30%	2.81%	4.15%	2.68%	3.59%	4.47%	6.48%	5.60%	5.93%	4.12%	3.94%	6.58%	7.57%	9.18%	
Receita financeira	-	-	-	-	-	1.255.895	1.538.276	11.573.979	4.477.128	1.986.857	1.404.446	2.081.827	3.557.443	2.304.091	
Despesa financeira	(612.176)	(575.975)	(2.220.182)	(2.010.728)	(1.338.243)	(3.634.225)	(5.175.894)	(12.874.595)	(10.788.437)	(7.582.185)	(9.686.661)	(8.056.905)	(15.794.344)	(7.382.741)	
Resultado de equivalência patrimonial	-	-	-	-	-	836	6.722	26.103	58.935	17.503	18.630	26.455	34.166	53.479	92.811
RESULTADO ANTES DA PROVISÃO PARA IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	84.759	402.334	66.300	(230.108)	1.382.286	1.774.995	4.191.823	7.878.681	436.380	1.151.759	(1.098.361)	7.497.802	8.264.194	27.191.455	
Imposto de renda e contribuição social corrente	(52.245)	(49.728)	(361.594)	(520.711)	(176.742)	(166.231)	(1.654.879)	(2.979.735)	(284.818)	(1.274.652)	(247.388)	(1.110.003)	(2.387.038)	(7.573.118)	
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(9.975)	(132.478)	31.294	427.534	(442.654)	(490.439)	(128.517)	225.701	557.936	1.148.364	1.061.086	77.057	(1.222.203)	911.319	-
LUCRO LÍQUIDO (PREJUÍZO)	(62.221)	(182.204)	(330.300)	(92.777)	(617.396)	(456.670)	(1.785.396)	(2.750.004)	271.118	(126.288)	1.308.474	(1.032.946)	(3.409.243)	(6.661.799)	
Participação dos controladores	22.538	220.710	(302.748)	(75.705)	718.938	926.907	2.035.910	4.640.114	375.973	354.204	25.198	6.568.370	4.598.313	20.486.562	
Participação dos não controladores	22.538	(592)	38.748	(247.180)	45.952	191.418	370.517	488.533	331.525	491.267	184.517	394.466	56.638	43.092	
	22.538	220.128	(264.000)	(322.685)	762.070	1.118.325	2.044.427	5.120.647	707.498	1.025.471	210.113	6.464.856	4.654.951	20.529.654	