

PONTIFÍCA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MODELO DE PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DO FRIGORÍFICO MINERVA

GABRIEL ROCHA VENTURIM

0312051

Professor Tutor: JULIANO J. ASSUNÇÃO

Professor Orientador: WALTER LEE NESS JR.

Novembro de 2008

PONTIFÍCA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

MODELO DE PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DO FRIGORÍFICO MINERVA

GABRIEL ROCHA VENTURIM

0312051

Professor Tutor: JULIANO J. ASSUNÇÃO

Professor Orientador: WALTER LEE NESS JR.

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

”As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

AGRADECIMENTOS

Ao Departamento de Economia da PUC-Rio e à Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa, por todo auxílio prestado ao longo do curso.

Ao meu orientador, Walter Lee Ness Jr., que ajudou de forma decisiva para realização deste trabalho, sempre com atenção, disponibilidade e conselhos construtivos.

Aos professores Eduardo Nunes, Walter Novaes, Márcio Garcia, Mariana Albuquerque e Thadeu Keller, sempre presentes na minha vida acadêmica.

Aos meus amigos, principalmente André Atilio, Antonio Oliveira Jr. e Olavo Fonft, pelo apoio e amizade.

À Ativa Corretora, Apsis Consultoria Empresarial e Empresa Júnior PUC-Rio.

Aos meus pais, irmãos e à minha namorada e companheira, Anna Sawa, que não mediram esforços para tornar meu sonho realidade.

“Cínico: aquele que sabe o preço de tudo, mas não sabe o valor de nada”
Oscar Wilde

Índice

Introdução	8
Capítulo 1: Análise do Setor	11
1.1 - Introdução	11
1.2 - Números Gerais	11
1.3 - Principais Características do Setor	14
1.4 - Realidade Atual	18
1.5 - Tendências	21
1.6 - Estratégia das Principais Empresas Dada a Mudança de Cenário	22
Capítulo 2: O Minerva	24
2.1 - Apresentação	24
2.2 – Histórico da Companhia	25
2.3 – Perfil	26
2.4 – Estratégia	28
2.5 – Estrutura Societária	30
Capítulo 3: Resultados do Segundo Trimestre de 2008	32
3.1 - Introdução	32
3.2 - Mercado Externo	32
3.3 - Mercado Interno	32
3.4 - Faturamento	32
3.5 – Custo das Mercadorias Vendidas	34
3.6 – Lucro Bruto	34
3.7 - Despesas	35
3.8 - EBITDA	35
3.9 – Resultado Financeiro	35

3.10 – Lucro Líquido.....	35
3.11 - Endividamento.....	35
3.12 - CAPEX.....	36
Capítulo 4: Metodologia.....	37
4.1 - Introdução.....	37
4.2 – Fluxo de Caixa.....	38
4.3 – Valor Residual.	38
4.4 – Taxa de Desconto.....	39
4.5 – Valor da Empresa.....	40
Capítulo 5: <i>Valuation</i>.....	41
5.1 - Introdução.....	41
5.2 - Premissas.....	43
5.3 – Resultados das Projeções.....	45
5.4 – Taxa de Desconto.....	46
5.5 – Resultado Encontrado.....	47
Conclusão.....	48
Bibliografia.....	49
Anexo 1: Histórico Financeiro e Operacional do Minerva.....	50
Anexo 2: Glossário.....	55

ÍNDICE DE TABELAS:

Tabela 1 – Principais Rebanhos Bovinos (2003 a 2008E).....	12
Tabela 2 – Principais Produtores de Carne Bovina (2001 a 2008E).....	12
Tabela 3 – Comparação entre Taxas de Desfrute (2005 a 2008E).....	13
Tabela 4 – Principais Países Exportadores de carne Bovina (2001 a 2008E).....	13
Tabela 5 – Capacidade Instalada dos Principais Frigoríficos Brasileiros.....	27
Tabela 6 – Estrutura Societária do Minerva.....	31
Tabela 7 – Detalhamento do Fluxo de Caixa.....	38
Tabela 8 – Variáveis do Custo do Capital Próprio.....	39
Tabela 9 – Variáveis do Custo do Capital Terceiros.....	40
Tabela 10 – Variáveis da Taxa de Desconto.....	40
Tabela 11 – Projeções Macroeconômicas.....	45
Tabela 12 – Demonstrativo de Resultado Projetado.....	45
Tabela 13 – Tamanho Fluxo de Caixa Projetado.....	46
Tabela 14 – Taxa de Desconto.....	47
Tabela 15 – Valor de Mercado Encontrado.....	47
Tabela 16 – Histórico do Balanço Patrimonial.....	50
Tabela 17 – Histórico DRE.....	51
Tabela 18 – Destaques Financeiros (2004 – 2T08).....	51
Tabela 19 – Abertura do Faturamento da Divisão Carnes.....	52
Tabela 20 – Abertura do Faturamento da Divisão Couro.....	53
Tabela 21 – Abertura do Faturamento da Divisão Gado Vivo.....	53
Tabela 22 – Abertura do Faturamento da Divisão Revenda.....	54

ÍNDICE DE GRÁFICOS:

Gráfico 1 – Variação do Preço do Milho e da Soja.....	14
Gráfico 2 – Consumo Per Capita de Carne Bovina em 2007.....	16
Gráfico 3 – Preço do Boi Gordo no Brasil.....	20
Gráfico 4 – Receita por Segmento.....	24
Gráfico 5 – <i>Breakdown</i> das Exportações (2T08).....	27
Gráfico 6 – Mercado Externo <i>vs</i> Mercado Interno.....	33
Gráfico 7 - Variação do Real Frente ao Dólar.....	41
Gráfico 8 - Evolução das cotações dos principais <i>players</i>.....	42

Introdução

O presente trabalho tem como objetivo principal criar um modelo de *valuation* para precificar as ações do frigorífico Minerva, uma das maiores empresas do setor de carne bovina do Brasil, e também explorar as condições atuais e as perspectivas desta importante indústria em que a companhia está inserida, servindo como instrumento útil para investidores, analistas e demais interessados na tomada de decisões de investimento de forma mais consistente e segura. Para se encontrar o valor justo das ações do Minerva, será utilizada a metodologia do fluxo de caixa descontado.

A escolha do Minerva como empresa alvo deste trabalho vai além da sua importância na indústria e da crescente demanda por suas ações no mercado acionário brasileiro. A estratégia da companhia de concentrar sua produção em unidades no Brasil, que como será explicado adiante não é a mais adequada em relação às estratégias de maior internacionalização, abre espaço para uma discussão sobre as características da indústria brasileira de carne bovina, muito importante para a economia do País.

A indústria brasileira de carne bovina vem ocupando durante muitos anos posição de destaque no cenário mundial, influenciado principalmente pelo nível de competitividade do País tanto na criação de gado como na produção de carne bovina, já que fatores geográficos, políticos, econômicos, além da modernização das técnicas de produção, deram suporte para que o País progredisse neste mercado.

Em complemento, com a evolução do mercado acionário brasileiro e com a melhoria das condições macroeconômicas do Brasil, tendo como consequência o aumento da renda da população e a melhoria das condições de crédito, empresas ligadas ao setor ganharam força para expandir a produção e conquistar novos mercados. O cenário se tornou tão favorável, que em 2007 três importantes frigoríficos, nomeadamente JBS, Marfrig e Minerva, esta última empresa objeto deste trabalho, fizeram oferta pública inicial de suas ações na antiga Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa, agora BM&F

Bovespa, visando se capitalizar para se tornarem ainda mais competitivos no mercado global de carne bovina.

No decorrer do ano de 2008, entretanto, as preocupações em relação à dinâmica da indústria de carne bovina brasileira aumentaram consideravelmente. A cada resultado divulgado pelas empresas do setor, a perda de eficiência se tornava visível, obrigando analistas a reverem suas projeções. De forma preocupante, as margens das empresas localizadas no Brasil se mostram em convergência para valores próximos das margens internacionais, que historicamente são registradas em patamares inferiores às margens brasileiras.

O cenário se tornou ainda mais desafiador devido às conseqüências negativas da crise financeira global iniciada nos Estados Unidos. O acesso ao crédito se tornou mais difícil e custoso, o horizonte de investimento se tornou turvo, assim como projeções de vendas, custos, despesas, entre outras variáveis.

Vale ressaltar, no entanto, que mesmo com as limitações impostas pela atual crise financeira, o que acrescentou incertezas às projeções para a busca do valor econômico da empresa, este trabalho mantém seu objetivo na medida em que apresentará um modelo de *valuation* para o Minerva e apresentará as condições da setor de frigoríficos no Brasil.

É necessário comentar que as análises e as conclusões contidas neste trabalho baseiam-se em diversas premissas, realizadas na presente data, de projeções operacionais futuras, tais como: valores praticados pelo mercado, preços de venda, volumes vendidos, participações de mercado, receitas, impostos, investimentos, margem operacionais e etc. Vale destacar, no entanto, que os resultados futuros podem vir a ser diferentes de qualquer previsão ou estimativa contida neste relatório. No modelo de precificação aqui proposto, a projeção de um cenário macroeconômico em que a empresa estará inserida aumentará o grau de incerteza do modelo.

Por fim, o valor justo das ações do Minerva não necessariamente será compatível com o valor com que empresa está sendo negociada em bolsa, uma

vez que questões relacionadas com liquidez, entre outras variáveis de mercado, influenciam as cotações dos papéis da companhia a cada pregão. Em época de crise financeira, como a atual, a volatilidade dos preços das ações aumenta, a fuga de investidores do mercado doméstico pressiona as cotações para baixo, não correspondendo com a racionalidade inerente de métodos de avaliação.

Capítulo 1 – Análise do Setor

1.1 - Introdução

Das diversas metodologias utilizadas para a busca do valor de uma empresa, o fluxo de caixa descontado, empregado neste trabalho, exige que sejam utilizadas premissas operacionais e econômicas que venham a estabelecer um cenário futuro em que a companhia estará inserida, para assim projetar seus resultados e encontrar o seu valor econômico. Desta forma, uma visão holística sobre a realidade e tendências do setor em que a companhia concentra a sua produção se faz necessária para se buscar as premissas ideais para a projeção dos resultados do Minerva, e por isso a importância deste capítulo.

O Brasil se tornou um líder mundial na produção de carne bovina, explicado em parte pelo fato de possuir o segundo maior rebanho bovino do mundo, ficando atrás apenas da Índia, o maior rebanho comercializável, além de possuir um custo de produção de gado abaixo da média mundial, o que tem permitido a indústria brasileira produzir grandes volumes de carne a um custo competitivo.

As características que levaram o País a ocupar esta posição de liderança, no entanto, estão mudando consideravelmente nos últimos anos, trazendo preocupações para a indústria mesmo em período de crescente demanda mundial de alimentos proteínados, principalmente de carne bovina.

1.2 - Números Gerais

Traduzindo em números a importância e a grandiosidade do setor brasileiro de carne bovina, segundo estimativas do departamento de agricultura dos Estados Unidos (USDA), o Brasil deverá chegar a 187,2 milhões cabeças em 2008, rebanho maior do que o dos Estados Unidos, Argentina e Austrália juntos, tradicionais produtores de gado. Um rebanho numeroso é importante para aumentar a oferta de gado para o abate, o que reduz o custo de produção de carne.

Tabela 1
Principais Rebanhos Bovinos (2003 a 2008E)

Estoque Inicial	Boi Vivo - mil cabeças					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008E
Índia	286.079	283.103	282.500	282.300	282.000	281.700
Brasil	161.463	165.492	169.567	173.816	180.300	187.165
China	130.848	134.672	137.818	140.435	139.442	140.148
EUA	96.100	94.888	95.438	96.702	97.003	96.900
U.E.	91.597	90.375	89.319	89.345	88.334	87.810
Argentina	50.869	50.768	50.167	50.166	51.164	51.261
Outros	64.325	61.362	58.014	57.020	55.849	49.557
Austrália	27.870	26.640	27.270	27.782	28.560	28.400
México	29.224	28.437	27.572	26.949	26.348	26.173
Rússia	23.500	22.285	21.100	19.850	19.000	18.330
África do Sul	13.635	13.540	13.510	13.790	13.917	14.187
Canadá	13.466	14.555	14.925	14.655	14.130	13.725
Total	988.976	986.117	987.200	992.810	996.047	995.356

Fonte: USDA (relatório forecast 2008)

Em relação à produção de carne bovina, o Brasil é o segundo maior produtor com 9,5 milhões de toneladas produzidas em 2007, ficando atrás apenas dos Estados Unidos, que produziram neste mesmo ano cerca de 12 milhões de toneladas, como segue detalhado na tabela abaixo.

Tabela 2
Principais Produtores de Carne Bovina (2001 a 2008E)

Produção	Carne Bovina - mil tons Equivalente Carcaça							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E
EUA	11.983	12.427	12.039	11.261	11.318	11.981	11.969	11.911
Brasil	6.895	7.240	7.385	7.975	8.592	9.020	9.470	9.850
China	5.488	5.846	6.305	6.759	7.115	7.492	7.850	8.065
U E	8.084	8.145	8.304	8.245	8.090	8.060	8.000	7.900
Argentina	2.640	2.700	2.800	3.130	3.200	3.100	3.175	3.125
Índia	1.770	1.810	1.960	2.130	2.250	2.375	2.500	2.655
Outros	5.193	5.431	3.806	3.906	3.935	3.802	3.669	3.380
México	1.925	1.930	1.950	2.099	2.125	2.175	2.200	2.215
Austrália	2.049	2.089	2.073	2.081	2.102	2.183	2.261	2.100
Rússia	1.760	1.740	1.670	1.590	1.525	1.430	1.380	1.370
Canadá	1.250	1.294	1.184	1.496	1.523	1.391	1.345	1.300
África do Sul	-	-	613	655	679	725	670	680
Total	49.646	51.241	50.089	51.327	52.454	53.734	54.489	54.551

Fonte: USDA (relatório forecast 2008)

O segundo lugar em produção conquistado pelo Brasil, mesmo com um rebanho mais numeroso, é explicado pela baixa taxa de desfrute do País – índice usualmente utilizado na indústria de carne bovina que mede a quantidade de gado abatido no país durante um ano em relação ao seu rebanho total. O nível mais baixo desta taxa em relação aos demais países produtores, como mostrado na tabela a seguir, indica que o Brasil ainda tem espaço para aumentar o seu volume de abate, favorecendo assim as empresas do setor.

Tabela 3
Comparação entre Taxas de Desfrute (2005 a 2008E)

	Austrália	Brasil	EUA	Argentina	Uruguai
2005	30,9%	23,0%	34,7%	29,3%	19,7%
2006	31,1%	23,3%	35,7%	27,2%	22,3%
2007	31,3%	23,4%	36,4%	29,0%	18,4%
2008E	29,6%	23,0%	36,5%	28,2%	20,4%

Fonte: USDA (relatório forecast 2008)

No quesito exportação, o Brasil também lidera. No ano de 2007 foram exportadas cerca de 2,2 milhões de toneladas, podendo chegar a exportar no final deste ano cerca de 2,8 milhões de toneladas, como mostrado na tabela abaixo.

Tabela 4
Principais Países Exportadores de carne Bovina (2001 a 2008E)

Carne Bovina - mil tons Equivalente Carcaça								
Exportação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E
Brasil	1.399	1.366	1.264	1.610	1.845	2.084	2.189	2.650
Austrália	748	881	1.175	1.369	1.388	1.430	1.400	1.380
Índia	370	417	439	492	617	681	735	800
Argentina	169	348	386	616	754	552	532	535
Nova Zelândia	496	486	558	594	577	530	496	530
Canadá	575	610	384	603	596	477	457	550
Uruguai	145	262	325	354	417	460	385	410
Paraguai	-	-	-	115	180	232	197	nr
U.E.	-	-	-	363	253	218	139	175
Nicarágua	-	-	-	58	59	68	83	nr
Outros	81	85	34	263	289	236	343	192
EUA	1.029	1.110	1.142	209	316	519	649	776
Total	5.672	6.275	6.340	6.646	7.291	7.487	7.605	7.998

Fonte: USDA (relatório forecast 2008)

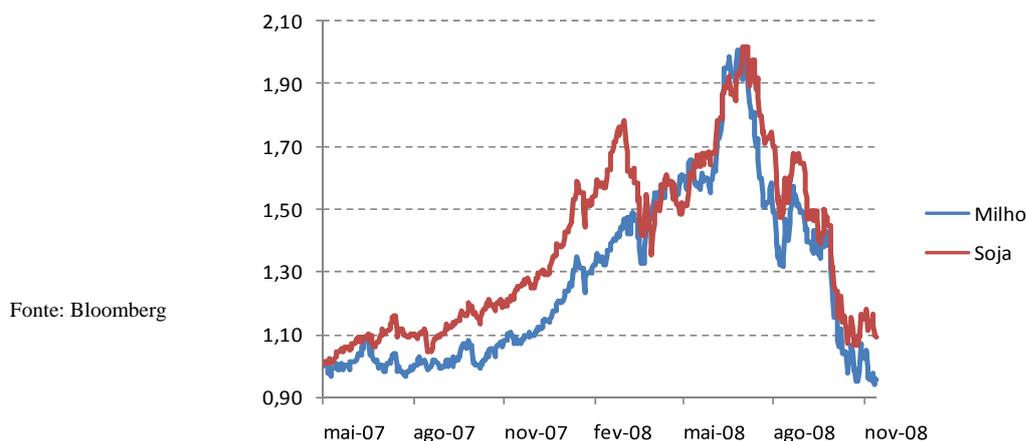
1.3 – Principais Características do Setor

O Brasil é o País com maior vantagem competitiva do mundo na produção de gado, o que reflete em menor custo na produção de carne bovina. Esta competitividade é influenciada principalmente pela vasta disponibilidade de terra no Brasil, e a preço baixo, mão-de-obra barata, técnicas avançadas de criação, alimentação via pastagem e sem hormônio, clima favorável e grande mercado consumidor, o que permite a otimização da carcaça e de seus subprodutos. A título de comparação, o custo brasileiro de da criação de gado é 33% abaixo da Nova Zelândia, o segundo exportador mais competitivo, e 58% menor que o custo dos Estados Unidos (EUA).

Sendo o preço da terra fundamental para a dinâmica do preço do gado bovino, devido à necessidade de espaço para a criação de forma extensiva, o grande território brasileiro disponibiliza uma vasta área para o crescimento do rebanho bovino em comparação com mercados desenvolvidos, como a União Européia (U.E.) e os EUA. O Brasil ainda possui a menor taxa de utilização de terras (<17%), enquanto que na maioria das economias desenvolvidas o aproveitamento do território é superior a 50%, evidenciando que o País possui espaço para aumentar o seu rebanho.

Outro ponto que merece destaque é o fato do gado brasileiro ser alimentado em sua maioria através de capim, com pouca utilização de ração, composta eminentemente por grãos, o que reduz o preço de criação. A recente utilização de grãos para produção de biocombustível fez com que o preço da soja e da farinha de soja subisse consideravelmente nos últimos meses, fazendo com que criadores que alimentam seu rebanho com ração perdessem competitividade em custo.

Gráfico 1
Varição do Preço do Milho e da Soja



As condições climáticas do Brasil, com média de temperatura de 25 ° C, ausência de furacões, terremotos ou neve, também sustentam a competitividade do País na criação de bovinos, assim como o baixo custo trabalhista.

Outro fator importante para a competitividade brasileira é o forte mercado consumidor interno, que permite maximizar a utilização da carcaça do boi entre as exportações e as vendas no mercado doméstico. Desta forma, o produtor pode distribuir cortes mais baratos no mercado doméstico e distribuir carnes mais nobres (mignon, lombo, costela, etc) para o mercado externo. Além disso, o mercado interno também é um importante receptor de subprodutos (fígado, coração, língua, pâncreas, intestino, estômago, gordura, osso e couro), o que gera economias de escala na produção.

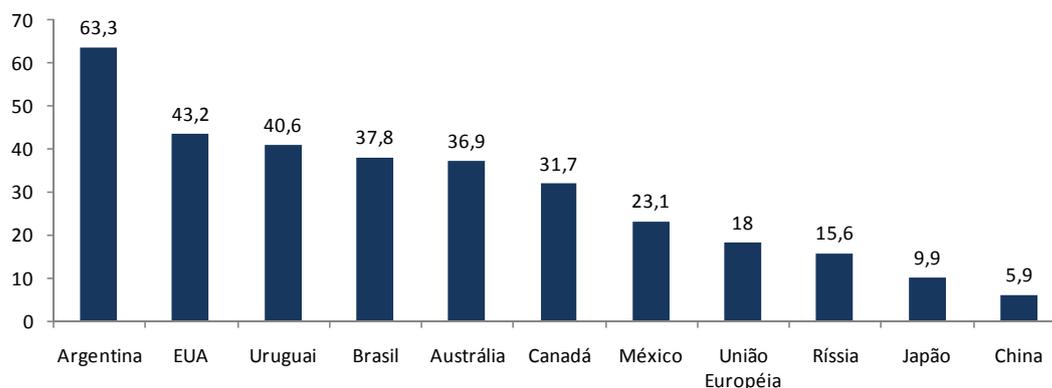
A população brasileira é estimada em 180 milhões de habitantes, que consomem 75 a 80% da produção nacional de carne bovina, com o restante sendo exportado, ao contrário da Austrália, que exporta 81% da sua produção. Desta forma, o mercado local tem mais facilidade para absorver produtos e subprodutos da indústria que não são atraentes para a exportação.

Além de possibilitar um melhor aproveitamento da carcaça, o mercado consumidor também pode ser uma “válvula de escape” para a parte da produção de carne que eventualmente pode deixar de ser exportada, em caso de embargos e restrições sanitárias.

Mesmo com um grande mercado consumidor, a indústria de carne bovina pode ser favorecida com o aumento do consumo per capita, muito abaixo do consumo registrado em outros países, como mostrado no gráfico abaixo:

Gráfico 2

Consumo per capita de carne bovina em 2007 (Kg por ano)



Fonte: USDA (relatório forecast 2008)

A criação do rebanho brasileiro é feita, em sua grande maioria, de forma extensiva, ou seja, sem a prática do confinamento. Se por um lado, manter o gado confinado eleva a produtividade, diminuindo o espaço de tempo entre o nascimento do bezerro e o abate do animal adulto, de outro, algumas consequências negativas são inerentes a este modelo de criação.

Como já citado anteriormente, a utilização de ração vegetal reflete em maiores custos de produção. Porém, o gado confinado também recebe outro tipo de alimento, a ração a base de proteína animal, composta por ossos, tecido muscular, vísceras, gordura e sangue. Esta ração, utilizada pela maioria dos países produtores de carne bovina, com destaque para os países europeus e para os EUA, além de ser demasiadamente custosa, oferece um risco de contaminação para o rebanho, sendo assim, uma fonte de doença que pode ser nociva ao rebanho e prejudicar a venda da carne, a Encefalopatia Espongiforme Bovina (cuja sigla em inglês é BSE), popularmente conhecida como mal da “vaca louca”.

A BSE é causada por um agente infeccioso denominado de prion, derivado de uma proteína da membrana de células nervosas que quando modificada, provoca um quadro degenerativo crônico e transmissível do sistema nervoso central (SNC) dos bovinos. Através de alterações genéticas, o prion pode ser encontrado em rações elaboradas com proteína animal, contaminando o rebanho com ela alimentado.

Os primeiros casos da doença manifestada em bovinos foram descobertos na Grã-Bretanha. Posteriormente, segundo informações da OIE (Organização Mundial de Saúde Animal), a doença se manifestou em mais de 20 países, prejudicando suas respectivas indústrias de carne bovina, tanto devido à queda da oferta de gado, resultado da incineração do rebanho de forma a controlar a doença, como também devido à queda das vendas, uma vez que barreiras sanitárias foram criadas para evitar a venda de carne contaminada a partir destes países, já que o consumo de carne contaminada pode transmitir a doença para os seres humanos, também afetando o SNC, levando à morte.

O Brasil foi um dos países mais favorecidos com a contaminação dos rebanhos de outros mercados. A carne brasileira ganhou espaço no mercado internacional, elevando consideravelmente o nível do volume exportado, favorecendo assim, a indústria doméstica. Em contrapartida, o rebanho de países europeus na década de 90, assim como o dos EUA a partir de 2003, foi drasticamente afetado devido aos surtos de BSE, perdendo competitividade devido aos duros embargos às suas carnes. A U.E., até a presente data, não consome carne *in natura* proveniente dos EUA, porém aumentou seu volume importado do Brasil.

Além da menor exposição ao risco sanitário, a criação extensiva do rebanho brasileiro é fundamental para que sejam produzidas carnes com menor teor de gordura e sem hormônios e outros produtos químicos. O hormônio do crescimento é usualmente utilizado no confinamento nos países desenvolvidos. Desta forma, a carne mais saudável é um importante *driver* para o desenvolvimento do setor, porém se faz necessária uma política de marketing mais agressiva para expor a qualidade da carne brasileira para mais consumidores.

Outra característica da indústria brasileira é a sua fragmentação. Os oito principais produtores controlam cerca de 20 a 25% do total da capacidade de abate do País. A título de comparação, nos EUA os três maiores produtores de carne de bovino, JBS, Tyson e Cargill, controlam aproximadamente 90% da capacidade de abate.

Dado exposto fica mais claro entender porque o Brasil ocupa posição de destaque na criação de bovino e é o principal exportador de carne do mundo. Além disso, historicamente o setor de frigoríficos do Brasil possui margens muito mais robustas do outros países produtores.

1.4– Realidade Atual

Os aspectos estruturais que alavancaram o desenvolvimento da indústria frigorífica no Brasil ao longo dos anos têm sofrido significativas mudanças. As empresas do setor estão sendo afetadas negativamente nos últimos meses, principalmente pelo aumento do custo de produção, representado pelo aumento do preço do gado bovino. O resultado desta mudança pode é percebido ao se analisar os últimos resultados das empresas do setor, cujas margens estão convergindo para níveis próximos a de países menos competitivos.

Muitos são os fatores que estão mudando a dinâmica de produção de carne bovina no Brasil. O cenário atual é caracterizado pelo alto preço do gado, chegando a patamares internacionais, além de excesso de demanda por animais para o abate. Para debater este assunto, primeiramente se faz necessário viajar no tempo.

Há cerca de cinco anos a venda de carne brasileira para o exterior sofreu um duro golpe devido a problemas sanitários relacionados com o surto de febre aftosa em rebanhos de diversos estados brasileiros. Muitos mercados importantes se fecharam à carne do Brasil, e assim, os frigoríficos aumentaram suas vendas no mercado doméstico, derrubando os preços da carne no País. O excesso de oferta de carne bovina internamente provocou uma redução do abate de gado, e por conseqüência, diminuiu a demanda por esta matéria-prima, chegando assim o problema para o criador.

Com o preço do gado muito baixo, muitos fazendeiros tiveram que reduzir custos. Para tal, promoveram uma onda de abate de animais acima do desejado e antes mesmo que eles completassem o período para serem abatidos, inclusive de matrizes (fêmeas utilizadas para reprodução).

É bem verdade que a criação de bovino possui uma entressafra de cerca de cinco a seis, e assim, seguindo a dinâmica do setor, seria natural esperar que em 2008 a rentabilidade da indústria não fosse tão animadora. Porém, a realidade está ainda mais desafiadora. A política de abate realizada há cinco anos, que acabou matando de forma equivocada muitas matrizes, fez com que ao longo do tempo o nascimento de animais fosse insuficiente para sustentar as necessidades da indústria frigorífica.

Após este resgate histórico, vale destacar outros pontos que estão amparando as recentes altas do preço do gado, a começar pelo aumento mundial do consumo de alimentos de proteína animal, resultado de uma maior renda global, impulsionada pela solidez econômica e maior destaque dos países emergentes. Para aproveitar a melhoria dos preços, muitas empresas aumentaram a capacidade instalada, o que diretamente está relacionado com uma maior necessidade de matéria-prima, ou seja, maior demanda por gado.

Os criadores, por sua vez, responderam à expectativa de tempos melhores prolongando o tempo para o abate dos animais, os mantendo no pasto por um período maior, aumentando assim o desequilíbrio entre oferta e demanda de gado.

Outra causa que deve ser apontada para explicar os níveis elevados dos preços de bovinos no Brasil é alta nos preços dos grãos. Com o aumento da demanda de grãos para a produção de biocombustíveis, muitos fazendeiros estão ocupando suas terras com plantação de culturas como soja, milho, entre outras. Ao destinar áreas e demais recursos para aproveitar os atrativos preços dos grãos, o gado bovino perdeu espaço.

Piorando o cenário, o movimento realizado pelas principais empresas do setor, nomeadamente, JBS, Marfrig e Minerva, que se capitalizaram através de oferta pública de ações fizeram com que estas empresas ganhassem musculatura e aumentassem seus respectivos volume de abate, o que aumentou a procura por animais.

Além de enfrentar problemas relacionados com aumento de custo, o Brasil sofre com algumas questões relacionadas com o comércio internacional. A venda de carne *in natura* brasileira abrange menos de 50% do mercado mundial, não só devido a embargos sanitários, mas também por questões mercadológicas.

Devido à eficiência brasileira na produção de carne bovina, é de se esperar que alguns países venham a reagir de forma a proteger suas indústrias locais, seja através de subsídios à produção, bem como através de tarifas e cotas de importação. A U.E., por exemplo, estabeleceu uma cota de importação na qual o Brasil corresponde com apenas 8% de participação. Além disso, a tarifa de importação em cima da carne brasileira é de cerca de 104%, enquanto para o comércio de carne realizado entre países do bloco está sujeito a uma tarifa de apenas 20%.

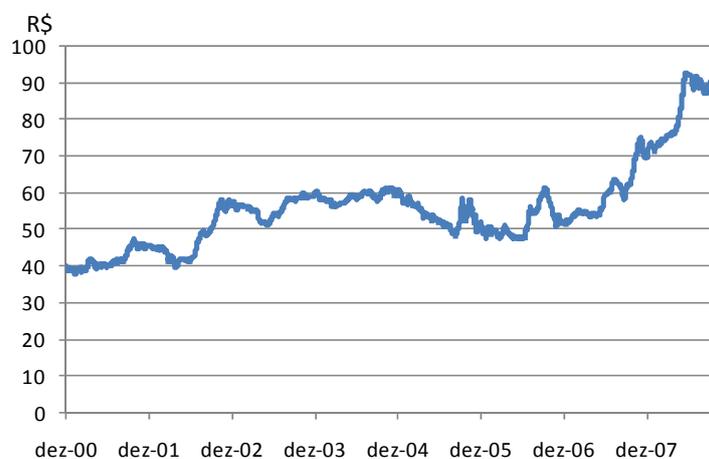
Outro problema que vem afetando a indústria no Brasil é a constante perda de mercado, mesmo que temporariamente, devido à contaminação do rebanho bovino por uma doença, menos grave que a BSE, mas que também prejudica a saúde animal e a rentabilidade da indústria de carne bovina, a febre aftosa.

A aftosa é uma doença viral que prejudica as capacidades fisiológicas de crescimento, engorda e de produção de leite do gado, refletindo em menor rentabilidade para o produtor. A taxa de mortalidade dos animais contaminados por esta doença, segundo estudos do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA), é de apenas 5% nos animais adultos.

Mesmo com a doença não sendo transmitida através do consumo da carne *in natura* proveniente de um animal contaminado, muitos países criam barreiras sanitárias de modo a evitar o consumo de carne produzida em países onde se verifica algum surto da doença. Um exemplo a ser citado foi o duro embargo feito pela U.E., no início de 2008, em relação à carne brasileira, uma vez que alguns estados sofreram com surto da doença, o que prejudicou de forma significativa a rentabilidade da indústria no início de 2008.

Com o embargo feito pela U.E., a carne bovina brasileira perdeu espaço também em outros mercados que seguem os padrões sanitários do bloco europeu. Desta forma, as empresas do setor tiveram que se esforçar para conquistar novos mercados e variar a produção, almejando atenuar os efeitos do embargo.

Gráfico 3
Preço do Boi Gordo no Brasil



Fonte: Bloomberg (ESALQ)

1.5 – Tendências

O cenário projetado para o setor depende fundamentalmente de qual será a dinâmica do comércio internacional, principalmente relacionada por questões sanitárias, de como e quando se estabelecerá o equilíbrio entre a oferta e demanda de carne bovina, de como será o desempenho econômico das economias emergentes como a China e outros países asiáticos que estão aumentando seus consumos de carne, e claro, de como estará o mundo devido a tormenta enfrentada pela crise financeira mundial, que diminuiu de forma assustadora o acesso ao crédito no mundo.

Em relação à demanda, o nível de consumo de países asiáticos acima de suas respectivas capacidades de oferta é um *driver* importante para o setor bovino brasileiro. Adicionalmente, a redução da produção de carne nos principais países consumidores, juntamente com o crescimento do consumo em países emergentes e a abertura novos mercados, estão criando importantes oportunidades de crescimento para o setor. Porém, se confirmada a recessão global, a demanda deve diminuir, principalmente porque haverá diminuição de renda, o que elevará a um aumento de consumo de fontes mais baratas de proteína animal, como carne de frango e de suíno.

Em relação ao preço do gado, espera-se que nos próximos dois anos o Brasil ainda enfrente dificuldades, uma vez que não há perspectivas para o curto prazo de que a oferta de gado supera a necessidade de abate. A falta de gado deverá pressionar os preços para cima nos próximos dois anos, que deverão convergir para os preços encontrados em outros mercados. A demora para atingir o equilíbrio de mercado será pautada pelo longo ciclo de criação de gado e da recomposição das matrizes, e pela utilização de terras para plantação de milho, soja, algodão e cana-de-açúcar.

Outra situação esperada para o setor é a consolidação. As dificuldades impostas pela mudança de cenário no Brasil trouxeram dificuldades para os principais *players* da indústria, é de se esperar que as pequenas empresas do setor venham ter dificuldades financeiras, abrindo espaço para a consolidação do setor devido ao excesso de ativos com preços atrativos.

Em relação às cotas e tarifas de importação aplicadas por muitos países em relação à carne brasileira, assim como barreiras sanitárias, a expectativa é de que elas diminuam gradualmente ao longo do tempo. No curto e médio-prazo, no entanto, essas

restrições comerciais devem continuar a desempenhar um papel importante no comércio global, definindo o fluxo de produtos e o preço artificial nos mercados. Esta hipótese é sustentada pela percepção dos principais países de que a melhor opção econômica para os consumidores é o fim das barreiras e o aumento do comércio global.

1.6 - Estratégia das principais empresas dada a mudança de cenário

Os investidores interessados em investir em algum frigorífico listado na BM&F Bovespa devem ter em mente não só a realidade e tendência do setor que eles estão inseridos, mas também entender quais são as estratégias adotadas neste cenário. São três as opções para investimento, todas diferentes uma das outras.

Após se capitalizar com a realização do seu IPO, a JBS, a maior produtora de carne bovina do Brasil, adotou uma estratégia muito agressiva de expansão mundial de suas operações, se tornando a maior empresa de carne bovina do mundo. Porém, esta estratégia a expôs em mercados problemáticos como o norte-americano, que está operando com níveis baixos de rentabilidade, com empresas apresentando margem EBITDA negativa. Esta situação é resultado principalmente dos problemas sanitários ocasionados pelo surto de BCE e pelo fato da JBS ter aumentado significativamente o volume de abate após realizar importantes aquisições de frigoríficos no mercado norte-americano, o que aumentou o preço do gado em períodos de preços baixo de carne.

O Marfrig optou por uma estratégia regional, baseada na produção regional no Brasil, Argentina e Uruguai. Isto lhe permite uma diversificação, além de manter unidades operacionais em países onde o gado é abundante e historicamente possui preços acessíveis. Adicionalmente estes países possuem um mercado consumidor robusto.

Já o Minerva optou por manter as suas instalações de produção e operações principalmente no Brasil. Mesmo com os riscos relacionados ao País, a empresa buscou uma diversificação maior dos seus produtos em relação aos seus concorrentes, como produção de couro, exportação de gado vivo, além de outras atividades.

No horizonte de curto-prazo, a estratégia regional do Marfrig é mais consistente. Devido aos problemas operacionais nos EUA e o aumento significativo dos preços do

gado bovino no Brasil, a empresa mantendo sua produção em unidades baseadas no Uruguai e na Argentina (mesmo tomando em consideração as questões políticas atuais) se mostra mais eficaz. Porém, como estes mercados são maduros, não são esperados maiores possibilidades de ganhos no futuro.

A JBS é aparece como opção para o longo-prazo, já que a empresa ainda sofrerá com a pressão de margem no Brasil e nos EUA no curto-prazo. Num horizonte de dois anos a empresa também deverá aproveitar a maturação das sinergias relacionadas com as recentes aquisições. Desta forma, as dificuldades enfrentadas pela empresa atualmente podem ser encaradas como transitórias, já que a JBS terá um nível de produção equilibrado geograficamente.

A estratégia do Minerva, por sua vez, é a mais discutível. A forte presença no Brasil em períodos de aumento de custo, além da forte exposição ao câmbio, riscos sanitários e de riscos políticos, mesmo sendo uma estratégia de mais fácil gerenciamento. É de se esperar que a companhia tenha uma taxa de crescimento reduzida nos próximos anos, o que afetará a possibilidade de ganhos com economias de escala e maior diversificação.

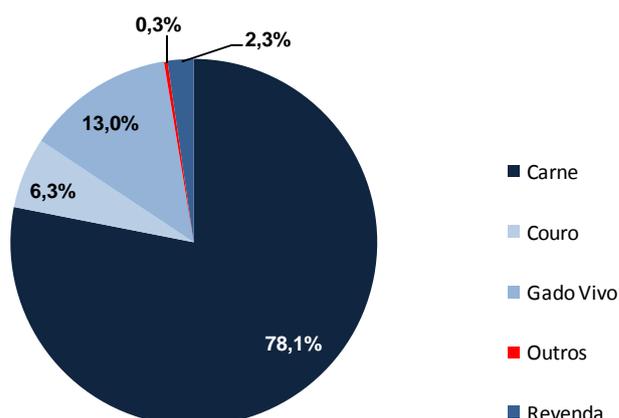
Capítulo 2 – O Minerva.

2.1 - Apresentação

O Minerva S.A é a menor empresa produtora de carne bovina listada na BM&F Bovespa. Diferentemente dos demais *players* que possuem ações negociadas em bolsa, a companhia optou pela estratégia de manter suas operações no Brasil, e para diminuir os riscos desta estratégia, aumentou a diversificação de seus produtos. Os negócios da empresa estão divididos em quatro grandes segmentos, Carnes, Gado Vivo, Couro e Revenda, além de possuir outras fontes de receita, porém pouco representativas.

Gráfico 4

Receita por segmento (do 1T07 ao 2T08)



Fonte: Minerva

Dada a atual realidade da indústria brasileira de carne bovina, pode-se considerar que esta estratégia nacional adotada pelo Minerva, embora mais centrada e gerenciável, deverá atenuar o potencial de crescimento da empresa no médio e longo prazo, e deverá diminuir sua força e as economias de escala necessárias para se estabelecer no mercado global da *commodity* que ela produz.

2.2 - História da Companhia

A origem do Minerva está relacionada com a opção da família Vilela de Queiroz, em 1957, de entrar para o negócio de criação de bovinos e de prestação de serviços de transporte e logística de gado para fazendas de terceiros e abatedouros, antes mesmo de entrar para o ramo da atividade de industrial frigorífica. Em 1992, a família Vilela de Queiroz comprou do Frigorífico Minerva do Brasil S.A., sua primeira unidade de abate e processamento, localizada em Barretos, no estado de São Paulo, sendo a sede atual da companhia.

Em 1999, a empresa começou a expandir a sua capacidade instalada, adquirindo outra unidade de abate e processamento, localizada na cidade de José Bonifácio, também em São Paulo. Depois de arrendar uma terceira unidade de processamento de carne bovina naquele mesmo Estado, em 2001, o Minerva decidiu investir em uma unidade de abate e processamento na cidade de Palmeiras de Goiás, no Estado de Goiás, onde iniciou suas operações em 2004. Esta unidade é considerada uma das mais modernas instalações de processamento da carne bovina da América Latina.

Almejando expandir suas operações para outros estados, em 2006 a empresa arrendou outra unidade de processamento e abate, desta vez em Batayporã, Mato Grosso do Sul. Em janeiro de 2007 o Minerva criou uma *joint venture* com o grupo Dawn Farms, e veio a inaugurar em outubro de 2008, em Barretos, uma unidade de processamento de proteína bovina, suína e de frango em forma de produtos de alto valor agregado para o segmento de *food-service*, de modo a diversificar sua produção. Nesta linha, espera-se que até 2011 cerca de 25% da receita da companhia venha de produtos industrializados.

Ainda no início de 2007, o Minerva iniciou a construção de uma nova planta, em Rolim de Moura, Rondônia, com previsão de que a nova unidade comece a operar até o fim de 2008. Em abril deste mesmo ano a empresa adquiriu duas novas unidades, uma em Araguaína, Tocantins, e a outra em Redenção, Pará. A primeira já é operacional, enquanto a segunda ainda está em construção, com operações previstas para iniciar também no fim de 2008. Em julho de 2007 a empresa fez oferta pública inicial de suas ações, com o objetivo de utilizar os recursos para financiar o seu

desenvolvimento, expandindo sua capacidade instalada através de projetos de *greenfield*, bem como realizando aquisições.

Logo no início de 2008, a companhia anunciou a aquisição do Frigorífico Lord Meat, localizado em Goianésia, Goiás, com uma capacidade instalada de 500 cabeças por dia. Com investimentos de cerca de R\$ 60 milhões, contando a com a aquisição e a expansão, espera-se que esta unidade tenha capacidade de abate, até meados de 2009, de cerca de 1.500 cabeças/dia.

Recentemente a empresa arrendou a sua segunda unidade de couro no estado de São Paulo, que possui capacidade instalada de 2.500 peles por dia, incluindo *wet-blue*, semi-acabados e itens acabados Estes produtos são utilizados em estofados de automóveis e residenciais, além das indústrias de calçado e bolsa.

Finalizando as operações realizadas pela a empresa até a elaboração deste trabalho, em agosto de 2008 o Minerva, visando minimizar o risco de ter a totalidade das suas operações no Brasil, fez a aquisição da Friasa S.A., que opera como arrendatária de uma planta industrial frigorífica localizada na cidade de Assunção, no Paraguai, com capacidade de abate de 700 cabeças/dia. O valor da transação foi de US\$ 4 milhões por 70% do capital social da Friasa. A aquisição marca o início da expansão internacional do Minerva no Mercosul e faz parte da estratégia da companhia de diversificação geográfica e inserção em novos mercados. O Paraguai é hoje o 8º maior exportador de carne bovina do mundo, possui um rebanho de 11 milhões de cabeças, possui grande potencial de aprimoramento de produtividade (hoje a taxa de desfrute está em 14%) e possui status sanitário, já que recentemente o Paraguai foi reconhecido pela OIE (Organização Mundial de Saúde Animal) como país livre de aftosa com vacinação.

2.3 - Perfil

O Minerva é atualmente um dos maiores frigoríficos do Brasil, com capacidade diária total de abate 6.200 cabeças de gado (contando com a unidade do Paraguai), capacidade diária de processamento de 9.300 cabeças de gado (1.450 toneladas) e 5.000 couros/dia. A partir de dez unidades de produção localizadas em seis estados brasileiros e no Paraguai, das quais oito estão operacionais e duas estão em construção, até o final de 2008 o Minerva espera alcançar o abate de cerca de 7.400 cabeças por dia.

Tabela 5
Capacidade Instalada dos Principais Frigoríficos Brasileiros

Frigoríficos	Capacidade Instalada no Brasil
JBS	18400 cabeças por dia
Marfrig	13300 cabeças por dia
Berim	12650 cabeças por dia
Margen	11300 cabeças por dia
Independencia	9500 cabeças por dia
Quatro Marcos	7200 cabeças por dia
Mercosul	6000 cabeças por dia
Minerva	5500 cabeças por dia

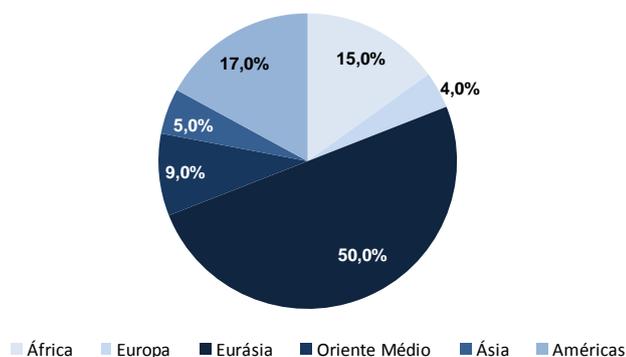
Fonte: Empresas

Domesticamente, além de o Minerva comercializar seus próprios produtos, comercializa também produtos de terceiros para a rede varejista sob o *conceito one-stop-shop*, que consiste em oferecer vários produtos alimentares ao mesmo tempo. Através de seus dois centros de distribuição em São Paulo, a companhia atende aproximadamente 15.000 clientes em mais de 850 cidades nos estados de São Paulo, Minas Gerais e Paraná. Além disso, a rede atende grandes cadeias de supermercados e distribuidores de carne com abrangência nacional.

O Minerva, que é o terceiro maior exportador de carne bovina do País, exporta para cerca de 600 clientes distribuídos em mais de 80 países. O principal destino das exportações da empresa é a Rússia, seguida pela Venezuela e Irã.

Gráfico 5

Breakdown das Exportações - 2T08



Fonte: Minerva

Diferentemente dos seus concorrentes listados em bolsa, o Minerva opera com exportação de gado vivo, sendo o maior exportador brasileiro neste segmento, controlando cerca de 50% do volume total exportado pelo País. Entre seus clientes mais importantes neste mercado estão a Venezuela e Líbano.

Outro segmento em que a empresa está presente é no comércio de couro, participando com a produção e venda de couros *wet-blue*, semi-acabados e acabados, com vendas tanto para o mercado interno como para o mercado externo. O Minerva possui duas instalações de transformação de couro, totalizando uma capacidade de processamento de 5.000 couros por dia. Espera-se que até o final de 2008, a capacidade de processamento de couro deva aumentar 40%, atingindo cerca de 7.000 couros por dia.

2.4 - Estratégia

I – Aumento da capacidade instalada: Dos *players* do setor listados em bolsa, o Minerva é menor em termos de capacidade de abate. A empresa tem tido uma atitude mais conservadora para aquisições, mesmo com caixa para promover novos investimentos, argumentando que a os ativos do setor se tornaram mais caros após empresas terem se capitalizado com oferta pública de ações em 2007 e terem ganhado musculatura para irem às compras. Adicionalmente, a dificuldade de acesso a crédito decorrente da crise financeira global e as incertezas futuras do setor, prejudicaram um movimento mais agressivo da companhia na busca por novas aquisições. No entanto, está nos planos da empresa expandir sua capacidade instalada para aumentar volumes vendidos e obterem economias de escala no processo de abate do gado.

A compra da paraguaia Friasa, por sua vez, é uma sinalização clara de que a empresa possui planos de expansão de suas operações no Mercosul, de forma a evitar problemas de restrição sanitárias, cambiais, políticos e estruturais inerentes ao Brasil, o que garantirá mais mercados consumidores e conseqüentemente um maior volume vendido.

II – Busca por novos mercados: Dado o aumento das restrições comerciais impostas pela União Européia sobre as exportações brasileiras da carne *in natura*, o Minerva tem tentado aumentar as suas exportações para novos mercados, como

Venezuela e Hong Kong, além do Oriente Médio e países do norte da África. Embora esta estratégia permita o aumento do volume de exportação, os preços obtidos nestes mercados são significativamente mais baixos do que os provenientes de clientes europeus.

III – Alavancar o segmento de Gado Vivo: Este negócio do Minerva tem crescido de forma consistente desde segundo trimestre de 2007, quando a empresa começou a exportar gado vivo para a Venezuela. Em 2007, o segmento representava quase 20% das exportações do Minerva e 13% das suas vendas líquidas consolidadas, 305% superior em relação ao mesmo período de 2006. A empresa continua a centrar-se em aumentar as suas exportações de gado vivo, principalmente do norte do Brasil, onde existe excedente de gado em relação ao volume de abate da região, além de uma infraestrutura adequada para exportação, o que diferencia a região de qualquer outra parte do Brasil.

No primeiro semestre de 2008, o Minerva teve participação de 40,6% das exportações do Brasil de gado vivo, contra 37,1% no mesmo período do ano anterior. Vale comentar que operacionalmente as exportações deste segmento não competem com exportações do segmento de carnes, e sim, são complementares. A tendência do segmento gado vivo é de forte crescimento com a possível abertura de novos mercados, tais como Angola, Indonésia, Rússia e Itália. Atualmente, a Venezuela e o Líbano são os principais importadores de gado.

IV – Aumento da exposição em produtos processados: Com a *joint venture* estabelecida com a irlandesa Dawn Farms para produção de carne bovina processada no Brasil, o Minerva aumentou significativamente sua atuação no segmento produtos cozidos e congelados, e aumentou também a sua capacidade de fornecer serviços personalizados e produtos para clientes específicos. Os investimentos realizados neste segmento pela empresa em 2007, de US\$ 50 milhões, foram alocados para construir uma unidade de processamento moderna, com capacidade instalada de 10-15 toneladas por hora. O objetivo é ainda no primeiro ano de funcionamento exportar cerca de 70% da sua produção.

As vendas destes produtos, com maior valor agregado, são facilitadas pela larga experiência logística do Minerva, baseada no conceito de *one-stop-shop*. As redes de distribuição do Minerva já trabalhavam com a venda de produtos processados de

terceiros, o que é um facilitador. A empresa vende mais de 380 produtos alimentícios de outras companhias, tais como refeições congeladas, legumes congelados e pizzas. Adicionalmente, o sistema logístico do Minerva favoreceu com que a empresa também atuasse importando cordeiro do Uruguai e peixe congelado do Chile e da Argentina para vender no Brasil, produtos também vindos de terceiros.

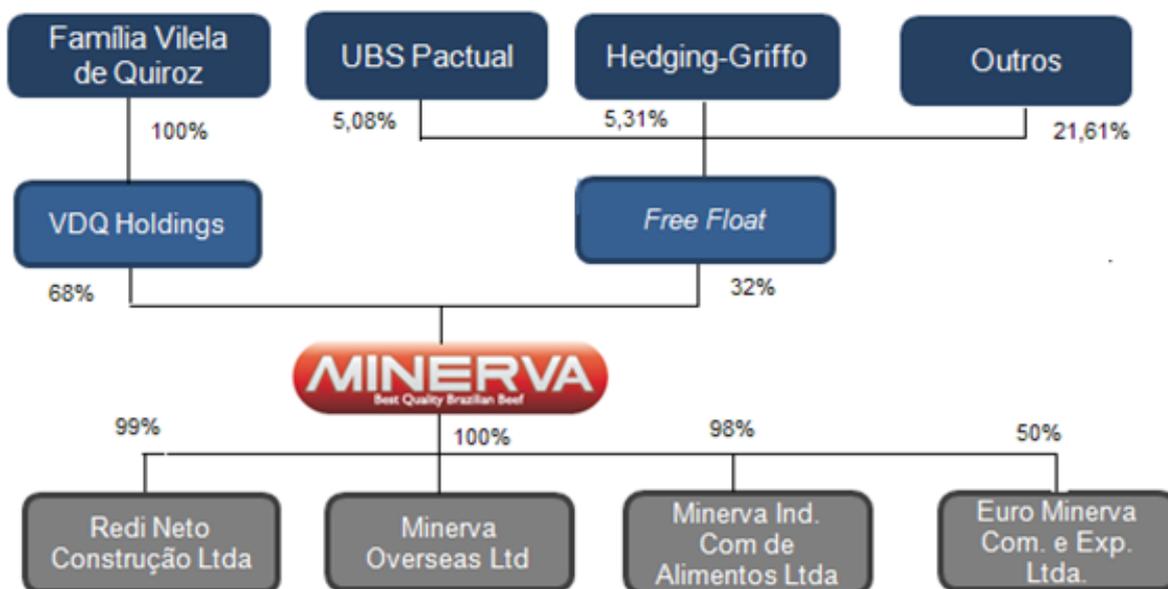
Ligada à sua estratégia de aumentar a produção de processados está a estratégia de consolidar mais parcerias com os fornecedores, o que deve aumentar a importância de produtos de terceiros em sua receita. A rede de distribuição do Minerva oferece mais oportunidades de entrega do que outros ofertantes devido a sua capilaridade, que inclui 850 cidades e cerca de 15.000 clientes ativos, fornecendo produtos para o pequeno e médio varejo, lojas conveniência e outros estabelecimentos.

V – Concentrar vendas para o pequeno e médio varejo: No mercado interno, o Minerva está focado em aumentar a participação do pequeno e médio varejo na sua carteira de clientes. Segmentos menores normalmente possuem menor poder de barganha para negociar com os fornecedores, facilitando para o Minerva repassar os aumentos do custo de produção que os frigoríficos estão tendo no Brasil. Até o final de 2008, a empresa pretende expandir sua atuação no pequeno e médio varejo para a região sul e nordeste do País, e planeja investimentos em novos centros de distribuição. Adicionalmente, a companhia está disposta em aumentar seu volume de vendas para cadeias de *fast-food* e *food-service*, o que deverá melhorar as margens da empresa.

2.5 - Estrutura Societária

O Minerva fez sua oferta pública inicial de ações entrando para o Novo Mercado da BM&F Bovespa no dia 19 de Julho de 2007, ao preço de R\$ 18,50 por ação. A empresa captou R\$ 444 milhões, planejando utilizar a maior parte deste recurso em seu projeto de desenvolvimento. O Minerva é controlado pela família Vilela de Queiroz através da VDQ Holdings, com participação de 68%, enquanto o *free float* da companhia é de 32%.

Tabela 6
Estrutura Societária do Minerva



Capítulo 3 – Resultados do Segundo Semestre de 2008

3.1- Introdução

Neste capítulo será apresentado o resultado financeiro e operacional do Minerva referente ao segundo trimestre de 2008 (2T08), último divulgado pela companhia, de modo a fornecer maiores informações sobre a empresa. Além disso, 30 de junho de 2008 é a data base desta avaliação econômica, sendo assim útil analisar os dados do 2T08.

3.2 - Mercado Externo

No segundo trimestre de 2008, as exportações de carne bovina in natura do Brasil totalizaram 270 mil toneladas, 22,9% inferior do que o volume registrado no mesmo período de 2007, refletindo negativamente as restrições da União Européia em relação à carne brasileira. A participação do Minerva nas exportações brasileiras de carne *in natura* avançou para 16% no trimestre, contra 12% no mesmo período de 2007.

3.3 - Mercado Interno

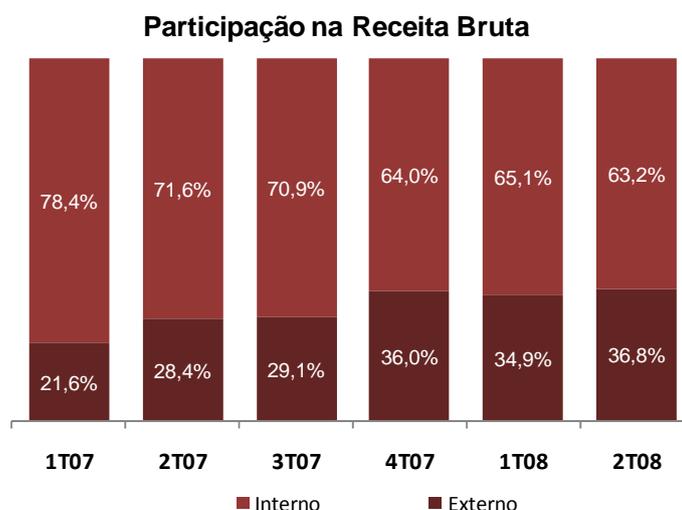
Seguindo a tendência de aumento de custos dos últimos anos, no segundo trimestre de 2008 o preço médio do boi gordo aumentou 47,8% em relação ao 2T07. O aumento da demanda de carne devido ao crescimento do poder aquisitivo da população, o abate de matrizes nos últimos 5 anos e a maior capacidade produtiva da indústria frigorífica influenciaram este aumento do preço da matéria-prima. Tendo em vista o primeiro semestre de 2008 em relação ao mesmo período de 2007, observou-se uma elevação na arroba do boi de 42,5%. O preço da carne no atacado do mercado doméstico também se valorizou no mesmo período.

3.4 - Faturamento

A receita bruta de venda aumentou em 61,2% no primeiro semestre, ano-contrano, para R\$ 1,12 bilhões, amparada por um aumento de 132% da receita do mercado

interno. Este aumento foi fortemente influenciado pela divisão carnes, cuja receita aumentou 175,2%, para R\$ 336 milhões, devido ao aumento de volume de 87% e do preço médio de 47%. Já a receita oriunda do mercado externo recuou cerca de 11% no primeiro semestre, refletindo as menores vendas para a União Européia, mesmo com aumento do preço médio, e uma piora da divisão couros.

Gráfico 6
Mercado Externo VS Mercado Interno



Fonte: Minerva

A receita bruta de vendas de produtos e subprodutos da divisão carnes aumentou 77,7% no 2T08 em relação ao 2T07, totalizando R\$ 509,4 milhões, impulsionada pelas vendas no mercado interno, que teve um acréscimo de 175,2%. A receita de vendas para o mercado externo no trimestre também apresentou forte crescimento, de 45,8%. O faturamento no trimestre foi significativo, apesar das restrições da União Européia, desvalorização do dólar e maior representatividade do mercado interno.

O forte desempenho da divisão carnes, principal impulsionador das vendas no período, é fruto tanto do aumento do *market share*, como também do sucesso no repasse de preços. A melhor política de repasse de preços em relação aos outros *players*, por sua vez, reflete a eficiente política comercial de distribuição pulverizada, atingindo o pequeno e médio varejo no mercado interno, e sólido posicionamento nos mercados crescentes e rentáveis como o Oriente Médio e Rússia.

A receita de exportações da divisão gado vivo cresceu 154,1% para R\$ 62,5 milhões, com aumento dos volumes de 22,9 % e preço médio de 105,7% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. A participação do Minerva nas exportações brasileiras de gado vivo alcançou 40,6% em volumes no semestre, contra 37,1% no 1S07, reflexo do pioneirismo da companhia na conquista e consolidação do mercado de gado vivo.

A divisão couros apresentou faturamento bruto de R\$ 32,6 milhões no 2T08, apresentando um acréscimo de 21,3% em relação ao mesmo período do ano anterior, devido à expansão das exportações de couro industrializado, que apresentaram crescimento de 44,2%.

No 2T08, a receita de vendas da divisão revenda apresentou um crescimento de 35,1% para R\$ 13,1 milhões, representando 2,1% do faturamento total da companhia. No mesmo período os volumes cresceram 12,0%, e o preço médio aumentou 21,1% para R\$ 4,64/kg. Utilizando-se do conceito *one-stop-shop*, as redes de distribuição do Minerva são muitas vezes mais abrangentes e fornecem produtos com maior periodicidade que os grandes fornecedores.

Após as deduções e abatimentos, a receita operacional líquida bateu um novo recorde e ficou em R\$ 569,1 milhões no trimestre, um aumento orgânico de 86,9% em relação ao 2T07.

3.5 - Custo das Mercadorias Vendidas

No segundo trimestre de 2008, os custos das mercadorias vendidas aumentaram 95,8% em relação ao 2T07, reflexo da alta da arroba do boi de 47,5%, além do crescimento de 32,7% na quantidade abatida de animais.

3.6 - Lucro Bruto

O lucro bruto avançou 56,4% em comparação com o 2T07, atingindo novo recorde, a R\$ 107,1 milhões. No primeiro semestre de 2008, o lucro bruto totalizou R\$ 204,5 milhões, acréscimo de 47,3%, representando uma margem bruta de 19,8%, com contração de 3,0 p.p. em relação ao mesmo período de 2007, devido à alta do boi gordo.

3.7 - Despesas

As despesas com vendas totalizaram R\$ 53,5 milhões no 2T08, ou 9,4% da receita líquida, uma significativa melhora quando comparado aos 12,9% registrados no 2T07, reflexo de renegociações de contratos, controle das despesas de transporte marítimo e armazenagem. Já as despesas gerais e administrativas totalizaram R\$ 11,6 milhões no 2T08, ou 2,0% da receita líquida, comparado com 1,7% registrado no 2T07.

3.8 - EBITDA

O EBITDA apresentou forte crescimento de 68,5%, para R\$47,0 milhões, representando uma margem de 8,3% no trimestre, decréscimo de 0,9 p.p. em comparação ao mesmo período do ano anterior, devido à apreciação do Real impactando as receitas de exportações, restrições da União Européia, além da pressão significativa dos custos de produção (matéria-prima).

3.9 - Resultado Financeiro

O resultado financeiro do Minerva é produto da gestão financeira dos seus ativos e passivos financeiros de forma consolidada. No trimestre, as despesas financeiras líquidas totalizaram R\$ 12,4 milhões, contra um resultado financeiro líquido de R\$ 8,1 milhões no mesmo trimestre do ano anterior, principalmente reflexo de menores ganhos de variação cambial (-76,7%).

3.10 - Lucro Líquido

O lucro líquido totalizou R\$19,4 milhões, levemente menor que o igual período do ano anterior. A margem líquida ficou em 3,4% no trimestre, 3,8 p.p. abaixo do que a margem registrada no 2T07.

3.11 - Endividamento

Em 30 de junho de 2008, a dívida financeira líquida do Minerva totalizava R\$ 442,0 milhões, valor 3,5% superior à do final do 2T07. A dívida líquida sobre o

EBITDA reduziu e encerrou o trimestre em 2,97x ante 3,87x em 30 de junho de 2007. Em termos de prazo, 76% do endividamento bruto estão a longo-prazo, e em termos de moeda, 74% são denominados em dólares norte americanos. O total de disponibilidades no final do exercício era de R\$ 251,3 milhões, crescimento de 32,4% em relação ao mesmo período de 2007.

3.1- CAPEX

No segundo trimestre de 2008 os investimentos realizados totalizaram R\$ 47,4 milhões, contra R\$ 30,0 milhões no 2T07. Os recursos foram empregados nas unidades em construção de Rolim de Moura e Redenção, que serão inauguradas no final do ano, além da aceleração das obras na planta de industrializados da Minerva Dawn Farms.

Capítulo 4 – Metodologia

4.1- Introdução

Expostas as características da companhia, bem como a realidade do setor em que ela está inserida, o próximo passo é apresentar a metodologia que será utilizada para fazer a avaliação econômica do Minerva.

Muitas são as metodologias utilizadas para se avaliar o valor de uma empresa. A escolha pela ideal, no entanto, está relacionada com a finalidade da avaliação, características financeiras da empresa, além de outros aspectos. Sem entrar em maiores detalhes, as principais metodologias são: valor contábil, múltiplos ou avaliação relativa, fluxo de caixa descontado, valor presente ajustado (APV), fluxo futuro de dividendos, EVA®/MVA®, opções reais, transações de empresas similares.

Para se calcular o valor econômico do Minerva, será utilizada uma metodologia de rentabilidade futura que se baseia na análise retrospectiva, projeção de cenários e em fluxos de caixa descontados.

O fluxo de caixa é um indicador da capacidade de geração de riqueza da empresa, sendo evidência clara da eficiência de determinado negócio. Sua projeção é fundamental na medida em que o mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo e não só ao desempenho de curto prazo. Desta forma, as mudanças de valor (ou seja, retorno total para o acionista) estão mais ligadas às mudanças de expectativa do que ao desempenho atual.

A modelagem econômico-financeira inicia-se com as definições das premissas macroeconômicas, vendas, produção, custos e investimentos da empresa. As premissas macroeconômicas utilizadas neste trabalho serão baseadas nas estimativas divulgadas pelo IBGE, BANCO CENTRAL, BNDES, etc., e serão especificadas uma a uma quando utilizadas. As projeções de volume e preço de venda de serviços, produção, custos e investimentos serão estimadas de acordo com o desempenho histórico, perspectivas do autor e da própria companhia.

A metodologia que será utilizada define a rentabilidade da empresa como sendo o seu valor operacional, equivalente ao valor descontado do fluxo de caixa líquido

futuro. Este fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescidos dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduzidos investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada, etc.).

O período projetivo do fluxo de caixa líquido é determinado levando-se em consideração o tempo que a empresa levará para apresentar uma atividade operacional estável, ou seja, sem variações operacionais julgadas relevantes. O fluxo é então trazido a valor presente, utilizando-se uma taxa de desconto, que irá refletir o risco associado ao mercado, empresa e estrutura de capital.

4.2 - Fluxo de Caixa

Para o cálculo do fluxo de caixa líquido será utilizado como medida de renda o Capital Investido, onde:

Tabela 7
Detalhamento do Fluxo de Caixa

FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO DO CAPITAL INVESTIDO
Lucro antes de itens não-caixa, juros e impostos (EBITDA)
(-) Itens não-caixa (depreciação e amortização)
(=) Lucro líquido antes dos impostos (EBIT)
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social (IR/CSSL)
(=) Lucro líquido depois dos impostos
(+) Itens não-caixa (depreciação e amortização)
(=) Fluxo de caixa bruto
(-) Investimentos de capital (CAPEX)
(+) Outras entradas
(-) Outras saídas
(-) Variação do capital de giro
(=) Fluxo de caixa líquido

4.3 - Valor Residual

Após o término do período projetivo é considerada a perpetuidade, que contempla todos os fluxos a serem gerados após o último ano da projeção e seus respectivos crescimentos. O valor residual da empresa (perpetuidade) geralmente é estimado pelo uso do modelo de crescimento constante. Este modelo assume que após o

fim do período projetivo, o lucro líquido terá um crescimento perpétuo constante. Este modelo calcula o valor da perpetuidade no último ano do período projetivo, através do modelo de progressão geométrica, trazendo, em seguida, para o ano inicial de projeção.

4.4 - Taxa de Desconto

A taxa de desconto a ser utilizada para calcular o valor presente dos rendimentos determinados no fluxo de caixa projetado representa a rentabilidade mínima exigida pelos investidores, considerando que a empresa será financiada parte por capital próprio, o que exigirá uma rentabilidade maior que a obtida numa aplicação de risco padrão, e parte por capital de terceiros.

Esta taxa é calculada pela metodologia WACC - *Weighted Average Cost of Capital*, modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor de mercado dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros), descrito a seguir.

Tabela 8
Variáveis do Custo do Capital Próprio

Custo do capital próprio	$Re = Rf + \text{beta} * (Rm - Rf) + Rp$
Rf	Taxa livre de risco – baseado na taxa de juros anual do Tesouro Brasileiro, especificamente para o Brazil Global, líquido da inflação brasileira de longo-prazo e descontado o imposto de renda.
Rp	Risco País – representa o risco de se investir num ativo no país em questão em comparação a um investimento similar em um país considerado seguro.
Rm	Risco de mercado – mede a valorização de uma carteira totalmente diversificada de ações para um período de 30 anos.
Beta	Medida de risco sistemático de uma ação; tendência do preço de determinada ação a estar correlacionado com mudanças em determinado índice.
beta alavancado	Ajusta o beta do setor para o risco da empresa.

Tabela 9
Variáveis do Custo do Capital Terceiros

Custo do capital de terceiros	$Rd = Rf (*) + \text{alfa} + Rp$
Rf (*)	Taxa livre de risco – baseado na taxa de juros anual do Tesouro Brasileiro, especificamente para o Brazil Global, líquido da inflação brasileira de longo-prazo e descontado o imposto de renda.
Alfa	Risco Específico – representa o risco de se investir na empresa em análise.

Tabela 10
Variáveis da Taxa de Desconto

Taxa de desconto	$WACC = (Re \times We) + Rd (1 - t) \times Wd$
Re =	Custo do capital próprio.
Rd =	Custo do capital de terceiros.
We =	Percentual do capital próprio na estrutura de capital.
Wd =	Percentual do capital de terceiros na estrutura de capital.
T =	Taxa efetiva de imposto de renda e contribuição social da companhia.

4.5 - Valor da Empresa

O fluxo de caixa líquido do Capital Investido é gerado pela operação global da empresa, disponível para todos os financiadores de capital, acionistas e demais investidores. Sendo assim, para a determinação do valor dos acionistas é necessária a dedução do endividamento líquido com terceiros.

Outro ajuste necessário é a inclusão dos ativos não operacionais, ou seja, aqueles que não estão consolidados nas atividades de operação da empresa, sendo acrescentados ao valor operacional encontrado.

Capítulo 5 – Valuation

5.1 - Introdução

Devido a presente crise financeira global, muitos departamentos de *equity research* suspenderam suas avaliações de empresas, de forma temporária, devido às incertezas do comportamento das variáveis utilizadas para projetar os fluxos de caixa e determinar o valor econômico das empresas analisadas. O gráfico abaixo ampara esta realidade mostrando o que aconteceu com o câmbio (R\$ x US\$) após a crise:

Gráfico 7
Variação do Real Frente ao Dólar



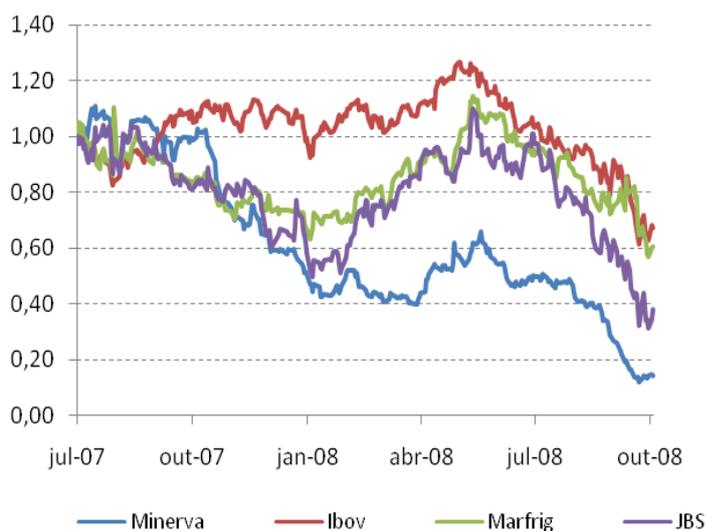
Fonte: Banco Central do Brasil

Neste sentido, se faz necessário ressaltar que este trabalho ficou comprometido devido às incertezas referente ao impacto da crise no setor frigorífico brasileiro, e assim, nos resultados futuros do Minerva. Desta forma, uma solução encontrada ao longo da realização deste trabalho foi a utilização de premissas conservadoras no modelo, para ao menos dizer se as ações da empresa estão sendo negociadas com um alto desconto na bolsa brasileira. A adoção de cenários conservadores para os períodos projetivos diminui o erro desta constatação.

No dia 14/11/2008, as ações do Minerva fecharam cotadas a R\$ 2,24. Tendo em vista que no IPO as ações da empresa foram inicialmente ofertadas a R\$ 18,50, a empresa perder cerca de 88% do seu valor de mercado. Os papéis da empresa vêm sendo mais descontados em relação à Marfrig e JBS devido à sua estratégia nacional, demasiadamente exposta aos riscos cambiais, políticos, sanitários, entre outros, o que não agrada os investidores e analistas. Outro ponto importante, relacionado com o mercado acionário, é o fato da base acionária da empresa ser composta em sua maioria por investidores estrangeiros. Com a crise, estes investidores tiveram que desmontar suas posições no Brasil para cobrir rombos no exterior e proteger parte do capital em ativos de menor risco, derrubando o preço de ações, principalmente as de menor liquidez, como o caso dos papéis do Minerva.

Mesmo com estas questões, no entanto, é de se esperar que o valor justo do Minerva, mesmo adotando um cenário conservador, seja muito mais alto do que a cotação atual. Abaixo segue um gráfico comparativo do desempenho das empresas do setor listadas em bolsa, com a data inicial sendo o dia da oferta pública inicial do Minerva abriu seu capital.

Gráfico 8
Evolução das cotações dos principais *Players*



Fonte: Economática

5.2 – Premissas

Como já discutido anteriormente, o setor de carne bovina do Brasil vem passando por profundas mudanças. Historicamente, a margem líquida média não se encontra abaixo dos 11% ao ano, tendo como base os três principais *players* do setor. No entanto, nos últimos meses as margens vêm se deteriorando significativamente, se aproximando das margens encontradas em países menos competitivos, como EUA e Austrália. Este fato é explicado principalmente pela maior pressão dos custos de produção.

Esta convergência de margem assim como os demais itens operacionais trabalhados no modelo serão discutidos abaixo:

- Período Projetivo: considerado um período de crescimento durante 10 anos, até 2007. Após esta data a empresa estará madura, sendo assim utilizado o cálculo da perpetuidade, através de uma taxa de crescimento de 2,5%.

- Receita Líquida (ROL): utilizado um crescimento de receita de apenas 10% nos períodos projetivos, a partir do ano de 2008, cujo valor esperado da receita líquida é de R\$ 2.250 milhões. A adoção conservadora do crescimento de receita está de acordo com o objetivo do trabalho de simplificar ao máximo a projeção, de forma a ser mais preciso na afirmação de que as ações do Minerva estão sendo descontadas acima da racionalidade da avaliação.

- Custo dos Produtos Vendidos (CPV): Este item é muito importante na medida em que o preço do gado é a variável que mais influencia no custo de produção da empresa. No presente trabalho, foi adotada, de acordo com dados históricos da empresa, uma relação entre o CPV e a nos três primeiros períodos projetivos de 80%, diminuindo para 75% nos demais anos devido a ganhos de escala. O impacto da queda no preço da aquisição do gado, prevista para iniciar em 2010 não foi considerada no modelo, mantendo o conservadorismo.

- Despesas Operacionais: De acordo com dados históricos da empresa, foi adotada a premissa conservadora de que as despesas com venda manterão nos três primeiros anos de projeção uma relação com a ROL de 11%, caindo para 10,5% nos

demais períodos, evidenciando ganhos de escala. As despesas gerais & administrativas seguirão a mesma lógica, passando de 2,4% em 2008 para 2% da ROL em 2017.

- Resultado Financeiro: considerado que em 2008 o Minerva deverá perder cerca de R\$ 170 milhões com suas operações financeiras. Este valor, muito alto em relação as médias históricas, é esperado devido a crise financeira atual. Como a empresa já anunciou, a política de *hedge* adotada não trará perdas significativas, como aconteceu com Sadia e Aracruz, por exemplo. Para o ano de 2009 também será esperado um resultado financeiro ruim, porém com melhoras apresentadas para os demais períodos.

- Depreciação: utilizada uma taxa de depreciação de 15% sobre o imobilizado da companhia. Em 2008 a depreciação acumulada deverá ser de R\$ 55 milhões, aumentando com o passar dos anos devido à tendência de crescimento orgânico e através aquisições, chegando a R\$ 100 milhões em 2017.

- Investimento: tendo em vista a necessidade de expansão para outros países, foram determinados níveis maiores do que os históricos em relação aos investimentos nos primeiros anos de projeção. Nos três últimos anos, no entanto, foi considerado um investimento capaz apenas de manter a funcionalidade dos equipamentos, ou seja, equivalente á depreciação.

- Variação do Capital de Giro: determinando de acordo com o cálculo da variação esperada do ativo circulante menos a variação esperada do passivo circulante.

- Imposto de Renda e Contribuição Social: utilizada uma taxa de 34% sobre o EBIT.

- Margem EBITDA: tendo como base o modelo aqui elaborado, é de se esperar uma margem EBITDA para o Minerva, no ano de 2008, 0,3% negativa, devido aos aumentos de custo e perdas financeiras. Porém, ao longo do período projetivo a margem deve melhorar, chegando a 7,9% ano de 2017, ligeiramente acima das margens praticadas nos demais países, que giram em torno de 6,5%, porém abaixo da média histórica nacional.

- Projeções Macroeconômicas: o modelo não utilizou diretamente variáveis macroeconômicas para determinar o comportamento do crescimento da receita e dos custos do Minerva, porém, indiretamente utilizou as projeções como parâmetro, de

forma a amparar as premissas utilizadas. Os dados macroeconômicos foram projetados pelo departamento de macroeconomia da Ativa Corretora. Abaixo segue uma tabela com as variáveis projetadas:

Tabela 11
Projeções Macroeconômicas

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
IPCA (%)	5,7	3,1	4,4	6,3	5,2	4,5	4,0	4,0
IGP-M (%)	1,2	3,8	7,8	10,3	6,0	4,5	4,0	4,0
PIB (%)	3,15	3,75	5,4	5,4	3,3	4,2	4,2	4,2
Taxa Selic (anual)	18,00	13,25	11,25	13,75	12,25	11,00	9,50	8,50
Taxa Selic (média)	18,5	13,42	11,3	12,6	13,4	11,7	10,3	9,0
TJLP (anual)	9,75	6,85	6,25	6,25	7,50	6,00	4,00	4,00
Câmbio	2,34	2,14	1,8	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
Câmbio Médio	2,3	2,2	1,8	1,80	2,18	2,25	2,33	2,35
Inflação EUA (%) - Cheio	3,4	2,54	4,1	4,7	2,5	2,0	2,0	2,0
Juros Internacional (%)	4,25	5,25	4,25	1,0	2,0	4,0	4,0	4,0
Risco (b.p.)	311	192	221,0	450,0	350,0	250,0	200,0	150,0

Fonte: Ativa Corretora

5.3– Resultado das Projeções

Indicadas as premissas utilizadas para a projeção, seguem abaixo a tabela com o DRE projetado e a tabela com o fluxo de caixa projetado:

Tabela 12
Demonstrativo de Resultado Projetado

DRE - MINERVA	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
R\$ Milhares	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>PROJEÇÕES MINERVA</i>		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (=)	2.250	2.475	2.723	2.995	3.294	3.624	3.986	4.385	4.823	5.305
CUSTO DE VENDA (-)	(1.800)	(1.980)	(2.178)	(2.246)	(2.471)	(2.718)	(2.990)	(3.288)	(3.617)	(3.979)
DESPESAS COM VENDAS (-)	(248)	(272)	(299)	(329)	(346)	(380)	(419)	(460)	(506)	(557)
DESPESAS GERAIS & ADMINISTRATIVAS (-)	(54)	(59)	(65)	(60)	(66)	(72)	(80)	(88)	(96)	(106)
LUCRO ANTES DO IR, DEPR. E AMORT. (EBITDA)	149	163	180	359	412	453	498	548	603	663
RESULTADO FINANCEIRO	(160)	(100)	(40)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
DEPRECIACÃO (-)	55	60	(70)	(70)	(70)	(80)	(80)	(80)	(100)	(100)
RESULTADO ANTES DO IRCS (EBIT)	(12)	63	140	329	382	423	468	518	573	633
IRCS (-)	4	(22)	(47)	(112)	(130)	(144)	(159)	(176)	(195)	(215)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(8)	42	92	217	252	279	309	342	378	418
<i>margem líquida</i>	-0,3%	1,7%	3,4%	7,3%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%

Tabela 13
Fluxo de Caixa Projetado

FLUXO DE CAIXA LIVRE - MINERVA	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
R\$ Milhares	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ENTRADAS	(63)	(18)	162	287	322	359	389	422	478	518
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(8)	42	92	217	252	279	309	342	378	418
DEPRECIÇÃO	(55)	(60)	70	70	70	80	80	80	100	100
SAÍDAS	180	180	150	150	100	100	100	80	80	100
INVESTIMENTOS (CAPEX)	180	180	150	150	100	100	100	80	80	100
SALDO SIMPLES	(243)	(198)	12	137	222	259	289	342	398	418
VARIAÇÃO CAPITAL DE GIRO	(41)	(54)	(47)	(67)	(53)	(48)	(60)	(70)	(56)	(52)
SALDO DO PERÍODO	(284)	(252)	(35)	71	169	211	229	272	342	366

5.4– Taxa de Desconto

Para o cálculo da taxa de desconto, foi considerada uma estrutura de capital de 40% de capital próprio e de 60% de capital de terceiros, de acordo com as características da dívida apresentadas no balanço da empresa referente ao 2T08.

O critério conservador também foi utilizado para determinar a taxa de desconto do modelo. Como ativo livre de risco foi utilizado o *yield* (7,1%) do Brazil Global em 14/11/2008, líquida de imposto para explicitar o real ganho da aplicação

Para as demais variáveis utilizadas para o cálculo do custo do patrimônio líquido, o beta da empresa foi encontrado utilizando informações contidas no banco de dados Economática, para o prêmio de risco foi utilizada o valor de 5%, usual no mercado, e o risco país foi retirado do site da Bloomberg, também no dia 14/11/2008. Já no cálculo do custo da dívida foi utilizado um risco específico de 3%.

Como resultado deste cenário conservador, foi determinada uma taxa de desconto de 14,4%, muito alta, porém de acordo com as necessidades do trabalho. A seguir são apresentados com detalhes os números utilizados para encontrar esta taxa:

Tabela 14
Taxa de Desconto

CUSTO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
TAXA LIVRE DE RISCO (Rf)	7,1%
BETA d	1,00
BETA r	1,99
PRÊMIO DE RISCO (Rm - Rf)	5,0%
RISCO BRASIL	4,5%
Re (=)	21,6%
CUSTO DA DÍVIDA	
TAXA LIVRE DE RISCO (Rf*)	7,1%
RISCO ESPECÍFICO (ALFA)	3,0%
RISCO BRASIL	4,5%
Rd (=)	14,6%
WACC	
CUSTO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	21,6%
CUSTO DA DÍVIDA	14,6%
TAXA DE DESCONTO (=)	14,4%

5.5 – Resultado encontrado

Como esperado, mesmo utilizando-se premissas conservadoras, o valor justo encontrado das ações do Minerva está muito acima do valor com que as ações vêm sendo negociadas. Após descontar a dívida líquida atual de R\$ 442 milhões sobre o valor operacional da companhia, o valor de mercado do Minerva ficou em R\$ 511 milhões (R\$ 6,81 por ação), enquanto seu *market cap* de acordo com o preço atual das ações é de R\$ 168 milhões, o que representa um *upside* de 204,1%, mostrando que mesmo adotando um cenário conservador, as ações do Minerva estão bastante descontadas.

Tabela 15
Valor de Mercado Encontrado

	VALOR ECONÔMICO MINERVA (R\$ milhares)						
	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
crescimento na perpetuidade	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
taxa de desconto (a.a.)	12,9%	13,4%	13,9%	14,4%	14,9%	15,4%	15,9%
PROJEÇÕES MINERVA	187	169	152	136	120	105	90
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	1.067	974	891	817	751	691	637
VALOR OPERACIONAL DO MINERVA	1.254	1.143	1.043	953	871	796	727
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(442)	(442)	(442)	(442)	(442)	(442)	(442)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	0	0	0	0	0	0	0
VALOR DE MERCADO DO MINERVA	812	701	601	511	429	354	285

Conclusão

À luz do que foi apresentado, o mercado de carne bovina brasileiro está sofrendo profundas e preocupantes mudanças que vêm afetando de forma significativa as empresas do setor. A alta dos preços das commodities, a menor disponibilidade de terra, a apreciação do real frente ao dólar norte-americano, o aumento da concorrência externa, os problemas sanitários brasileiros e a queda da disponibilidade de gado para abate, são alguns dos fatores que vêm afetando as margens das empresas do setor, margens estas que estão convergindo nos últimos anos para margens de empresas historicamente menos competitivas, localizadas em outros países. Adicionalmente, a dificuldade de acesso ao crédito imposta pela preocupante crise financeira iniciada nos Estados Unidos, é outro ponto que pode influenciar negativamente no setor.

Desta forma, este trabalho buscou encontrar um valor frigorífico Minerva e detalhar seus aspectos operacionais e as características do setor em que a empresa está inserida, de forma a amparar as decisões de quem possui interesse em investir na companhia.

Com o valor encontrado de R\$ 511 milhões, o *upside* de 204,1% aparentemente se torna um atrativo das ações, porém devem ser considerados os problemas de liquidez envolvidos na compra das ações do Minerva.

Bibliografia:

- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Trad. Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- ROSS, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, Jeffrey F. Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2002.
- FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro Produtos e Serviços: Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- BREALEY, R. A. & MYERS, S. C. (1992). Princípios de finanças empresariais. 3 ed. Portugal : McGraw Hill de Portugal.
- COCHRANE, John H., *Writing Tips for Ph. D. Students*, 2005. Disponível em:
<<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/john.cochrane/research/Papers/>>
- ECONOMÁTICA Ltda. Banco de Dados [On Line], São Paulo, end. eletrônico: <www.economica.com.br>, 2008.
- BLOOMBERG: <www.bloomberg.com>.
- MINERVA: <<http://www.minerva.ind.br/ri/index.htm>>.
- JBS: <www.jbs.com.br>.
- MARFRIG: <www.marfrig.com.br>.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF AGRICULTURE (USDA): <www.rma.usda.gov/livestock/>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL: <www.bc.gov.br>.
- PORTAL BRASIL: <www.portalbrasil.net>.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE): <www.ibge.gov.br>.
- MINISTÉRIO DA AGRICULTURA, PECUÁRIA e ABASTECIMENTO (MAPA): <www.agricultura.gov.br>.
- ESCOLA SUPERIOR DE AGRICULTURA “LUIZ DE QUEIROZ” (ESALQ): <www.esalq.usp.br>.
- ATIVA CORRETORA DE TÍTULOS, CÂMBIO, VALORES S/A: <www.ativatrade.com.br>.

ANEXO 1

Histórico Financeiro e Operacional do Minerva:

Tabela 16
Histórico do Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	2004	2005	2006	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08	2T08
Ativo (R\$ mil)	431,7	567,3	900,8	1124,73	1006,152	1364,128	1366,13	1366,13	1439,399	1561,0
Circulante	281,8	344,5	580,4	795,6	701,5	1045,6	949,4	949,4	1010,2	1090,1
Caixas e Bancos	38,2	29,1	93,0	314,9	189,8	462,6	376,4	376,4	360,0	251,3
Clientes	108,6	135,9	196,0	167,3	188,2	216,6	192,9	192,9	225,8	342,5
Estoques	55,0	54,3	119,1	135,2	148,4	165,8	202,3	202,3	239,9	266,7
Impostos a Recuperar	79,1	123,1	170,1	2,4	171,6	197,3	169,8	169,8	174,6	214,6
Outros	0,9	2,1	2,2	175,7	3,5	3,3	8,0	8,0	10,0	15,2
Realizável Longo Prazo	4,7	4,1	6,8	16,6	16,2	15,7	78,3	78,3	76,3	76,0
Impostos a recuperar	-	-	-	-	-	-	48,1	48,1	48,1	48,1
Depósitos judiciais	1,9	1,9	3,4	3,443	4,8	4,9	4,3	4,3	4,4	4,4
Partes relacionadas	2,5	2,2	3,4	4,54	4,3	2,0	3,0	3,0	3,1	6,2
Despesas a apropriar	0,3	-	-	8,586	7,1	8,8	14,0	14,0	12,0	9,5
Outros créditos	-	-	-	-	-	-	8,9	8,9	8,7	8,0
Permanente	145,2	218,7	313,6	312,5	288,5	302,9	338,4	338,4	352,8	395,0
Investimentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Imobilizado	144,7	218,2	313,1	312,0	287,6	301,1	336,0	336,0	347,5	389,6
Diferido	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	1,8	2,4	2,4	5,4	5,4
Total do Ativo Não Circulante	149,9	222,8	320,4	329,1	304,7	318,5	416,7	416,7	429,2	471,0
Passivo (R\$ mil)	432,00	505,50	712,80	925,42	840,26	839,77	836,09	836,09	909,36	1011,57
Circulante	273,0	306,5	411,4	222,9	199,7	241,8	259,5	259,5	235,1	380,3
Fornecedores	73,9	76,0	124,9	99,6	72,8	126,1	138,6	138,6	127,7	166,2
Empréstimos e financiamentos	192,2	213,4	253,3	97,6	82,8	61,4	62,7	62,7	65,1	165,3
Obrigações fiscais e trabalhistas	6,8	12,9	13,7	15,5	18,3	19,7	17,5	17,5	23,8	32,2
Outras contas a pagar	0,1	1,5	4,5	0,0	15,3	19,9	22,2	22,2	18,1	5,3
Provisões tributárias	-	2,7	15,0	10,1	10,4	14,7	18,6	18,6	0,4	11,3
Exigível a Longo Prazo	159,0	199,0	301,4	702,5	640,6	598,0	576,5	576,5	674,2	631,1
Empréstimos e financiamentos	65,0	110,6	192,9	592,4	541,1	500,3	473,9	473,9	572,2	535,1
Obrigações fiscais e trabalhistas	41,9	25,0	26,4	26,2	26,0	25,7	25,4	25,4	25,1	19,9
Tributos diferidos	16,7	17,3	51,8	52,9	52,4	50,4	55,0	55,0	54,7	54,0
Provisão para contingências	35,2	40,3	29,8	30,4	21,1	21,4	21,7	21,7	21,7	22,0
Partes relacionadas	0,2	5,8	0,5	-	-	-	-	-	-	-
Outras contas a pagar	-	-	-	0,6	-	0,2	0,5	0,5	0,5	490,0
Participação Minoritária	-	-	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Patrimônio Líquido	-0,3	61,8	188,0	199,3	165,9	524,4	530,0	530,0	530,0	549,4
Capital social	18,2	29,4	29,4	29,4	18,7	88,7	88,7	88,7	88,7	88,7
Reserva de capital	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	300,3	300,3	300,3	300,3	300,3
Reserva de reavaliação	36,6	77,6	149,3	148,5	104,9	103,7	102,6	102,6	101,5	100,4
Reserva de Lucro	-	-	-	-	9,1	9,1	38,4	38,4	38,4	38,4
Lucros(prejuízos) acumulados	(55,3)	(45,4)	9,1	21,3	32,9	22,5	-	-	1,1	21,6
Passivo + Patrimônio Líquido	431,7	567,3	900,8	1124,7	1006,2	1364,1	1366,1	1366,1	1439,4	1561,0

Fonte: Minerva

Tabela 17
Histórico do DRE

DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS	2004	2005	2006	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08	2T08
1 - Receita Bruta	939,2	1.050,6	1.312,5	347,5	348,8	436,8	487,1	1.620,2	499,4	620,5
1.1 - Vendas Externas	724,7	815,3	1.007,7	272,4	249,8	309,9	311,9	1.144,0	325,2	392,3
1.1.1 - Divisão Carne	0,0	0,0	381,7	229,8	215,7	204,4	220,1	870,0	237,3	314,3
1.1.1.1- Carne In Natura	-	-	-	219,4	207,2	196,9	210,7	834,2	226,4	302,0
1.1.1.2 - Carne Processada	-	-	-	0,0	1,9	1,3	1,2	4,4	1,4	4,2
1.1.1.3 - Outras carnes	-	-	-	10,4	6,6	6,2	8,2	31,4	9,5	8,1
1.1.2 - Divisão Couro	0,0	0,0	39,9	24,7	9,5	11,9	9,1	55,2	7,9	13,7
1.1.2.1 - Couro Industrializado	-	-	-	24,7	9,5	11,3	9,1	54,6	7,9	13,7
1.1.2.2 - Subprodutos	-	-	-	-	-	0,6	-	0,6	-	-
1.1.3 - Divisão Gado Vivo	-	-	17,8	17,9	24,7	91,9	81,1	215,6	78,8	62,5
1.1.4 - Outros	-	-	-	0,0	0,0	1,7	1,6	3,3	1,2	1,8
1.2 - Vendas internas	214,5	235,3	304,8	75,1	99,0	126,9	175,2	476,2	174,2	228,2
1.2.1 - Divisão Carne	0,0	0,0	122,0	63,5	71,5	103,7	143,6	382,3	141,0	195,0
1.2.1.1- Carne In Natura	-	-	-	52,2	60,8	90,5	126,6	330,1	119,1	164,7
1.2.1.2 - Carne Processada	-	-	-	2,7	2,3	2,1	2,9	10,0	2,5	2,9
1.2.1.3 - Outras carnes	-	-	-	8,6	8,4	11,1	14,1	42,2	19,3	27,4
1.2.2 - Divisão Couro	0,0	0,0	6,5	5,3	17,4	14,1	19,5	56,3	20,1	18,8
1.2.2.1 - Couro Industrializado	-	-	-	1,0	0,4	0,9	2,6	4,9	2,2	2,8
1.2.2.2 - Couro Verde	-	-	-	4,3	16,9	12,8	16,9	50,9	17,9	15,1
1.2.2.3 - Subprodutos	-	-	-	-	0,1	0,4	0,8	0,5	0,9	0,9
1.2.3 - Divisão Revenda	-	-	-	6,3	9,7	9,0	11,7	36,7	12,9	13,1
1.2.4 - Outros	-	-	-	0,0	0,4	0,1	0,4	0,9	0,2	1,3
Deduções da Receita	(118,8)	(110,2)	(119,9)	(41,7)	(43,4)	(31,1)	(40,5)	(156,7)	(37,7)	(51,4)
Deduções da Receita % da ROB	12,6%	10,5%	9,1%	12,0%	12,4%	7,1%	8,3%	9,7%	7,5%	8,3%
Receita Líquida	820,4	940,4	1192,6	305,8	305,4	405,7	446,6	1463,5	461,7	569,1
Custo dos Produtos Vendidos	(628,2)	(735,3)	(918,7)	(235,3)	(236,0)	(327,5)	(363,5)	(1162,3)	(364,2)	(462,1)
% em relação a ROL	76,6%	78,2%	77,0%	77,0%	77,3%	80,7%	81,4%	79,4%	78,9%	81,2%
Lucro Bruto	192,2	205,1	273,9	70,4	69,5	78,2	83,1	301,2	97,4	107,0
% em relação a ROL	23,4%	21,8%	23,0%	23,0%	22,7%	19,3%	18,6%	20,6%	21,1%	18,8%
Receitas (despesas) operacionais	(156,1)	(187,4)	(192,3)	(44,4)	(36,3)	(95,6)	(58,8)	(235,1)	(97,7)	(77,5)
Com vendas	(105,1)	(125,4)	(133,5)	(39,4)	(39,3)	(42,5)	(41,0)	(162,1)	(56,4)	(53,5)
Administrativas e gerais	(27,8)	(32,1)	(32,2)	(7,6)	(5,2)	(11,3)	(9,3)	(33,4)	(9,6)	(11,6)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(23,2)	(29,9)	(26,6)	(2,6)	8,1	(2,4)	(7,7)	(4,6)	(31,4)	(12,4)
Despesas com abertura de capital	-	-	-	-	-	39,3	0,9	40,2	-	-
Lucro Operacional	36,1	17,6	81,4	26,0	32,2	-17,2	24,3	65,3	0,1	29,5
Resultado não operacional	(26,8)	(0,4)	0,0	(6,1)	(1,7)	0,2	(0,9)	(8,5)	0,0	-
Lucro antes dos impostos diretos	9,3	17,2	81,4	19,9	30,5	(17,0)	23,4	56,8	0,2	29,5
Imposto de renda e contribuição social - corrente	0,0	(2,8)	(15,0)	(7,9)	(10,4)	3,5	(4,1)	(18,9)	(0,4)	(10,8)
Imposto de renda e contribuição social	(3,9)	(0,2)	(12,8)	(1,1)	0,4	2,0	(4,5)	(3,2)	0,3	650,0
Lucro (Prejuízo) Líquido do Exercício	5,4	14,2	53,6	10,9	20,5	(11,5)	14,8	34,7	0,0	19,4

Fonte: Minerva

Tabela 18
Destaques Financeiros (2004 – 2T08)

Destaques Financeiros (milhões de R\$)	2T08	1T08	4T07	3T07	2T07	1T07	2007	2006	2005	2004
EBITDA	47,0	36,2	36,9	28,5	28,0	27,1	120,6	122,0	57,6	65,4
Margem EBITDA (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Empréstimos e Financiamento de Curto Prazo	165,3	65,1	62,7	61,4	82,8	97,7	62,7	253,3	213,4	192,2
Empréstimos e Financiamento de Longo Prazo	535,1	572,2	473,9	500,3	541,1	592,4	473,9	192,9	110,6	65,0
Dívida Líquida	442,0	169,0	160,1	99,1	434,1	375,2	160,1	353,2	294,9	219,0

Fonte: Minerva

Tabela 19
Abertura do Faturamento da Divisão Carnes

	2006	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08	2T08
Divisão Carne Bovina								
Faturamento (R\$ milhões)	1.123,4	292,2	286,5	308,1	365,7	1.252,5	378,2	509,3
Mercado Externo	873,9	229,9	215,7	204,4	220,1	870,1	237,3	314,3
Carne In Natura	838,3	219,4	207,2	196,9	210,7	834,2	226,4	302,0
Carne Processada	11,7	0,0	2,0	1,3	1,2	4,5	1,4	4,2
Outros	23,9	10,5	6,5	6,2	8,2	31,4	9,5	8,1
Mercado Interno	249,5	62,3	70,8	103,7	145,6	382,4	140,9	195,0
Carne In Natura	214,6	52,9	60,1	90,5	128,6	332,1	119,1	164,7
Carne Processada	7,8	2,7	2,3	2,1	2,9	10,0	2,5	2,9
Outros	27,1	6,7	8,4	11,1	14,1	40,3	19,3	27,4
Volume (milhares de tons)	213,2	55,7	54,9	58,5	62,3	231,4	61,8	73,7
Mercado Externo	159,4	43,3	39,9	37,5	37,3	158,0	38,8	45,5
Carne In Natura	151,0	40,5	37,7	35,7	34,7	148,6	36,0	43,0
Carne Processada	1,3	0,0	0,3	0,1	0,2	0,6	0,2	0,6
Outros	7,1	2,8	1,9	1,7	2,4	8,8	2,6	1,9
Mercado Interno	53,8	12,4	15,0	21,0	25,0	73,4	23,0	28,2
Carne In Natura	48,1	10,9	13,5	18,8	22,9	66,1	21,0	25,7
Carne Processada	1,2	0,5	0,4	0,4	0,4	1,7	0,4	0,4
Outros	4,5	1,0	1,1	1,8	1,7	5,6	1,6	2,1
Preço Médio								
Mercado Externo (US\$/Kg)								
Carne In Natura	2,55	2,57	2,77	2,87	3,40	2,88	3,62	4,25
Carne Processada	4,08	-	3,73	3,61	3,80	3,64	3,69	4,47
Outros	1,55	1,73	1,76	1,93	1,89	1,82	2,12	2,53
TOTAL	2,52	2,52	2,73	2,84	3,30	2,82	3,52	4,17
Mercado Externo (R\$/Kg)								
Carne In Natura	5,55	5,42	5,50	5,51	6,07	5,61	6,28	7,03
Carne Processada	8,88	-	7,40	6,93	6,78	7,09	6,42	7,40
Outros	3,38	3,65	3,48	3,69	3,37	3,55	3,68	4,18
TOTAL	5,48	5,31	5,41	5,44	5,89	5,50	6,12	6,91
Mercado Interno (R\$/Kg)								
Carne In Natura	4,46	4,78	4,45	4,82	5,63	5,03	5,68	6,41
Carne Processada	6,39	6,67	5,51	5,50	6,53	6,05	6,11	6,70
Outros	6,08	8,84	7,40	6,19	8,54	7,22	12,06	13,07
TOTAL	4,64	5,16	4,72	4,95	5,83	5,22	6,13	6,91

Fonte: Minerva

Tabela 20
Abertura do Faturamento da Divisão Couro

	2006	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08	2T08
Divisão Couro								
Faturamento (R\$ milhões)	82,6	29,4	26,9	26,0	29,3	111,6	28,8	32,5
Mercado Externo	80,4	24,1	9,5	11,9	9,1	54,6	7,9	13,7
Couro Industrializado	80,4	24,1	9,5	11,9	9,1	54,6	7,9	13,7
Mercado Interno	2,2	5,3	17,4	14,1	20,2	57,0	20,9	18,8
Couro Industrializado	1,6	0,9	0,5	0,9	2,5	4,8	2,2	2,8
Couro Verde	0,1	4,4	16,8	12,8	16,9	50,9	17,9	15,1
Sub-Produto	0,5	0,0	0,1	0,4	0,8	1,3	0,8	0,9
Volume (milhares de tons)	42,7	11,7	11,0	9,4	16,0	48,1	14,2	16,2
Mercado Externo	33,6	9,5	3,7	4,9	4,3	22,4	3,7	6,4
Couro Industrializado	33,6	9,5	3,7	4,9	4,3	22,4	3,7	6,4
Mercado Interno	9,1	2,2	7,3	4,5	11,7	25,7	10,5	9,8
Couro Industrializado	0,7	0,3	0,2	0,3	0,8	1,6	0,9	1,0
Couro Verde	8,1	1,9	7,0	3,9	10,2	23,0	8,8	7,7
Sub-Produto	0,3	0,0	0,1	0,3	0,7	1,1	0,8	1,1
Preço Médio								
Mercado Externo								
Couro Industrializado (US\$/Kg)	1,10	1,19	1,30	1,26	1,18	1,25	1,23	1,29
Couro Industrializado (R\$/Kg)	2,39	2,52	2,59	2,42	2,11	2,43	2,14	2,13
Mercado Interno (R\$/Kg)								
Couro Industrializado	2,28	2,91	2,66	3,12	3,12	3,02	2,58	2,81
Couro Verde	1,78	2,24	2,40	3,33	1,66	2,21	2,03	1,96
Sub-Produto	1,52	-	-	1,23	1,12	1,17	1,12	0,84
TOTAL	1,82	2,34	-	3,15	1,73	2,22	2,01	-

Fonte: Minerva

Tabela 21
Abertura do Faturamento da Divisão Gado Vivo

	2006	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08	2T08
Divisão de Gado Vivo								
Faturamento (R\$ milhões)								
Mercado Externo	53,2	18,0	24,6	91,9	81,1	215,6	78,8	62,5
% Receita Bruta	4,1%	5,2%	7,1%	21,0%	16,6%	13,3%	15,8%	10,1%
Volume (milhares de tons)								
Mercado Externo	27,2	9,4	11,8	29,6	25,7	76,5	21,7	14,5
US\$/Kg	0,90	0,91	1,06	1,62	1,77	1,45	2,09	2,60
R\$/Kg	1,96	1,91	2,09	3,11	3,15	2,82	3,63	4,30

Fonte: Minerva

Tabela 22
Abertura do Faturamento da Divisão Revenda

	2006	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08	2T08
Revenda								
Faturamento (R\$ milhões)	34,5	6,2	9,7	9,0	11,7	36,6	12,9	13,1
% Receita Bruta	2,6%	1,8%	2,8%	2,1%	2,4%	2,3%	2,6%	2,1%
Volume (milhares de tons)	9,0	1,6	2,5	2,0	2,6	8,7	2,7	2,8
Preço Médio (R\$/kg)	3,82	3,99	3,83	4,46	4,43	4,18	4,82	4,64

Fonte: Minerva

ANEXO 2

GLOSSÁRIO:

ABATEDOURO – instalação industrial destinada ao abate, processamento e armazenamento de produtos de origem animal.

ABORDAGEM DA RENDA - método de avaliação pela conversão a valor presente de benefícios econômicos esperados.

ARROBA – unidade de medida equivalente a 14,689 kg.

AVALIAÇÃO - ato ou processo de determinar o valor de uma empresa, participação acionária ou outro ativo.

BETA - medida de risco sistemático de uma ação; tendência do preço de determinada ação a estar correlacionado com mudanças em determinado índice.

BETA ALAVANCADO – valor de beta refletindo o endividamento na estrutura de capital.

BSE – encefalopatia espongiforme bovina, doença comumente referida como “doença da vaca louca”.

CAPEX (*Capital Expenditure*) – capital utilizado para adquirir ou melhorar os bens físicos de uma empresa

CAPM – do inglês *Capital Asset Pricing Model* - modelo no qual o custo de capital para qualquer ação ou lote de ações equivale à taxa livre de risco acrescido de prêmio de risco proporcionado pelo risco sistemático da ação ou lote de ações em estudo. Geralmente utilizado para calcular o Custo de Capital Próprio ou Custo de Capital do Acionista.

CAPITAL INVESTIDO – somatório de capital próprio e de terceiros investidos numa empresa. O capital de terceiros geralmente está relacionado a dívidas com juros (curto e longo prazo) devendo ser especificada dentro do contexto da avaliação.

CARNE BOVINA IN NATURA – carne bovina que não sofreu qualquer tipo de processo de industrialização.

CARNE BOVINA INDUSTRIALIZADA – carnes que passaram por processo de cozimento, incluindo carnes enlatadas, carne cozida congelada, carne bovina desidratada (*beef jerky*) e extrato de carne.

CARNE BOVINA PROCESSADA – carne bovina que passou por processo de elaboração, (fatiamento, moação ou cubagem), incluindo hambúrguer, cortes porcionados, carne moída e almôndegas

CONTROLE - poder de direcionar a gestão estratégica, política e administrativa de uma empresa.

Couro Wet Blue – Produto do primeiro estágio de beneficiamento do couro verde.

CUSTO DE CAPITAL - taxa de retorno esperado requerida pelo mercado como atrativa de fundos para determinado investimento.

DATA BASE – data específica (dia, mês e ano) de aplicação do valor da avaliação.

DCF – do inglês *Discounted Cash Flow*), que significa fluxo de caixa descontado.

DERIVATIVOS – títulos e valores mobiliários negociados em mercados de liquidação futura ou a termo, ou outros ativos tendo por lastro ou objeto valores mobiliários de emissão da Companhia.

DÍVIDA LÍQUIDA – caixa e equivalentes, posição líquida em derivativos, dívidas financeiras de curto e longo prazo, dividendos a receber e a pagar, recebíveis e contas a pagar relacionadas a debêntures, déficits de curto e longo prazo com fundos de pensão, provisões, outros créditos e obrigações com pessoas vinculadas, incluindo bônus de subscrição.

DIVIDENDO – valor distribuído ao acionista como participação nos resultados da Companhia

DRIVERS – direcionadores de valor ou variáveis-chave.

EBIT – do inglês *Earnings Before Interests and Taxes*, que significa Lucro Antes juros e Impostos.

EBTIDA – do inglês *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que significa Lucros Antes de Juros, Impostos, depreciação e Amortização.

EMPRESA - entidade comercial, industrial, prestadora de serviços ou de investimento detentora de atividade econômica.

ENTERPRISE VALUE – valor econômico da firma.

EQUITY VALUE – valor econômico do patrimônio líquido.

ESTRUTURA DE CAPITAL - composição do capital investido de uma empresa entre capital próprio (patrimônio) e capital de terceiros (endividamento).

FAST-FOOD – é o nome genérico dado ao consumo de refeições que podem ser preparadas e servidas em um intervalo pequeno de tempo.

FCFF – do inglês *Free Cash Flow to Firm*, que significa fluxo de caixa livre para a firma, ou fluxo de caixa livre desalavancado.

FEBRE AFTOSA – doença viral altamente contagiosa que afeta o gado bovino, búfalos, caprinos, ovinos, cervídeos, suínos e outros animais que possuem cascos fendidos. Os humanos raramente são infectados pelo vírus.

FLUXO DE CAIXA - caixa gerado por um ativo, grupo de ativos ou empresa, durante determinado período de tempo. Geralmente o termo é complementado por uma qualificação referente ao contexto (operacional, não operacional, etc.)

FLUXO DE CAIXA DO CAPITAL INVESTIDO – fluxo de caixa gerado pela empresa a ser revertido aos financiadores (juros e amortizações) e aos acionistas (dividendos) depois de considerados custo e despesas operacionais e investimentos de capital.

FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL – o fluxo de caixa operacional leva em consideração somente as receitas e receitas efetivamente recebidas e desembolsadas, provenientes das operações da companhia.

FOOD-SERVICE – setor de consumo fora do lar. Ex: restaurantes, escolas, lanchonetes, etc.

FREE FLOAT – percentual de ações em circulação sobre o capital total da empresa.

GREENFIELD – é um projeto sem limitações impostas por obras anteriores. O conceito é de

construir em terras virgens, onde há necessidade de reformar ou demolir estruturas existentes.

LIQUIDEZ – capacidade de rápida conversão de determinado ativo em dinheiro ou em pagamento de determinada dívida.

MÉTODO DE AVALIAÇÃO – cada uma das abordagens utilizadas na elaboração de cálculos avaliatórios para a indicação de valor de uma empresa, participação acionária ou outro ativo.

METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO – uma ou mais abordagens utilizadas na elaboração de cálculos avaliatórios para a indicação de valor de uma empresa, participação acionária ou outro ativo.

MÚLTIPLO – valor de mercado de uma empresa, ação ou capital investido, dividido por uma medida da empresa (receita, lucro, volume de clientes, etc.).

PATRIMÔNIO LÍQUIDO A MERCADO - vide abordagem de ativos.

PLAYERS – concorrentes de uma determinada indústria.

Rd (Custo da Dívida) – é uma medida do valor pago pelo capital provindo de terceiros, sob a forma de empréstimos, financiamentos, captações no mercado, outros.

Re (Custo de Capital Próprio) – o custo de capital próprio é o retorno requerido pelo acionista pelo capital investido.

RISCO DO NEGÓCIO - grau de incerteza de realização de retornos futuros esperados do negócio, resultantes de fatores que não alavancagem financeira.

TAXA DE DESCONTO - qualquer divisor usado para a conversão de um fluxo de benefícios econômicos futuros em valor presente.

TAXA DE DESFRUTE – índice usualmente utilizado na indústria de carne bovina que mede a quantidade de gado abatido no país durante um ano em relação ao seu rebanho total.

TAXA INTERNA DE RETORNO – taxa de desconto onde o valor presente do fluxo de caixa futuro é equivalente ao custo do investimento.

VALOR - preço expresso em quantidade monetária.

VALOR ATUAL - É o valor de reposição por novo depreciado em função do estado físico em que se encontra o bem.

VALOR DA PERPETUIDADE - valor ao final do período projetivo a ser adicionado no fluxo de caixa.

VALOR (JUSTO) DE MERCADO - valor pelo qual o bem troca de propriedade entre um potencial vendedor e um potencial comprador, quando ambas as partes têm conhecimento razoável dos fatos relevantes e nenhuma das partes está sob pressão de fazê-lo.

VALOR PRESENTE - valor (em uma data base específica) de um benefício econômico futuro,

calculado pela aplicação de uma taxa de desconto.

VALOR RESIDUAL - É o valor do bem novo ou usado projetado para uma data, limitada a aquela em que ele se torna sucata, levando-se em consideração que durante o período ele estará em operação.

VALUATION – determinação do valor de um ativo.

WACC - *do inglês Weighted Average Cost of Capital* - modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor de mercado dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros).