



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA FRONTEIRA SUL  
CAMPUS CHAPECÓ  
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

**EVERTON PAULO FOLLETTO**

**ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO NO SETOR DE  
CARNES E DERIVADOS DE EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

**CHAPECÓ**

**2015**

**EVERTON PAULO FOLLETTO**

**ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO NO SETOR DE  
CARNES E DERIVADOS DE EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Administração da Universidade Federal da Fronteira Sul, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Mauro Dall'Agnol.

**CHAPECÓ**

**2015**

Folletto, Everton Paulo

Análise do desempenho econômico-financeiro no setor de carnes e derivados de empresas listadas na BM&FBOVESPA/ Everton Paulo Folletto. -- 2015. 111 f.:il.

Orientador: Roberto Mauro Dall'Agnol.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal da Fronteira Sul, Curso de Administração , Chapecó, SC, 2015.

1. Desempenho. 2. Indicadores econômico-financeiros . 3. Setor de carnes e derivados. I. Dall'Agnol, Roberto Mauro, orient. II. Universidade Federal da Fronteira Sul. III. Título.

**EVERTON PAULO FOLLETTO**

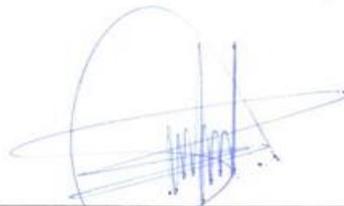
**ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO NO SETOR DE  
CARNES E DERIVADOS DE EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Administração da Universidade Federal da Fronteira Sul, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Mauro Dall'Agnol.

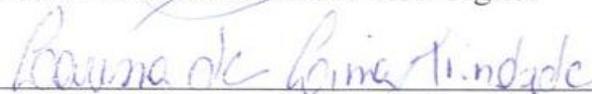
Este trabalho de conclusão de curso foi defendido e aprovado pela banca em: 15/06/2015.

**BANCA EXAMINADORA**



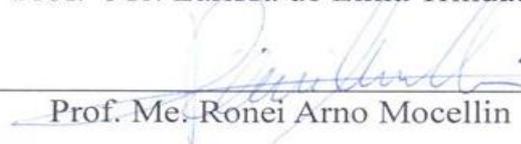
---

Prof. Dr. Roberto Mauro Dall'Agnol



---

Prof.ª Me. Larissa de Lima Trindade



---

Prof. Me. Ronei Arno Mocellin

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus, pela vida.

Agradeço a Universidade Federal da Fronteira Sul - UFFS pelo oferecimento de sua estrutura de ensino e pela oportunidade de nos ensinar a aprender, bem como ao colegiado e a coordenação do Curso de Administração que se fizeram presentes durante este período e mediarão o repasse do conhecimento dos mestres a mim.

Aos professores que me acompanharam nesta jornada, compartilharam suas habilidades e conhecimentos, e colaboraram com meu crescimento profissional. Em especial, agradeço ao professor Roberto Mauro Dall’Agnol pela orientação e apoio, por me auxiliar em minhas limitações e dificuldades, tornando possível a realização deste estudo.

A minha família, Cleofani Zatt Folletto, Iolar Paulo Folletto, Evandro Paulo Folletto e Emanuelle Livinalli, pela educação, amor, incentivo e compreensão. Agradeço também aos meus amigos Kethlin Carraro e Lothar Matthäus Werner, pelo companheirismo, carinho, por me ensinarem todos os dias, e assim como minha família, por me auxiliar em minha construção.

## RESUMO

A necessidade de administrar as organizações de modo mais eficiente e eficaz, a fim de obter um melhor desempenho tem sido fator que determina a sobrevivência das organizações. Acompanhar o desempenho das organizações ao longo do tempo se torna necessário para que o aprimoramento da gestão se consolide. Neste contexto, o estudo que se apresenta teve como objetivo identificar o desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA em uma série histórica que compreende o período de 2010 a 2014. A investigação teve abordagem qualitativa, de caráter descritivo, com a utilização da pesquisa documental como procedimento técnico. A coleta dos dados se deu mediante utilização da base de dados *Economática*® e do *website* da CVM. Utilizando-se de informações contábeis e indicadores econômico-financeiros, foi analisado o desempenho das empresas do referido setor. Os resultados do estudo demonstraram, de modo geral e em média, liquidez satisfatória, alta utilização de capital de terceiros, lucratividade e rentabilidade baixas ou negativas. Revelaram também alto grau de imobilização do patrimônio líquido, vendas líquidas superiores aos ativos, significativa participação de exportações nas receitas; além de geração de caixa e de valor econômico agregado (EVA®) positivo.

Palavras-chave: Desempenho. Indicadores econômico-financeiros. Setor de carnes e derivados.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Quantidade de carne abatida, em toneladas, entre os anos de 2010 a 2014.....	21
Figura 2 - Inovações trazidas pela Lei nº 11.638/07 na estrutura do Balanço Patrimonial.....	32
Figura 3 - Inovações trazidas pela Lei nº 11.638/07 na estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício.....	33
Figura 4 - Estrutura da Demonstração dos Fluxos de Caixa dada pela Lei nº 11.638/07. ....	35
Figura 5 - Termômetro de Kanitz. ....	49
Figura 6 - Estrutura de análise do desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA. ....	58
Figura 7 – Participação dos ativos totais de cada uma das empresas do setor no total dos ativos em controle de todo o setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, em 2010 e 2014. ....	61
Figura 8 – Estrutura de capital média das empresas do setor de carnes de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, em 2010 e 2014. ....	62
Figura 9 - Participação dos estoques médios no CCL médio das empresas do setor entre 2010 e 2014. ....	65
Figura 10 – Comportamento da participação das vendas brutas no mercado interno em relação às vendas brutas totais das companhias entre os anos de 2010 e 2014. ....	82

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de cabeças, em mil unidades, abatidas de bovinos, suínos e aves entre os anos de 2010 a 2014 no Brasil. ....	21
Tabela 2 - Índices de Liquidez Geral, Corrente e Seca das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período. ....	63
Tabela 3 - Variação percentual dos índices de liquidez médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior. ....	65
Tabela 4 - Indicadores de endividamento, quanto à quantidade e qualidade da dívida, das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período. ....	66
Tabela 5 - Variação percentual dos índices de endividamento médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior. ....	68
Tabela 6 - Índice de Margem Bruta e Margem Líquida das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período. ....	69
Tabela 7 - Variação percentual dos índices de lucratividade médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior. ....	71
Tabela 8 - Índices de retorno sobre os Ativos Totais e sobre o Patrimônio Líquido das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período. ....	71
Tabela 9 - Variação percentual dos índices de rentabilidade médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior. ....	72
Tabela 10 - Giro dos Ativos das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior. ....	73
Tabela 11 - EBITDA das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias e valor acumulado anuais do setor e por empresa e no período e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior. ....	74
Tabela 12 - EVA das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior. ....	76
Tabela 13 - Imobilização do Patrimônio Líquido das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa, em porcentagem e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior. ....	77

Tabela 14 - Termômetro de Kanitz das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior.....	79
Tabela 15 – Participação das receitas brutas com exportação em relação às vendas brutas totais das companhias entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período. ....	81
Tabela 16 - Crescimento das vendas brutas no mercado externo em relação às vendas brutas no mercado externo no ano imediatamente anterior das companhias entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa.....	83
Tabela 17 – Receita Bruta no mercado interno e externo entre 2010 e 2014, bem como o crescimento anual e acumulado da receita no mercado externo do setor.....	84
Tabela 18 - Índices médios de desempenho econômico-financeiro entre os anos de 2010 e 2014.....	87

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Etapas a serem observadas para a realização de uma análise econômico-financeira. .....	27
Quadro 2 - Quadro resumo dos índices de liquidez.....	42
Quadro 3 – Quadro resumo dos índices de endividamento. ....	43
Quadro 4 – Quadro resumo dos índices de lucratividade.....	45
Quadro 5 - Quadro resumo dos índices de rentabilidade.....	47
Quadro 6 – Índices complementares às análises econômico-financeiras. ....	50
Quadro 7 - Quadro resumo de alguns dos principais indicadores de desempenho econômico-financeiro. ....	51
Quadro 9 - Empresas listadas no segmento de carnes e derivados da BM&FBOVESPA em 2015. ....	54
Quadro 10 - Indicadores econômico-financeiros coletados no <i>Economática</i> ®, correspondentes ao período de 2010 a 2014, suas equações e interpretação. ....	55
Quadro 11 - Etapas da pesquisa, justificativa e execução. ....	59
Quadro 12 - Classificação das empresas do setor, por ano, em relação à zona de solvência conforme o Termômetro de Kanitz, entre 2010 e 2014.....	80

## LISTA DE ABREVIATURAS

AC - Ativo Circulante

ARLP - Ativo Realizável a Longo Prazo

AT - Ativo Total

C% - Custo do capital investido

CE - Composição do Endividamento

EBITDA - Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EVA - Economic Value Added

GCP - Garantia do capital próprio ao capital de terceiros

IBOV - Índice Ibovespa

ICON - Índice de Consumo

ICP - Índice de imobilização sobre o capital próprio

IPL - Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido

LADEFIR - Lucro antes das despesas financeiras e do imposto de renda

LAJIDA - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização

LC - Liquidez Corrente

LG - Liquidez Geral

LI - Liquidez Imediata

LL - Lucro Líquido

LB - Lucro Bruto

LO - Lucro Operacional

LS - Liquidez Seca

MB - Margem Bruta

ML - Margem Líquida

MO - Margem Operacional

NOPAT - Net Operating Profit after Taxes

PC - Passivo Circulante

PCT - Participação de Capital de Terceiros

PL - Patrimônio Líquido

PNC - Passivo Não Circulante

ROL - Receita Operacional Líquida

TC - Total Capital ou Capital Total investido na empresa

TRI - Taxa de Retorno sobre Investimentos

TRPL - Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido

## LISTA DE SIGLAS

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CCL	Capital Circulante Líquido
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DLPA	Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DOAR	Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
FIPE	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAP	Hiato do produto
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPC	Índice de preços ao consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NR-36	Norma regulamentadora – 36
PASEP	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
RMM	Relative Money Market Rate
SIDRA	Sistema IBGE de Recuperação Automática
SNIPC	Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>15</b>
1.1	TEMA.....	16
1.2	PROBLEMA .....	16
1.3	OBJETIVOS.....	17
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo geral .....</b>	<b>17</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos específicos.....</b>	<b>17</b>
1.4	JUSTIFICATIVA.....	18
1.5	ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO .....	18
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>20</b>
2.1	O SETOR DE CARNES E DERIVADOS.....	20
<b>2.1.1</b>	<b>Mercado do setor de carnes e derivados .....</b>	<b>20</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Características das organizações do setor de carnes e derivados .....</b>	<b>23</b>
2.2	DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO .....	24
<b>2.2.1</b>	<b>Demonstrações contábeis: estrutura e legislação .....</b>	<b>30</b>
2.2.1.1	Balanço Patrimonial .....	31
2.2.1.2	Demonstração do Resultado do Exercício - DRE .....	33
2.2.1.3	Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC .....	34
2.2.1.4	Outras demonstrações contábeis .....	35
<b>2.2.2</b>	<b>Análise horizontal e vertical .....</b>	<b>37</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Análise com o uso de indicadores.....</b>	<b>38</b>
2.2.3.1	Índices de liquidez.....	40
2.2.3.2	Índices de endividamento.....	42
2.2.3.3	Índices de lucratividade.....	43
2.2.3.4	Índices de rentabilidade.....	45
2.2.3.5	Índices complementares .....	47
2.2.3.6	Considerações acerca dos indicadores de desempenho econômico-financeiro.....	50
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA .....</b>	<b>53</b>
3.1	CLASSIFICAÇÃO.....	53
3.2	POPULAÇÃO.....	54
3.3	TÉCNICA DE COLETA DE DADOS .....	54
3.4	ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS.....	57
3.5	ETAPAS DA PESQUISA .....	59
<b>4</b>	<b>RESULTADOS DA PESQUISA .....</b>	<b>60</b>
4.1	PERFIL DAS EMPRESAS DO SETOR DE CARNES E DERIVADOS LISTADAS NA BM&FBOVESPA.....	60
4.2	DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO .....	62
<b>4.2.1</b>	<b>Análise da liquidez.....</b>	<b>63</b>
<b>4.2.2</b>	<b>Análise do endividamento.....</b>	<b>66</b>
<b>4.2.3</b>	<b>Análise da lucratividade .....</b>	<b>69</b>
<b>4.2.4</b>	<b>Análise da rentabilidade .....</b>	<b>71</b>
<b>4.2.5</b>	<b>Análises complementares.....</b>	<b>73</b>
4.2.5.1	Análise do giro dos ativos .....	73
4.2.5.2	Análise da capacidade de geração de caixa (EBITDA) .....	74
4.2.5.3	Análise do valor adicionado (EVA®) .....	75
4.2.5.4	Análise da imobilização do Patrimônio Líquido.....	77
4.2.5.5	Análise de solvência.....	78
4.2.5.6	Análise das receitas .....	80

<b>4.2.6</b>	<b>Síntese do desempenho do setor .....</b>	<b>84</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>88</b>
5.1	LIMITAÇÕES.....	89
5.2	RECOMENDAÇÕES .....	90
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>91</b>
	<b>ANEXO A – Demonstração Contábeis da BRF SA.....</b>	<b>97</b>
	<b>ANEXO B - Demonstração Contábeis da Excelsior .....</b>	<b>100</b>
	<b>ANEXO C - Demonstração Contábeis da JBS.....</b>	<b>102</b>
	<b>ANEXO D - Demonstração Contábeis da Marfrig.....</b>	<b>104</b>
	<b>ANEXO E - Demonstração Contábeis da Minerva .....</b>	<b>106</b>
	<b>ANEXO F - Demonstração Contábeis da Minupar.....</b>	<b>109</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A acirrada concorrência em todos os setores da economia mundial e a constante busca por melhor remunerar o capital de investidores têm sido características marcantes desta década. Gestores das companhias cada vez mais perseguem melhores desempenhos no intuito de melhor remunerar; e, logo, atrair capital, em um contexto que cada vez mais cobra produtos e serviços de qualidade e que contemplem responsabilidade socioambiental.

O setor do agronegócio, mais especificamente o de carnes e derivados tem crescido significativamente nos últimos anos. De acordo com os dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2015), o crescimento a produção acumulada de carnes e derivados (aves, bovinos e suínos) cresceu cerca de 15% entre os anos de 2010 e 2014, chegando a aproximadamente 24 milhões de toneladas produzidas em 2014.

A importância do setor de carnes e derivados também pode ser verificada observando sua importância ao mercado de capitais brasileiro. As empresas do segmento de carnes e derivados têm tido participação especial no índice de consumo (ICON) e na composição do Ibovespa (IBOV) da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA).

A participação significativa nesses índices (28,15% da composição do ICON e de 6,04% do IBOV), que são compostos pelas companhias dos setores de consumo cíclico e não-cíclico (ICON) e pelas empresas com maior número de negociações na bolsa (IBOV), permite observar a importante participação do setor de carnes e derivados nas negociações de empresas dos setores de consumo e na média das cotações dos ativos com maior volume negociado e representatividade do mercado de ações.

O setor de carnes e derivados, assim denominado pela BM&FBOVESPA, é composto pelo abate de bovinos e suínos, aves, pescados e outras espécies animais, realizado para obtenção de carne e de seus derivados. Derivados de produtos de origem animal, por sua vez, são os produtos e subprodutos, comestíveis ou não, elaborados no todo ou em parte (NR-36, MTE, 2013).

Nesse contexto, analisar o desempenho das empresas desse setor é tarefa importante. A análise de suas tendências e de seu comportamento diante de fatores ambientais é de extremo valor dada a grande influência dessas empresas no crescimento econômico e na geração de empregos.

## 1.1 TEMA

Para se analisar o desempenho de empresas são diversos os parâmetros que podem ser utilizados. Dentre eles, está a análise econômico-financeira, que, embora seja complexa, é fundamental para a tomada de decisão das empresas, parâmetro de risco e investimento, valor de mercado, além de fornecer o panorama global da situação atual e tendências futuras das empresas (KANESIRO, 2008).

A análise econômico-financeira por indicadores, conforme Marion (2009), costuma ser pautada na análise da liquidez, do endividamento e da rentabilidade, podendo ainda ser complementado por outros índices, como de indicadores de atividade, por exemplo. A análise da liquidez pauta-se na avaliação da situação financeira da empresa, sua capacidade de saldar as dívidas de curto e longo prazo. A análise do endividamento analisa a estrutura de capitais de empresa ao verificar a qualidade e quantidade sua composição. Finalmente, a rentabilidade fornece informações sobre o quanto a companhia gera de retorno aos sócios (sobre o capital próprio) e à própria organização (sobre os ativos).

Zdanowicz (2012) entende que a análise de desempenho econômico-financeiro permite extrair informações das demonstrações contábeis, como: situação econômica, financeira e patrimonial. Logo, analisar o desempenho econômico-financeiro das empresas permite tomar um maior conhecimento da situação da empresa no que se refere a essas variáveis, de modo a possibilitar melhores decisões, tanto dos administradores como dos acionistas.

Diante da relevância das empresas do setor de carne e derivados no mercado de capitais, e também na sociedade, e da importância da análise de desempenho econômico-financeiro, este estudo tem como tema central analisar o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas no setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, bem como o desempenho do setor de um modo geral.

## 1.2 PROBLEMA

No que se refere ao setor de carnes e derivados, o Brasil tem passado por um grande processo de transformação. Conforme destaca Oliveira (2014), é visível que os avanços apresentados tanto na produção de animais quanto no desenvolvimento da indústria nacional tem levado o Brasil a um patamar de destaque na economia mundial como um dos maiores exportadores mundial de carne.

Mesmo com a crise econômica que atingiu diversos países no ano de 2008 e com barreiras impostas pelo governo (como a alta carga tributária e questões sanitárias que forçam muitos frigoríficos atuarem na ilegalidade), o Brasil foi fortalecido por sua solidez interna, demanda agregada aquecida e sistema financeiro sólido, conseguindo se manter com certa segurança no mercado internacional (OLIVEIRA, 2014). No que se refere às exportações de carnes e derivados, especialmente as de origem bovinas, o Brasil segue sendo um dos principais exportadores (ABDI, 2011).

Assim sendo, diante do crescimento da produção acumulada de carnes e derivados nos últimos anos, a presente investigação tem como objetivo central de pesquisa responder a seguinte problemática: **Como evoluiu o desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2014?**

### 1.3 OBJETIVOS

#### 1.3.1 Objetivo geral

Analisar a evolução do desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA em uma série histórica que compreende o período de 2010 a 2014.

#### 1.3.2 Objetivos específicos

Para tanto, com o intuito de facilitar a compreensão do estudo, haja vista a contribuição exarada por Roesch (2009) – cujo entendimento sugere que a formulação de um objetivo geral não é suficiente para se ter uma ideia de como o trabalho será desenvolvido, se estabeleceu os seguintes objetivos específicos:

- Elaborar uma revisão teórica descrevendo as principais bases de conhecimento acerca de desempenho econômico-financeiro, identificando seus principais indicadores;
- Coletar, a partir das fontes de pesquisa, dados econômico-financeiros das companhias do segmento de carnes e derivados listadas na BM&F BOVESPA, com vistas ao cálculo dos seus indicadores de desempenho;

- Analisar o desempenho das companhias do segmento de carnes e derivados listadas na BM&F BOVESPA.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA

No que se refere à importância, esta investigação se justifica principalmente por demonstrar o desempenho econômico e financeiro das empresas do segmento de carnes e derivados de modo conjunto e sintetizado.

Justifica-se também por servir, através do resultado do estudo, como indicativo de tendências, colaborando à gestão das empresas do segmento de carnes e derivados. Colabora, ademais, à literatura científica na medida em que a partir de seus resultados incita discussões à respeito da utilização de indicadores de desempenho para mensurar a situação econômica e financeira das empresas.

A viabilidade, por seu lado, pode ser verificada pela facilidade na coleta e tratamento dos dados, dado que as organizações objeto deste estudo são obrigadas a divulgar trimestralmente seus relatórios contábeis.

#### 1.5 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

Este relatório de pesquisa se encontra organizado em cinco capítulos, a fim de permitir uma apresentação mais adequada do contexto teórico, metodológico e dos resultados alcançados. No primeiro capítulo se evidencia o contexto no qual se insere este estudo, seu tema, problema, objetivos, geral e específicos, a justificativa da investigação e sua forma de organização, com o intuito de contextualizar o leitor ao tema do estudo, expor os objetivos e os propósitos do estudo.

O segundo capítulo apresenta o referencial teórico contemplando características do setor de carnes e derivados, aspectos relacionados à análise de desempenho econômico-financeiro de empresas relatórios e análise com a utilização de indicadores. A exposição de informações do setor apresenta características e prediz tendências da população em estudo, permitindo uma melhor compreensão do setor analisado; os aspectos relacionados à análise econômico-financeira elucidam conceitos e os discutem, com o objetivo de sustentar a análise e interpretação dos dados obtidos e possibilitar que o leitor compreenda aspectos que permeiam a análise dos dados, e portanto os resultados da investigação.

O capítulo três apresenta os procedimentos metodológicos empregados no estudo, onde são esclarecidas as características da pesquisa, a população, a descrição das etapas e da coleta e tratamento dos dados; e, por fim, as técnicas utilizadas em sua análise e interpretação. Este capítulo apresenta a o método de estudo aplicado e a sistematização de seus procedimentos, facilitando a compreensão de como a pesquisa se desenvolveu.

No quarto capítulo, parte essencial do relatório do estudo, os dados são descritos e analisados, segundo os procedimentos metodológicos previstos, convergindo nos resultados da pesquisa. A organização do capítulo consta da exposição do perfil (principalmente no que concerne ao seu porte) das empresas em estudos e da análise do desempenho econômico-financeiro de cada empresa e do segmento como um todo, por intermédio de indicadores de desempenho econômico-financeiros.

O quinto capítulo apresenta as considerações finais do estudo, enfatizando seus principais resultados, descrevendo limitações identificadas no percurso do trabalho; e, finalmente, apontando sugestões para pesquisas futuras que permitam promover novos avanços na temática.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 O SETOR DE CARNES E DERIVADOS

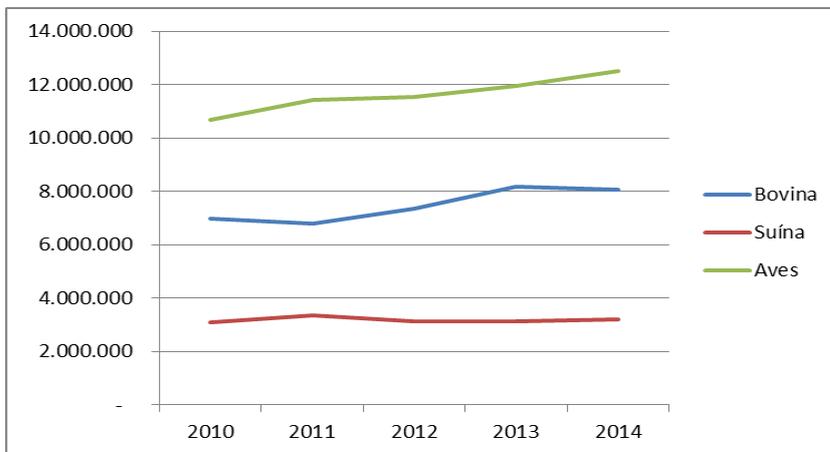
#### 2.1.1 Mercado do setor de carnes e derivados

A Norma Regulamentadora 36, de autoria do Ministério do Trabalho e Emprego, aduz que o abate e o processamento de carnes e derivados se consubstanciam no abate de bovinos e suínos, aves, pescados e outras espécies animais, realizado para obtenção de carne e de seus derivados. Nesse sentido, define o termo “derivados de produtos de origem animal”, como os “produtos e subprodutos, comestíveis ou não, elaborados no todo ou em parte” (NR-36, 2013, p. 1).

Segundo a NR-36 (2013), são classificados como estabelecimentos de industrialização ou processamento de carnes e derivados: matadouro-frigoríficos; matadouro; matadouro de pequenos e médio animais; charqueada; fábrica de conservas; fábrica de produtos suínos; fábrica de produtos gordurosos; entreposto de carnes e derivados; fábricas não comestíveis; matadouro de aves e coelhos; entreposto-frigorífico.

O Sistema IBGE de Recuperação Automática (Sidra), banco de dados estatísticos utilizado pelo Ministério da Agricultura em seu *website*, provavelmente em razão da representatividade econômica, apresenta as informações relativas aos abates de animais em três principais vertentes, a saber: abate de bovinos, suínos e aves. As informações deste sistema do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do mesmo modo, apresenta informações relativas ao total de animais abatidos, número de informantes, peso total abatido, resumindo entre essas três principais classes. A Figura 1, elaborada pelo autor a partir de informações do SIDRA, demonstra a quantidade de toneladas abatidas por grupo de animais.

Figura 1 - Quantidade de carne abatida, em toneladas, entre os anos de 2010 a 2014.



Fonte: SIDRA (2015).

A partir dos dados ilustrados no gráfico, é possível perceber que, com exceção da produção do abate de carne suína, o abate de carnes tem registrado alta nos últimos anos. A produção total anual, conforme dados do SIDRA, tem crescido em média 3,5% em relação ao ano anterior. Comparando o valor abatido em 2014 e 2010, houve um incremento de cerca de 15% na produção anual de carnes, principalmente em decorrência do aumento no abate de aves (17%) e bovinos (15,5%) e chegou a aproximadamente 24 milhões de toneladas produzidas em 2014. No período, cabe salientar que o abate de suínos registrou alta de 3,7%.

Com relação ao comportamento do abate de animais sob a ótica do número de animais abatidos, por outro lado, embora com crescimento (10,2%), a carne de aves registrou o menor número de abates nos últimos cinco anos (ver Tabela 1). O número de cabeças de bovinos e suínos cresceram 15,8% (embora com decréscimo em 2014) e 14,2%, respectivamente. Ao comparar esses resultados aos mencionados no parágrafo precedente, é possível inferir que houve um aumento de produtividade na produção de aves nos últimos cinco anos.

Tabela 1 - Quantidade de cabeças, em mil unidades, abatidas de bovinos, suínos e aves entre os anos de 2010 a 2014 no Brasil.

Cabeças (mil)	2010	2011	2012	2013	2014	Cresc. Acum.
Bovina	29.278	28.824	31.119	34.412	33.907	15,81%
Suína	32.511	34.873	36.006	36.286	37.118	14,17%
Aves	4.988.321	5.287.703	5.243.579	5.393.754	5.495.648	10,17%

Fonte: SIDRA (2015, p. 1).

Essa demanda de proteína animal tem sua origem, segundo o “Relatório: Setor de carnes brasileiro - 2011” da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), no alto consumo desse produto pelo mercado interno brasileiro. Segundo o relatório, o mercado consumidor brasileiro de proteína animal era, em 2011, um dos maiores do mundo, com um consumo per capita de 87,8 kg/ano de carne, sendo este volume dividido entre o consumo de carne de frango (38,5 kg/ano); de carne bovina (37,2 kg/ano); e de suínos (12,1 kg/ano), o que representaria o consumo de 75% da produção interna.

Parte da produção do setor, entretanto, é destinada ao mercado externo. No Brasil, especificamente com relação à carne bovina, estima-se, segundo a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI (2011), que 19% de sua produção é destinada ao mercado externo. Essa expressiva exportação, juntamente com a também significativa exportação de carne suína e de aves, fazem do Brasil, juntamente com Austrália, Estados Unidos e Índia os maiores exportadores de carne do mundo. Estima-se esses quatro países, juntos, abastecem 65% do mercado mundial de carnes (ABDI, 2011).

Nesse contexto, as companhias frigoríficas brasileiras assumem grande importância no movimento econômico do país. Especificamente no mercado de capitais, com relação à participação das empresas de carnes e derivados nas negociações da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), as empresas do segmento de carnes e derivados têm tido participação especial no índice de consumo (ICON) de janeiro a abril de 2015, tendo participação conjunta de 28,15% da composição do índice (BRF, JBS, Marfrig e Minerva). Por oportuno, salienta-se que esse índice mensura o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico, ponderando a liquidez das empresas pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

Na composição do Ibovespa, índice que demonstra o desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro tomando como base, as empresas do segmento de carnes e derivados que estão inseridas na carteira do índice (BRF, JBS e Marfrig) tiveram participação de 6,04% na composição do índice no período de janeiro a abril de 2015, o que representa uma participação razoável se comparado ao setor de construção civil (0,81%), mas fraco se comparado ao setor financeiro, por exemplo (dados da BM&FBOVESPA, 2015a).

### 2.1.2 Características das organizações do setor de carnes e derivados

Com relação às características patrimoniais das indústrias frigoríficas, estudos como o de Sehnem et al. (2012) e Rêgo (2004) demonstraram grande participação de investimentos em ativos não circulantes em relação ao total de investimentos das companhias dessa natureza. Poeta (2007), sob a mesma perspectiva, observou em um estudo de caso que o grau de Imobilização do Patrimônio Líquido de duas importantes companhias frigoríficas eram em média de 80%, ou seja, grande parte do Patrimônio Líquido estava empregado em ativos de longo prazo (Ativo Não Circulante).

Altos graus de imobilização de capital próprio demonstram que a organização utiliza grande parte de seu Patrimônio Líquido em ativos de longo prazo, ou ainda, caso possua Ativos Não Circulantes maiores que o Patrimônio Líquido, utiliza capital de terceiros para financiar seus ativos fixos. Nesse caso, ao utilizar capital de terceiros para financiar seus ativos fixos, é fundamental que as taxas reais de retorno sobre os ativos sejam superiores ao custo da dívida com terceiros, ou seja, a rentabilidade sobre o capital próprio da companhia precisa ser suficientemente elevada para suportar ser reduzida pela obtenção desse financiamento.

Outra característica patrimonial dos frigoríficos marcante observada em Poeta (2007) e Sehnem et al. (2012) é a alta participação do capital de terceiros em relação ao capital próprio. Em Poeta (2007), por exemplo, nos três anos em estudo, as duas companhias investigadas apresentaram mais capitais de terceiros do que próprios, tendo como mediana o nível de 195% de capitais de terceiros em relação a capitais próprios. Essa utilização principalmente de recursos de terceiros indica um alto grau de endividamento por parte das companhias do setor de carnes e derivados, que implica um alto risco financeiro e altas despesas financeiras.

No que se referem à lucratividade, os frigoríficos costumam ter margens líquidas pequenas. O estudo de Sehnem et al. (2012), por exemplo, demonstrou que das seis companhias do segmento de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, três apresentaram Margem Líquida média positiva entre os anos de 2006 e 2010. No referido estudo, considerando todas as empresas, as margens líquidas variaram entre -4,4% e 2,67%. O resultado verificado nesse período, todavia, pode não representar o resultado típico das empresas do setor. Poeta (2007), entre os anos de 2004 a 2006, verificou margens líquidas médias positivas (5,11% e 7,14%) nas duas companhias que investigou – que também integravam a população pesquisada por Sehnem et al. (2012), sendo a maior de 9,31% e a menor de 2,25%.

A rentabilidade sobre o capital investido pelos sócios no período de 2004 a 2006 também pareceu expressivamente positivo. Em 2004 e 2005 os dois frigoríficos investigados por Poeta (2007) demonstraram uma rentabilidade de cerca de 30% sobre o Patrimônio Líquido, caindo para 16% e 7% em 2006. Entre 2006 e 2010, a rentabilidade média se manteve positiva em todas as empresas do setor listadas na BM&FBOVESPA, com exceção da Excelsior. As demais apresentaram uma rentabilidade média sobre o Patrimônio Líquido de 2006 a 2010 de 2,45% (em 2006); 4,96% (em 2007); 9,56% (em 2008); 9,72% (em 2009) e 12,83% (em 2010) (SEHNEM et al., 2012).

Outra característica relevante no que tange às indústrias de carnes e derivados é o Giro dos Ativos. No estudo de Poeta (2007), o Giro dos Ativos dessas empresas variou entre 0,97 (Sadia, em 2006) e 1,75 (Perdigão, em 2004), tendo como média 1,31. Já entre 2006 e 2010, o estudo de Sehnem et al. (2012) demonstrou que o índice variou entre 0,73 e 1,74, sendo que a média reduziu a 1,11. Essa situação demonstra que as companhias desse setor costumam ter vendas em média maiores que seus ativos totais. A importância desse índice advém de que juntamente com a Margem Líquida das empresas (sobre as vendas), o Giro dos Ativos influencia diretamente a rentabilidade sobre os investimentos das corporações.

As organizações do setor de carnes e derivados têm variado seus resultados entre os anos de 2006 e 2010; enquanto três delas demonstraram ser lucrativas no período, outras três obtiveram prejuízo. A rentabilidade média sobre o Patrimônio Líquido também sido positiva nos anos em análise. O grau de endividamento em relação a capitais próprios também tem se mantido elevado, assim como o grau de Imobilização do Patrimônio Líquido.

A partir desses estudos acadêmicos, foi possível perceber resultados observados entre 2004 e 2006 provavelmente destoaram dos verificados entre 2006 e 2010. É apenas provável que foram diferentes porque não é possível concluir que houve diferenças significativas, dado que a amostra foi parcialmente distintas. O que se pode deduzir, todavia, é que as divergências nos resultados observados é que ou existe uma significativa diferença entre os resultados auferidos entre as empresas do mesmo setor (por produtividade, por exemplo) ou o contexto ambiental dos diferentes períodos influenciaram expressivamente nos resultados (pela crise enfrentada pelo setor entre os anos de 2008 e 2009, por exemplo).

## 2.2 DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Ao se falar em análise financeira ou de balanços, se faz oportuno brevemente discorrer a respeito da Contabilidade Gerencial, que permite em muito contribuir na tomada de

melhores decisões pela administração das organizações. A Contabilidade Gerencial pode ser caracterizada como um enfoque conferido a várias técnicas e procedimentos contábeis já conhecidos e tratados na contabilidade financeira vistos sob uma perspectiva diferente, com grau de detalhe mais analítico ou numa forma de apresentação diferenciada, de maneira a auxiliar as entidades em seu processo decisório (IUDÍCIBUS, 1998).

Contabilidade Gerencial significa gerenciamento da informação contábil, que significa o uso da contabilidade como instrumento da administração (PADOVEZE, 2010). Em outras palavras, Padoveze (2010) sugere que a Contabilidade Gerencial não inova, mas utilizar técnicas já desenvolvidas por outras áreas da contabilidade, de modo que se enfoquem essas temáticas em um processo integrado de tomada de decisões. Sob o mesmo direcionamento, explica o autor que a Contabilidade Gerencial está relacionada com o fornecimento de informações para os administradores, ora inseridos no interior das organizações, ao contrário da contabilidade financeira, que direciona seus esforços para os acionistas, fornecedores, credores, enfim, aos usuários que estão fora das organizações.

Neste contexto, existe uma linha tênue que rompe as limítrofes entre a Contabilidade Gerencial e a contabilidade financeira. Iudícibus (1998), ao buscar identificar este ponto, se utilizou das peças contábeis que servem de elaboração para ambas as disciplinas contábeis. No entendimento deste autor, demonstrações como o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultados, por exemplo, representariam, de certo modo, esses limites, pelo fato de a análise desses relatórios poderem servir tanto para usuários externos, como para a administração.

A abrangência da Contabilidade Gerencial, no entendimento de Padoveze (2010), circunda do gerenciamento global da organização ao gerenciamento específico. O autor, sob esta perspectiva, classifica a abrangência desta contabilidade em quatro grupos, a saber: gerenciamento global, gerenciamento setorial, gerenciamento específico, orçamentos e estratégia. Especificamente no primeiro grupo mencionado, são enquadrados o estudo de demonstrativos contábeis básicos e dos demonstrativos contábeis em outras moedas, correção monetária integral, a análise financeira de balanços e a gestão de tributos.

A análise contábil, ou financeira, das empresas é responsável pela geração e interpretação de informações relevantes sobre um patrimônio para dar suporte ao processo de tomada de decisões (tanto para planejamento como para controle), considerando uma estrutura, suas variações e evoluções em função do desenvolvimento das operações específicas de uma companhia (CALLADO; CALLADO, 2009). Em consonância com este entendimento, Padoveze (2010), em síntese, afirma que a análise de balanço se constitui num

processo de meditação sobre os demonstrativos contábeis, objetivando uma avaliação da situação da empresa, em seus aspectos operacionais, econômicos, patrimoniais e financeiros.

Assaf neto e Lima (2011, p. 216) entendem que o objetivo da análise das demonstrações financeiras, especificamente, é “o estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período passado, para diagnosticar sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras”. As análises de demonstrações financeiras surgem como consequências das informações apresentadas pelos demonstrativos contábeis e consistem na forma de interpretar as ações das organizações, orientando-as na busca de maior eficiência (HOCAYEN-DA-SILVA; DEBOÇA, 2008).

Padoveze (2010), sob o mesmo direcionamento, destaca que a grande utilidade da análise financeira é o seu acompanhamento mensal, através dos indicadores escolhidos, a fim de permitir o gerenciamento da informação contábil. Quanto a comparabilidade dos indicadores selecionados, Padoveze (2010) lista, não de forma exaustiva, as seguintes possibilidades: comparação com períodos passados, com períodos orçados, com padrões setoriais, com padrões internacionais, com padrões internos da empresa, com empresas correntes.

Em concepção empreendedora, Silva (2012), por sua vez, entende a análise financeira como um exame minucioso dos dados financeiros disponíveis sobre a empresa, bem como das condições endógenas e exógenas que afetam financeiramente a empresa. No entendimento deste autor, portanto, a análise financeira não se resume ao estudo dos dados financeiros, que incluem demonstrações contábeis e projeções de fluxos de caixa por exemplo, mas também a análise da estrutura organizacional, capacidade e nível tecnológico da empresa (condições endógenas) e fatores de ordem política e econômica, concorrência e fenômenos naturais (condições exógenas).

Seguindo com o entendimento de Silva (2012), as demonstrações contábeis são apenas canais de informação sobre a empresa que tem como objetivo principal subsidiar a tomada de decisão. O processo de análise financeira compreende seis etapas, quais sejam, coleta, conferência, preparação, processamento, análise e conclusão (SILVA, 2012). Com o intuito de melhor apresentar essas etapas, sistematizou-se as seis etapas no Quadro 1.

Quadro 1 - Etapas a serem observadas para a realização de uma análise econômico-financeira.

Nº	Etapa	O que é
1ª	Coleta	Obtenção das demonstrações contábeis e outras informações, como as relativas ao mercado de atuação da empresa, seus produtos etc.
2ª	Conferência	Consiste em uma análise prévia para verificar se as informações estão completas, compreensíveis e são confiáveis.
3ª	Preparação	Etapa na qual são reclassificadas as demonstrações contábeis com a fim de adequá-las aos padrões internos da organização.
4ª	Processamento	Consiste no processamento das informações e emissão de relatórios. Exemplos de relatórios são as próprias demonstrações contábeis readequadas, elaboração de outras demonstrações a partir das obtidas, EBIT, EBITDA, NOPAT, EVA® etc.
5ª	Análise	Fase em que ocorre a análise principalmente das informações obtidas e processadas, mas também com associações lógicas com outras informações obtidas no decorrer do processo.
6ª	Conclusão	Consiste em identificar, ordenar, destacar e escrever sobre os principais pontos e recomendações acerca da empresa.

Fonte: Adaptado de Silva (2012).

As razões mais frequentes que levam ao desenvolvimento da análise de uma empresa tendem a ser de caráter econômico-financeiro (SILVA, 2012). Silva (2012) exemplifica, neste sentido, casos de fornecedores que investigam as capacidades de pagamento de seus clientes, de investidores que buscam identificar as possibilidades de retornos etc. Essas análises, que embora também devem incluir questionamentos como a idoneidade dos administradores, produtos vendidos etc., normalmente estão pautados principalmente nas informações que constam nas demonstrações contábeis da entidade.

Zdanowicz (2012) categoriza três diferentes naturezas de análise possíveis de se extrair das demonstrações contábeis, a saber: análise econômica, financeira e patrimonial. Uma provável finalidade desta classificação pode ser inferida a partir da constatação mencionada por Assaf Neto e Lima (2011) de que a análise das demonstrações financeiras poderá variar de acordo com os interesses do analista. Exemplificando, estes autores relatam que, em princípio, os administradores normalmente têm interesse em todos os aspectos econômico-financeiros, tais como liquidez, rentabilidade, endividamento, entre outros. Os acionistas, por sua vez, centram sua atenção em análises de risco e retorno dos investimentos, oportunidades de crescimento e desempenho das ações no mercado (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Voltando à categorização de Zdanowicz (2012), a análise econômica, segundo o autor, estuda a capacidade de gerar resultados positivos no período em análise, a perspectiva para os próximos anos, e se, caso crescimento, este esteja ocorrendo de forma gradual, segura e rentável. Este resultado é influenciado por eventos internos e externos à empresa, tais como aumento nos preços de matérias-primas, surgimento de novos concorrentes etc. Essa análise

se baseia nos lucros ou prejuízos resultantes dos elementos que compõem o patrimônio da organização. No entendimento do autor, a empresa deve apresentar as seguintes condições: dispor de um valor compatível de capital próprio em relação ao total de recursos aplicados; multiplicar o capital próprio através do reinvestimento dos lucros e/ou pela entrada de novos sócios e garantir uma boa rentabilidade para alavancar os negócios (ZDANOWICZ, 2012).

A análise financeira, segundo Zdanowicz (2012), estuda a capacidade que a empresa tem para saldar suas obrigações com terceiros tempestivamente. De acordo com o autor, implica na análise da geração de caixa por parte da entidade, bem como o comportamento dos valores que se referem ao numerário e aos créditos disponíveis, de modo que a qualidade dos créditos concedidos também devem ser examinados, a fim de identificar a real liquidez.

Nesse sentido, Santos et al. (2009) afirmam, ao trazer concepções de autores como Monteiro (2003), Gazzoni (2003) e Neves e Pessoa (2006), que as empresas “quebram” por terem problemas de liquidez, pois, se não houver dificuldade financeira, não há razão para quebrar. Segundo Santos et al. (2009), a análise da liquidez tem como objetivo identificar a capacidade de honrar compromissos de curto prazo por parte das empresas, sendo que o realmente relevante, entretanto, é identificar as causas que levam uma empresa a ter problemas de liquidez.

A análise patrimonial analisa a composição dos elementos que compõem o patrimônio da empresa no que tange a qualidade dos bens, direitos e obrigações. Por avaliar a aplicação do capital em relação ao resultado a ser obtido, o estudo das alternativas de investimento também é parte que integra a análise patrimonial. Zdanowicz (2012) entende que o diagnóstico de uma empresa normalmente se inicia por uma rigorosa análise patrimonial, cuja finalidade é determinar os pontos críticos e apresentar um conjunto de ações prioritárias para a solução de dificuldades verificadas na organização.

Esta categorização proposta por Zdanowicz (2012), no entanto, não é totalmente pacificada na literatura contábil. Matarazzo (2010), por exemplo, não considera dentre os principais aspectos revelados pelos índices a situação patrimonial da empresa, mas apenas as situações financeira e econômica, observadas essas pela estrutura de capital, liquidez e rentabilidade.

Com relação aos métodos de análise das demonstrações contábeis, Braga (2006) menciona quatro diferentes tipos: método das diferenças absolutas, de percentagens horizontais, de percentagens verticais e de quocientes. Na primeira metodologia, segundo o autor, são comparados duas situações de cada vez, mediante a apuração das diferenças

absolutas entre os valores monetários de uma mesma conta ou de um mesmo grupo, de uma data para outra.

A segunda e a terceira metodologia mencionadas também são conhecidas como análises horizontal e vertical (IUDÍCIBUS, 2012; ASSAF NETO; LIMA, 2011; PADOVEZE, 2010), que evidenciam, respectivamente, o crescimento relativo de itens das demonstrações contábeis e a estrutura de composição de itens e sua evolução no tempo. Na análise de percentagens horizontais, determina-se a tendência dos valores relativos das diversas grandezas monetárias, apurando-se o percentual de crescimento ou declínio de valores de uma mesma conta ou grupo de contas, entre duas datas e/ou períodos considerados. A análise vertical, por sua vez, consiste no relacionamento dos valores das contas de cada grupo com montante do respectivo grupo, bem como do montante de cada grupo com o total geral de cada demonstração (BRAGA, 2006).

Soares (2006) salienta que esse tipo de análise pode contribuir no processo de identificação das áreas que merecem uma investigação mais detalhada. Para a autora, o processo de análise pode se iniciar com uma análise horizontal e ser complementada com uma vertical, e caso seja necessário fazer conexão com outros tipos de análise.

A análise por intermédio de quocientes ou índices, por sua vez, consiste em se estabelecer uma “razão” entre duas ou mais quantidades monetárias ou físicas (BRAGA, 2006), relacionando principalmente itens e grupos do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado (IUDÍCIBUS, 2012). Nesse sentido, segundo Soares (2006), a contabilidade registra os eventos econômicos, patrimoniais e financeiros ocorridos, de forma ordenada, e tem sido utilizada para a divulgação de informações econômico-financeiras, baseada em princípios, para os usuários externos das entidades, ao evidenciar as tendências e os resultados dessas entidades.

Finalmente, Azeredo et al. (2009) salientam que a análise de desempenho requer cuidados com o intuito de evitar vieses nas conclusões sobre a situação econômico-financeira de determinada entidade. Segundo os autores, a leitura integral dos relatórios contábeis, a escolha dos índices de correção de valores, a padronização das demonstrações contábeis e a escolha dos indicadores econômico-financeiros podem ser citados como exemplos de alguns desses cuidados. Além disso, deve ser levado em conta, também, a necessidade dos usuários, e a possibilidade de que a análise possa ser realizada somente de posse das demonstrações contábeis publicadas ou dessas complementadas por informações internas da empresa (AZEREDO et al., 2009).

Por se utilizar de informações que constam nos relatórios elaborados pela contabilidade – tais como Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, apresenta-se, em seguida, aspectos conceituais, a estrutura e a legislação aplicáveis as demonstrações contábeis mais relevantes.

### **2.2.1 Demonstrações contábeis: estrutura e legislação**

As demonstrações contábeis ou financeiras destinadas aos acionistas e demais *stakeholders* interessados no desempenho e na solidez de uma empresa prestam grande contribuição na avaliação dos riscos e das potencialidades de retorno da empresa, servindo como um canal de comunicação da empresa com diversos usuários internos e externos (FERREIRA, 2012).

A administração das companhias, de um modo geral, tem o dever de prestar contas aos seus sócios ou acionistas periodicamente. Neste sentido, Martins et al. (2013) destacam que o conjunto de informações que deve ser divulgado por uma sociedade anônima abrange o Relatório de Administração, as Demonstrações Contábeis e as Notas Explicativas que as acompanham, o Relatório dos Auditores Independentes – se houver –, o Parecer do Conselho Fiscal e o relatório do Comitê de Auditoria, se existirem.

Neste contexto, as demonstrações contábeis, ou relatório contábil como chamado genericamente por Marion (2009), representam a exposição resumida e ordenada de dados obtidos pela contabilidade, que tem como objetivo relatar às pessoas que se utilizam da contabilidade os principais fatos registrados pela contabilidade em determinado período. Desse modo, é possível perceber que as demonstrações contábeis servem notadamente como um mecanismo de obtenção de informações sobre a situação econômica e financeira de uma empresa.

A Lei 6.404/76, batizada como a Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 176, listou as demonstrações contábeis de elaboração, e posterior publicação, obrigatória ao final de cada exercício social para as sociedades anônimas. São elas: Balanço Patrimonial; demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; Demonstração do Resultado do Exercício; e Demonstração dos Fluxos de Caixa; e se companhia aberta, Demonstração do Valor Adicionado.

As sociedades limitadas, mesmo que não sejam sociedades anônimas, quando atingirem Ativo Total superior a R\$ 240 milhões ou Receita Bruta anual superior a R\$ 300

milhões estarão enquadradas na Lei 6.404/76, por serem consideradas como sociedades de grande porte, de modo que estarão obrigadas ao cumprimento do disposto no artigo 176.

A estrutura das demonstrações contábeis, a serem pormenorizadas em seguida, seguem os parâmetros definidos pela Lei 11.638/07, que trouxe dispositivos que inovaram a estrutura de algumas demonstrações contábeis frente a Lei 6.404/76. Em seguida, apresenta-se algumas das modificações trazidas pela Lei 11.638/07. Ainda com relação a inovações legais que afetam a ciência contábil, em 2014 entrou em vigor a Lei 12.973/2014, que embora não trouxe alterações na estrutura dos relatórios contábeis alterou disposições concernentes ao Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), à Contribuição para o PIS/PASEP e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), dentre outras alterações.

Além das demonstrações financeiras mencionadas, segundo Marion (2012), tem-se a obrigatoriedade de elaboração das notas explicativas, que são complementos às demonstrações contábeis, que, segundo Martins et al. (2013), servem para possibilitar a plena avaliação da situação e a evolução patrimonial da empresa.

Em seguida, são apresentados aspectos relacionados a cada uma das principais demonstrações contábeis, tal como o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado do Exercício, a Demonstração dos Fluxos de Caixa. Brevemente também são apresentadas a Demonstração do Valor Adicionado, a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, a Demonstração do Resultado Abrangente e a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos, bem como outros aspectos relacionados às demonstrações contábeis.

#### 2.2.1.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é a principal demonstração contábil (MARION, 2009), que tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinada data, representando, logo, uma posição estática (MARTINS et al., 2013). Exemplificando, Marion (2009) explica que é como se tivéssemos tirado uma foto da empresa e víssemos de uma só vez todos os bens, valores a receber e valores a pagar em uma determinada data.

O art. 178 da Lei nº 6.404/76 determina que “no balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia”. De acordo com Martins et al. (2013), portanto, o Balanço Patrimonial é composto por três elementos básicos: ativo, passivo e Patrimônio Líquido.

Figura 2 - Inovações trazidas pela Lei nº 11.638/07 na estrutura do Balanço Patrimonial.

<b>Estrutura Balanço Patrimonial</b>			
<b>Lei 6.404/76</b>		<b>Lei 11.638/07 e MP 449/08</b>	
<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>	<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>Passivo Circulante</b>	<b>Ativo Circulante</b>	<b>Passivo Circulante</b>
<b>Ativo Realizável à Longo Prazo</b>	<b>Passivo Exigível à Longo Prazo</b>	<b>Ativo não Circulante Realizável à longo prazo</b>	<b>Passivo não Circulante Exigível à longo prazo</b>
<b>Ativo Permanente</b>	<b>Resultados de Exercícios Futuros</b>	Investimentos	Resultados de exercícios futuros
Investimentos	<b>Patrimônio Líquido</b>	Imobilizado	<b>Patrimônio Líquido</b>
Imobilizado	Capital social	Intangível	Capital social
Diferido	Reservas de capital	Diferido	Reservas de capital
	Reservas de reavaliação		Ajustes de avaliação patrimonial
	Reservas de lucros ou prejuízos acumulados		Reservas de lucros, ações em tesouraria, e prejuízos acumulados

Fonte: Claudino Filho (2009).

De acordo com Martins et al. (2013, p. 2), ativos “compreendem os recursos controlados por uma entidade e dos quais se esperar benefícios econômicos futuros”. Em outras palavras, são os bens e direitos controlados pela empresa, mensuráveis monetariamente, dos quais representem benefícios presentes ou futuros para a empresa (MARION, 2009). Passivos, por sua vez, compreendem as exigibilidades e obrigações e o Patrimônio Líquido, finalmente, a diferença entre o ativo e o passivo (MARTINS et al., 2013) ou, como entende Marion (2009), os recursos dos proprietários aplicados no empreendimento.

Em outras palavras, Ferreira (2012) sintetiza que os ativos compreendem os itens nos quais a empresa aplica os recursos de que dispõe, enquanto os passivos e o Patrimônio Líquido indicam de onde provêm os recursos utilizados pela empresa, ou seja, suas origens ou fontes. Claudino Filho (2009) ilustra a estrutura do Balanço Patrimonial após as últimas modificações promovidas pela Lei nº 11.638/07, alterando parcialmente a estrutura anterior dessa demonstração, como pode ser observado a Figura 2.

O Balanço Patrimonial fornece uma importante estrutura para análise da situação econômica das organizações. A partir dessa demonstração é possível analisar onde os recursos de uma organização estão alocados em um determinado momento, bem como de onde provêm esses recursos: se de sócios ou acionistas ou de terceiros (instituições financeiras, fornecedores, governo, entre outros).

A situação de liquidez e endividamento das empresas, por exemplo, é observada a partir da construção de índices do Balanço Patrimonial. A análise vertical e horizontal (a ser

vista em 2.2.2) dessa demonstração também fornece importantes conclusões sobre a situação econômica de uma organização.

### 2.2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício - DRE

A Demonstração do Resultado do Exercício demonstra o resultado obtido pela empresa em determinado período, ou seja, apura o lucro ou prejuízo (FERREIRA, 2012). Partindo-se das receitas, a empresa deduz os custos e as despesas do período, obtendo-se o lucro ou prejuízo. Marion (2009) comenta que a forma de apresentação desta demonstração variou de acordo com o tempo. Curiosamente, segundo o autor, antes de 1976, a forma de apresentação desta demonstração era horizontal, apresentando as receitas em um lado e as despesas e custos no outro.

O demonstrativo engloba as receitas, as despesas, os ganhos e as perdas do exercício, apurados pelo regime de competência (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Ferreira (2012) alerta que enquanto o Balanço Patrimonial representa a posição da empresa em determinado momento, a demonstração do resultado demonstra as receitas, os custos e as despesas relativas a um período de tempo.

A Lei nº 11.638/07 alterou o artigo 187 da Lei nº 6.404, que trata da estrutura da demonstração dos resultados do exercício (CLAUDINO FILHO, 2009). A nova estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício, dada pela Lei nº 11.638/07, é apresentada na Figura 3, exposta em seguida.

Figura 3 - Inovações trazidas pela Lei nº 11.638/07 na estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício.

Estrutura Demonstração dos Resultados do Exercício	
Lei 6.404/76	Lei 11.638/07
Receita Operacional Bruta	Receita Operacional Bruta
(-) Deduções	(-) Deduções
= Receita Operacional Líquida	= Receita Operacional Líquida
(-) Custo dos Produtos Vendidos	(-) Custo dos Produtos Vendidos
= Resultado Operacional Bruto	= Resultado Operacional Bruto
(+/-) Receitas / Despesas Operacionais	(+/-) Receitas / Despesas Operacionais
Com Vendas	Com Vendas
Gerais e Administrativas	Gerais e Administrativas
Outras Despesas Operacionais	Outras Despesas Operacionais
Despesas / Receitas Financeiras	Despesas / Receitas Financeiras
= Resultado Operacional Líquido	= Resultado Operacional Líquido
(+/-) Receitas / Despesas não Operacionais	(+/-) Receitas / Despesas não Operacionais
= Resultado do Exercício antes IR	= Resultado do Exercício antes IR
(-) Provisão para IR	(-) Provisão para IR
= Resultado Líquido do Exercício	(-) Participação Debêntures, Empregados e Administradores
	= Resultado Líquido do Exercício
= Resultado por ação do capital social	= Resultado por ação do capital social

Fonte: Claudino Filho (2009).

A partir da observação da nova estrutura da demonstração de resultados, sistematizada por Claudino Filho (2009), é possível perceber que o que foi alterado foi a inclusão da possibilidade de dedução da participação de debêntures, empregados e administradores do resultado do exercício, assim como a apresentação do lucro por ação do capital social.

Essa demonstração, como mencionado, informa os ganhos, custos e despesas de uma organização. Parte das Receitas totais com vendas de produtos, mercadorias ou serviços e passa a deduzir custos e despesas com vendas, gerais e administrativas, financeiras e outras, acrescentando outras receitas. Ao contrário do Balanço Patrimonial, esse demonstrativo se refere a um período de tempo (exercício social), que varia de acordo com as atividades das organizações – normalmente é de um ano civil.

Assim como o Balanço Patrimonial, demonstra a situação econômica de uma organização. A partir desse demonstrativo, são elaborados índices de lucratividade (margens), por exemplo. Além disso, índices de rentabilidade e outros índices (Giro dos Ativos, EBITDA, EVA® etc.) utilizam informações da DRE. Conclusões complementares também podem ser obtidas através de análises horizontais e verticais sobre esse demonstrativo (a ser vista em 2.2.2).

#### 2.2.1.3 Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) passou a ser obrigatória com a Lei nº 11.638/07, substituindo a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Segundo Ferreira (2012), enquanto a primeira demonstra a variação do caixa e seus equivalentes, a segunda demonstração mostra a variação do capital circulante líquido (CCL).

Assaf neto (2012), neste sentido, assevera que a Demonstração dos Fluxos de Caixa revela onde os recursos de caixa foram obtidos e onde foram investidos em um determinado exercício. Diante disso, segundo Martins et al. (2013), para melhor apresentação ilustrativa, a demonstração divide todos os fluxos de entradas e saída de caixa em três grupos: os derivados das atividades operacionais, das atividades de investimento e das atividades de financiamento.

Diante da nova obrigatoriedade proposta pela Lei nº 11.638/07, pautada na substituição da DOAR pela DFC, o artigo 188 do mencionado ato normativo determina a apresentação desta demonstração sendo segregada em fluxos operacionais, de financiamentos e de investimentos. Claudino Filho (2009) elaborou graficamente a estrutura da Demonstração dos Fluxos de Caixa que passa a ser obrigatória, que pode ser vista na Figura 4.

Figura 4 - Estrutura da Demonstração dos Fluxos de Caixa dada pela Lei nº 11.638/07.

<b>Fluxo de Caixa Atividades Operacionais</b>
<b>RECEBIMENTOS</b>
Clientes
<b>PAGAMENTOS</b>
Fornecedores
Salários e encargos sociais
Despesas gerais
Impostos sobre mercadorias
Impostos sobre o lucro
<b>Total Fluxo de Caixa Atividades Operacionais</b>
<b>Fluxo de Caixa Atividades Financiamento</b>
Novos empréstimos e financiamentos
Amortização de empréstimos e financiamentos
Aumento capital em dinheiro
Distribuição de dividendos
<b>Total Fluxo de Caixa Atividades Financiamento</b>
<b>Fluxo de Caixa Atividades Investimento</b>
Aquisição de imobilizados
Variação realizável à longo prazo
Variação investimentos e diferido
<b>Total Fluxo de Caixa Atividades Investimentos</b>
<hr/> <b>Variação de Caixa no Período</b> <hr/>
(+) <b> Receitas Financeiras</b>
<hr/>
<b>Saldo Inicial – Disponível</b>
<b>Saldo Final – Disponível</b>

Fonte: Claudino Filho (2009).

Essa demonstração, ao contrário das anteriores, demonstra a situação financeira de uma companhia. Possui estreita relação com a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, porém segregada em três categorias (atividades operacionais, de financiamento e de investimento). A DFC permite analisar de onde provêm as maiores origens de recursos, bem como quais são as atividades que consumiram esses numerários.

A partir da Demonstração dos Fluxos de Caixa também é possível analisar tendências, sendo possível a partir dela, com certo risco, predizer a capacidade de geração de caixa futura. Informações complementares podem ser obtidas a partir de análises horizontais e verticais (a ser vista em 2.2.2).

#### 2.2.1.4 Outras demonstrações contábeis

Além das demonstrações contábeis supramencionadas, outras duas são obrigatórias às sociedades anônimas, a Demonstração do Valor Adicionado e a Demonstração de Lucros ou

Prejuízos Acumulados (visível na Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido). Além dessas, Martins et al. (2013) apresentam outras demonstrações tidas como relevantes, tais como a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos e a Demonstração do Resultado Abrangente.

A **Demonstração do Valor Adicionado (DVA)** demonstra a quem a empresa está destinando a riqueza apurada em determinado exercício (ASSAF NETO, 2012). Mostra a geração de valor e sua distribuição, para pagamento de insumos, de salários aos empregados, impostos ao governo, dividendos e juros sobre capital próprio aos acionistas, juros aos credores e reinvestimento na empresa (FERREIRA, 2012).

A **Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)**, mais completa que a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA), evidencia, no entendimento de Martins et al. (2013), a mutação do Patrimônio Líquido em termos globais, entendidas como as novas integralizações de capital, resultado do exercício, ajustes de exercícios anteriores, dividendos etc., e em termos de mutações internas, tais como incorporações de reservas ao capital, transferências de lucros acumulados para reservas etc.

Observada no interior da DMPL, a **Demonstração do Resultado Abrangente (DRA)** apresenta as mutações que ocorrem no Patrimônio Líquido, durante um período, que resulta de transações e outros eventos que não derivados de transações com os sócios na sua qualidade de empresário (MARTINS et al., 2013). Por força do Pronunciamento Técnico CPC 26, é vedada a apresentação da DRA somente na DMPL, sendo obrigatória a apresentação da DRA em separado, mesmo que inclusa na DMPL.

A **Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR)**, na concepção de Ferreira (2012), demonstra a movimentação dos recursos em termos de variação do capital circulante líquido, detalhando as diversas fontes e aplicações de recursos que o afetaram. As origens de recursos são subdivididas nas geradas pela empresa em suas operações, nas obtidas dos sócios e nos empréstimos de longo prazo de terceiros; as aplicações, por sua vez, incluem a destinação para dividendos, as aplicações em ativos imobilizados e intangíveis e as utilizações para devolução dos empréstimos tomados etc. (MARTINS et al., 2013).

Com a utilização dessas demonstrações mencionadas, outros aspectos – não abrangidos pelo Balanço Patrimonial, DRE e DFC – são passíveis de serem observados. Com a DVA é possível se analisar o valor adicionado por uma organização (obtido através de suas compras e vendas) e sua distribuição entre seus colaboradores, acionistas, governo, financiadores.

A DMPL apresenta as variações internas do grupo Patrimônio Líquido, apresentando, por exemplo, as integralizações de capital, o Lucro Líquido e suas destinações a reservas e dividendos. Outras variações no grupo de contas também são apresentadas. A DRA, por sua vez, demonstra as variações não derivadas de transações com os sócios que ocorrem nas contas do Patrimônio Líquido. A DOAR é segregada em origens e em aplicações de recursos e permite analisar quais foram as maiores e as menores origens e aplicações de recursos (por meio de uma análise vertical) e onde se encontram as maiores variações (quando analisado mais de um exercício, acrescentando-se uma análise horizontal).

Do ponto de vista gerencial, novas demonstrações financeiras podem ser elaboradas. Não há impedimento legal para que os administradores, detentores de inúmeras informações internas, criem relatórios financeiros que auxiliem na tomada de decisões. Com isso, a análise econômico-financeiro da organização contará com informações complementares tornando a análise de maior qualidade.

A partir dessas demonstrações são realizadas diversas análises, principalmente pela coleta de informações que essas estruturam. Exemplo dessas análises são a análise horizontal e vertical, por índices (a serem vistas em 2.2.2 e em 2.2.3), análise Du Pont, análise Custo-Volume-Lucro etc.

### **2.2.2 Análise horizontal e vertical**

Conforme mencionado anteriormente, Braga (2006) classifica os métodos de análise de demonstrações contábeis em quatro diferentes tipos: método das diferenças absolutas, de percentagens horizontais, de percentagens verticais e de quocientes. A análise horizontal e vertical, como visto, são uma das formas de se analisar os relatórios contábeis. Em seguida, discorre-se resumidamente acerca dessa ferramenta de análise.

A análise vertical de balanços consiste no estudo da composição, em termos percentuais, de cada demonstrativo contábil, aplicada sempre individualmente a cada demonstrativo contábil (KENESIRO, 2008). Nesse sentido, Kassai (2002) destaca que a análise vertical das demonstrações contábeis tem o objetivo de identificar os itens com maior participação percentual na formação de ativos, passivos e resultados da empresa.

Exemplificando, Kassai (2002) argumenta que essa análise, quando aplicada aos ativos da empresa, auxilia na identificação das estratégias de investimento e, quando relacionada a passivos, representará a distribuição das fontes de financiamento da empresa. A análise vertical da Demonstração do Resultado do Exercício é feita utilizando como base o total das

receitas e demonstra as margens da empresa e a participação dos custos e despesas. Segundo a autora, em todas essas análises é possível se determinar padrões de atuação para empresas de mesmos setores de atividade, contribuído à análise (KASSAI, 2002).

A análise horizontal objetiva demonstrar a evolução, no tempo, das várias contas e grupos que compõem um demonstrativo contábil, servindo para complementar a visão que a análise vertical possibilita (KENESIRO, 2008). Nesse caso, no entendimento de Kassai (2002), definem-se como base os valores do primeiro ano do período análise e, em seguida, procede-se ao cálculo das variações percentuais anuais e acumuladas.

Enquanto a análise por indicadores (a ser vista em 2.2.3) proporciona uma visão ampla do desempenho da empresa, a análise horizontal e vertical permite localizar pontos específicos de falhas, problemas e características da empresa em determinada situação (MATARAZZO, 2010).

As análises horizontais e verticais podem se aplicar a qualquer demonstrativo. Com elas, é possível se observar a evolução de contas específicas ou grupo de contas entre diferentes exercícios (análise horizontal) e identificar a participação de uma conta ou um grupo de contas em relação ao total do demonstrativo (análise vertical). Como exemplo de análise horizontal se pode citar a evolução da conta de resultado Despesas com Vendas entre dois diferentes exercícios. A representatividade dessa despesa em relação a Receita Líquida com Vendas é, por sua vez, um exemplo de análise vertical.

### **2.2.3 Análise com o uso de indicadores**

Outra maneira de se analisar as demonstrações contábeis é a análise através de quocientes ou indicadores (BRAGA, 2006). Matarazzo (2010, p. 79) conceitua essa forma de avaliação como “a relação entre contas ou grupos de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa”. Segundo este autor, esta técnica de análise se constitui na que é normalmente mais empregada.

Um indicador de desempenho é uma medida numérica como porcentagem, índice, quociente, taxa, ou outra comparação, que é monitorada em intervalos e comparada a um ou mais critérios (SOARES, 2006). A utilização de quocientes tem como finalidade principal possibilitar ao analista extrair tendências, comparar os quocientes com padrões preestabelecidos, de modo a fornecer bases para inferir o que poderá acontecer no futuro (IUDÍCIBUS, 2012).

Braga (2006) diferencia dois tipos de quocientes verificados na literatura que permitem melhor compreender as diferentes formas que podem assumir os índices. No entendimento do autor, existem os quocientes estáticos e os quocientes dinâmicos. O primeiro grupo engloba aqueles que mensuram a situação de uma empresa em determinada data, sendo extraídos do Balanço Patrimonial. O segundo grupo, por seu lado, inclui os quocientes que se relacionam com os resultados do período e são extraídos da Demonstração do Resultado do Exercício, ou desta e do Balanço Patrimonial, conjuntamente.

Padoveze (2010) salienta que os indicadores escolhidos para o acompanhamento periódico devem ser claros, sendo que todos os usuários do sistema de informação contábil sejam familiarizados com sua composição e entendimento. Assaf Neto e Lima (2011) chamam a atenção para um cuidado que se deve ter na utilização dos indicadores. Segundo os autores, o uso dos índices de maneira isolada de outros índices complementares ou que ilustram seu comportamento não fornecem elementos suficientes para uma conclusão de maior relevância.

Diante do exposto, Assaf Neto e Lima (2011) destacam que a comparação temporal envolve conhecer a evolução desses indicadores nos últimos anos, como forma de avaliar de maneira dinâmica o desempenho da empresa e suas tendências futuras. A comparação setorial, por sua vez, é desenvolvida por meio de um confronto dos resultados da empresa com os de seus principais concorrentes, bem como com as médias de mercado e de seu setor de atividade (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Matarazzo (2010) alerta para o fato de que não é o cálculo de grande número de índices que é relevante, mas o de um conjunto de índices que permitam conhecer a situação da empresa conforme o grau de profundidade desejada da análise. Os indicadores a serem calculados através do sistema de informação contábil devem se restringir a quantidade mínima possível, sob pena de a análise financeira mensal se tornar prolixa (PADOVEZE, 2010).

Existe um vasto instrumental de análise à disposição para aqueles que desejam avaliar os aspectos econômicos e financeiros refletidos nas demonstrações contábeis das empresas (RESENDE, 2012). Neste sentido, no entendimento de Resende (2012), é relevante direcionar a escolha dos índices de acordo com os aspectos que se deseja avaliar, na medida em que se deseja aprofundar e obter um conhecimento maior sobre determinada instituição, determinando também a quantidade de indicadores a ser utilizada.

Soares (2006) entende o analista precisa dimensionar a amplitude de sua análise, para não acrescentar a todo momento mais indicadores, sem avaliar a contribuição que cada indicador acrescenta à sua análise. É daí que, segundo a autora, advém a importância de saber

quais indicadores devem ser selecionados como referencial de avaliação e quais apenas servirão como complemento à análise, bem como a relevância de cada indicador no contexto geral a fim de se definir se cada um receberá importância específica ou se serão atribuídos pesos iguais a todos (SOARES, 2006).

Como desvantagens e limitações da utilização da análise por quocientes, Braga (2006) menciona a quantidade excessiva de quocientes e a dificuldade na determinação de padrões. Neste sentido, Iudícibus (2012) aponta também a diversidade de métodos contábeis adotados pelas empresas, mesmo dentro de um mesmo setor, que prejudica a comparabilidade. Como vantagens, por outro lado, Iudícibus (2012) menciona a atenuação dos efeitos da inflação sobre os demonstrativos.

#### 2.2.3.1 Índices de liquidez

Os índices de liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa. Nesse sentido, Marion (2009) comenta que esses índices constituem uma apreciação sobre a capacidade de uma empresa saldar seus compromissos, podendo ser avaliada considerando prazos imediatos, curtos ou longos. Zdanowicz (2012), elucidando, menciona que esses índices relacionam bens e direitos com as obrigações de uma empresa, em determinado momento.

Os índices de liquidez normalmente abordados na literatura são: liquidez imediata, seca, corrente e total (ou geral). Quando esses indicadores são iguais ou superiores a um, eles indicam que a empresa possui, no mínimo, uma unidade monetária para cada outra devida, sendo que esta situação implicará na pontualidade em honrar os compromissos com terceiros (ZDANOWICZ, 2012).

Matarazzo (2010), ao abordar a Liquidez Corrente especificamente, contesta a concepção de que situações tidas como positivas ou negativas a partir deste índice obrigatoriamente resultarão em capacidade ou incapacidade em saldar compromissos. No entendimento do autor, existem outros fatores que influenciam a situação financeira da empresa, como os prazos de pagamento e recebimento, bem como a sincronia entre os pagamentos e os recebimentos.

Assaf Neto e Lima (2011) alertam para uma restrição que normalmente se atribui a estes indicadores. Para os autores, a posição que revelam é estática e, por isso, não refletem a magnitude e a época em que ocorrerão as diversas entradas e saídas circulantes. Em seguida, apresentam-se os índices de liquidez normalmente mais utilizados.

O índice de Liquidez Corrente demonstra a capacidade de pagamento da empresa a curto prazo e é obtido por meio da relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante extraídos do Balanço Patrimonial de uma companhia, ou seja, é a razão entre aquele e este item (MARION, 2009). No entendimento de Marion (2009), alguns apontamentos devem ser feitos com relação a este índice: este não revela a qualidade dos itens no Ativo Circulante; não revela a sincronização entre recebimentos e pagamentos e o fato de que este índice normalmente estará subavaliado, haja vista que os estoques são mantidos a custo histórico, enquanto se realizarão por seu valor de mercado.

A Liquidez Seca busca atenuar os efeitos da possibilidade da não realização dos estoques. Segundo Assaf Neto e Lima (2011), é reconhecido que os estoques, apesar de serem classificados como itens do Ativo Circulante, normalmente possuem realização mais demorada e difícil que a dos demais elementos que compõem o Ativo Circulante (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Desse modo, é calculado pela relação dos ativos circulantes de maior liquidez com o total do Passivo Circulante, de modo que se ilustra algebricamente da seguinte forma: “Liquidez Seca = (Ativo Circulante – Estoques)/Passivo Circulante” (IUDÍCIBUS, 2011).

A Liquidez Geral ou Total, por sua vez, demonstra a situação financeira da empresa no longo prazo, isto é, a relação entre a totalidade dos capitais circulantes próprios de curto e longo prazo (exceto ativos fixos) em relação ao conjunto de capitais de terceiros captados pela empresa (ZDANOWICZ, 2012). Revela se a empresa tem dívida de curto e longo prazo, o quanto existe de direitos e haveres no Ativo Circulante e exigível no realizável a longo prazo, para liquidar essa dívida (SOARES, 2006). Assaf Neto e Lima (2011) alertam que, da mesma forma que os demais índices de liquidez, a importância deste índice para se analisar a folga financeira da empresa pode ser prejudicado se os prazos dos ativos e passivos forem muito diferentes. Para um melhor entendimento, o seu cálculo pode ser determinado pela seguinte expressão: “Liquidez Geral = (Ativos circulantes + Ativos realizáveis a longo prazo)/Passivos exigíveis de curto e longo prazo”.

Também conhecida como liquidez instantânea ou absoluta, a Liquidez Imediata é utilizada na apuração do volume de recursos disponíveis para o cumprimento dos compromissos imediatos da empresa (ZDANOWICZ, 2012). Na concepção de Zdanowicz (2012), a liquidez imediata avalia a capacidade da empresa em pagar as obrigações de curto prazo, utilizando-se das suas disponibilidades. Desse modo, pode ser obtida, obviamente, calculando-se a razão entre as disponibilidades e o Passivo Circulante, entendendo-se como disponibilidades os numerários em caixa, bancos e aplicações no mercado financeiro de

resgate imediato. Assaf neto e Lima (2011) orientam, finalmente, que para uma melhor análise da liquidez esta seja desenvolvida de maneira integrada, associando-se todos os indicadores financeiros.

Quadro 2 - Quadro resumo dos índices de liquidez.

Índice	Equação
Liquidez Imediata	$LI = \text{Disponibilidades}/PC$
Liquidez Seca	$LS = (AC - \text{Estoques})/PC$
Liquidez Corrente	$LC = AC/PC$
Liquidez Geral	$LG = (AC + ARLP)/PC + PNC$

Fonte: Adaptado de Iudícibus (2011).

O Quadro 2 sintetiza as equações que calculam os índices de liquidez estudados. Os índices de liquidez variam entre a liquidez mais geral (considerando curto e longo prazo) até a mais imediata (considerando as disponibilidades de curtíssimo prazo e os passivos de curto prazo). A Liquidez Seca retira os efeitos dos estoques e a Liquidez Corrente considera a solvência no horizonte temporal de um exercício social.

### 2.2.3.2 Índices de endividamento

A situação de endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado na tentativa de gerar resultados positivos em uma empresa (FERREIRA, 2005). Marion (2009), sob outra perspectiva, entende que dois são os fatores importantes de se analisar quando da análise do endividamento de uma empresa, a quantidade da dívida e também sua qualidade.

O estudo da situação de endividamento de uma companhia pode ser dar a partir de diversos índices de endividamento. São exemplos o índice endividamento geral, índice de participação do exigível a longo prazo e índice de cobertura de juros (FERREIRA, 2006), o índice de Participação de Capital de Terceiros nos recursos totais, o índice de participação de capitais de terceiros com relação aos capitais próprios, índice de participação das dívidas de curto prazo sobre o endividamento total (IUDÍCIBUS, 2012).

Optou-se, todavia, perfilar o entendimento de Marion (2009) que subdivide as análises quanto à qualidade e à quantidade da dívida, apresentando os principais indicadores. Com relação à quantidade da dívida, Marion (2009) destaca que é através desses indicadores que se avalia o nível de endividamento da empresa, que pode estar alto, razoável ou baixo.

Esses indicadores informam também, segundo o autor, se a empresa utiliza mais recursos de terceiros ou de recursos dos proprietários.

Com relação à qualidade da dívida, Marion (2009) parte do entendimento de que a participação de ativos de longo prazo seriam favoráveis a empresa por permitir que em tempo de revés houve tempo para replanejar sua situação. Ademais, no entendimento do autor, empréstimos de curto prazo são normalmente mais onerosos que os de longo prazo, de modo que há de se buscar um equilíbrio entre as participações desses grupos com relação ao total exigível.

Os indicadores apresentados por Marion (2009), que mensuram a qualidade da dívida são os seguintes: participação de capitais de terceiros sobre recursos totais e garantia do capital próprio ao capital de terceiros. Com relação à qualidade da dívida, Marion (2009) menciona o índice de composição do endividamento. Esses índices são ilustrados graficamente no Quadro 3.

Quadro 3 – Quadro resumo dos índices de endividamento.

Índice	Equação
Participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais	$PCT = (PC+PNC)/([PC+PNC] + PL)$
Garantia do capital próprio ao capital de terceiros	$GCP = PL/(PC+PNC)$
Composição do endividamento	$CE = PC / (PC + PNC)$

Fonte: Adaptado de Marion (2009).

O Quadro 3 resume as equações que calculam os índices de endividamento estudados. Os índices de endividamento podem ser segregados em dois grupos: quanto à quantidade da dívida e quanto à qualidade da dívida. O primeiro grupo é tido pela participação dos capitais de terceiros sobre os recursos totais e pela garantia do capital próprio ao capital de terceiros. A qualidade do endividamento é analisada pela composição do endividamento, considerando de melhor qualidade aqueles com maior quantidade de recursos de longo prazo (MARION, 2009).

### 2.2.3.3 Índices de lucratividade

Os índices de lucratividade mensuram a eficiência de uma empresa produzir lucros por meio de suas vendas (ASSAF NETO; LIMA, 2011), que é decorrente de várias políticas e decisões (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Neste sentido, Brigham e Ehrhardt (2006) afirmam que os índices de lucratividade demonstram os efeitos combinados da liquidez, da

administração de ativos e da dívida sobre os resultados operacionais. Esses autores trazem um conceito geral de margem de lucro, que é calculado a partir da razão entre o Lucro Líquido e o total das vendas.

A lucratividade também é conhecida por margem, que dependerá da rubrica contábil utilizada para a relação com a receita operacional líquida, ou seja, se utilizado o lucro operacional bruto, lucro operacional líquido ou Lucro Líquido do exercício (ZDANOWICZ, 2012). Desse modo, é possível perceber que as informações requeridas são extraídas da Demonstração do Resultado do Exercício, sendo de um exercício específico, e denotando não a situação financeira da empresa, mas a econômica. A grande importância desses índices, segundo Assaf Neto e Lima (2011), reside na possibilidade nas várias explicações sequenciais sobre o desempenho empresarial que podem ser elaborados por meio deles.

Em decorrência da possibilidade de se utilizar dos diferentes lucros apurados pela contabilidade, os indicadores de lucratividade também variam. Normalmente, três deles são mencionados na literatura contábil, quais sejam, Margem Bruta, operacional e líquida (ZDANOWICZ, 2012; ASSAF NETO; LIMA, 2011; IUDÍCIBUS, 2012).

A Margem Bruta, segundo Zdanowicz (2012), é a lucratividade primária, por se referir ao percentual do lucro operacional bruto, obtido após as deduções da Receita Líquida e o custo dos produtos ou mercadorias ou serviços vendidos, com relação à receita operacional líquida.

A margem operacional mede a percentagem de cada unidade monetária de vendas que sobrou, após a empresa ter pago por seus produtos e serviços (GITMAN, 2010). Zdanowicz (2012), por seu lado, salienta que este índice representa a lucratividade relevante para a empresa, por levar em consideração o lucro operacional líquido, que decorre da atividade-fim da organização.

A Margem Líquida demonstra percentualmente o quanto a empresa auferiu no exercício, após deduzir todas as despesas operacionais e não operacionais, inclusive as provisões para tributos a recolher (ZDANOWICZ, 2012). A Margem Líquida obtida num determinado período é a razão entre o Lucro Líquido da companhia e a receita operacional líquida. Entende-se como Lucro Líquido, conforme Zdanowicz (2012), o resultado da organização depois de deduzidas todas as despesas operacionais, bem como as despesas e receitas não operacionais.

Com o intuito de melhor elucidar e sintetizar os índices de lucratividade, apresenta-se graficamente no Quadro 4 as equações que determinam esses índices (ZDANOWICZ, 2012).

Quadro 4 – Quadro resumo dos índices de lucratividade.

Índice de lucratividade	Equação
Margem Bruta	$MB = (LB/ROL) * 100$
Margem Operacional	$MO = (LO/ROL) * 100$
Margem Líquida	$ML = (LL/ROL) * 100$

Fonte: Adaptado de Zdanowicz (2012).

O Quadro 4 apresenta três métricas de se mensurar a lucratividade. A primeira delas desconsidera apenas os custos de produção; a segunda, os custos de produção e as despesas operacionais; e a terceira, todos os custos e despesas.

O segundo e o terceiro índice (Margem Operacional e Margem Líquida) possuem alta relação com a rentabilidade das organizações, seja na rentabilidade sobre os ativos quanto sobre o Patrimônio Líquido. Nesse sentido, a margem operacional, quando multiplicado ao Giro dos Ativos, serve de base para se obter a rentabilidade sobre os ativos de uma empresa; ou seja, essa rentabilidade sofre influência tanto da Margem Líquida como da proporção entre as vendas e os ativos totais. A rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido é influenciada pela Margem Líquida: esta quando multiplicada pelas vendas e, em seguida, dividida pelo Patrimônio Líquido, resulta na rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.

Essas relações entre as margens e a rentabilidade demonstram que as margens influenciam os retornos das empresas, mas que não são os únicos fatores que o determinam. Os valores totais do ativo e do Patrimônio Líquido influenciam significativamente na rentabilidade das organizações. Para que sejam obtido alto grau de rentabilidade, os valores totais do ativo e do Patrimônio Líquido não devem ter tamanho extremamente maior que as vendas, pois se assim for, mesmo com margens altas a rentabilidade não será significativa.

#### 2.2.3.4 Índices de rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade têm por objetivo avaliar os resultados auferidos por uma organização em relação a determinados parâmetros, que melhor revelem suas dimensões (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Marion (2009) salienta que estes indicadores, ao contrário dos índices de liquidez – que analisam a situação financeira, avaliam a condição econômica da empresa, de modo que a atenção passa a se concentrar em informações advindas da Demonstração do Resultado do Exercício.

Assaf neto e Lima (2011) destacam que as principais bases de comparação adotadas para a análise do desempenho das companhias são o Ativo Total e o Patrimônio Líquido. Como decorrência lógica dessas bases de comparação, tem-se que os principais indicadores

representam a taxa de retorno sobre o ativo (TRI) e a taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

A taxa de retorno sobre os ativos (TRI) é utilizada para identificar a rentabilidade sob o ponto de vista da empresa, por representar a relação entre o resultado e o total investido (MARION, 2009). Zdanowicz (2012) explica que este indicador informa o quanto se obteve de lucro para cada unidade monetária investida. Graficamente, todavia, observa-se que, se por um lado, Assaf neto e Lima (2011) e Zdanowicz (2012) utilizam o lucro operacional, líquido de imposto de renda, Marion (2009) utiliza o Lucro Líquido para se determinar o retorno sobre os ativos totais. Assaf neto e Lima (2011) abordam também o retorno sobre investimentos (ROI). Para se apurar este índice, por sua vez, far-se-ia a relação entre o lucro operacional líquido do imposto de renda e os ativos operacionais.

Iudícibus (2012), por sua vez, apresenta duas diferentes formas de se determinar o retorno sobre investimentos (TRI), quais sejam, a relação entre o Lucro Líquido e os ativos totais e a relação entre os lucros operacionais e os ativos operacionais. O que difere do entendimento de Assaf neto e Lima (2011) e Zdanowicz (2012), mas converge ao de Marion (2009), é a forma de calcular o retorno sobre os ativos, que Iudícibus (2012) e Marion (2009) utilizam o Lucro Líquido, enquanto Assaf neto e Lima (2011) e Zdanowicz (2012) utilizam do lucro operacional.

Iudícibus (2012) entende ainda que os índices de retorno sobre o ativo e retorno sobre os investimentos operacionais poderiam apresentar ainda maior riqueza de informação se fossem calculados através da relação entre o lucro antes das despesas financeiras e do imposto de renda (LADEFIR) e o Ativo Total médio, que permitiria, segundo o autor, demonstrar o retorno “puro” dos recursos investidos no ativo, independente de sua origem e do ônus tributário.

Outro índice de rentabilidade que é tido como de grande importância por parte da literatura acadêmica é a taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido (TRPL). Este índice, conforme Assaf neto e Lima (2011), é obtido pela relação entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido médio corrigido.

Por justamente demonstrar a relação entre os lucros para cada unidade monetária de propriedade dos acionistas, Marion (2009) entende que esta taxa possui maior relevância para os investidores, ao contrário da TRI – que encontra seu fundamento principalmente no uso pelos administradores da companhia. A TRPL deve ser sempre comparada com a taxa de retorno mínima exigida pelo acionista (custo de capital próprio). Para que seja atraente, o

investimento deve oferecer uma rentabilidade pelo menos igual à taxa de oportunidade (ASSAF NETO; LIMA, 2009).

Quadro 5 - Quadro resumo dos índices de rentabilidade.

Índices	Equação
TRI	$TRI = LL/AT$
TRPL	$TRPL = LL/PL$

Fonte: Adaptado de Marion (2009).

O Quadro 5 - Quadro resumo dos índices de rentabilidade apresenta as duas formas de se mensurar a rentabilidade, sob o ponto de vista da empresa e sob o ponto de vista dos acionistas. A primeira delas apresenta o retorno das atividades operacionais da empresa em relação ao Ativo Total; a segunda, o retorno líquido para cada Real investido pelos acionistas.

Ao observar as equações, é possível perceber que a rentabilidade sobre os ativos será maior à medida que o lucro operacional mais se aproximar dos ativos totais. Do mesmo modo, a rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido será maior quanto mais o Lucro Líquido se aproximar do Patrimônio Líquido. O inverso também é verdadeiro: quanto mais se afastarem, menor será a rentabilidade.

#### 2.2.3.5 Índices complementares

Na literatura costumam serem mencionados ainda outros indicadores que contribuem à mensuração do desempenho econômico-financeiro das organizações. Dentre inúmeros outros, merecem destaque o índice de Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL), o Giro dos Ativos, os earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA, em português: lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização - LAJIDA), o Economic Value Added (EVA®, em português: valor econômico adicionado), além da utilização de indicadores de desempenho de modo combinado, como o índice de Kanitz (ou termômetro de Kanitz).

O índice de **Imobilização do Patrimônio Líquido ou capital próprio** (IPL ou ICP) indica a parcela dos recursos próprios investidos em ativos não circulantes, expresso através da divisão entre os ativos não circulantes e o Patrimônio Líquido (KANESIRO, 2008). Segundo Pereira (2006), quanto menor o índice, melhor, dado que quanto maior a imobilização, menor a liquidez da empresa, o que pode comprometer o giro da empresa.

Na concepção de Kaneshiro (2009), o **Giro dos Ativos** indica a eficiência com a qual a empresa usa seus ativos para gerar vendas, ao concentrar seus esforços no sentido de reduzir os investimentos em ativos. É calculado através da relação entre as vendas líquidas e os ativos totais. Gitman (2010) alerta que esse índice merece um cuidado especial pelo fato de que empresas com ativos mais novos tendem a ter giros menores, não demonstrando exatamente incompetência operacional.

O **EBITDA** (ou LAJIDA) é um indicador apurado a partir da demonstração do resultado. A pretensão do indicador é obter uma aproximação do fluxo de caixa operacional a partir da expurgação dos juros, despesas financeiras, imposto de renda e contribuição social, depreciação e amortização (FREZZATTI; AGUIAR, 2007). Pelo fato de não considerar todas as contas do capital circulante líquido, no entendimento de Frezzati e Aguiar (2007) a *proxy* prevê margem de erro na apuração.

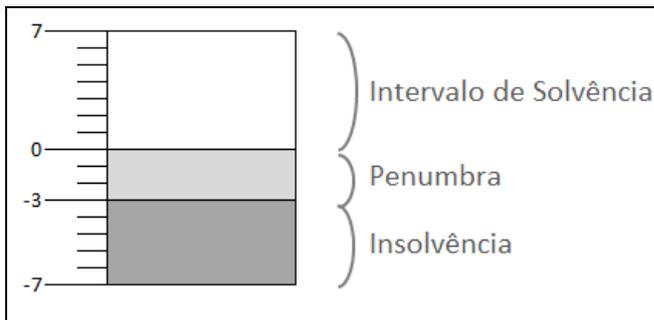
O EBITDA, ora calculado de diferentes formas, teve sua forma de cálculo padronizada pelo art. 3º, da Instrução CVM nº 527/2012 (MARAGNO; BORBA; FEY, 2014). Segundo a referida instrução normativa, o EBITDA deve ser calculado somando-se ao Lucro Líquido do período a depreciação e amortização do período, o resultado financeiro líquido, imposto de renda e contribuição social.

O **EVA®**, ou valor econômico adicionado, pode ser entendido como o resultado que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital – credores e acionistas (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Em outras palavras, Stewart (2005) assevera que o EVA® é a receita residual, ou os lucros operacionais, menos o custo pelo uso do capital. É computado tomando-se a diferença entre a taxa de retorno sobre o capital e o custo do capital (STEWART, 2005). É um conceito inovador, no entendimento de Iudícibus (2012), pois considera que o investimento efetuado pelo acionista deve ser remunerado a uma taxa mínima; sendo que uma empresa que não remunere devidamente os seus acionistas é uma empresa que destrói valor, pondera o autor.

Um dos desafios para o analista é combinar índices do tripé (liquidez, endividamento e rentabilidade), obtendo um indicador médio para a empresa (MARION, 2009). O **Termômetro de Kanitz** desenvolvido pelo professor Stephen Charles Kanitz é um exemplo de índice combinado. De acordo com Callado (2003), ao analisar cerca de 5.000 demonstrações contábeis, Kanitz desenvolveu um termômetro que teria a função de medir a capacidade financeira de empresas falidas, resultando em um método que prevê falência das empresas.

Além disso, o índice não busca somente analisar o risco de falência de uma empresa, mas também analisar a situação na qual ela se encontra, atribuindo uma nota a empresa, que pode variar entre -7,0 a +7,0, (em que -7,0 a -3,0 representa uma situação de insolvência, entre +3 a 0 em situação penumbra e de 0 a +7 em situação de solvência (MARION, 2009). Graficamente, a situação das empresas, conforme o fator verificado, é esquematizado na Figura 5.

Figura 5 - Termômetro de Kanitz.



Fonte: Adaptado de Kanesiro (2011).

Conforme asseveram Kassai e Kassai (1998), uma empresa que apresenta um fator de insolvência positivo, tem menor possibilidade de falência e essa possibilidade diminuirá à medida que o fator positivo for maior. Por outro lado, quanto menor for o fator negativo maior será a chance de a empresa encerrar suas atividades.

Pelo fato de Kanitz apenas ter demonstrado o índice, sem o ter explicado, em sua obra “Como prever falências de empresas”, recebeu críticas de outros autores, como em Marion (2009).

O Quadro 6 sistematiza os índices complementares abordados nesta obra. Dentre inúmeros índices abordados na literatura e que contribuem à mensuração do desempenho econômico-financeiro das organizações, além de outros diversos que podem ser criados gerencialmente à vontade dos administradores e analistas. Os índices aqui mencionados foram: índice de Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL), Giro dos Ativos, o EBITDA (ou LAJIDA), EVA® (ou valor econômico adicionado) e Termômetro de Kanitz.

Quadro 6 – Índices complementares às análises econômico-financeiras.

Índice	Equação
Imobilização do Patrimônio Líquido	$IPL = ANC/PL * 100$
EBITDA	$EBITDA = LL + Deprec./Amor. + Resultado Financeiro + IRPJ/CSLL$
EVA®	$EVA = NOPAT - (C\% \times TC)$
Giro dos Ativos	$G = ROL/AT$
Termômetro de Kanitz	$(TRPL*0,05) + (LG*1,65) + (LS*3,55) - (LC*1,06) - (PCT*0,33)$

Fonte: Adaptado de Marion (2009); Assaf neto e Lima (2009); Frezatti e Aguiar (2007).

A Imobilização do Patrimônio Líquido apresenta a relação entre este e os ativos de longo prazo, indicando a forma de financiamento desses ativos. O EBITDA parte do Lucro Líquido, somando despesas que não afetam o caixa e despesas não operacionais, buscando mensurar aproximadamente o fluxo de caixa operacional. O EVA® retira do resultado das atividades operacionais o custo de oportunidade do capital, identificando a criação ou destruição de valor pelas organizações. O Giro dos Ativos apresenta a proporção entre as vendas líquidas e os ativos de uma companhia e o Termômetro de Kanitz, finalmente, classifica uma organização conforme sua solvência, indicando numericamente a possibilidade de falência.

#### 2.2.3.6 Considerações acerca dos indicadores de desempenho econômico-financeiro

A análise através de indicadores tem sido um instrumento bastante utilizado para a análise de desempenho econômico-financeiro das empresas em geral. Conforme enfatizou Soares (2006), indicador de desempenho é uma medida numérica como porcentagem, quociente, ou outra comparação, monitorada em intervalos e comparada a critérios, com a finalidade principal, no entendimento de Iudícibus (2012), de possibilitar ao analista extrair tendências e comparar os quocientes com padrões preestabelecidos, fornecendo bases para inferir o que poderá acontecer no futuro.

Nesse sentido, Marion (2009) segrega os indicadores de análise econômico-financeira em três (o tripé decisório): liquidez (situação financeira), rentabilidade (situação econômica) e endividamento (estrutura de capital). Acrescentou-se neste estudo os indicadores de lucratividade e outros indicadores gerais, como de atividade, giro, desempenho e solvência, como pode ser observado sistematizada e resumidamente no Quadro 7.

O Quadro 7 sistematiza os indicadores de análise econômico-financeira abordados nesta pesquisa. No quadro, optou-se por seguir a sistematização apresentada no tópico 2.2.3 (tópicos 2.2.3.1 a 2.2.3.5), qual seja, Liquidez, Endividamento, Lucratividade, Rentabilidade e

Índices Complementares. Não obstante, cumpre-se salientar que dentre os índices complementares, alguns desses índices complementam a análise de liquidez, endividamento, lucratividade ou rentabilidade. Exemplo dessa situação é o Termômetro de Kanitz, que claramente indica a solvência de uma empresa, podendo ser também classificado como um índice de risco ou liquidez.

Quadro 7 - Quadro resumo de alguns dos principais indicadores de desempenho econômico-financeiro.

Índice		Fórmula
Liquidez	Liquidez Imediata	$LI = \text{Disponibilidades}/PC$
	Liquidez Seca	$LS = (AC - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas})/PC$
	Liquidez Corrente	$LC = AC/PC$
	Liquidez Geral	$LG = (AC + ARLP)/PC+PNC$
Endividamento	Participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais	$PCT = (PC+PNC)/([PC+PNC] + PL)$
	Garantia do capital próprio ao capital de terceiros	$GCP = PL/(PC+PNC)$
	Composição do endividamento	$CE = PC/(PC + PNC)$
Lucratividade	Margem Bruta	$MB = (LB/ROL) * 100$
	Margem Operacional	$MO = (LO/ROL) * 100$
	Margem Líquida	$ML = (LL/ROL) * 100$
Rentabilidade	TRI	$TRI = LL/AT$
	TRPL	$TRPL = LL/PL$
Índices Complementares	EBITDA	$EBITDA = LL + \text{Deprec./Amor.} + \text{Resultado Financeiro} + \text{IRPJ/CSLL}$
	EVA®	$EVA = \text{NOPAT} - (C\% \times TC)$
	Termômetro de Kanitz	$(TRPL*0,05) + (LG*1,65) + (LS*3,55) - (LC*1,06) - (PCT*0,33)$
	Giro dos Ativos	$G = ROL/AT$
	Imobilização do Patrimônio Líquido	$IPL = ANC/PL * 100$

Fonte: Adaptado de Iudicibus (2011), Marion (2009), Zdanowicz (2012), Assaf Neto e Lima (2009), Frezatti e Aguiar (2007).

Esses índices demonstram a situação econômico-financeira das organizações analisadas e representam resultado de uma série de decisões tomadas pelos gestores de cada empresa. A administração, embora interna em cada empresa, está inserida em um ambiente, o qual influencia e é influenciado. Juros mais baixos em conjunto com perspectivas de crescimento, por exemplo, influenciam nas decisões de investimento das empresas. Decisões como essa certamente impactarão na Imobilização do Patrimônio Líquido, no Endividamento da empresa (tanto em sua participação em relação ao capital próprio como em sua composição) e em sua liquidez. Por aumentar os ativos, a empresa terá de aumentar suas vendas, buscando manter ou mesmo aumentar o giro de seus ativos, caso tenha planos de manter sua rentabilidade previamente planejada. Dentre outros impactos, juros mais baixos

tenderiam a aumentar o consumo agregado (desincentivo a poupança) o que tenderia a aumentar, de fato, as vendas da hipotética companhia.

Com esse exemplo, o que se pretende demonstrar é que decisões internas tomadas pelos gestores costumam impactar grande parte, ou até mesmo todos, dos índices de desempenho, e decisões são tomadas a todo momento. Além disso, essas decisões costumam se pautar em informações, tanto internas à companhia como externas a ela.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo, a partir da construção de cinco subseções, são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa. Em seu sentido mais geral, “o método é o ordenamento que se deve auferir aos diferentes processos necessários para alcançar determinado fim estabelecido ou objetivo esperado” (LONGARAY; BEUREN, 2012, p. 30). Sob a mesma perspectiva, na visão de Marconi e Lakatos (2010, p. 204), “a especificação da metodologia da pesquisa é a que abrange maior número de itens, pois responde, a um só tempo, às questões *como?*, *com quê?*, *onde?*, *quanto?*”.

Este capítulo descreve a caracterização da pesquisa, suas classificações, o caso em estudo da pesquisa, as técnicas de coleta e tratamento dos dados, a forma com que esses dados serão analisados e interpretados, e, por fim, as limitações do estudo diante das escolhas metodológicas.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO

As pesquisas podem ser classificadas de diversas maneiras, mas para que esta classificação seja coerente, é necessário definir previamente o critério adotado para classificação (GIL, 2010). Optou-se por utilizar os delineamentos de pesquisa propostos por Vergara (2013), a qual sugere que a subdivisão das tipologias de pesquisa seja feita quanto aos fins e quanto aos meios.

Em relação aos objetivos da investigação, por se propor a analisar o desempenho econômico-financeiro das companhias do setor de carnes e derivado, o estudo se enquadra como pesquisa descritiva. As pesquisas descritivas têm como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno (GIL, 2010).

A abordagem da pesquisa foi qualitativa. Trata-se dessa abordagem por depender de análises por vezes subjetivas, influenciadas pela interpretação do pesquisador. Vieira e Zouain (2006, p. 17) expressam que “este tipo de análise tem por base conhecimentos teórico-empíricos que permitem atribuir-lhe cientificidade”.

Os procedimentos na pesquisa científica, equivalentes aos meios de investigação de Vergara (2013), se referem, segundo Raupp e Beuren (2012) à maneira pela qual se conduz o estudo e, portanto, se obtêm os dados. Nesse sentido, pelo fato de se ter utilizado informações constantes em documentos e bancos de dados para se mensurar o desempenho econômico-financeiro das companhias nos períodos em análise, a pesquisa se utiliza dos procedimentos

da pesquisa documental. Severino (2007) assevera que nesta tipologia de pesquisa se tem como fonte documentos no sentido amplo, ou seja, não somente documentos impressos, mas também outros tipos de documentos. Conforme o autor, nesse tipo de procedimento, os conteúdos dos textos analisados ainda não receberam nenhum tratamento analítico, isto é, são ainda matéria-prima, a partir da qual o pesquisador vai desenvolver sua investigação e análise.

### 3.2 POPULAÇÃO

Marconi e Lakatos (2010, p. 206) definem o termo população e amostra como “o conjunto de seres animados ou inanimados que apresentam pelo menos uma característica em comum” e é um grupo de pessoas ou empresas que interessa entrevistar para o propósito específico de um estudo (ROESCH, 2009). A delimitação do universo de pesquisa, de acordo com Marconi e Lakatos (2010), consiste explicitar que pessoas ou coisas, fenômenos etc., serão pesquisados, enumerando suas características comuns, como, por exemplo, sexo, faixa etária, comunidade onde vivem etc.

A população deste estudo é composta pelas empresas do setor de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA no período que compreende os anos de 2010 a 2014, possuindo caráter censitário, ou seja, investigou os dados referentes a toda a população. O Quadro 8 apresenta as empresas que compõem a população deste estudo.

Quadro 8 - Empresas listadas no segmento de carnes e derivados da BM&FBOVESPA em 2015.

Empresa (razão social)	Nome do pregão	Segmento*
BRF S.A.	BRF SA	Novo Mercado
Excelsior Alimentos S.A.	Excelsior	Tradicional
JBS S.A.	JBS	Novo Mercado
Marfrig Global Foods S.A.	Marfrig	Novo Mercado
Minerva S.A.	Minerva	Novo Mercado
Minupar Participações S.A.	Minupar	Tradicional

\*: Segmento de Governança Corporativa ao qual os papéis são negociados; abarca: Tradicional, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais.

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015).

### 3.3 TÉCNICA DE COLETA DE DADOS

A coleta dos dados, segundo Marconi e Lakatos (2010), é a etapa da pesquisa em que se inicia a aplicação dos instrumentos elaborados e das técnicas selecionadas, a fim de se efetuar a coleta dos dados previstos.

As técnicas de coletas dos dados, no entendimento de Marconi e Lakatos (2010), correspondem a parte prática da coleta de dados. Segundo as autoras, são consideradas como um conjunto de preceitos ou processos de que se serve uma ciência e a habilidade para usar esses preceitos na obtenção de seus propósitos. São diversas as possibilidades de técnicas de coletas de dados, sendo que Marconi e Lakatos (2010) as subdividem em dois grandes grupos: documentação indireta e direta, sendo esta ainda categorizada em direta intensiva e extensiva.

Uma vez que o estudo utiliza indicadores de desempenho coletados em relatórios contábeis, com base nas concepções de Marconi e Lakatos (2010), este estudo se utiliza das técnicas de documentação direta, que contempla a obtenção e análise de dados a partir de documentos que não receberam tratamento analítico. Mattar (2001), intitula esses dados como dados primários e argumenta, sob a mesma perspectiva, que são aqueles que ainda não foram antes coletados. Eles são pesquisados com o objetivo de atender às necessidades específicas da pesquisa em andamento.

A coleta dos indicadores de desempenho econômico-financeiros, sintetizadas no Quadro 9, das seis companhias do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA contou com o auxílio do banco de dados *Economática*®. Os indicadores de desempenho que foram coletados no referido banco de dados equivalem aos mencionados no Quadro 7, apresentado no item 2.2.3.6, com alguns ajustes: adicionaram-se a essas informações como as Receitas de Vendas no mercado interno e externo e excluindo a Liquidez Imediata e a Margem Operacional.

Quadro 9 - Indicadores econômico-financeiros coletados no *Economática*®, correspondentes ao período de 2010 a 2014, suas equações e interpretação.

	Índice	Fórmula	Indica	Interpretação	
Liquidez	Liquidez Imediata	$LI = \frac{\text{Disponibilidades}}{PC}$	A quantia que a empresa possui de Disponibilidades para cada R\$ 1 de Passivo Circulante.	Quanto maior, melhor	
	Liquidez Seca	$LS = \frac{AC - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{PC}$	A quantia que a empresa possui de Ativo Circulante sem os Estoques para cada R\$ 1 de Passivo Circulante.		
	Liquidez Corrente	$LC = \frac{AC}{PC}$	A quantia que a empresa possui de Ativo Circulante para cada R\$ 1 de Passivo Circulante.		
	Liquidez Geral	$LG = \frac{AC + ARLP}{PC + PNC}$	A quantia que a empresa possui de Ativo Circulante e Realizável a Longo Prazo para cada R\$ 1 de Passivos Exigíveis		
Endividamento	Quantidade da dívida	Participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais	$PCT = \frac{PC + PNC}{[PC + PNC] + PL}$	Qual o percentual das obrigações com terceiros exigíveis em relação às obrigações totais.	Quanto menor, melhor

		Garantia do capital próprio ao capital de terceiros	$GCP = \frac{PL}{PC+PNC}$	Qual o percentual de garantia de capital próprio em relação às obrigações exigíveis totais.	
	Qualidade da dívida	Composição do endividamento	$CE = \frac{PC}{PC + PNC}$	Qual o percentual das obrigações em curto prazo em relação às obrigações com terceiros totais.	
Lucratividade e Rentabilidade	Margem Bruta	$MB = \frac{LB}{ROL} * 100$		A quantia que a empresa obtém de Lucro Bruto para cada R\$ 1 de Vendas Líquidas.	Quanto maior, melhor
	Margem Operacional	$MO = \frac{LO}{ROL} * 100$		A quantia que a empresa obtém de Lucro Operacional para cada R\$ 1 de Vendas Líquidas.	
	Margem Líquida	$ML = \frac{LL}{ROL} * 100$		A quantia que a empresa obtém de Lucro Líquido para cada R\$ 1 de Vendas Líquidas.	
	TRI	$TRI = \frac{LL}{AT}$		A quantia que a empresa obtém de Lucro Operacional para R\$ 1 de Ativos Totais.	
	TRPL	$TRPL = \frac{LL}{PL}$		A quantia que a empresa obtém de Lucro Líquido para R\$ 1 de Patrimônio Líquido.	
Indicadores complementares	EBITDA	$EBITDA = LL + \text{Deprec./Amor.} + \text{Resultado Financeiro} + \text{IRPJ/CSLL}$		Indica o fluxo de caixa gerado pelas atividades operacionais	Quanto maior, melhor
	EVA®	$EVA = NOPAT - (C\% \times TC)$		Indica o valor econômico adicionado criado por uma empresa	
	Índice de solvência de KANITZ	$(TRPL*0,05) + (LG*1,65) + (LS*3,55) - (LC*1,06) - (PCT*0,33)$		Indica a situação de solvência de uma empresa e indica se a empresa se encontra em situação que pode a levar à falência	
	Giro dos Ativos	$G = \frac{ROL}{AT}$		A quantia que a empresa obteve de Receita Operacional Líquida para cada R\$ 1 de Ativos totais	
	Imobilização do Patrimônio Líquido	$IPL = \frac{ANC}{PL} * 100$		A quantia que a empresa aplicou no Ativo Não Circulante para cada R\$ 100 de Patrimônio Líquido	

Fonte: Adaptado de Assaf Neto; Lima (2009); Frezatti; Aguiar (2007); Iudícibus (2011); Kaneshiro (2008); Marion (2009); Matarazzo (2003); Zdanowicz (2012).

Do Quadro 7, mencionado em 2.2.3.6, é possível verificar que foram suprimidos da coleta de dados, e portanto das análises, o índice de Liquidez Imediata e a Margem Operacional. Essa exclusão se deu pela não disponibilização desses índices no banco de dados consultado (*Economática*®), bem como pela pouca contribuição desses índices caso fossem incluídos. Por outro lado, salienta-se que o EVA® também não é disponibilizado no *Economática*®. Todavia, dada importância que julgamos ter esse índice para a análise da criação de valor econômico pelas companhias, esse foi calculado manualmente, a partir de informações obtidas também no *Economática*®. Para seu cálculo, destaca-se que a taxa considerada como custo de oportunidade foi a SELIC – taxa a qual o governo remunera os títulos públicos federais, aparentemente sem risco.

As receitas com vendas no mercado interno e externo também não foram obtidas no *Economática*®. O acesso a essas informações se deu a partir das Notas Explicativas das

Demonstrações Contábeis das companhias estudadas de 2010 a 2014 – totalizando 30 Notas Explicativas, disponibilizadas no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nessa página são disponibilizados inúmeros documentos públicos relativos às companhias abertas, tais como dados cadastrais, comunicados relevantes, demonstrações financeiras padronizadas, estatutos sociais, entre diversos outros.

Após a coleta dos dados, Marconi e Lakatos (2010) sugerem que esses dados devem ser elaborados e classificados de forma sistemática. Para essas autoras, antes da análise e interpretação dos dados, devem ser realizados os seguintes passos: seleção, codificação e tabulação. Esses passos compreendem um exame minucioso dos dados, a categorização dos mesmos mediante codificação e, por fim, a disposição dos dados em tabelas, possibilitando maior facilidade na verificação das inter-relações entre eles (MARCONI; LAKATOS, 2010).

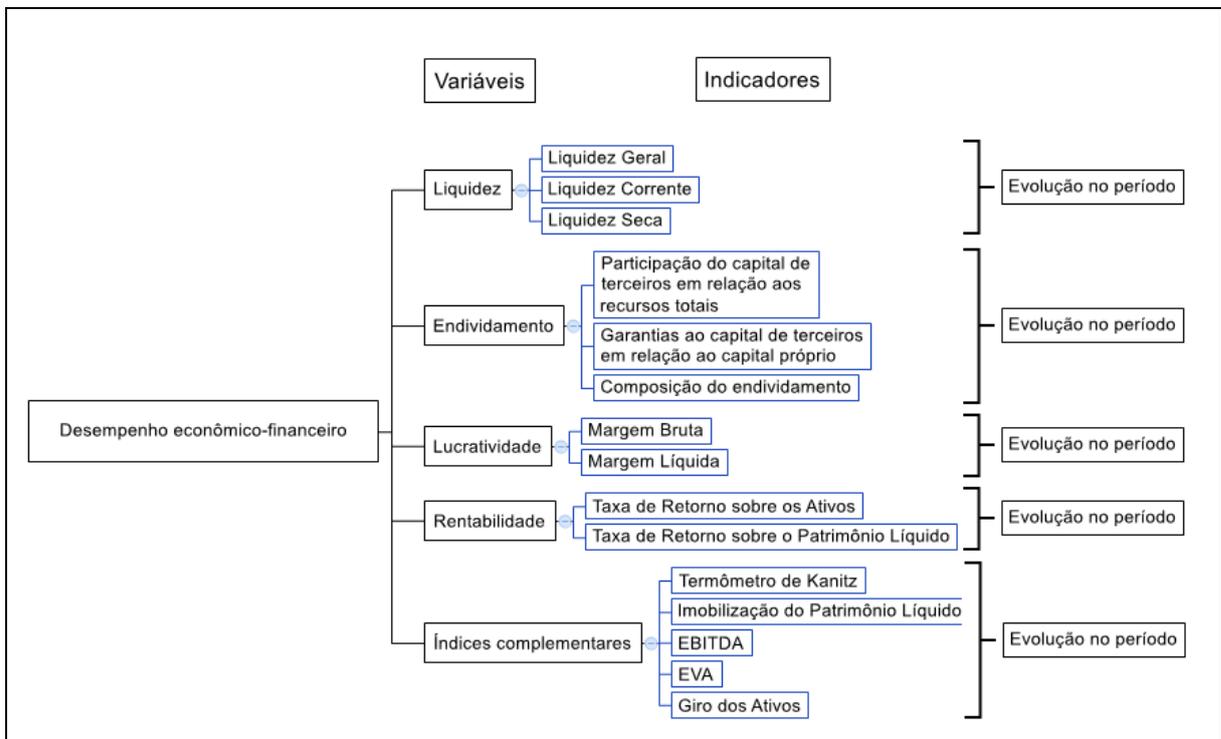
Sob essa perspectiva, após a coleta dos dados, procedeu-se à tabulação dos dados em planilhas eletrônicas e posterior agrupamento das informações, mantendo disponíveis dados acerca das empresas e do setor em cada período analisado. Nesse processo, indicadores como EVA®, Termômetro de Kanitz e participação das vendas no mercado externo foram calculados a partir dos indicadores coletados e a partir das demonstrações financeiras das companhias.

### 3.4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Colauto e Beuren (2012, p. 136) asseveram que “analisar dados significa trabalhar com todo o material obtido durante o processo de investigação, ou seja, com os relatos de observações, as transcrições de entrevistas, as informações dos documentos e outros dados disponíveis”. Nesse sentido, Marconi e Lakatos (2010) complementam destacando que a importância dos dados está não em si mesma, mas em proporcionarem respostas às investigações. Os objetivos são alcançados com a coleta, o tratamento e, posteriormente, com a interpretação dos dados (VERGARA, 2013).

A Figura 6 ilustra de forma sistemática a forma como se deu a análise e interpretação dos dados neste estudo.

Figura 6 - Estrutura de análise do desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA.



Fonte: elaborado pelo autor.

Neste estudo, a análise e interpretação dos dados se deram, primeiramente, com a organização, em planilhas eletrônicas, dos indicadores de desempenho econômico-financeiro das companhias de acordo com a sua natureza e exercícios sociais. Em seguida, analisou-se o desempenho das empresas em relação a cada variável, a partir de seus indicadores de desempenho. Essa análise, de cunho qualitativo, é baseada nos indicativos de o que cada indicador representa teoricamente, como visto no capítulo 2.2.3, sintetizado no Quadro 9. O desempenho do setor como um todo também foi analisado, sendo este a partir do cálculo de médias. As médias do setor para cada exercício foram calculadas como Média Simples e como Média desconsiderando índices fora de 1,00 desvio-padrão. Esta segunda média foi calculada com o intuito de desconsiderar os desempenhos atípicos do setor, buscando considerar apenas os desempenhos “normais” do setor.

Analisado o desempenho das empresas e do setor, calculou-se a variação percentual do setor no período analisado, buscando melhor compreender a dinâmica e as oscilações (risco) do setor.

### 3.5 ETAPAS DA PESQUISA

A exemplo do esquema visto no Quadro 1, nesta seção serão apresentadas as etapas por que este estudo transcorreu de modo esquematizado, com o intuito de facilitar a compreensão do método de como foi elaborada esta pesquisa.

Nesse sentido, o Quadro 10 apresenta o referido esquema.

Quadro 10 - Etapas da pesquisa, justificativa e execução.

Nº	Etapa (o que)	Por que	Como
1ª	Definição do objetivo e objeto do estudo, abrangência temporal, população, características metodológicas e forma de análise dos dados.	É necessário para que o estudo possa se desenvolver a pesquisa, e logo, as etapas seguintes.	As definições do objetivo e do objeto de estudo partiram do problema de pesquisa. A abrangência temporal foi definida considerando a possibilidade de posterior análise em tempo adequado ao cronograma do estudo. A população foi definida observando um que setor que pudesse ter grande impacto econômico, acessibilidade e confiabilidade dos dados. As características metodológicas foram definidas a partir das características do estudo e do setor, bem como sua análise.
2ª	Definição dos indicadores que melhor traduzam o desempenho econômico financeiro das companhias.	Para obter uma métrica de mensuração do desempenho econômico-financeiro, tornando possível sua análise.	A partir da investigação em bases teóricas (em livros, artigos e outros trabalhos acadêmicos) sobre o tema.
3ª	Coleta e tratamento dos dados e indicadores econômico-financeiros.	Para ser possível analisar o desempenho das empresas.	A coleta dos indicadores econômico-financeiros se deu através do banco de dados <i>Econômica</i> ® e através das Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras das companhias estudadas – acessadas no <i>website</i> da CVM.
4ª	Análise do perfil das empresas do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA.	Para elucidar informações da população em estudo.	A partir da análise de informações constantes nas Demonstrações Financeiras (Balanço Patrimonial e Demonstração dos Resultados do Exercício) das companhias em estudo.
5ª	Análise do desempenho econômico-financeiro das empresas estudadas	Para responder ao problema de pesquisa e tornar possível a análise do desempenho das empresas.	A partir dos indicadores de desempenho econômico-financeiro, foi analisado o desempenho das empresas por meio de análises descritivas (qualitativas) tabelas e gráficos comparativos, tomando como base a teoria sobre o tema.

Fonte: elaborado pelo autor.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

Este capítulo apresenta os dados necessários à identificação do desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA, em uma série histórica que compreende o período de 2010 a 2014.

Analisa-se, neste item, primeiramente características das empresas do setor, como seu porte, e globalmente do setor. Em seguida, o desempenho das companhias e do setor frigoríficos individualmente e como um todo (a partir do cálculo de médias do setor) no período são avaliados, no que tange principalmente à liquidez, endividamento, lucratividade e rentabilidade. Por fim, na última seção do capítulo, são sintetizados os resultados encontrados.

### 4.1 PERFIL DAS EMPRESAS DO SETOR DE CARNES E DERIVADOS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

As empresas que compõem o setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, como já mencionado, são: BRF S.A., Excelsior Alimentos S.A., JBS S.A., Marfrig Global Foods S.A., Minerva S.A. e Minupar Participações S.A. Dentre elas, apenas a Excelsior e a Minupar não integram o segmento de governança corporativa Novo Mercado da mencionada bolsa de valores, o que indica um alto grau de comprometimento com os acionistas por parte das empresas do setor, dado que as empresas que se alistam no novo mercado se comprometem a exercer um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente (BM&FBOVESPA, 2015b).

Com relação à estrutura dos investimentos que essas empresas possuem, observou-se que em 2010 as empresas do setor possuíam em média 36% de seus recursos aplicados no curto prazo, sendo o restante (64%) investido em ativos de longo prazo. Os ativos totais somados de todas as empresas do setor eram de R\$ 97,746 bilhões, sendo que a JBS, a BRF SA e a Marfrig respondiam juntas por 97,1% desse montante, com participação de 45,6%, 28,4% e 28,4%, respectivamente.

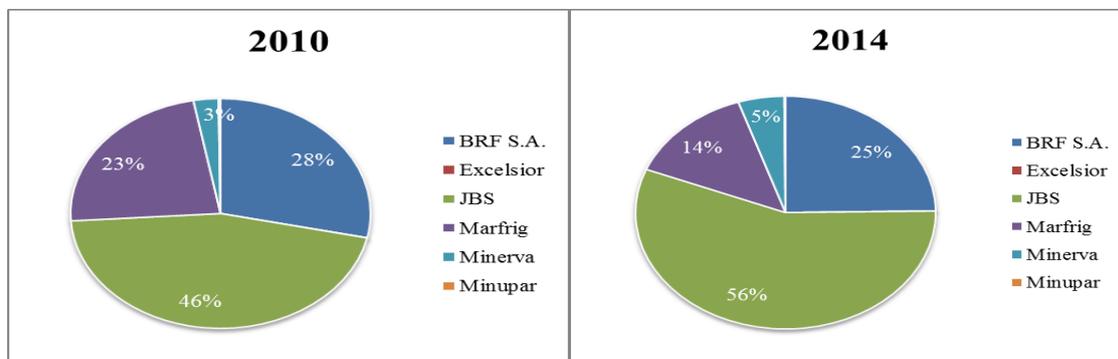
Nesse mesmo exercício, as origens desses bens remontavam principalmente a capital de terceiros (em média 62% dos recursos totais), sendo que das origens dessa natureza 38% eram exigíveis no curto prazo e 62% de longo prazo. O restante das origens, representadas por capital próprio, eram de em média 38%, sendo que a somatória do Patrimônio Líquido das

empresas setor era de R\$ 36,877 bilhões. Em 2010 o setor faturou, após deduções de impostos e devoluções, em conjunto R\$ 97,194 bilhões e lucrou R\$ 0,633 bilhão.

A natureza dos investimentos das empresas do setor se modificou em 2014. Embora ainda maiores, os frigoríficos passaram a investir mais em capital de giro. Do total de investimentos, neste ano as empresas tinham aplicado em média 54% em ativos de longo prazo e 46% em ativos de curto prazo. Os ativos totais administrados pelas empresas do setor passaram a R\$ 145,809 bilhões (crescimento de 49,17% frente a 2010), sendo que a JBS, a BRF SA e a Marfrig passaram a responder por 94,9% desses ativos (redução de 2,26%), com participação de 56,3%, 24,8% e 13,8%, respectivamente. A Minerva passou a possuir o equivalente a 5,0% dos ativos do setor.

A participação de cada uma das empresas investigadas no total de bens e direitos sob controle das empresas do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA é demonstrado na Figura 7, em 2010 e 2014.

Figura 7 – Participação dos ativos totais de cada uma das empresas do setor no total dos ativos em controle de todo o setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, em 2010 e 2014.



Observação: Excelsior e Minupar não alcançaram 1% de participação em nenhum dos anos analisados.  
Fonte: Dados primários (2015).

As origens desses recursos, no mesmo exercício, foram principalmente de capital de terceiros (70% em 2014, frente a 62% em 2010). Desses 70%, 41% eram de curto prazo e 59% eram de longo prazo, sinalizando para uma tendência de aumento nas dívidas de curto prazo entre 2010 e 2014. O capital próprio, que somou R\$ 43,666 bilhões, representou em média 30% das origens de recursos das empresas do setor. Em 2014, em conjunto, as companhias obtiveram receitas líquidas e lucros equivalentes a R\$ 177,846 bilhões (crescimento de 82,98% frente a 2010) e R\$ 3,111 bilhões (crescimento de 391,11% frente a 2010), respectivamente.

A Figura 8 sintetiza de forma esquematizada a estrutura de capital média das empresas frigoríficas, em 2010 e 2014. Ressalta-se que se trata de valores percentuais médios de cada empresa, que visam retratar a composição das origens e das aplicações de recursos, sem considerar os absolutos de tais patrimônios. Em valores brutos, salienta-se que o patrimônio total das empresas analisadas somava R\$ 145,809 bilhões em 2014, frente a R\$ 97,746 bilhões em 2010.

Figura 8 – Estrutura de capital média das empresas do setor de carnes de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, em 2010 e 2014.

2010		2014	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
AC - 36%	PC - 23%	AC - 46%	PC - 28%
ANC - 64%	PNC - 39%	ANC - 54%	PNC - 42%
	PL - 38%		PL - 30%

Fonte: Dados primários (2015).

No período, a estrutura de capital sofreu modificações. Como já mencionado, ativos de curto prazo ganharam maior importância, passando a representar quase a metade dos investimentos das empresas do setor, indicando maior preocupação com o giro das vendas. As obrigações de curto prazo também ganharam representatividade, assim como as de longo prazo – embora em menor proporção. O capital próprio, por sua vez, perdeu participação, indicando que as empresas frigoríficas têm corrido maiores riscos financeiros.

#### 4.2 DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Marion (2009) classifica os indicadores de análise do desempenho econômico-financeiro em um tripé, além de índices complementares relevantes. O tripé se consubstanciaria na análise da liquidez, do endividamento e da rentabilidade; sendo que análises de margem, índices de atividade, de giro, e outros, complementariam a análise. Sob essa perspectiva, apresenta-se a seguir a análise de desempenho das empresas frigoríficas, com relação a sua liquidez, endividamento, rentabilidade e lucratividade, giro, risco, entre outros.

#### 4.2.1 Análise da liquidez

A liquidez busca demonstrar a capacidade de pagamento das empresas, que pode ser avaliada no curto, longo ou curtíssimo prazo. A Tabela 2 apresenta a capacidade das organizações estudadas de saldar seus compromissos no curto e longo prazo, especificamente no curto prazo e no longo prazo desconsiderando os valores em estoques, respectivamente.

Tabela 2 - Índices de Liquidez Geral, Corrente e Seca das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Liquidez Geral	BRF SA	1,02	0,99	0,95	0,94	1,04	0,99
	Excelsior	0,81	0,88	0,97	1,24	1,47	1,07
	JBS	0,64	0,76	0,76	0,71	0,75	0,72
	Marfrig	0,62	0,59	0,63	0,69	0,66	0,64
	Minerva	0,72	0,71	0,75	0,72	0,71	0,72
	Minupar	0,36	0,55	0,32	0,21	0,18	0,32
	<i>Média</i>	<i>0,70</i>	<i>0,75</i>	<i>0,73</i>	<i>0,75</i>	<i>0,80</i>	<i>0,75**</i>
	<i>Média*</i>	<i>0,70</i>	<i>0,78</i>	<i>0,71</i>	<i>0,77</i>	<i>0,79</i>	-
Liquidez Corrente	BRF SA	1,73	1,39	1,55	1,57	1,78	1,60
	Excelsior	1,53	0,79	0,87	1,26	1,68	1,23
	JBS	1,52	1,72	1,68	1,63	1,65	1,64
	Marfrig	1,35	1,40	1,33	2,03	2,18	1,66
	Minerva	2,39	1,74	2,15	2,12	2,66	2,21
	Minupar	0,38	0,60	0,24	0,18	0,12	0,30
	<i>Média</i>	<i>1,48</i>	<i>1,27</i>	<i>1,30</i>	<i>1,47</i>	<i>1,68</i>	<i>1,44**</i>
	<i>Média*</i>	<i>1,53</i>	<i>1,40</i>	<i>1,36</i>	<i>1,62</i>	<i>1,82</i>	-
Liquidez Seca	BRF SA	1,36	1,06	1,15	1,20	1,52	1,26
	Excelsior	1,22	0,65	0,68	1,06	1,36	0,99
	JBS	1,04	1,20	1,23	1,24	1,18	1,18
	Marfrig	1,03	1,02	0,98	1,54	1,36	1,19
	Minerva	2,09	1,56	1,94	1,90	1,95	1,89
	Minupar	0,29	0,41	0,19	0,15	0,08	0,22
	<i>Média</i>	<i>1,17</i>	<i>0,98</i>	<i>1,03</i>	<i>1,18</i>	<i>1,24</i>	<i>1,12**</i>
	<i>Média*</i>	<i>1,16</i>	<i>0,98</i>	<i>1,01</i>	<i>1,26</i>	<i>1,36</i>	-

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\* : média do desempenho médio no período das empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

Com relação à Liquidez Geral, é possível perceber que não houve grande variabilidade: no decorrer dos cinco anos estudados a Liquidez Geral do setor variou apenas 0,10 (0,70 a 0,80). A Liquidez Geral média do setor, embora menor que 1,00, tem demonstrado melhora entre 2010 e 2014. Desconsiderando os resultados da Minupar (empresa que apresenta indicadores destoantes no setor), a constante melhora do índice médio pode ser claramente observada nos indicadores, evoluindo de 0,76 a 0,93 no período. Quando

desconsiderados os índices que se ultrapassam o desvio-padrão, a melhora no índice também pode ser claramente observada.

Quando analisado apenas a capacidade de solvência de curto prazo, por meio da Liquidez Corrente, o cenário se inverte. A média de todas as empresas, considerando os cinco anos estudados, foi de 1,44, frente a 0,75 vista na Liquidez Geral. Esse resultado permite inferir que as empresas possuem obrigações de curto prazo menores do que ativos do mesmo período, mas no geral têm obrigações de curto e longo prazo maiores do que ativos de curto prazo e ativos realizáveis a longo prazo, assim como capital de terceiros financiando investimentos, ativos imobilizados e intangíveis. Além disso, é possível observar que, na média, essas organizações costumam ter um capital circulante líquido (CCL) que equivale a 44% de seus ativos de curto prazo.

De um modo geral, a Liquidez Corrente teve um comportamento de parábola: bons índices em 2010, apresentando piora em 2011 e 2012 e registrando melhora nos anos seguintes, com exceção da Minupar, que registra tendência de queda no índice. O destaque positivo ficou por conta da Minerva, que teve Liquidez Corrente média de 2,21 (variando entre 1,74 a 2,66), e o negativo, pela Minupar, com índice médio de 0,30 (0,12 a 0,60). A interpretação desse índice demonstra, por exemplo, que em 2014 a Excelsior possuía R\$ 1,68 de ativos circulantes para cobrir cada R\$ 1,00 de dívida de curto prazo.

A análise da liquidez de curto prazo pode ser complementada retirando da composição de seu índice os estoques de insumos e produtos acabados. A Liquidez Seca, nesse sentido, demonstra a capacidade de uma empresa saldar suas obrigações de curto prazo caso houvesse uma paralização total de suas vendas ou seus estoques se tornassem obsoletos. Sob esta perspectiva, na média, as empresas do setor frigorífico ainda sim mantiveram uma situação de solvência nos anos estudados. Ao observar o comportamento médio desse índice (1,12) com o índice médio de Liquidez Corrente de 2010 a 2014 (1,44), é possível verificar que do capital circulante líquido médio dessas empresas (equivalente a 44% dos ativos de curto prazo), os estoques representam 72,7% dessa folga financeira (32% dos AC/44% dos AC). Para facilitar o entendimento, a Figura 9 ilustra essa afirmação.

Figura 9 - Participação dos estoques médios no CCL médio das empresas do setor entre 2010 e 2014.

Ativo		Passivo
LC = 1,44	LS = 1,12	PC
ANC		PNC e PL

CCL (0,44)

Fonte: Dados primários (2015).

Quanto à Liquidez Seca, com exceção da Minupar e da Excelsior, os frigoríficos apresentaram níveis médios acima de 1,00 nos anos analisados. Como destaques positivos e negativos desse índice, novamente a Minerva e a Minupar apresentaram índice de Liquidez Seca médio de 1,89 e 0,22, respectivamente. De um modo geral, é possível se observar que o comportamento desse índice seguiu ao da Liquidez Corrente: comportamento menor em 2011 e 2012 com acréscimo em 2013 e 2014.

A Tabela 3, apresentada a seguir, demonstra a evolução média em percentual em relação ao ano anterior do setor frigorífico quanto a cada índice de liquidez. Considerou-se como média do setor a média que desconsidera os índices das empresas que ultrapassaram o desvio padrão do setor, de modo a considerar apenas os resultados mais próximos à média – considerado como o desempenho mais próximo da realidade do setor.

Tabela 3 - Variação percentual dos índices de liquidez médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior.

Índice	Ano				Acumulado*
	2011	2012	2013	2014	
Liquidez Geral	12,31%	-8,94%	7,24%	3,27%	13,26%
Liquidez Corrente	-8,97%	-2,69%	19,52%	12,33%	18,92%
Liquidez Seca	-15,48%	2,80%	24,75%	7,54%	16,56%

\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

Em síntese, com relação à variação anual da liquidez média do setor, em 2011 houve queda na Liquidez Seca e corrente e aumento na Liquidez Geral se comparado ao índice de

2010. Em 2012, entretanto, houve queda da Liquidez Geral e na Liquidez Corrente, tendo variação positiva apenas na Liquidez Seca. Nos anos seguintes os três índices de liquidez tiveram crescimento, embora menor que as variações positivas de 2013. Na variação entre 2014 e 2010 os três índices registraram melhora; a Liquidez Corrente, por exemplo, cresceu 18,92% no período.

#### 4.2.2 Análise do endividamento

As empresas obtêm capital de terceiros, em maior ou menos escala, para completar as suas necessidades de capital de giro ou para imobilização. A análise deste fator se baseou na quantidade e na qualidade (pautada na composição das obrigações exigíveis, como visto em 2.2.3.2) das dívidas com terceiros. A Tabela 4 apresenta os resultados encontrados nas empresas analisadas.

Tabela 4 - Indicadores de endividamento, quanto à quantidade e qualidade da dívida, das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período.

Indicador	Empresa	Ano					Média	
		2010	2011	2012	2013	2014		
Quantidade da dívida	Participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais	BRF SA	0,51	0,53	0,53	0,55	0,57	0,54
		Excelsior	0,94	0,89	0,79	0,61	0,51	0,75
		JBS	0,59	0,56	0,58	0,67	0,70	0,62
		Marfrig	0,83	0,86	0,84	0,83	0,90	0,85
		Minerva	0,80	0,84	0,83	0,91	0,93	0,86
		Minupar	1,03	0,94	1,65	2,17	2,20	1,60
		<i>Média</i>	<i>0,78</i>	<i>0,77</i>	<i>0,87</i>	<i>0,96</i>	<i>0,97</i>	<i>0,87**</i>
		<i>Média*</i>	<i>0,86</i>	<i>0,87</i>	<i>0,71</i>	<i>0,71</i>	<i>0,72</i>	-
	Garantia do capital próprio ao capital de terceiros	BRF SA	0,97	0,89	0,90	0,83	0,76	0,87
		Excelsior	0,07	0,12	0,26	0,64	0,97	0,41
		JBS	0,68	0,80	0,73	0,48	0,42	0,62
		Marfrig	0,21	0,16	0,20	0,21	0,11	0,18
		Minerva	0,24	0,19	0,21	0,10	0,07	0,16
		Minupar	-0,02	0,06	-0,40	-0,54	-0,54	-0,29
<i>Média</i>		<i>0,36</i>	<i>0,37</i>	<i>0,32</i>	<i>0,29</i>	<i>0,30</i>	<i>0,33**</i>	
<i>Média*</i>		<i>0,30</i>	<i>0,13</i>	<i>0,35</i>	<i>0,36</i>	<i>0,34</i>	-	
Qualidade da dívida	Composição do endividamento	BRF SA	0,40	0,50	0,46	0,48	0,47	0,46
		Excelsior	0,32	0,76	0,81	0,81	0,78	0,70
		JBS	0,37	0,40	0,41	0,39	0,44	0,40
		Marfrig	0,37	0,33	0,36	0,25	0,26	0,31
		Minerva	0,26	0,34	0,30	0,29	0,29	0,30
		Minupar	0,44	0,42	0,78	0,77	0,73	0,63
		<i>Média</i>	<i>0,36</i>	<i>0,46</i>	<i>0,52</i>	<i>0,50</i>	<i>0,49</i>	<i>0,47**</i>
		<i>Média*</i>	<i>0,37</i>	<i>0,40</i>	<i>0,41</i>	<i>0,39</i>	<i>0,45</i>	-

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\* : média do desempenho médio no período das empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

Quanto à quantidade da dívida, observou-se um comportamento de grande variância principalmente entre 2010 e 2012. Nesses três anos, duas companhias se encontravam com índices elevados, enquanto as demais com índices baixos. Ressalva-se que essa oscilação provocou certa discrepância na média, tornando não totalmente seguro indicar uma única métrica como a de tendência do setor. Não obstante, dado os objetivos do estudo, no geral, no que se refere à participação de capitais de terceiros em relação aos recursos totais, é possível perceber uma grande dependência dos frigoríficos com capital de terceiros.

A participação média do capital de terceiros nas empresas desse setor, considerando todos os anos estudados, foi de 87% do total de recursos – influenciado principalmente pelo desempenho da Minupar, muito acima da média. Quando desconsiderados os índices mais distantes da média (além do desvio-padrão), observa-se que a média de Participação de Capital de Terceiros nas empresas do setor foi de 77%, tendo um comportamento de queda nos últimos anos, principalmente a partir de 2013.

O destaque positivo nesse índice foi a BRF SA, que na média utilizou 54% de recursos de terceiros, em relação ao total, entre 2010 e 2014. A Minupar, por outro lado, foi a companhia que mais utilizou recursos de terceiros (160%) em relação ao total – passivo a descoberto (Patrimônio Líquido negativo). Exemplificando, a interpretação desse índice é de que, em 2014, 70% dos recursos totais da JBS originaram de terceiros.

Marion (2009) salienta que principalmente em épocas inflacionárias é apetitoso trabalhar mais com capital de terceiros do que com capital próprio. Essa tendência é acentuada quando a maior parte do capital de terceiros é composta de exigíveis não onerosos. Não obstante, segundo esse autor, uma participação exagerada de capital de terceiros em relação ao capital próprio torna a empresa vulnerável a qualquer intempérie (MARION, 2009).

Ainda com relação à quantidade da dívida, existe outra forma de calcular a dependência de capital de terceiros por parte das empresas, o que resulta também em outra ótica de análise. A garantia do capital próprio ao capital de terceiros, nesse sentido, demonstrou que nenhuma companhia possui capital próprio suficiente para garantir a cobertura das obrigações exigíveis, em nenhum ano de análise. Esse índice demonstra também o risco a que essas empresas estão expostas.

Desconsiderando os resultados mais distantes da média (índices cujo resultado foi além do desvio padrão) é possível perceber que há uma tendência de melhora no índice médio: variou de 0,30 (em 2010) a 0,34 (em 2014), ainda que em 2012 tenha sofrido queda.

Esse índice se mostrou bastante disperso, tendo a BRF SA e a JBS com garantias em média o dobro maior que a média do setor. Quando desconsiderado apenas os resultados da Minupar, empresa que possuía passivo a descoberto e portanto índice negativo, o índice variava entre 0,43 (em 2010) a 0,47 (em 2014). Como destaque positivo aparecem a BRF SA e a JBS, com índices acima da média do setor nos anos analisados. A Minupar, a Minerva, a Marfrig e a Excelsior aparecem com resultados menos satisfatórios.

No que tange à qualidade da dívida, observou-se que em média 47% das obrigações com terceiros costumam ser de curto prazo. No geral, a proporção de dívidas de curto prazo cresceu em 2011 e 2012 e se manteve em volta de 50%.

Considerando que a proporção favorável seria de maior participação de dívidas a longo prazo, propiciando à empresa tempo maior para gerar recursos que saldarão os compromissos (MARION, 2009), a Marfrig e a Minerva se destacaram positivamente, por ter apenas cerca de 30% das dívidas a serem salgadas em até um ano. Na contramão desses resultados, a Excelsior e a Minupar possuem a maior proporção de despesas de curto prazo do setor: 70% e 63%, respectivamente.

Com relação à variação percentual média do endividamento setor em relação ao ano anterior, a Tabela 5 -apresenta a variação anual de cada um dos índices de endividamento, entre 2011 e 2014. Para o cálculo da variação considerou-se como comportamento médio do setor a média que desconsidera os índices das empresas que ultrapassaram o desvio padrão do setor, de modo a considerar apenas os resultados mais próximos à média.

Tabela 5 - Variação percentual dos índices de endividamento médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior.

Índice	Ano				Acumulado*
	2011	2012	2013	2014	
Participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais	1,16%	-17,71%	0,22%	1,23%	-15,55%
Garantia do capital próprio ao capital de terceiros	5,53%	9,96%	2,57%	-4,41%	13,76%
Composição do endividamento	8,04%	2,76%	-5,57%	17,53%	23,23%

\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

Com relação à Participação de Capital de Terceiros sobre os recursos totais, houve um decréscimo em 2012, com variações positivas nos demais exercícios, porém significativamente menores. No período, esse índice finalizou o ano de 2014 15,55% menor que 2010, indicando um menor uso de capital de terceiros por parte das empresas do setor.

A garantia do capital próprio ao capital de terceiros sofreu variação positiva em 2011, 2012 e 2013. Somente em 2014 o setor teve queda no índice. No período, o índice acumulou variação positiva em 13,76%, o que indica maiores garantias aos financiadores da empresa e, por conseguinte, menores riscos de insolvência.

Em média as organizações do setor passaram a captar mais recursos de curto prazo em relação ao total das dívidas. Apenas em 2013 houve uma redução na obtenção desse tipo de capital, indicando que as empresas do setor passaram a concentrar mais obrigações no curto prazo.

### 4.2.3 Análise da lucratividade

As margens de lucro nada mais são do que a participação que determinado resultado na composição das receitas líquidas, também obtida na análise vertical da Demonstração de Resultados do Exercício. A Tabela 6 apresenta as margens bruta e líquida das companhias frigoríficas listadas na BM&FBOVESPA.

Tabela 6 - Índice de Margem Bruta e Margem Líquida das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Margem Bruta	BRF SA	25,26	25,91	22,63	24,80	29,34	25,59
	Excelsior	19,04	31,37	29,28	32,21	30,79	28,54
	JBS	12,28	10,84	11,48	12,75	15,50	12,57
	Marfrig	16,38	14,36	15,00	12,32	12,65	14,14
	Minerva	19,01	15,10	20,91	20,63	19,37	19,00
	Minupar	7,88	7,14	5,71	18,59	21,54	12,17
	<i>Média</i>	<i>16,64</i>	<i>17,45</i>	<i>17,50</i>	<i>20,22</i>	<i>21,53</i>	<i>18,67**</i>
	<i>Média*</i>	<i>16,68</i>	<i>16,55</i>	<i>17,51</i>	<i>21,34</i>	<i>18,80</i>	-
Margem Líquida	BRF SA	3,55	5,31	2,88	3,50	7,67	4,58
	Excelsior	-9,00	3,13	4,29	8,23	7,83	2,90
	JBS	-0,48	-0,52	1,01	1,20	2,00	0,64
	Marfrig	0,88	-3,41	-0,98	-4,78	-3,42	-2,34
	Minerva	0,67	1,05	-4,54	-5,76	-5,99	-2,91
	Minupar	-25,44	-6,90	-76,91	-25,32	-1,15	-27,14
	<i>Média</i>	<i>-4,97</i>	<i>-0,22</i>	<i>-12,38</i>	<i>-3,82</i>	<i>1,16</i>	<i>-4,05**</i>
	<i>Média*</i>	<i>-0,88</i>	<i>0,06</i>	<i>0,53</i>	<i>-1,46</i>	<i>-0,86</i>	-

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\* : média do desempenho médio no período das empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

A Margem Bruta média do setor, considerando os cinco anos estudados, foi de 18,67%. Esse índice, por calcular a margem de lucro após a dedução dos custos, demonstra que os custos de produção consomem grande parte das receitas líquidas das companhias do

setor: em média 81,33% das receitas líquidas. O comportamento desse índice tem apresentado tendência de crescimento, dado que variou de 16,64% (em 2010) a 21,53% (em 2014), com crescimento em todos os anos, acumulando 4,89% de aumento no período, no setor.

As empresas que tiveram Margem Bruta acima da média do setor foram a Excelsior, a BRF SA e a Minerva. As demais empresas (Minupar, JBS e Marfrig), tiveram Margem Bruta abaixo da média de 18,67%. A interpretação desse índice demonstra que para cada R\$ 1,00 de Receita Líquida (vendas após a dedução dos impostos, descontos incondicionais, abatimentos e cancelamentos) sobraram R\$ 0,15 para a Marfrig, por exemplo, após a dedução dos custos de produção, em 2012.

Quanto à Margem Líquida, que demonstra quantos centavos de cada real de venda restaram após a dedução de todos os custos e despesas (MARION, 2009), é possível perceber que nem todas as companhias frigoríficas foram lucrativas nos anos estudados. Considerando todas as empresas do setor, entre 2010 e 2014, os resultados médios das companhias foram negativos em 4,05%.

A Minupar se destaca por ter tido o resultado mais desfavorável do setor, tendo Margem Líquida que variou entre -1,15% a -76,9%. Por ter tido Margem Bruta positiva e próxima a de outros frigoríficos, por seus resultados adversos é possível inferir que possui despesas de administração proporcionalmente maiores.

Ao se desconsiderar os resultados mais distantes da média (além do desvio-padrão) observou-se que o desempenho médio do setor foi positivo em 2011 e 2012, mas negativo nos demais exercícios. Na média do período, a Margem Líquida foi também negativa. Desconsiderando apenas os resultados da Minupar, que provavelmente não representa o desempenho do setor, o resultado médio do setor embora próximo a 0% se mostrou positivo em 0,57%. Seu comportamento médio anual, ao contrário da Margem Bruta das companhias, não teve comportamento de crescimento contínuo: obteve margens maiores em 2011 e 2014 e menores em 2012 e 2013, sendo negativa em 2010. Os resultados do setor foram influenciados negativamente pelos resultados abaixo de 0% da Marfrig e Minerva; e positivamente pelos resultados da BRF e da Excelsior.

No que tange à variação percentual média da lucratividade do setor em relação ao ano anterior, a Tabela 7 -apresenta a variação anual de cada um dos índices de endividamento, entre 2011 e 2014. Para o cálculo da variação considerou-se como comportamento médio do setor a média que desconsidera os índices das empresas que ultrapassaram o desvio padrão do setor, de modo a considerar apenas os resultados mais próximos à média.

Tabela 7 - Variação percentual dos índices de lucratividade médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior.

Índice	Ano				Acumulado*
	2011	2012	2013	2014	
Margem Bruta	-0,75%	5,75%	21,91%	-11,89%	12,75%
Margem Líquida	107,13%	751,20%	-374,44%	41,32%	2,21%

\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

A Margem Bruta teve oscilações no período, porém modestas se comparada às variações da Margem Líquida do setor. Os anos de 2011 e 2014 registraram maiores altas nos custos de produção se comparado proporcionalmente às receitas, porém entre 2014 e 2010 houve alta de 12,75% na Margem Bruta. A lucratividade líquida das organizações sofreu grandes oscilações principalmente em 2011, 2012 e 2013. Embora sob variações vultuosas, a Margem Líquida média do setor variou entre -1,46 e 0,53 no período. Comparando 2014 e 2010, a referida margem cresceu 2,21%.

#### 4.2.4 Análise da rentabilidade

O índice de rentabilidade se refere ao lucro gerado pela empresa e é medida de interesse dos sócios e acionistas das empresas, que por ele verificam a remuneração do capital aplicado. A Tabela 8 apresenta os resultados observados das companhias estudadas.

Tabela 8 - Índices de retorno sobre os Ativos Totais e sobre o Patrimônio Líquido das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
TRI	BRF SA	2,90	4,55	2,67	3,30	6,16	3,92
	Excelsior	-15,24	5,65	10,37	22,28	19,34	8,48
	JBS	-0,59	-0,68	1,53	1,63	2,93	0,96
	Marfrig	0,62	-3,13	-0,91	-5,03	-3,57	-2,40
	Minerva	0,87	1,19	-4,55	-6,31	-5,79	-2,92
	Minupar	-14,66	-4,57	-82,57	-26,73	-1,06	-25,92
	<i>Média</i>	-4,35	0,50	-12,24	-1,81	3,00	-2,98**
	<i>Média*</i>	0,95	-0,87	1,82	-1,60	1,12	-
TRPL	BRF SA	6,01	9,84	5,72	7,29	14,64	8,70
	Excelsior	-108,15	70,61	66,53	76,62	46,29	52,01
	JBS	-1,46	-1,6	3,55	5,02	9,87	3,08
	Marfrig	3,41	-20,1	-6,04	-24,17	-27,75	-14,93
	Minerva	4,29	7,24	-29,09	-52,47	-90,51	-32,11
	<i>Média</i>	-44,66	9,07	5,47	-6,12	-11,78	-9,61**
	<i>Média*</i>	3,06	5,00	1,26	-5,56	-3,74	-

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\* : média do desempenho médio no período das empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

O retorno sobre ativos totais médio das empresas do setor foi negativo se consideradas todas as empresas, impulsionado principalmente pelos resultados negativos da Minupar. O resultado do setor como um todo se mostrou um tanto disperso, variando entre a média de -25,92% (Minupar) a 8,48% (Excelsior), sendo que das seis empresas analisadas, três tiveram rentabilidade negativa sobre os ativos (Minupar, Minerva e Marfrig). Quando desconsiderados os resultados muito distantes da média (que fatalmente a influenciam demasiadamente e não retratam o desempenho do setor inteiro) verifica-se uma rentabilidade sobre os ativos média de 0,28%, porém negativas em 2011 (0,87%) e 2013 (1,60%).

O retorno sobre o Patrimônio Líquido médio do setor foi negativo em 9,61%, impulsionado negativamente pelos resultados negativos de 2010, 2011 e 2014. Quando desconsiderados os resultados mais distantes da média, verificou-se resultado negativo em 2013 e 2014, sendo positivo nos demais anos, com rentabilidade média do setor de 0,00% no período analisado. O resultado negativo se deu pelo resultado insatisfatório da Marfrig e Minerva. Destacaram-se positivamente nesse índice a Excelsior, a BRF SA e a JBS. A Marfrig e a Minerva apresentaram TRPL negativa. A Minupar, por ter tido seu Patrimônio Líquido negativo em quatro dos cinco anos estudados (passivo a descoberto), apresentou rentabilidade nula – impossibilitado a análise de sua rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.

A Tabela 9 -apresenta a variação anual dos índices de rentabilidade, entre 2011 e 2014. Para o cálculo da variação considerou-se como comportamento médio do setor a média que desconsidera os índices das empresas que ultrapassaram o desvio padrão do setor, de modo a considerar apenas os resultados mais próximos à média.

Tabela 9 - Variação percentual dos índices de rentabilidade médios do setor, entre os anos de 2011 e 2014, em relação ao ano imediatamente anterior.

Indicador	Ano				Acumulado*
	2011	2012	2013	2014	
TRI	-191,93%	308,63%	-187,95%	169,58%	17,37%
TRPL	63,56%	-74,85%	-542,18%	32,75%	-222,31%

\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

A variação percentual da rentabilidade em relação ao anterior indica grande oscilação do setor no que se refere ao retorno a seus acionistas. A Tabela 9 demonstra que entre 2010 e

2014 houve aumento na rentabilidade sobre os ativos e uma queda de mais de 200% na rentabilidade sobre o capital próprio, indicando perda de patrimônio aos acionistas. Embora as oscilações foram significativas, salienta-se que em números absolutos a variação poderia ter sido maior: a TRI variou entre -1,60% a 1,82% e a TRPL de -5,56% a 5,00%.

#### 4.2.5 Análises complementares

Nesta seção serão apresentados resultados de outros índices considerados relevantes na análise do desempenho das companhias frigoríficas da BM&FBOVESPA. Trata-se do Giro dos Ativos, do EBITDA, do EVA® e da Imobilização do Patrimônio Líquido.

##### 4.2.5.1 Análise do giro dos ativos

O Giro dos Ativos demonstra a eficiência da organização em gerar vendas e é calculado por meio da divisão entre as receitas e o Ativo Total. A Tabela 10 apresenta o Giro dos Ativos das companhias frigoríficas no período estudado.

Tabela 10 - Giro dos Ativos das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Giro dos Ativos	BRF SA	0,82	0,86	0,93	0,94	0,80	0,87
	Excelsior	1,69	1,81	2,42	2,71	2,47	2,22
	JBS	1,24	1,30	1,52	1,35	1,47	1,38
	Marfrig	0,70	0,92	0,93	1,05	1,04	0,93
	Minerva	1,30	1,14	1,00	1,10	0,97	1,10
	Minupar	0,58	0,66	1,07	1,06	0,92	0,86
	<i>Média</i>	<i>1,06</i>	<i>1,12</i>	<i>1,31</i>	<i>1,37</i>	<i>1,28</i>	<i>1,23**</i>
	<i>Média*</i>	<i>1,02</i>	<i>1,06</i>	<i>1,09</i>	<i>1,10</i>	<i>1,04</i>	-
<i>Var. Anual</i>	-	<i>3,94%</i>	<i>3,32%</i>	<i>0,92%</i>	<i>-5,45%</i>	<i>4,43%***</i>	

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\*: média do desempenho médio no período das empresas.

\*\*\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

O Giro dos Ativos tem se mostrado acima de 1,00 na média do setor no período estudado, sendo este de 1,23. O comportamento do índice no decorrer dos anos indica um crescimento entre 2010 e 2013, com leve queda, porém, em 2014. O crescimento até 2013 foi impulsionado pelo crescimento do índice de todas as empresas, exceto a JBS – que teve queda

no índice em 2013. A queda do índice em 2014 foi impulsionada pelos resultados menores no índice da BRF SA, Excelsior, Minerva e Minupar.

Considerando apenas os índices mais próximos à média do setor (dentro de 1,00 desvio-padrão), a média do setor se manteve em crescimento até 2013, porém decaindo em 2014 (-5,45%). O crescimento se deu em maior intensidade em 2011 (3,94%) e 2012 (3,32%), sendo que entre 2010 e 2014 o índice médio se elevou em 4,43%.

Em média, a Excelsior e a JBS se mostraram como destaques positivos no índice, por serem as únicas acima da média do setor no período estudado. A Excelsior, por exemplo, chegou a gerar vendas equivalentes a 2,71 dos seus ativos totais em 2013, em seu melhor momento. Por outro lado, a Minupar em 2010 vendeu apenas valores equivalentes a 0,58 de seus ativos totais. A Minupar, BRF SA, Marfrig e Minerva tiveram os resultados abaixo da média, sendo que dessas apenas a Minerva vendeu, em média, valores acima do total de seus investimentos.

#### 4.2.5.2 Análise da capacidade de geração de caixa (EBITDA)

O EBITDA (ou LAJIDA) visa indicar o fluxo de caixa operacional de uma entidade a partir da expurgação dos juros, despesas financeiras, imposto de renda e contribuição social, depreciação e amortização. A Tabela 11 apresenta o resultado do EBITDA das companhias do setor no período entre 2010 e 2014.

Tabela 11 - EBITDA das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias e valor acumulado anuais do setor e por empresa e no período e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior.

Indicador	Empresa	Ano					Soma
		2010	2011	2012	2013	2014	
EBITDA	BRF SA	2.325.005	2.887.467	2.355.581	3.135.734	4.708.737	15.412.524
	Excelsior	- 4.619	5.418	8.437	16.614	15.153	41.003
	JBS	3.512.782	3.072.031	4.334.239	6.194.143	10.376.220	27.489.415
	Marfrig	1.502.466	1.773.804	1.976.755	1.372.123	1.668.104	8.293.252
	Minerva	-	327.725	469.441	517.234	652.883	1.967.283
	Minupar	704	- 1.552	- 219.768	15.794	41.580	- 163.242
	<i>Média</i>	<i>1.222.723</i>	<i>1.344.149</i>	<i>1.487.448</i>	<i>1.875.274</i>	<i>2.910.446</i>	-
	<i>Acumulado</i>	<i>7.336.338</i>	<i>8.064.893</i>	<i>8.924.685</i>	<i>11.251.642</i>	<i>17.462.677</i>	<i>53.040.235</i>
<i>Var. Anual</i>	-	9,93%	10,66%	26,07%	55,20%	138,03%*	

\*: crescimento entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

No que se refere ao comportamento do setor na geração de caixa, esse vem crescendo anualmente. Em 2010, por exemplo, o setor frigorífico gerou R\$ 7,336 bilhões de caixa, um número que representa apenas 42% do caixa gerado em 2014, de R\$ 17,463 bilhões. No acumulado dos últimos cinco anos o setor gerou R\$ 53,040 bilhões de caixa, sendo que 2013 e 2014 representaram 54% desse valor. O crescimento médio do EBITDA gerado pelo setor foi de 25,5% ao ano, com destaque para 2014, que gerou 55% mais caixa do que o ano imediatamente anterior. Entre 2010 e 2014 o EBITDA gerado pelo setor cresceu 138,03% no ano.

Como destaque positivo na geração de caixa estão a JBS, a BRF SA e a Marfrig que, juntas, geraram 96,5% de todo o caixa do setor dos últimos cinco anos. A Minerva e a Excelsior, apesar de possuir números menores, também registraram geração de caixa positiva no setor. A Minupar, como destaque negativo, registrou geração de caixa negativa em R\$ 163,242 milhões.

Quanto à participação de cada empresa na geração de caixa, a JBS aparece como maior geradora de caixa dos últimos cinco anos no setor. No período, a JBS gerou 51,8% do caixa do setor. Desse montante, 60,3% foram nos últimos dois anos. A BRF SA, em seguida, teve um EBITDA acumulado nos cinco anos que correspondeu a 29,1% do setor, e a Marfrig, 15,6%. A Minerva gerou 3,7% do caixa do setor e a Excelsior 0,1%. A Minupar, por sua vez, -0,3%.

#### 4.2.5.3 Análise do valor adicionado (EVA®)

O EVA® é o resultado que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital, sendo calculado a partir da diferença entre a taxa de retorno sobre o capital e o custo do capital. A Tabela 12 apresenta o EVA® verificado nas companhias do setor analisado no período entre 2010 e 2014.

Tabela 12 - EVA das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior.

Indicador	Empresa	Ano					Soma
		2010	2011	2012	2013	2014	
EVA®	BRF SA	813.044	1.047.379	1.153.949	1.906.713	3.092.256	8.013.341
	Excelsior	- 2.763	4.020	5.771	9.573	7.493	24.093
	JBS	1.104.039	- 16.199	1.917.066	5.758.985	8.639.025	17.402.917
	Marfrig	1.445.489	2.146.172	2.352.094	2.010.016	2.249.562	10.203.333
	Minerva	240.762	419.593	421.294	476.151	619.193	2.176.993
	Minupar	- 6.758	1.600	- 181.682	5.829	63.743	- 117.268
	<i>Média</i>	<i>598.969</i>	<i>600.428</i>	<i>944.749</i>	<i>1.694.545</i>	<i>2.445.212</i>	-
	<i>Acumulado</i>	<i>3.593.815</i>	<i>3.602.565</i>	<i>5.668.492</i>	<i>10.167.267</i>	<i>14.671.271</i>	<i>37.703.410</i>
<i>Var. Anual</i>	-	<i>0,24%</i>	<i>57,35%</i>	<i>79,36%</i>	<i>44,30%</i>	<i>308,24%*</i>	

\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

O comportamento do setor apresenta tendência de crescimento na geração de valor. Nesse caso, mais interessante do que mensurar a média do EVA® do setor por empresa (que nesse caso sofre influência do tamanho da organização, por exemplo) é mensurar a soma do valor econômico gerado pelas companhias do setor nos últimos cinco anos. Esse acumulado foi de R\$ 37,703 bilhões, com uma média de R\$ 7,540 bilhões ao ano.

O EVA® gerado anualmente pelo setor registrou crescimento, em relação ao ano anterior, em todos os anos. O maior incremento foi em 2013, quando teve crescimento de 79,36%, seguido de 2012 (+57,35%) e 2014 (+44,30%). O EVA® gerado pelo setor em 2011 se manteve praticamente estável.

Como destaque positivo na geração de valor econômico estão a JBS, Marfrig e BRF SA. A Minerva e a Excelsior, embora em proporções menores, também geraram valores econômicos positivos, no acumulado dos anos. A Minupar, por sua vez, tem registrado valor econômico adicionado negativo no período. Entre 2010 e 2014 o índice registrou crescimento expressivo: 308,24% - isto é, triplicou o valor econômico gerado em 2010.

Chama atenção a representatividade do valor adicionado dos três maiores valores econômicos gerados acumulado no período (JBS, Marfrig e BRF SA). Dentre as seis companhias, as três empresas mencionadas geraram 94,5% do valor econômico adicionado gerado pelo setor. Desse montante, 81,6% foram gerados nos últimos três anos (2012 a 2014), impulsionado pelo bom desempenho da JBS em 2013 e 2014.

Quanto à participação das empresas no valor econômico adicionado no período analisado, 43,6% foi gerado pela JBS, 27,1% pela Marfrig, 21,3% pela BRF SA, 5,8% pela Minerva, 0,1% pela Excelsior e -0,3% pela Minupar.

#### 4.2.5.4 Análise da imobilização do Patrimônio Líquido

A Imobilização do Patrimônio Líquido, que demonstra a parcela dos recursos próprios investidos em ativos não circulantes, teve um comportamento peculiar: altas parcelas investidas em 2010, reduzindo em 2011 e 2012, porém se reestabelecendo em 2014.

Destaca-se que se entendeu como prudente retirar dos resultados médios do setor a Minupar, por ter Patrimônio Líquido negativo na maioria dos anos em estudo, o que prejudicou seu cálculo e distorcia a média do setor. Chama-se a atenção para o fato de que duas empresas (BRF SA e JBS) possuem taxas significativamente menores que as demais companhias do setor.

A Tabela 13 demonstra os resultados das empresas estudadas.

Tabela 13 - Imobilização do Patrimônio Líquido das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa, em porcentagem e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Imobilização do Patrimônio Líquido	BRF SA	66,49	69,44	73,21	73,64	64,11	69,38
	Excelsior	373,92	200,90	112,84	63,12	51,17	160,39
	JBS	81,41	71,20	75,62	90,52	93,98	82,55
	Marfrig	173,70	213,94	186,07	156,08	246,35	195,23
	Minerva	175,96	181,92	161,55	294,34	373,89	237,53
	<i>Média</i>	<i>174,30</i>	<i>147,48</i>	<i>121,86</i>	<i>135,54</i>	<i>165,90</i>	<i>149,01**</i>
	<i>Média*</i>	<i>124,39</i>	<i>191,41</i>	<i>137,20</i>	<i>95,84</i>	<i>113,90</i>	-
	<i>Var. Anual</i>	-	<i>53,88%</i>	<i>-28,32%</i>	<i>-30,14%</i>	<i>18,85%</i>	<i>-8,43%***</i>

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\* : média do desempenho médio no período das empresas.

\*\*\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Econômica*®.

O grau de imobilização médio do setor, desconsiderando a Minupar (que não foi possível calcular por ter passivo a descoberto), foi de 149,01%. Considerando apenas os índices mais próximos a média (até 1,00 desvio-padrão), esta foi maior: 177,81%. Esse resultado demonstra que, em média, as empresas desse setor costumam utilizar capital de terceiros para financiar seus ativos de longo prazo, dado que possuem ativos não circulantes maiores que o Patrimônio Líquido.

Essa média, todavia, se mostrou bastante dispersa, dado que um conjunto de três empresas (Excelsior, Marfrig e Minerva) possuíam índices de alto uso do capital de terceiros para financiar ativos não circulantes, e outro conjunto, de duas empresas (BRF SA e JBS), apresentaram situação inversa. Dentre aquelas que possuíam grande imobilização, apenas a

Excelsior demonstrou tendência clara de redução no índice. Essa oscilação influencia a média e torna inseguro apontar apenas um resultado como médio do setor.

Com relação à variação percentual anual do índice, o índice demonstrou redução em 2012 e 2013. Em 2011 e 2014, por outro lado, houve crescimento. Entre 2010 e 2014, em média o índice reduziu 8,43%.

A interpretação desse índice se dá da seguinte forma: De cada R\$ 100 de Patrimônio Líquido, a BRF SA investiu, em média (entre 2010 e 2014), R\$ 69,38 em Ativos Não Circulantes, por exemplo. Outro exemplo é a JBS, que investiu R\$ 93,98 em Ativos Não Circulantes, em 2014, de cada R\$ 100,00 de Patrimônio Líquido. Quando o índice é maior que 100% é possível inferir que a empresa captou recursos de terceiros para investir em Ativos Não Circulantes; essa situação demonstra que o capital próprio não foi origem suficiente para saldar todas os investimentos em ativos de longo prazo.

Conforme o entendimento de Pereira (2006), pautado em que quanto menor o índice melhor (dado que imobilizações muito grandes prejudicam a liquidez da empresa e logo o giro da empresa), a BRF SA e a JBS se destacaram positivamente, por terem grau de imobilização menor que a média do setor, e as demais empresas, por sua vez, se destacaram negativamente.

#### 4.2.5.5 Análise de solvência

O termômetro de Kanitz é um índice combinado que mensura a capacidade financeira de empresas, resultando em um método que prevê falência das empresas, e também avalia uma empresa, atribuindo uma nota para sua condição de solvência. A Tabela 14 apresenta os resultados das empresas estudadas.

Tabela 14 - Termômetro de Kanitz das companhias do setor entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa e variações percentuais do setor em relação ao ano anterior.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Termômetro de Kanitz	BRF SA	4,81	4,24	4,12	4,33	5,77	4,65
	Excelsior	-1,67	6,16	6,16	8,10	7,62	5,27
	JBS	2,87	3,43	3,83	3,87	3,94	3,59
	Marfrig	3,15	1,82	2,53	2,97	1,92	2,48
	Minerva	6,02	4,95	4,12	2,76	0,44	3,66
	<i>Média</i>	<i>1,76</i>	<i>3,91</i>	<i>4,02</i>	<i>3,98</i>	<i>3,82</i>	<i>3,50**</i>
	<i>Média*</i>	<i>4,21</i>	<i>4,20</i>	<i>4,07</i>	<i>3,65</i>	<i>3,74</i>	-
<i>Var anual</i>	-	<i>-0,33%</i>	<i>-3,15%</i>	<i>-10,33%</i>	<i>2,70%</i>	<i>-11,10%***</i>	

\*: média desconsiderando os índices que ultrapassam o desvio-padrão.

\*\* : média do desempenho médio no período das empresas.

\*\*\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®

O desempenho do setor a partir da ótica do termômetro desenvolvido por Kanitz aponta um setor solvente. O comportamento do índice demonstra comportamento de decréscimo entre 2011 e 2013, com pequeno acréscimo em 2014. Esse decréscimo decorre principalmente pelas reduções do índice da Minerva e da Marfrig. Considerando apenas os índices mais próximos à média, observa-se que a variação percentual anual do setor demonstra que as maiores quedas ocorreram em 2013 (-10,33%) e em 2012 (-3,15%), sendo a única variação positiva registrada em 2014 (+2,70%). Entre 2010 e 2014 a média do setor recuou 11,105, indicando uma piora na solvência do setor.

Com exceção da Excelsior, em 2010, não houve empresas em zona de penumbra ou insolvência. Ressalva-se que a Minupar não teve seu índice calculado (por não ser possível seu cálculo – impossibilidade de calcular a TRPL) e, portanto, não foi considerada na média setorial. Todas as companhias se mostraram, em média, solvente entre 2010 e 2014. O destaque positivo no índice foi a Excelsior e a BRF SA, com média de 5,27 e 4,65 no período.

O Quadro 11 classifica as empresas conforme sua zona de solvência em ordem decrescente conforme o índice.

Quadro 11 - Classificação das empresas do setor, por ano, em relação à zona de solvência conforme o Termômetro de Kanitz, entre 2010 e 2014.

Zona	2010	2011	2012	2013	2014	Média
Solvência (0 a 7)	Minerva BRF SA Marfrig JBS	Excelsior Minerva BRF SA JBS Marfrig	Excelsior Minerva BRF SA JBS Marfrig	Excelsior BRF SA JBS Marfrig Minerva	Excelsior BRF SA JBS Marfrig Minerva	Excelsior BRF SA Minerva JBS Marfrig
Penumbra (0 a -4)	Excelsior	-	-	-	-	-
Insolvente (-4 a -7)	-	-	-	-	-	-

Fonte: Dados primários (2015).

É possível observar que apenas uma empresa se encontrou em zona que não a de solvência, em um único período, a Excelsior. Essa situação indica que, em 2014, de acordo com o índice, nenhuma empresa se encontra insolvente ou corre risco de se tornar num curto período de tempo futuro. Além disso, é perceptível que, dentre as empresas que tiveram o índice calculado, em média, a Excelsior se manteve como a empresa mais solvente do setor, e a Marfrig como a empresa de maior risco.

#### 4.2.5.6 Análise das receitas

A relação entre as receitas no mercado interno e no mercado externo, como a denominação própria denota, demonstram as vendas da empresa no Brasil e no exterior. Trata-se de um índice vertical, que demonstra a participação das vendas internas ou externas em relação às vendas totais.

Nesse caso, entendeu-se como interessante mensurar a participação das vendas dos frigoríficos no mercado externo em relação ao total vendido pela empresa, bem como a evolução das receitas brutas no mercado externo em relação às mesmas vendas do ano imediatamente anterior.

A Tabela 15 apresenta a participação das vendas no mercado externo em relação às vendas totais.

Tabela 15 – Participação das receitas brutas com exportação em relação às vendas brutas totais das companhias entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa no período.

Indicador	Empresa	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Percentual da Receita Bruta exportado	BRF SA	36,21%	35,30%	37,27%	43,82%	42,27%	38,97%
	JBS	37,96%	35,42%	32,15%	24,27%	26,22%	31,20%
	Marfrig	66,49%	56,78%	66,93%	67,34%	65,09%	64,52%
	Minerva	26,14%	46,74%	46,64%	44,79%	23,02%	37,47%
	Minupar	38,56%	39,72%	41,50%	41,35%	37,42%	39,71%
	<i>Média</i>		<i>36,21%</i>	<i>35,30%</i>	<i>37,27%</i>	<i>43,82%</i>	<i>42,27%</i>

Fonte: Dados primários (2015).

As participações das exportações nas vendas empresas, em média, cresceram entre 2010 e 2012, com queda em 2013 e 2014. Observando cada empresa em participar, é possível perceber que essas tiveram um comportamento variado a depender de cada companhia. Se, por um lado, entre 2010 e 2014, algumas empresas tiveram sua participação de vendas no mercado externo em relação às vendas totais crescente, por outro lado, outras companhias a diminuíram.

A Minerva, empresa que possui maior participação de vendas no mercado externo, teve queda em 2011, com recuperação em 2012, e ligeira queda novamente em 2014. No período analisado, embora a participação das receitas com exportações em relação ao total tenha caído, as vendas no mercado externo cresceram 4%, frente ao crescimento de 17% das vendas brutas no mercado interno.

A segunda empresa com maior participação das vendas no exterior em relação ao total de suas vendas, a BRF SA, registrou tendência de crescimento entre 2010 e 2014, com ligeira queda em 2014. No período analisado, as vendas externas cresceram 10% (2011); 16% (2012); 16% (2013) e 0,5% (2014) em relação ao ano imediatamente anterior. As vendas internas, por sua vez, decaíram apenas em 2014, o que explicou o crescimento da participação das vendas externas em relação às vendas totais. No acumulado, as vendas externas cresceram 48% no período, frente a 15% das vendas internas.

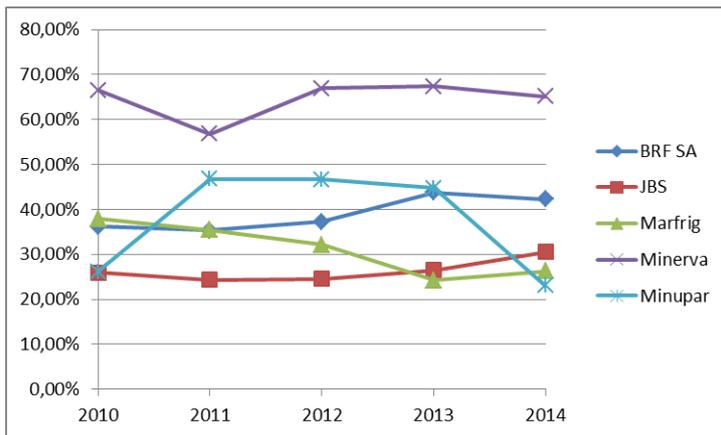
A Minupar obteve forte alta na participação do mercado externo em sua receita em 2011 (179%), com manutenção nos anos seguintes, até uma forte queda em 2014 (58%). Cabe-se destacar que embora a participação das vendas externas em relação ao total tenha finalizado 2014 menor ao visto em 2010, as vendas externas cresceram 35% entre 2010 e 2014, frente ao crescimento de 59% das vendas no mercado interno.

A participação das vendas da Marfrig em relação ao total das vendas se comportou em queda no período analisado. Embora as vendas no mercado externo tenham crescido entre 2010 e 2012, as vendas no mercado interno cresceram em um ritmo maior. A forte queda na participação das vendas externas em relação ao total em 2013 foi impulsionada pela queda nas vendas no mercado externo em 42%; a participação só não foi menor pois as vendas no mercado interno naquele ano também caíram, essas em 12%. Entre 2010 e 2014, as vendas da Marfrig no mercado interno cresceram 52%, frente a uma queda de 12% no mercado externo.

A JBS, empresa que em média menos exportou em relação ao total de suas vendas (26% das vendas brutas), se manteve relativamente estável entre 2010 e 2012, com crescimento em 2013 e 2014. Quanto ao crescimento das vendas no mercado externo em relação a essas vendas no ano anterior, a empresa teve crescimento em todos os períodos: 6% (2011); 23% (2012); 33% (2013) e 50% (2014). Logo, a participação somente não foi maior devido ao grande crescimento também das vendas internas: 15% (2011); 22% (2012); 19% (2013) e 23% (2014). No acumulado do período analisado, as vendas da JBS no mercado externo cresceram 157%, frente a 106% no mercado interno.

A Figura 10 ilustra graficamente o comportamento da participação das vendas no mercado externo das companhias frigoríficas estudadas.

Figura 10 – Comportamento da participação das vendas brutas no mercado interno em relação às vendas brutas totais das companhias entre os anos de 2010 e 2014.



Fonte: Dados primários (2015).

Em 2014, é possível perceber que as empresas que mais exportavam, em relação ao total de suas vendas, foram, nessa ordem, a Minerva, a BRF SA, a JBS, a Marfrig e a Minupar. Salienta-se que a Excelsior não realizou exportações no período que compreende os anos de 2010 e 2014.

A Tabela 16 apresenta o crescimento das vendas brutas no mercado externo em relação às vendas brutas no mercado externo no ano imediatamente anterior das companhias entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa.

Tabela 16 - Crescimento das vendas brutas no mercado externo em relação às vendas brutas no mercado externo no ano imediatamente anterior das companhias entre os anos de 2010 e 2014, bem como suas médias anuais do setor e por empresa.

Indicador	Empresa	Ano				Média	Cresc. Acum.*
		2011	2012	2013	2014		
Percentual de crescimento das vendas no mercado externo	BRF SA	9,94%	15,57%	15,72%	0,47%	10,43%	47,73%
	JBS	5,53%	22,69%	32,51%	49,98%	27,68%	157,32%
	Marfrig	21,43%	2,24%	-41,55%	21,77%	0,97%	-11,64%
	Minerva	1,84%	28,94%	25,15%	24,39%	20,08%	104,41%
	Minupar	167,24%	69,87%	-28,87%	-58,26%	37,50%	34,79%
	Média	41,19%	27,86%	0,59%	7,67%	19,33%	66,52%

\*: variação entre 2010 e 2014.

Fonte: Dados primários (2015).

A Tabela 16 demonstra que, em média, os anos de 2011 e 2012 foram os melhores para a exportação de carnes e derivados. Nesses anos, nenhuma das empresas registrou quedas nas exportações em relação ao ano imediatamente anterior. Os anos de 2013 e 2014, por outro lado, tiveram crescimentos menores, sendo que duas empresas registraram quedas nas exportações se comparado ao ano anterior, a Marfrig e a Minupar.

Quanto ao acumulado entre 2010 e 2014, a JBS e a Minerva se destacaram positivamente, por terem mais que dobrado suas vendas ao mercado externo no período. A BRF SA e a Minupar também registraram crescimentos positivos em suas Receitas no Mercado Externo. A Marfrig, por sua vez, se destacou negativamente por ter registrado queda em suas exportações entre 2010 e 2014.

Com relação às exportações de todas as empresas do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, é possível perceber que não houve redução das vendas brutas em relação ao ano anterior em nenhum dos exercícios.

A Tabela 17 apresenta informações relacionadas às receitas do setor frigorífico, a partir da soma das receitas individuais das empresas estudadas, entre 2010 e 2014.

Tabela 17 – Receita Bruta no mercado interno e externo entre 2010 e 2014, bem como o crescimento anual e acumulado da receita no mercado externo do setor.

Item	2010	2011	Ano 2012	2013	2014	Cresc. Acum.*
Receitas M. Interno	70.730.451	83.829.489	97.893.300	104.990.260	124.799.702	76,44%
Receitas M. Externo	33.137.117	36.380.381	42.487.233	48.022.093	62.720.545	89,28%
Receitas totais	103.869.578	120.211.881	140.382.545	153.014.366	187.522.261	80,54%
Cresc. Rec. M. Externo	-	9,79%	16,79%	13,03%	30,61%	89,28%**

\*: variação entre 2010 e 2014.

\*\* : Em relação ao ano imediatamente anterior.

Fonte: Dados primários (2015).

As vendas totais das empresas cresceram 80,54% entre 2014 e 2010. As vendas do setor ao mercado externo cresceram em proporção maior se comparadas às vendas no mercado interno. As vendas no mercado externo cresceram em todos os anos quando comparado ao ano imediatamente anterior entre 2011 e 2014, sendo o maior crescimento registrado em 2014.

Em números brutos, entre 2010 e 2014 o setor faturou o equivalente a R\$ 704,990 bilhões, sendo que 48,30% desse valor correspondente às receitas de 2013 e 2014. Quanto às exportações, essas somaram R\$ 222,747 bilhões entre 2010 e 2014. Deste valor, 49,72% corresponderam as Receitas no Mercado Externo de 2013 e 2014. Sob esta perspectiva, dentre o total exportado no período (2010 a 2014), 15% foram em 2010; 16% em 2011; 19% em 2012; 22% em 2013 e 28% em 2014. Essa participação de cada exercício frente ao total exportado entre 2010 e 2014 demonstra o crescimento nas vendas ao exterior nos últimos anos.

#### 4.2.6 Síntese do desempenho do setor

Como visto, a análise de desempenho econômico-financeiro de empresas foi avaliada a partir de indicadores, sendo esta avaliação pautada na análise de diversos fatores, tais como liquidez, endividamento, lucratividade e rentabilidade, taxa de Imobilização do Patrimônio Líquido, entre outros.

Quanto à Liquidez Geral, destacaram-se positivamente a Excelsior e a BRF SA. No que tange a Liquidez Corrente e seca, destacou-se positivamente a Minerva. A Minupar, por sua vez, destacou-se negativamente. De um modo geral, quanto a este fator (liquidez) o setor se comportou em crescimento, com queda apenas em 2011 na Liquidez Corrente e Seca média

e em 2012 na Liquidez Geral. No período analisado, em média, o setor de carnes e derivados possuiu Liquidez Geral abaixo de 1,00, e Liquidez Corrente e seca acima de 1,00.

No que tange ao endividamento, quanto à quantidade da dívida, mensurada pela participação de capitais de terceiros nos recursos totais e pela garantia do capital próprio em relação a capital de terceiros, a BRF SA e a JBS se destacaram positivamente em ambos por serem as empresas que menos utilizaram recursos dessa origem. Com relação à qualidade da dívida (composição do endividamento), destacaram-se positivamente a Minerva e a Marfrig, por terem, proporcionalmente, as menores obrigações de curto prazo. Negativamente se destacaram a Minupar, por ter garantias de capital próprio negativas (em virtude do passivo a descoberto) e alta concentração das dívidas no curto prazo, e a Excelsior, por ter a maior participação de dívidas de curto prazo com relação ao total de dívidas exigíveis do setor.

O desempenho do setor nesse índice, quanto à quantidade da dívida, desconsiderando os resultados mais distantes da média, os índices se mantiveram em melhora, com tendência de menor uso de capital de terceiros e, logo, maior garantia de capitais próprios em relação ao de terceiros. O setor se mostrou como altamente dependente de capitais de terceiros: média de 77% por empresa entre 2010 e 2014. A maior parte dessas dívidas tem sido de longo prazo; na média do período, 40% das dívidas eram de curto prazo (frente a 60% de longo prazo) – com tendência de crescimento (não avançou apenas em 2013).

A lucratividade do setor quando descontados apenas os custos de produção se manteve, em média, em 18,18% das receitas líquidas, com tendência de crescimento (dada a variação positiva em todos os anos). A Excelsior e a BRF SA se destacaram positivamente neste índice (28,54% e 25,59%, respectivamente). Desconsiderando os resultados mais distantes da média, a Margem Líquida teve média em -0,52% da Receita Líquida, no período, prejudicada pelos resultados da Marfrig e Minerva.

Com relação à rentabilidade, observou-se que o desempenho não seguiu tendências, mas bastante dispersão entre as empresas. No que se refere à rentabilidade sobre os ativos, a média do setor no período se encontrou em 0,28%, sendo que três empresas apresentaram TRI positiva e três, negativa; que variou entre -25,92% e 8,48%. Quanto à rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, o índice variou entre -34,64% e 8,53%.

O Giro dos Ativos do setor foi em média maior que 1,00, com comportamento de crescimento entre 2010 e 2013 e queda somente em 2014. Destacaram-se positivamente, neste índice, a Excelsior e a JBS e, negativamente, a Minupar e a Marfrig. O período de maior crescimento no índice do setor se deu em 2011 e 2012.

Com relação ao EBITDA gerado pelas empresas analisadas, destaca-se que, em conjunto, os frigoríficos geraram R\$ 53,040 bilhões de caixa no acumulado dos cinco anos. O EBITDA gerado tem registrado crescimento médio de 25,5% ao ano, com destaque para 2014 – que cresceu 55%. No acumulado do período, a JBS gerou mais que 51,8% do caixa gerado pelo setor, frente a 29,1% da BRF SA, 15,6% da Marfrig, 3,7% da Minerva, 0,1% da Excelsior e -0,3% da Minupar.

O EVA® gerado pelas companhias nos cinco anos foi de R\$ 37,703 bilhões. O EVA® tem crescido anualmente em média 45%, com destaque em 2013 – quando cresceu 79% em relação ao ano anterior. As companhias que tem adicionado maior valor econômico foram a JBS, a Marfrig, a BRF SA e a Minerva, com participação de 46,2%, 27,1%, 21,3%, 5,8%, respectivamente, do total gerado pelo setor. A Excelsior participou com 0,1% do valor gerado e a Minupar com -0,3%.

Com relação à Imobilização do Patrimônio Líquido, o índice médio do setor (considerando apenas os índices mais próximos à média) foi de 132,55%. O comportamento do setor se mostrou em queda entre 2012 e 2013, com crescimento em 2011 e 2014. A média do setor demonstrou que as empresas analisadas costumam utilizar em média 1,32 do valor do Patrimônio Líquido nos ativos de longo prazo, sendo esses 0,32 do índice obtidos com capital de terceiros. As companhias que menos imobilizaram o Patrimônio Líquido foram a BRF SA e a JBS, sendo que as mais imobilizadas são a Minerva e a Marfrig. O cálculo do índice da Minupar foi prejudicado devido ao fato de possuir passivo a descoberto nos períodos analisados.

A situação de solvência e risco das empresas analisadas demonstrada a partir do Termômetro de Kanitz indicou que nenhuma empresa se encontra em situação de risco atualmente. Exemplos positivos de empresas solventes foram a Excelsior, BRF SA, Minerva e a JBS com índices maiores que o da média do setor entre 2010 e 2014. A Minupar não teve o índice calculado, por não ser possível calcular sua TRPL – índice integrante do termômetro de Kanitz.

Quanto à participação das vendas no mercado externo em relação às vendas totais, observou-se que, na média, as empresas estão ampliando a participação das vendas no mercado externo em relação às vendas totais. As exportações do setor em 2010 correspondiam 38,56% das vendas totais, com seguidos aumentos os anos seguintes, chegando a 41,35% em 2013. Em 2014, todavia, houve uma queda nessa participação, voltando aos patamares de 37,42%.

Sob outra perspectiva, mas ainda com relação às Receitas no Mercado Externo, foi possível observar que as exportações de carnes e derivados do setor têm crescido continuamente. Em todos os anos houve crescimento das exportações frente ao exportado no ano anterior – no acumulado dos cinco anos estudados o crescimento foi de 89,28%. Dentre o total exportado entre 2010 e 2014 (R\$ 222,747 bilhões), salienta-se que 49,72% desse valor foram exportados em 2013 e 2014.

Finalmente, apresentam-se resumidamente na Tabela 18 os índices médios verificados no setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA.

Tabela 18 - Índices médios de desempenho econômico-financeiro entre os anos de 2010 e 2014.

	Indicador	Ano					Média
		2010	2011	2012	2013	2014	
Liquidez	Liquidez Geral	0,70	0,78	0,71	0,77	0,79	0,75
	Liquidez Corrente	1,53	1,40	1,36	1,62	1,82	1,55
	Liquidez Seca	1,16	0,98	1,01	1,26	1,36	1,15
Endividamento	Participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais	0,86	0,87	0,71	0,71	0,72	0,77
	Garantia do capital próprio ao capital de terceiros	0,30	0,13	0,35	0,36	0,34	0,30
	Composição do endividamento	0,37	0,40	0,41	0,39	0,45	0,40
Lucratividade e Rentabilidade	Margem Bruta (em %)	16,68	16,55	17,51	21,34	18,80	18,18
	Margem Líquida (em %)	-0,88	0,06	0,53	-1,46	-0,86	-0,52
Rentabilidade	TRI (em %)	0,95	-0,87	1,82	-1,60	1,12	0,28
	TRPL (em %)	3,06	5,00	1,26	-5,56	-3,74	0,00
Indicadores completos	Giro dos Ativos	1,02	1,06	1,09	1,10	1,04	1,06
	Imobilização do Patrimônio Líquido (em %)	124,39	191,41	137,20	95,84	113,90	132,55
Indicadores	Termômetro de Kanitz	4,21	4,20	4,07	3,65	3,74	3,97
	EBITDA*	7.336.338	8.064.893	8.924.685	11.251.642	17.462.677	53.040.235
	EVA®*	3.593.815	3.602.565	5.668.492	10.167.267	14.671.271	37.703.410
	Cresc. Exportações**(em %)	-	9,79	16,79	13,03	30,61	89,28*

\*: referem-se ao somatório dos anos, e não a média anual.

\*\* : Crescimento das exportações do setor em relação ao ano anterior; A “Média” refere-se ao crescimento acumulado entre 2010 e 2014.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de *Economática*®.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A preocupação com o desempenho econômico-financeiro das empresas se tornou condição *sine qua non* para atrair capital e também para garantir a sobrevivência das organizações. Neste sentido, esse estudo teve como objetivo identificar o desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA entre o período de 2010 a 2014.

Para tanto, resultando do primeiro objetivo específico mencionado em 1.3.2, foi elaborada uma revisão teórica abordando os principais aspectos relacionados ao setor de carnes e derivados, bem como descrevendo as principais bases de conhecimento acerca de desempenho econômico-financeiro. Com isso, foi possível identificar os principais indicadores, que serviram de base às análises empreendidas em seguida.

Para se mensurar o desempenho econômico-financeiro foram utilizados índices de liquidez, endividamento, lucratividade e rentabilidade, grau de imobilização, EBITDA, EVA®, entre outros.

Com o intuito de atender ao segundo objetivo específico, foram coletados os indicadores de desempenho econômico-financeiros no *software Economática®*, bem como foram calculados indicadores não apresentados pelo referido banco de dados. Esses indicadores complementares foram elaborados a partir dos indicadores informados pelo *Economática®*, bem como por informações constantes nas Demonstrações Contábeis das empresas e de suas Notas Explicativas.

O alcance do terceiro objetivo específico se deu mediante a efetiva análise do desempenho das companhias estudadas. Quanto a esse aspecto, os resultados do setor se mostraram, em média – considerando os cinco anos estudados –, com liquidez de curto prazo satisfatória e de longo prazo insatisfatória, ambas, porém, com tendência de crescimento. Demonstraram, também, que as organizações estudadas possuem elevada Participação de Capital de Terceiros como origens de recursos e com garantias de capital próprio sobre o capital de terceiros inferiores ao seu Patrimônio Líquido. As dívidas com terceiros costumam ser compostas em maior parte por obrigações de longo prazo, porém a tendência é de utilização maior de obrigações de curto prazo.

As margens de lucro se mostraram relativamente baixas, sendo cerca de 80% das receitas líquidas consumidas pelos custos de produção. Ao se descontarem as demais despesas a margem dos frigoríficos se mostrou, em média, negativa. Ainda que descontado os índices mais distantes da média, a Margem Líquida se encontrou negativa (-0,52%); algumas

empresas, todavia, apresentaram margens médias positivas em 4,58% e 2,90%. A rentabilidade média dos frigoríficos, por conseguinte, também foi negativa, tanto em relação aos investimentos totais como em relação ao capital próprio. Quando desconsiderados os índices mais distantes da média, a TRI se mostrou positiva em 0,28% e a TRPL foi nula (0,00%), na média do período.

Indicadores complementares de análise mostraram o setor como solvente (termômetro de Kanitz), com vendas anuais que representam 123% dos ativos totais, com alta Imobilização do Patrimônio Líquido (150% maior que o capital próprio), além de auferirem Receita Bruta decorrente de exportações de em média 38,97%. As companhias do setor geraram caixa, nos cinco anos, de R\$ 53,040 bilhões e adicionaram valor econômico (EVA®) de R\$ 37,703 bilhões.

Como exemplos de empresas de bom desempenho, quanto à liquidez, de curto prazo, destacou-se a Minerva e, de longo prazo, a Excelsior. Com relação à quantidade da dívida, a BRF SA se mostrou como menos dependente de capital de terceiros e, quanto à qualidade da dívida, a Minerva e a Marfrig utilizaram maior quantidade de capital de longo prazo. A BRF SA foi a empresa mais lucrativa e a Excelsior apresentou a melhor rentabilidade. A JBS gerou, sozinha, 51,8% do EBITDA e 46,2% do EVA® gerados pelo setor no período analisado, a maior participação entre as empresas em ambos os índices.

Proporcionalmente, a BRF SA imobilizou a menor quantia de Patrimônio Líquido e a Excelsior conseguiu gerar a maior quantidade de vendas em relação ao seu Ativo Total. A Excelsior também foi a empresa que mais alavancou sua rentabilidade ao utilizar capital de terceiros (3,19 vezes) e também teve a melhor solvência entre as empresas. A Minupar se destacou negativamente na análise a partir de indicadores por apresentar liquidez muito abaixo de 1,00, alta dependência de capital de terceiros de curto prazo, Margem Líquida e rentabilidade negativas, EBITDA e EVA® negativos, maior Imobilização do Patrimônio Líquido e se enquadrar na zona de penumbra do termômetro de Kanitz em 2013 e 2014.

## 5.1 LIMITAÇÕES

Como limitações deste estudo se destaca a oscilação em alguns índices de desempenho econômico-financeiro dentro do setor e a impossibilidade de cálculo de alguns índices quando da inexistência de outros (índices e informações) por parte de uma das empresas em estudo.

A oscilação demasiada em alguns indicadores de desempenho, tal como no endividamento, prejudicou o cálculo do desempenho do setor. Desse modo, índices que

demonstrariam o desempenho médio do setor, mesmo desconsiderando os índices atípicos, devido a variabilidade, não se tornaram precisos na mensuração do desempenho do setor.

Além disso, a impossibilidade de calcular alguns indicadores da empresa Minupar, tal como a TRPL e o Termômetro de Kanitz, também pode ter influenciado o desempenho do setor, influenciando, da mesma forma, nos resultados do estudo.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES

Sugere-se, finalmente, que novos estudos sejam realizados considerando organizações frigoríficas não somente do setor de carnes e derivados da BM&FBOVESPA, mas também outras companhias do setor, em períodos temporais mais abrangentes. A utilização de um maior número de empresas e um horizonte temporal maior possibilitaria uma maior precisão nos resultados do setor, além de evitar a influência significativa de empresas com desempenho atípico nos resultados médios do setor.

## REFERÊNCIAS

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **Relatório setor de carnes brasileiro**. Junho, 2011.

ADRIANO, A. P. **Diagnóstico Financeiro da Empresa PLANEFAZ**. 2004. 111f. Trabalho de Conclusão de Estágio (Graduação em Administração). Curso de Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2004.

AGUSTINI, C. A. Gestão financeira nos micro e pequenos empreendimentos no contexto do agronegócio: uma abordagem de desenvolvimento sustentável. **Revista da Micro e Pequena Empresa**, Campo Limpo Paulista, v.3, n.1, p.3-24, 2009.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

AZEREDO, A. J.; SOUZA, M. A.; MACHADO, D. G. Desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas Brasileiras: uma análise do período de 2000 a 2006. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 117 – 142, 2009.

BACEN (2015). Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICCONCEITO>>. Acesso em 26 mar. 2015.

BERTI, A. **Diagnóstico Empresarial**. São Paulo: Ícone, 2001.

BM&FBOVESPA. Índice Bovespa – Ibovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>>. Acesso em 07 abr. 2015a.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**: novo mercado. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 22 abr. 2015b.

BRAGA, H. R. **Demonstrações contábeis**: estrutura, análise e interpretação. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BRASIL. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, 2007. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm)>. Acesso em 16 nov. 2014.

BRASIL. **Lei nº 12.973**, de 13 de maio de 2014. Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL [...]. Brasília, 2014. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2014/Lei/L12973.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/Lei/L12973.htm)>. Acesso em 26 mar. 2015.

BRASIL. MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO. **Norma Regulamentadora 36:** segurança e saúde no trabalho em empresas de abate e processamento de carnes e derivados, 2013.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm)>. Acesso em 16 nov. 2014.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira:** teoria e prática. São Paulo: Thomson, 2006.

CALLADO, A. C.; CALLADO, A. L. C. **Análise contábil das empresas.** In: CARMONA, C. U. M. (Org.). Finanças corporativas e mercados. São Paulo: Atlas, 2009. p. 23-47.

CALLADO, A.L.C. Estudo sobre insolvência entre empresas paraibanas: uma aplicação do termômetro de Kanitz. **SEBRAE – Biblioteca On Line**, Ceará, 7 jan. 2005. Disponível em: <<http://www.manoel.pro.br/artigos/insolv.pdf>>. Acesso em 28 mar. 2015.

CERTO, S. C.; PETER, J. P. **Administração estratégica:** planejamento e implantação da estratégia. São Paulo: Makron Books, 1993. 469 p.

CLAUDINO FILHO, C. J. **Desempenho econômico-financeiro:** um estudo com indicadores tradicionais e de fluxos de caixa em empresas brasileiras de capital aberto. 2009. 197f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), Univali, Biguaçu, 2009.

COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. Apresentação e estrutura do trabalho monográfico de acordo com as normas da ABNT. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade:** teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 145-185

COUTO, V. D.; FABIANO, D.; RIBEIRO, K. C. S. Gestão financeira de curto prazo: uma análise do comportamento das empresas do IBOVESPA em resposta à crise econômica. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 16, n. 3, p. 46-64, 2011.

CPC - COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC 26 (R1):** Apresentação das Demonstrações Contábeis. Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 1 (IASB – BV 2011). Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=57>>. Acesso em 22 abr. 2015.

CVM. **Instrução CVM 527**, de 04 de outubro de 2012. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR, 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst527.html>>. Acesso em 07 abr. 2015.

FERREIRA, J. A. S. **Finanças corporativas:** conceitos e aplicações. São Paulo, SP: Pearson, 2005. 556 p.

FRANCISCO, J. R. S.; AMARAL, H. F.; FERNANDES, N. A. C.; DUCA, A. F.; BERTUCCI, L. A. Gestão financeira do segmento bancos como processo de tomada de decisão: aplicação do Modelo Dinâmico. **Pensar Contábil**, v. 14, n. 55, p. 41-51, 2012.

FREIRE, A. **Estratégia: sucesso em Portugal**. 9. ed. Lisboa: Editora Verbo, 2003.

GAZZONI, E. I. **Fluxo de caixa- ferramenta de controle financeiro para pequena empresa**. 2003. 96 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 3, set./dez. 2007. p. 07-24

HALL, R. J.; COSTA, V. C.; KREUZBERG, F.; MOURA, G. D.; HEIN, B. Contabilidade como uma ferramenta da gestão: um estudo em Micro e pequenas empresas do ramo de comércio de Dourados/MS. **Revista da Micro e Pequena Empresa**, Campo Limpo Paulista, v.6, n.3, p.4-17, 2012.

HOCAYEN-DA-SILVA, A. J.; DEBOÇÃ, L. P. Diagnóstico organizacional em sociedades cooperativas de Crédito: um estudo de caso. **Rev. Organizações Rurais & Agroindustriais**, Lavras, v. 9, n. 3, p. 349-361, 2007.

IBGE. Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA e Índice Nacional de Preços ao Consumidor - INPC. Disponível em:  
<[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca/defaultinpc.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm)>. Acesso em 26 mar. 2015.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

\_\_\_\_\_. **Contabilidade Gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

KANESIRO, J. C.. **Desempenho econômico-financeiro e análise envoltória de dados (DEA): Um estudo em meios de hospedagem no Brasil**. 2008. 155 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Turismo e Hotelaria, Centro de Educação Superior II, Universidade do Vale do Itajaí, Balneário Camboriú, 2008.

KASSAI, S. **Utilização da análise por envoltória de dados (DEA) na análise das demonstrações contábeis**. 2002. 350 f. Tese (Doutorado) - Curso de Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

KASSAI, J. R. **Aspectos observados na conciliação entre os métodos valor presente líquido (VPL) e economic value added (EVA)**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Universidade de São Paulo, Departamento de Contabilidade da FEA/USP. São Paulo, 2001.

- KASSAI, S.; KASSAI, J. R. Desvendando o termômetro de insolvência de Kanitz. **Encontro nacional da ANPAD – Associação Nacional de Programas em Pós-Graduação em Administração**, 2003.
- KUSTER, E.; NOGACZ, N. D. **Administração financeira**. In: FACULDADE BOM JESUS. Finanças empresariais. Curitiba, 2002. p. 37-48. Disponível em: <<http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/financas/3.pdf>>. Acesso em: 14 set. 2014.
- LONGARAY, A. A.; BEUREN, I. M. Caracterização da pesquisa em contabilidade. In: BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 21-45.
- MARAGNO, L. M. D.; BORBA, J. A.; FEY, V. A. Como as empresas mais negociadas no BM&FBOVESPA divulgam o EBITDA?. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ** (Online), v. 19, 2014. p. 58-79
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A.; IUDÍCIBUS, S. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001. 275 p.
- MONTEIRO, A. A. S. M. Fluxos de caixa e capital de giro: uma adaptação do modelo de Fleuriet. In: SEMINÁRIO DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 2., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2002. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br>> Acesso em: 4 Maio 2003.
- NEVES, J.A.D.; PESSOA, R.W.A.P. Causas da mortalidade de micro e pequenas empresas: o caso das lojas de um Shopping Center. **Revista Organizações em contexto**, n.4, p. 165-195, dez. 2006.
- OLIVEIRA, A. F. C. S.; PEREIRA FILHO, A. D.; AMARAL, H. F. A relevância da gestão financeira de curto prazo. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 12, n. 3, p. 35-50, 2001.
- OLIVEIRA, C. A. **Análise do setor de carnes: Brasil, Estado e MRL**. 2014. 41 f. TCC (Graduação) - Curso de Gestão de Empresas, Faculdade de Ciências Aplicadas da Universidade Estadual de Campinas, Universidade Estadual de Campinas, Limeira, 2014.
- PADOVEZE, C. L.. **Contabilidade Gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

- PEREIRA, J. L. **A importância da utilização de indicadores econômico-financeiros para análise de desempenho das companhias seguradoras brasileiras.** 2006. 196 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - Fecap, São Paulo, 2006.
- POETA, I. S.. **A importância da análise das demonstrações contábeis para obter informações econômico-financeiras das empresas: um estudo de caso nas empresas Perdigão S.A. e Sadia S.A..** 2007. 93 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2007.
- RÊGO, R. T. Análise de demonstrações financeiras estudo de caso da Perdigão S.A. **Revista da Faculdade de Ciências Administrativas de Curvelo/Faculdade de Ciências Administrativas de Curvelo**, v.1, n.1, Belo Horizonte, 2002. p. 71-87.
- RESENDE, L. L. **Análise do desempenho econômico-financeiro: um estudo *ex ante* e *ex post* diante da fusão Itaú Unibanco.** 2012. 155f. Dissertação (Mestrado) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.
- ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertação e estudo de caso.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- SANTOS, L. M.; FERREIRA, M. A. M.; FARIA, E. R. Gestão Financeira de Curto Prazo: Características, Instrumentos e Práticas Adotadas por Micro e Pequenas Empresas. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 7 n. 3, p. 70-92, 2009.
- SAUER, L.; COLOSSI, N. A visão das associações comerciais e industriais de Santa Catarina sobre os fatores de sucesso de pequenas e médias empresas. In: ENEGEP – Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 17., 1997, Gramado/Canela. **Anais...** Gramado/Canela.
- SAVYTZKY, T. **Análise de balanços: método prático.** 6. ed. Curitiba: Juruá, 2011.
- SEHNEM, S.; FISCHER, A.; ALBERTON, A.; DALL'AGNOL, R. M. Análise do desempenho de empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Eletrônica de Administração e Turismo – ReAT**, v. 1, n. 1, jul./dez. 2012.
- SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico.** 23. ed. São Paulo: Cortez, 2007.
- SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas.** 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- SOARES, M. A. **Análise de Indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro das operadoras de planos de saúde brasileiras: uma aplicação da análise fatorial.** 2006. 122 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.
- STEWART, G. B. **Em busca do valor.** Porto Alegre: Bookman, 2005.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em Administração.** 14. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

VIEIRA, M. M. F.; ZOUAIN, D. M. **Pesquisa qualitativa em Administração**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica: conceitos**. São Paulo: Atlas, 2011. 433 p.

ZAMARIOLI, R.; BENZE, R. P.; ESCRIVÃO FILHO, E. Participação e tomada de decisão na pequena empresa: estudo multi-casos em três empresas industriais do ramo metalúrgico de Ribeirão Preto-SP. In: Simpósio interinstitucional de administração do bolsão sul-matrogrossense e noroeste paulista, 2., 2003, Três Lagoas. **Anais...** Três Lagoas, FIRB/UFMS/FAISA/FIU.

ZDANOWICZ, J. E. **Finanças aplicadas para empresas de sucesso**. São Paulo: Atlas, 2012.

## ANEXO A – Demonstração Contábeis da BRF SA

**Balanco Patrimonial**

Consolidado	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>ATIVO</b>					
Ativo Total	27751547	29983456	30772248	32374569	36103735
Ativo Circulante	9852130	11123751	11589980	13242523	17488245
Caixa e equival caixa	2310643	1366843	1930693	3127715	6006942
Aplicacoes financeiras	863806	1372671	621908	459568	587480
Apl fin avali vlr jus CP	845199	1289255	553755	459568	587480
Titulos p/ negociacao CP	623512	1054105	280693	179195	283623
Ats Fin Disp p/Venda CP	221687	235150	273062	280373	303857
Apl fi aval custo amo CP	18607	83416	68153	0	0
Ativ Finan Mant Vcto CP	18607	83416	68153	0	0
Contas a receber CP	2606696	3264748	3208619	3487362	3261938
Clientes CP	2565029	3207813	3131198	3338355	3046871
Outras contas a receb CP	41667	56935	77421	149007	215067
Estoques	2135809	2679211	3018576	3111615	2941355
Ativos Biologicos CP	900681	1156081	1370999	1205851	1130580
Impostos a Recuperar	695892	907929	964769	1302939	1009076
Tributos cor a recuperar	695892	907929	964769	1302939	1009076
Despesas pagas antecip	17012	0	0	0	0
Outros ativos circulante	321591	376268	474416	547473	2550874
Atvs naocor mant p/venda	98596	19007	0	148948	0
Operacoes Descon CP	62245	0	0	0	1958007
Outros Ativos	160750	357261	474416	398525	592867
Ativo nao circulante	17899417	18859705	19182268	19132046	18615490
Realizavel LP	4567828	4654837	3723249	3444556	3789075
Apl fin avali vlr jus LP	229546	0	0	0	0
Atv Fin Disp p/ Venda LP	229546	0	0	0	0
Apl fi aval custo amo LP	148107	153388	74458	56002	62104
Ativos Fin Mant a Vencim	148107	153388	74458	56002	62104
Contas a receber LP	100086	149741	163431	361486	369379
Clientes LP	6950	2419	11128	7811	7706
Out contas a cobrar LP	93136	147322	152303	353675	361673
Estoques LP	0	0	0	0	0
Ativos Biologicos LP	377684	387383	428190	568978	683210
Impostos Diferidos	2487612	2628750	724942	665677	714015
IR e contr social difer	2487612	2628750	724942	665677	714015
Despesas antecipadas	391	0	0	0	0
Outros ativos nao circul	1224402	1335575	2332228	1792413	1960367
Outros	1224402	1335575	2332228	1792413	1960367
Investimentos	17494	20399	36658	107990	438423
Inv em subsid e outros	17494	20399	36658	107990	438423
Investim em coligadas	16467	19505	34711	105874	437070
Outr invest em empr rela	1027	894	1947	2116	1353
Imobilizado	9066831	9798370	10670700	10821578	10059349
Em operacao	8809416	9119750	9647038	9757650	9308459
Arrendado	8286	58411	145805	265556	143181
Imobilizacoes em Curso	249129	620209	877857	798372	607709
Intangiveis liquido	4247264	4386099	4751661	4757922	4328643
Intangiveis	1414290	4386099	4751661	4757922	4328643
Contrato de concessao	1313951	0	0	0	0
Outros	100339	4386099	4751661	4757922	4328643
Goodwill	2832974	0	0	0	0
<b>PASSIVO</b>					
Passivo e patrimonio liq	27751547	29983456	30772248	32374569	36103735
Passivo Circulante	5686384	7987829	7464218	8436031	9569126

Obrig sociais e trabalh	133014	116558	134968	122143	136749
Obrigacoes sociais	47220	14923	21494	23387	23403
Obrigac trabalhistas CP	85794	101635	113474	98756	113346
Fornecedores CP	2059196	2681343	3381246	3674705	3977327
Nacionais	1953379	2341043	2901516	3040491	3020126
Estrangeiros	105817	340300	479730	634214	957201
Impostos a pagar	210832	224761	227995	253678	299951
Federais	210832	137779	98637	102387	121533
IR e contrib social a pg	0	5590	13547	13658	35754
Outros	210832	132189	85090	88729	85779
Estaduais	0	86460	126765	149199	175549
Municipais	0	522	2593	2092	2869
Total empres e financ CP	2227713	3452477	2440782	2696594	2738903
Financiamento CP	2227713	3452477	2440782	2696594	2738903
Financ moeda nacion CP	1536419	1814220	1679612	2415207	2541361
Financ moeda estrg CP	691294	1638257	761170	281387	197542
Outras obrigacoes CP	736147	1076533	814038	1084621	1318553
Outros CP	736147	1076533	814038	1084621	1318553
Dividendos a Pagar CP	193098	312624	160020	336677	430909
Outros	543049	763909	654018	747944	887644
Provisoes CP	319482	436157	465189	604290	589379
Prov fis,pre, trab&civ CP	319482	118466	173916	243939	242974
Provisoes Para Impostos	9928	17446	24000	66547	35894
Prov previd e trabalh CP	302706	74727	122070	158626	160869
Provisoes civeis CP	6848	26293	27846	18766	46211
Outr provi a curto prazo	0	317691	291273	360351	346405
Outros	0	317691	291273	360351	346405
Pa s/at ncor a ve+des CP	0	0	0	0	508264
Pas s/ ativ ncor a ve CP	0	0	0	0	508264
Passivo nao circulante	8428645	7885710	8731990	9242384	10844666
Total empres e financ LP	4975226	4601053	7077539	7484596	8850432
Financiamento LP	4975226	4601053	7077539	7484596	8850432
Financ moeda nacion LP	1679654	1515486	2210308	1657256	1451783
Financ moeda estrg LP	3295572	3085567	4867231	5827340	7398649
Outras obrigacoes	489504	391481	561900	719627	703317
Outros LP	489504	391481	561900	719627	703317
Outros	488239	391481	561900	719627	703317
Impostos Diferidos LP	1635677	1791897	27792	20566	90184
IR e contri social difer	1635677	1791897	27792	20566	90184
Provisoes LP	1328238	1101279	1064759	1017595	1200733
Prv fis,pre, trab&civ LP	1328238	835234	760913	775359	942759
Provisoes fiscais LP	850019	214177	163121	74931	216483
Prov previd e trabalh LP	67790	30435	12373	117502	169555
Prov p/ benefic a empreg	274498	0	0	0	0
Provisoes civeis LP	135931	18881	22525	29491	11148
Outros	0	571741	562894	553435	545573
Outras prov a longo praz	0	266045	303846	242236	257974
Outros	0	266045	303846	242236	257974
Patrim liq consolidado	13636518	14109917	14576040	14696154	15689943
Part acionistas minorit	7551	39577	37512	41083	99466
Patrimonio liquido	13628967	14070340	14538528	14655071	15590477
Capital social	12460471	12460471	12460471	12460471	12460471
Reservas de Capital	69353	10939	17990	36418	-195428
Agio na emissao de acoes	62767	62767	62767	62767	62767
Opcoes outorgadas	6586	22430	45464	72225	92898
Acoes em tesour (re cap)	0	-65320	-51907	-77379	-304874
Outros	0	-8938	-38334	-21195	-46219
Reserva de Lucros	1063949	1760446	2261079	2511880	3945825
Reserva Legal	111215	179585	220246	273367	384619
Reserva Estatutaria	953473	1524319	1916860	1993360	3175684

Reserva de incen fiscais	0	56542	123973	245153	385522
Acoes em tesour (re luc)	-739	0	0	0	0
Outr result abrangentes	35194	-161516	-201012	-353698	-620391

### **Demonstração do Resultado do Exercício**

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Receita liquida operac	22681253	25706238	28517383	30521246	29006843
Custo Produtos Vendidos	16951152	19046963	22063563	22953145	20497430
Lucro Bruto	5730101	6659275	6453820	7568101	8509413
Desp (receit) operac	4245521	4658146	5064905	5608453	5031094
Despesas com Vendas	3523073	3837537	4317304	4624289	4216500
Despesas administrativ	332882	426872	388930	462105	402054
Outras rec operacionais	107496	343104	201628	113390	482344
Outras Despesas Operac	501397	745819	582737	648771	920454
Equivalenc patrimonial	4335	8978	22438	13322	25570
Lucro antes jur&imp EBIT	1484580	2001129	1388915	1959648	3478319
Resultado financeiro	-483126	-479523	-570602	-747536	-990698
Receitas Financeiras	880191	845797	985904	1309088	1580756
Despesas Financeiras	1363317	1325320	1556506	2056624	2571454
LAIR	1001454	1521606	818313	1212112	2487621
Imp renda e contrib soc	196458	156517	-2354	145275	352566
Provisao impost de rend	130551	39874	18967	29249	117361
IR Diferido	65907	116643	-21321	116026	235205
Lucro oper continuadas	804996	1365089	820667	1066837	2135055
Operac descontinuadas	0	0	0	0	89822
Lu ou prej liq oper desc	0	0	0	0	89822
Lucro Consolidado	804996	1365089	820667	1066837	2224877
Partic acion minoritar	890	-2320	7440	4407	-159
Lucro liquido	804106	1367409	813227	1062430	2225036

## ANEXO B - Demonstração Contábeis da Excelsior

**Balanco Patrimonial**

Nao Consolidado	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>ATIVO</b>					
Ativo Total	30461	38083	39625	43318	49291
Ativo Circulante	14152	20588	22076	27069	32702
Caixa e equival caixa	2635	4994	956	2907	12326
Contas a receber CP	8446	11265	14786	15342	13499
Clientes CP	8446	11265	14786	15342	13499
Estoques	2873	3775	4876	4317	6016
Impostos a Recuperar	72	376	306	191	241
Tributos cor a recuperar	72	376	306	191	241
Outros ativos circulante	126	178	1152	4312	620
Outros Ativos	126	178	1152	4312	620
Ativo nao circulante	16309	17495	17549	16249	16589
Realizavel LP	8926	9201	8248	5497	4117
Impostos Diferidos	7463	6801	6099	4240	2657
IR e contr social difer	7463	6801	6099	4240	2657
Outros ativos nao circul	1463	2400	2149	1257	1460
Outros	1463	2400	2149	1257	1460
Investimentos	13	13	13	13	13
Inv em subsid e outros	13	13	13	13	13
Imobilizado	7370	8281	9288	10704	12398
Em operacao	7370	8281	9288	10704	12398
Intangiveis liquido	0	0	0	35	61
Intangiveis	0	0	0	35	61
<b>PASSIVO</b>					
Passivo e patrimonio liq	30461	38083	39625	43318	49291
Passivo Circulante	9257	25949	25347	21404	19552
Fornecedores CP	3484	4100	4599	8730	8199
Nacionais	3484	4100	4599	8730	8199
Impostos a pagar	2125	3824	4100	7980	6437
Federais	1679	2950	2673	6257	4692
IR e contrib social a pg	0	132	226	729	157
Outros	1679	2818	2447	5528	4535
Estaduais	446	874	1427	1723	1745
Total empres e financ CP	646	11758	7643	0	79
Financiamento CP	646	11758	7643	0	79
Financ moeda nacion CP	646	11758	7643	0	79
Outras obrigacoes CP	2212	5417	6595	2950	4284
Passiv com part relac CP	1291	4047	3704	0	0
A pag a controladores CP	1291	4047	3704	0	0
Outros CP	921	1370	2891	2950	4284
Dividendos a Pagar CP	0	0	0	922	2488
Outros	921	1370	2891	2028	1796
Provisoes CP	790	850	2410	1744	553
Prov fis,pre, trab&civ CP	790	850	2410	0	0
Prov previd e trabalh CP	790	850	2410	0	0
Outr provi a curto prazo	0	0	0	1744	553
Outros	0	0	0	1744	553
Passivo nao circulante	19233	8012	6047	4955	5511
Total empres e financ LP	10000	94	0	0	0
Financiamento LP	10000	94	0	0	0
Financ moeda nacion LP	10000	94	0	0	0
Outras obrigacoes	5978	6193	5137	4455	4383
Passiv com part relac LP	89	53	0	0	0
A pag a controladores LP	89	53	0	0	0

Outros LP	5889	6140	5137	4455	4383
Outros	5889	6140	5137	4455	4383
Impostos Diferidos LP	201	313	428	0	0
IR e contri social difer	201	313	428	0	0
Provisoes LP	3054	1412	482	500	1128
Prv fis,pre, trab&civ LP	3054	1412	482	500	354
Provisoes fiscais LP	3054	1412	482	500	354
Outras prov a longo praz	0	0	0	0	774
Outros	0	0	0	0	774
Patrim liq consolidado	1971	4122	8231	16959	24228
Patrimonio liquido	1971	4122	8231	16959	24228
Capital social	14000	14000	14000	14000	14000
Reserva de Lucros	0	0	0	2959	10228
Reserva Legal	0	0	0	194	671
Resv de Retencao de Luc	0	0	0	2765	9557
Lucros acumulados	-12029	-9878	-5769	0	0

### Demonstração do Resultado do Exercício

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Receita liquida operac	51576	68746	95813	117288	121758
Custo Produtos Vendidos	41757	47180	67755	79507	84267
Lucro Bruto	9819	21566	28058	37781	37491
Desp (receit) operac	14777	16530	20122	21997	23490
Despesas com Vendas	12497	15201	18754	21339	22672
Despesas administrativ	2326	1286	1318	1468	1655
Outras rec operacionais	46	0	0	0	0
Outras Despesas Operac	0	43	50	-810	-837
Lucro antes jur&imp EBIT	-4958	5036	7936	15784	14001
Resultado financeiro	-2075	-1805	-1806	-1046	216
Receitas Financeiras	0	546	544	280	824
Despesas Financeiras	2075	2351	2350	1326	608
LAIR	-7033	3231	6130	14738	14217
Imp renda e contrib soc	-2391	1080	2021	5088	4684
Provisao impost de rend	0	0	0	3657	3101
IR Diferido	-2391	1080	2021	1431	1583
Lucro oper continuadas	-4642	2151	4109	9650	9533
Lucro Consolidado	-4642	2151	4109	9650	9533
Lucro liquido	-4642	2151	4109	9650	9533

## ANEXO C - Demonstração Contábeis da JBS

**Balanco Patrimonial**

Consolidado	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>ATIVO</b>					
Ativo Total	44529225	47410884	49756193	68670221	82043682
Ativo Circulante	14740201	17931281	19383399	28913483	37542232
Caixa e equival caixa	1865925	2247919	1949230	4713369	8368528
Aplicacoes financeiras	2197908	3040275	3433857	4299778	6541899
Apl fin avali vlr jus CP	2197908	3040275	3433857	4299778	6541899
Contas a receber CP	3904483	4679846	5688648	8919926	9577548
Clientes CP	3904483	4679846	5688648	8919926	9577548
Estoques	4711938	5405705	5182187	6904616	8273110
Ativos Biologicos CP	0	209543	849624	1419343	1567866
Impostos a Recuperar	1416809	1690311	1676267	2003256	2300624
Tributos cor a recuperar	1416809	1690311	1676267	2003256	2300624
Despesas pagas antecip	109140	131033	142961	152425	181881
Outros ativos circulante	533998	526649	460625	500770	730776
Outros Ativos	533998	526649	460625	500770	730776
Ativo nao circulante	29789024	29479603	30372794	39756738	44501450
Realizavel LP	1899315	1568270	2198322	3562888	4670891
Ativos Biologicos LP	430685	0	304309	496903	633689
A receb de partes relaci	332679	552197	548909	733958	370072
Creditos com controlador	332679	552197	548909	733958	370072
Outros ativos nao circul	1135951	1016073	1345104	2332027	3667130
Outros	1135951	1016073	1345104	2332027	3667130
Investimentos	3122	0	258620	277571	295350
Inv em subsid e outros	3122	0	-	-	-
Outr invest em empr rela	3122	0	-	-	-
Imobilizado	15219343	15378714	16207640	20940616	24098697
Em operacao	14414856	14570669	14987501	19509842	21640699
Imobilizacoes em Curso	804487	808045	1220139	1430774	2457998
Intangiveis liquido	12667244	12532619	11708212	14975663	15436512
Intangiveis	12667244	12532619	11708212	14975663	15436512
Outros	12667244	12532619	11708212	14975663	15436512
<b>PASSIVO</b>					
Passivo e patrimonio liq	44529225	47410884	49756193	68670221	82043682
Passivo Circulante	9685082	10395699	11537573	17708869	24868001
Obrig sociais e trabalh	934664	1378691	1067472	1592135	1861612
Fornecedores CP	2837973	3323886	3564270	5342388	6942933
Nacionais	2427693	-	3060671	4700089	6134491
Estrangeiros	410280	-	503599	642299	808442
Impostos a pagar	206014	0	217423	169161	749465
Federais	176877	0	184762	103670	623530
IR e contrib social a pg	-	0	8886	19760	505799
Outros	-	0	175876	83910	117731
Estaduais	28580	0	32259	65044	123621
Municipais	557	0	402	447	2314
Total empres e financ CP	5191248	5339433	6098898	9430892	13686975
Financiamento CP	5191248	5339433	6098898	9430892	13686975
Financ moeda nacion CP	2634299	2126190	2292856	4691366	4753822
Financ moeda estrg CP	2556949	3213243	3806042	4739526	8933153
Outras obrigacoes CP	515183	353689	589510	1174293	1627016
Outros CP	515183	353689	589510	1174293	1627016
Outros	515183	353689	589510	1174293	1627016
Passivo nao circulante	16149294	15415997	16785314	27828098	31533156
Total empres e financ LP	13835691	13534044	14390046	23330449	26392165
Financiamento LP	10373479	13532761	14390046	23330449	26392165

Financ moeda nacion LP	6229553	9516410	10611789	12645876	13863323
Financ moeda estrg LP	4143926	4016351	3778257	10684573	12528842
Debentures LP	3462212	1283	0	0	0
Outras obrigacoes	953284	952021	915151	1528731	1595181
Outros LP	953284	952021	915151	1528731	1595181
Outros	953284	952021	915151	1528731	1595181
Impostos Diferidos LP	1037892	678372	1276756	2119594	2839966
IR e contri social difer	1037892	678372	1276756	2119594	2839966
Provisoes LP	322427	251560	203361	849324	705844
Prv fis,pre,trag&civ LP	322427	251560	203361	849324	705844
Provisoes fiscais LP	220011	144272	94152	610823	386479
Prov previd e trabalh LP	68118	71004	75685	163466	241104
Provisoes civeis LP	34298	36284	33524	75035	78261
Patrim liq consolidado	18694849	21599188	21433306	23133254	25642525
Part acionistas minorit	1100478	935366	822759	1181466	1768702
Patrimonio liquido	17594371	20663822	20610547	21951788	23873823
Capital social	18046067	21506247	21506247	21506247	21506247
Reservas de Capital	500775	365182	-487273	-297526	-148569
Agio na emissao de acoes	985943	985944	211879	211879	212793
Acoes em tesour (re cap)	-485168	-610550	-776526	-595849	-451700
Outros	0	-10212	77374	86444	90338
Reservas de Reavaliacao	106814	101556	96847	92227	87877
Reserva de Lucros	574804	1440799	1993697	2705084	4261815
Reserva Legal	7768	7768	43715	90060	191855
Outros	567036	1433031	1949982	2615024	4069960
Ajustes de aval patrimon	-1719	127071	92999	132787	101658
Ajustes acumul de conver	-1632370	-2877033	-2591970	-2187031	-1935205

### Demonstração do Resultado do Exercício

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Receita liquida operac	55055802	61796761	75696710	92902798	120469719
Custo Produtos Vendidos	48296810	55100207	67006886	81056088	101796347
Lucro Bruto	6758992	6696554	8689824	11846710	18673372
Desp (receit) operac	4472510	4915934	5969295	7691384	10843929
Despesas com Vendas	2644309	3144069	3877714	5262199	7154335
Despesas administrativ	1650075	1739198	2057415	2519993	3330042
Outras rec operacionais	0	0	0	84086	0
Outras Despesas Operac	178126	32667	35002	0	385655
Equivalenc patrimonial	0	0	836	6722	26103
Lucro antes jur&imp					
EBIT	2286482	1780620	2720529	4155326	7829443
Resultado financeiro	-2220182	-2010728	-1338243	-2380331	-3637620
Receitas Financeiras	935046	465154	1583442	4267709	5575202
Despesas Financeiras	3155228	2475882	2921685	6648040	9212822
LAIR	66300	-230108	1382286	1774995	4191823
Imp renda e contrib soc	330300	92777	619396	656670	1785396
Provisao impost de rend	361594	520711	176742	166231	1656879
IR Diferido	-31294	-427934	442654	490439	128517
Lucro oper continuadas	-264000	-322885	762890	1118325	2406427
Lucro Consolidado	-264000	-322885	762890	1118325	2406427
Partic acion minoritar	38748	-247180	43952	191418	370517
Lucro liquido	-302748	-75705	718938	926907	2035910

## ANEXO D - Demonstração Contábeis da Marfrig

**Balanco Patrimonial**

Consolidado	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>ATIVO</b>					
Ativo Total	22599586	23823441	25589454	17827564	20185908
Ativo Circulante	9400239	9359113	10234652	7493730	8368517
Caixa e equiva caixa	738048	1076820	919908	771254	1091685
Aplicacoes financeiras	3138308	2400140	2258286	1040282	1567112
Apl fin avali vlr jus CP	3138308	-	2258286	1040282	1567112
Contas a receber CP	1361945	1302906	1793315	1951462	1618760
Clientes CP	1361945	1302906	1793315	1951462	1618760
Estoques	2249314	2526827	2703732	1828552	2027919
Ativos Biologicos CP	693040	711169	943832	350106	352200
Impostos a Recuperar	868638	1025496	1240457	1110436	1361635
Tributos cor a recuperar	868638	1025496	1240457	1110436	1361635
Outros ativos circulante	350946	315755	375122	441638	349206
Outros Ativos	350946	315755	375122	441638	349206
Ativo nao circulante	13199347	14464328	15354802	10333834	11817391
Realizavel LP	2039469	2781092	3261150	2599540	3671985
Apl fin avali vlr jus LP	7690	897	886	1030	970
Impostos Diferidos	893100	1443536	1851747	1447965	1708437
IR e contr social difer	893100	1443536	1851747	1447965	1708437
Outros ativos nao circul	1138679	1336659	1408517	1150545	1962578
Outros	1138679	1336659	1408517	1150545	1962578
Investimentos	10040	13195	11107	54774	36934
Inv em subsid e outros	10040	13195	11107	54774	36934
Outr invest em empr					
rela	10040	13195	11107	54774	36934
Imobilizado	6963142	7315085	8010620	4868235	5103763
Em operacao	6963142	7315085	8010620	4868235	5103763
Intangiveis liquido	4186696	4354956	4071925	2811285	3004709
Intangiveis	4186696	4354956	4071925	2811285	3004709
<b>PASSIVO</b>					
Passivo e patrimonio liq	22599586	23823441	25589454	17827564	20185908
Passivo Circulante	6948559	6673099	7687320	3688566	4662465
Obrig sociais e trabalh	537079	483685	506969	337931	341979
Fornecedores CP	2310763	2783120	2580227	1596091	2028303
Impostos a pagar	171627	171246	187503	114651	200312
Federais	171627	171246	187503	114651	200312
IR e contrib social a pg	171627	0	0	0	0
Outros	0	171246	187503	114651	200312
Total empres e financ					
CP	3073579	2517245	3741780	1172905	1730048
Financiamento CP	2852561	2277035	3359130	1096970	1470237
Debentures CP	132000	180299	343845	26272	190582
Financ por arrend					
financ	89018	59911	38805	49663	69229
Outras obrigacoes CP	855511	717803	670841	466988	361823
Outros CP	855511	717803	670841	466988	361823
Dividendos a Pagar CP	91769	14465	0	0	0
Dividendo min obrig a					
pg	4865	412	0	0	0
Outros	758877	702926	670841	466988	361823
Passivo nao circulante	11642286	13731128	13597042	11019976	13451718
Total empres e financ					
LP	6605437	9162817	8786467	7919618	9470851
Financiamento LP	6375244	8326043	8282268	7816522	9400106

Debentures LP	0	593951	396676	0	0
Financ por arrend fin LP	230193	242823	107523	103096	70745
Outras obrigacoes	3349727	2963910	3098026	2427039	3304661
Outros LP	3349727	2963910	3098026	2427039	3304661
Outros	3349727	2963910	3098026	2427039	3304661
Impostos Diferidos LP	1463436	1415676	1474660	646857	635758
IR e contri social difer	1463436	1415676	1474660	646857	635758
Provisoes LP	223686	188725	237889	26462	40448
Patrim liq consolidado	4008741	3419214	4305092	3119022	2071725
Part acionistas minorit	143125	164813	148854	89696	118260
Patrimonio liquido	3865616	3254401	4156238	3029326	1953465
Capital social	3986518	3986518	4818468	5168468	5168468
Reservas de Capital	-19222	-19222	184800	184800	184642
Outros	-19222	-19222	184800	184800	184642
Reserva de Lucros	44476	38122	33604	35773	36449
Reserva Legal	44476	44476	44476	44476	44476
Acoes em tesour (re luc)	-7348	-13702	-6530	-4361	-3685
Outros	7348	7348	-4342	-4342	-4342
Lucros acumulados	-563144	-1259861	-1395005	-2259304	-2998023
Ajustes de aval patrimon	109423	-51359	-168805	-969306	-1713198
Ajustes acumul de conver	307565	560203	683176	868895	1275127

### Demonstração do Resultado do Exercício

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Receita liquida operac	15878469	21884909	23726394	18752376	21073322
Custo Produtos Vendidos	13277024	18742292	20167234	16442702	18408152
Lucro Bruto	2601445	3142617	3559160	2309674	2665170
Desp (receit) operac	1725703	2110341	2397534	1442920	1580717
Despesas com Vendas	1407500	1487362	1736934	805303	935351
Despesas administrativ	562688	796797	783737	563524	529148
Outras rec operacionais	244485	173818	122468	-64984	-98423
Equivalenc patrimonial	0	0	669	-9109	-17795
Lucro antes jur&imp					
EBIT	875742	1032276	1161626	866754	1084453
Resultado financeiro	-1147242	-2308926	-2081394	-2030994	-2126764
Receitas Financeiras	536299	963820	842167	1143216	1075808
Despesas Financeiras	1683541	3272746	2923561	3174210	3202572
LAIR	-271500	-1276650	-919768	-1164240	-1042311
Imp renda e contrib soc	-411592	-529967	-430215	-361330	-322018
Provisao impost de rend	23431	46442	154170	20199	108485
IR Diferido	-435023	-576409	-584385	-381529	-430503
Lucro oper continuadas	140092	-746683	-489553	-802910	-720293
Operac descontinuadas	0	0	256322	-94178	0
Lu ou prej liq oper desc	0	0	-	-94178	0
Lucro Consolidado	140092	-746683	-233231	-897088	-720293
Partic acion minoritar	-6002	-671	-9329	16505	19179
Lucro liquido	146094	-746012	-223902	-913593	-739472

## ANEXO E - Demonstração Contábeis da Minerva

**Balanco Patrimonial**

Consolidado	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>ATIVO</b>					
Ativo Total	2628350	3499191	4367073	4978136	7224461
Ativo Circulante	1292481	1703367	2327431	2838112	4257864
Caixa e equival caixa	151855	229477	467250	712676	1608099
Aplicacoes financeiras	424609	516905	821504	851173	866281
Apl fin avali vlr jus CP	424609	516905	821504	851173	866281
Ats Fin Disp p/Venda CP	424609	516905	821504	851173	866281
Contas a receber CP	79780	207402	189393	184221	435099
Clientes CP	79780	207402	189393	184221	435099
Estoques	163571	168423	218534	291773	467635
Ativos Biologicos CP	69807	47680	40763	79341	173381
Impostos a Recuperar	330267	432832	472102	522030	560317
Tributos cor a recuperar	330267	432832	472102	522030	560317
Outros ativos circulante	72592	100648	117885	196898	147052
Outros Ativos	72592	100648	117885	196898	147052
Ativo nao circulante	1335869	1795824	2039642	2140024	2966597
Realizavel LP	203311	341577	394164	408399	533030
Impostos Diferidos	62552	205500	223579	222313	248929
IR e contr social difer	62552	205500	223579	222313	248929
A receb de partes relaci	6241	597	31331	9278	445
A rec de outr part relac	6241	597	31331	9278	445
Outros ativos nao circul	134518	135480	139254	176808	283656
Outros	134518	135480	139254	176808	283656
Imobilizado	950650	1114584	1218581	1305769	1796755
Em operacao	783115	871559	953823	921499	1281071
Imobilizacoes em Curso	167535	243025	264758	384270	515684
Intangiveis liquido	181908	339663	426897	425856	636812
Intangiveis	181908	339663	426897	425856	636812
Outros	181908	339663	426897	425856	636812
<b>PASSIVO</b>					
Passivo e patrimonio liq	2628350	3499191	4367073	4978136	7224461
Passivo Circulante	540782	980892	1084386	1337188	1948539
Obrig sociais e trabalh	25375	32584	38894	46794	67531
Obrigacoes sociais	9110	6780	8812	10179	13471
Obrigac trabalhistas CP	16265	25804	30082	36615	54060
Fornecedores CP	232174	311117	289433	376883	559935
Nacionais	222548	297178	265633	348449	522885
Estrangeiros	9626	13939	23800	28434	37050
Impostos a pagar	16619	21879	23962	23113	22433
Federais	12172	19087	22156	18440	12395
IR e contrib social a pg	557	1728	4784	2314	3243
Outros	11615	17359	17372	16126	9152
Estaduais	4417	2792	1806	4673	10038
Municipais	30	0	0	0	0
Total empres e financ					
CP	236891	540665	533110	515533	723956
Financiamento CP	219238	520810	454139	512489	720448
Financ moeda nacion					
CP	154748	201442	85806	80452	141598
Financ moeda estrg CP	64490	319368	368333	432037	578850
Debentures CP	11202	13878	75447	1460	1666
Financ por arrend					
financ	6451	5977	3524	1584	1842

Outras obrigacoes CP	29723	74647	198987	374865	574684
Outros CP	29723	74647	198987	374865	574684
Outros	29723	74647	198987	374865	574684
Passivo nao circulante	1547295	1905629	2528380	3197320	4795369
Total empres e financ LP	1397150	1494475	2133154	2913726	4602087
Financiamento LP	1187381	1318475	2012363	2614335	4301712
Financ moeda nacion LP	460573	501350	242175	529788	572551
Financ moeda estrg LP	726808	817125	1770188	2084547	3729161
Debentures LP	196717	170201	118400	297810	297775
Financ por arrend fin LP	13052	5799	2391	1581	2600
Outras obrigacoes Passiv com part relac LP	59338	327732	287053	179129	76038
A pagar a coligadas LP	5358	66606	63714	109	0
A pag a out part rela LP	5192	0	0	0	0
Outros LP	166	66606	63714	109	0
Outros	53980	261126	223339	179020	76038
Impostos Diferidos LP	53980	261126	223339	179020	76038
IR e contri social difer	55829	64136	75229	67858	91460
Provisoes LP	55829	64136	75229	67858	91460
Prv fis,pre,trab&civ LP	34978	19286	32944	36607	25784
Provisoes fiscais LP	34978	19286	32944	36607	25784
Prov previd e trabalh LP	30866	11295	26293	26400	11290
Provisoes civeis LP	4112	3233	5155	8711	12998
Patrim liq consolidado	0	4758	1496	1496	1496
Part acionistas minorit	540273	612670	754307	443628	480553
Patrimonio liquido	33779	76708	2418	739	746
Capital social	506494	535962	751889	442889	479807
Reservas de Capital	251642	252251	712984	744142	834136
Reservas de Reavaliacao	184367	190042	156802	253	294851
Reserva de Lucros	78335	75724	73168	70737	68474
Resv de Retencao de Luc	21243	40884	18673	0	0
Acoes em tesour (re luc)	31375	48366	48366	0	0
Lucros acumulados	-10132	-7482	-29693	0	0
Ajustes acumul de conver	0	0	-190223	-356596	-771394
	-29093	-22939	-19515	-15647	53740

### Demonstração do Resultado do Exercício

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Receita liquida operac	3408205	3976977	4379891	5456566	6987230
Custo Produtos Vendidos	2760209	3376496	3464216	4330710	5633655
Lucro Bruto	647996	600481	915675	1125856	1353575
Desp (receit) operac	429127	318135	497247	666339	760022
Despesas com Vendas	355068	236883	393430	480421	512082
Despesas administrativ	71187	110402	134397	166319	226316
Per p/ nao recuper de at	0	0	0	34175	0
Outras rec operacionais	0	29150	30580	14576	0
Outras Despesas Operac	2872	0	0	0	21624
Lucro antes jur&imp EBIT	218869	282346	418428	459517	593553
Resultado financeiro	-240395	-374752	-619800	-775522	-1013148
Receitas Financeiras	29825	62151	58467	51236	76722

Despesas Financeiras	270220	436903	678267	826758	1089870
LAIR	-21526	-92406	-201372	-316005	-419595
Imp renda e contrib soc	-44424	-134121	-2554	-1720	-1377
Provisao impost de rend	1524	280	3188	3133	7526
IR Diferido	-45948	-134401	-5742	-4853	-8903
Lucro oper continuadas	22898	41715	-198818	-314285	-418218
Lucro Consolidado	22898	41715	-198818	-314285	-418218
Partic acion minoritar	2023	-3649	-4722	-316	10
Lucro liquido	20875	45364	-194096	-313969	-418228

## ANEXO F - Demonstração Contábeis da Minupar

**Balanco Patrimonial**

Consolidado	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>ATIVO</b>					
Ativo Total	207140	274914	280032	213192	202797
Ativo Circulante	34858	65126	85716	65001	31303
Caixa e equiva caixa	859	553	345	477	278
Contas a receber CP	7323	21620	41352	28573	21565
Clientes CP	7102	21347	36733	23853	18695
Outras contas a receb CP	221	273	4619	4720	2870
Estoques	7935	20608	17920	11395	4313
Impostos a Recuperar	16143	13829	11345	8364	5147
Tributos cor a recuperar	16143	13829	11345	8364	5147
Outros ativos circulante	2598	8516	14754	16192	0
Outros Ativos	2598	8516	14754	16192	0
Ativo nao circulante	172282	209788	194316	148191	171494
Realizavel LP	42390	76860	64321	31196	49853
A receb de partes relaci	5584	40558	11317	12175	12764
A rec de outr part relac	5584	40558	11317	12175	12764
Outros ativos nao circul	36806	36302	53004	19021	37089
Outros	36806	36302	53004	19021	37089
Investimentos	0	0	0	0	17164
Propriedades p/ investim	0	0	0	0	17164
Imobilizado	129679	132733	129814	116818	104278
Em operacao	129679	132733	129814	116818	104278
Intangiveis liquido	213	195	181	177	199
Intangiveis	213	195	181	177	199
<b>PASSIVO</b>					
Passivo e patrimonio liq	207140	274914	280032	213192	202797
Passivo Circulante	92649	108727	361569	354994	326657
Obrig sociais e trabalh	7878	7705	8494	10408	8941
Obrigac trabalhistas CP	7878	7705	8494	10408	8941
Fornecedores CP	21897	33238	34849	17273	6048
Nacionais	21897	33238	34849	17273	6048
Impostos a pagar	32842	27300	275046	304114	294411
Total empres e financ CP	22269	26717	15275	10609	6160
Financiamento CP	22269	26717	15275	10609	6160
Outras obrigacoes CP	7763	13767	27905	12590	11097
Outros CP	7763	13767	27905	12590	11097
Outros	7722	13767	27905	12590	11097
Passivo nao circulante	119753	149482	101801	107371	119064
Total empres e financ LP	8965	6280	9701	9371	9772
Financiamento LP	8965	6280	9701	9371	9772
Outras obrigacoes	107666	122438	63405	70272	69623
Passiv com part relac LP	2856	39743	42833	52904	38009
Outros LP	104810	82695	20572	17368	31614
Outros	104810	82695	20572	17368	31614
Impostos Diferidos LP	0	15579	20469	19801	18809
IR e contri social difer	0	15579	20469	19801	18809
Provisoes LP	3122	5185	8226	7927	20860

Prv fis,pre, trab&civ LP	3122	5185	8226	7927	20860
Outros	3122	5185	8226	7927	20860
Patrim liq consolidado	-5262	16705	-183338	-249173	-242924
Part acionistas minorit	-27	13	-183	-257	-251
Patrimonio liquido	-5235	16692	-183155	-248916	-242673
Capital social	49107	83593	120108	120108	120108
Reservas de					
Reavaliacao	3871	3666	3666	3666	3666
Lucros acumulados	-104050	-115485	-345785	-409977	-410206
Ajustes de aval					
patrimon	47622	46767	40763	39279	45751
Outr result abrangentes	-1785	-1849	-1907	-1992	-1992

### Demonstração do Resultado do Exercício

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Receita liquida operac	119347	181852	300631	225096	187170
Custo Produtos Vendidos	109948	168867	283460	183242	146859
Lucro Bruto	9399	12985	17171	41854	40311
Desp (receit) operac	15256	19735	243234	32951	5999
Despesas com Vendas	7324	11785	34237	20254	9787
Despesas administrativ	19218	15493	12877	8331	7512
Outras rec operacionais	14133	15246	3869	2821	39499
Outras Despesas Operac	2847	7703	199989	7187	28199
Lucro antes jur&imp					
EBIT	-5857	-6750	-226063	8903	34312
Resultado financeiro	-15442	-8784	-20239	-31422	-33733
Receitas Financeiras	7584	7302	13754	10750	5635
Despesas Financeiras	23026	16086	33993	42172	39368
LAIR	-21299	-15534	-246302	-22519	579
Imp renda e contrib soc	9063	-2984	-15092	34472	2734
IR Diferido	9063	-2984	-15092	34472	2695
Lucro oper continuadas	-30362	-12550	-231210	-56991	-2155
Lucro Consolidado	-30362	-12550	-231210	-56991	-2155
Partic acion minoritar	-58	-16	-219	-56	-3
Lucro liquido	-30304	-12534	-230991	-56935	-2152