

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Efeitos da Crise Mundial Atual em Empresas do Setor Exportador Brasileiro

Alexandre Klang

0413051

Professor Tutor: Márcio G. P. Garcia

Professor Orientador: José Márcio Camargo

Junho de 2009

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Efeitos da Crise Mundial Atual em Empresas do Setor Exportador Brasileiro

Alexandre Klang

0413051

Professor Tutor: Márcio G. P. Garcia

Professor Orientador: José Márcio A. G. de Camargo

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

Junho de 2009

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

Primeiramente gostaria de agradecer aos meus pais Márcio Klang & Rachel Cheriti Klang, a minha irmã Helena Klang e a Evelyn Nigri (pessoa muito especial) que me apoiaram em todas as decisões da minha vida inclusive as acadêmicas.

Gostaria também de agradecer a todos meus amigos tanto da universidade, quanto de fora dela, porque foram muito importantes para a minha vida até hoje e sempre serão. Gostaria de citar alguns amigos muito importantes, a saber: Bruno Pianna, William Junior e Souza, Rodrigo Polido, Adolfo Farjalla, André Prates, Ana Carolina Chacon e Eduardo Sette Camara, da PUC. Daniel Tenenbaum, Danilo Blum, Hugo Grimberg, Guilherme Cameron, Bruno Waldman, Leonardo Tenenbaum, Fernando W. Gheiner, Tomer E. R. Thompsom Favre, de fora da PUC.

Para finalizar, agradeço imensamente ao *Bernardo Wherter Araujo*, analista do mercado financeiro, que além de se interessar pelo meu tema de trabalho, me ajudou e principalmente me ensinou muito sobre vários assuntos relacionados ao meu trabalho. Sem essa ajuda realmente teria sido muito difícil a elaboração da minha monografia de final de curso.

“A diferença entre o possível e o impossível é a determinação da pessoa” (Tommy Lozada)

SUMÁRIO:

1 – Introdução	9
2 - Metodologias Utilizadas	10
3 - Conceitos utilizados no estudo	11
3.1 – EBITDA	11
3.1.1 - Para Calcular o EBITDA	11
3.1.2 - Porque utilizar o EBITDA	11
3.2 - Patrimônio Líquido	12
3.2.1 - Como calcular o Patrimônio Líquido	12
3.2.2 - Porque utilizar o Patrimônio Líquido	13
3.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	13
3.3.1 - Como calcular o ILG	14
3.3.2 - Porque utilizar o ILG	14
3.4 - Índice de Endividamento Geral – IEG	13
3.4.1 - Como calcular o IEG	14
3.4.2 - Porque utilizar o IEG	14
4 – SADIA	15
4.1- Histórico	15
4.1.1 - Ano de 2006	15
4.1.2 - Ano de 2007	16
4.1.3 - Ano de 2008	16
4.1.4 - 1º Trimestre de 2009	17
4.2 - Análise Empírica	18
4.2.1 - Patrimônio Líquido	18
4.2.2 – EBITDA	19
4.2.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	19
4.2.4 - Índice de Endividamento- IEG	20
4.3 – Conclusões	21

5- PERDIGÃO	22
5.1- Histórico	22
5.1.1 - Ano de 2006	22
5.1.2 - Ano de 2007	22
5.1.3 - Ano de 2008	23
5.1.4 - 1º Trimestre de 2009	25
5.2 - Análise Empírica	25
5.2.1 - Patrimônio Líquido	25
5.2.2 – EBITDA	26
5.2.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	27
5.2.4 - Índice de Endividamento – IEG	27
5.3 – Conclusões	28
6 – VCP	29
6.1- Histórico	29
6.1.1 - Ano de 2006	29
6.1.2 - Ano de 2007	29
6.1.3 – Ano de 2008	30
6.1.4 - 1º Trimestre de 2009	31
6.2 - Análise Empírica	32
6.2.1 - Patrimônio Líquido	32
6.2.2 – EBITDA	32
6.2.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	33
6.2.4 - Índice de Endividamento – IEG	33
6.3 – Conclusões	34
7 – ARACRUZ	35
7.1- Histórico	35
7.1.1 - Ano de 2006	35
7.1.2 - Ano de 2007	36
7.1.3 - Ano de 2008	38

7.1.4 - 1º Trimestre de 2009	39
7.2 - Análise Empírica	40
7.2.1 - Patrimônio Líquido	40
7.2.2 – EBITDA	41
7.2.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	41
7.2.4 - Índice de Endividamento – IEG	42
7.3 – Conclusões	42
8 – MARCOPOLO	43
8.1- Histórico	43
8.1.1 - Ano de 2006	43
8.1.2 - Ano de 2007	44
8.1.3 – Ano de 2008	45
8.1.4 - 1º Trimestre de 2009	46
8.2 - Análise Empírica	47
8.2.1 - Patrimônio Líquido	47
8.2.2 – EBITDA	47
8.2.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	48
8.2.4 - Índice de Endividamento – IEG	48
8.3 – Conclusões	49
9-EMBRAER	50
9.1- Histórico	50
9.1.1 - Ano de 2006	50
9.1.2 - Ano de 2007	51
9.1.3 – Ano de 2008	52
9.1.4 - 1º Trimestre de 2009	53
9.2 - Análise Empírica	53
9.2.1 - Patrimônio Líquido	53
9.2.2 – EBITDA	54
9.2.3 - Índice de Liquidez Geral – ILG	55

9.2.4 - Índice de Endividamento – IEG	55
9.3 – Conclusões	55
10 - Conclusões Finais do Estudo	56
11 - Referências Bibliográficas	57

Figuras e Tabelas

Tabelas 1, 2, 3, 4, 5, 6:

Primeira linha: Ver arquivos auxiliares nominais das Empresas contidos na base de dados do trabalho.

Segunda linha: Retirado dos releases e/ ou relatórios anuais/trimestrais das Empresas. Ver pasta nominal das empresas dentro da base de dados do trabalho.

Terceira e quarta linhas: índices calculados utilizando dados retirados dos arquivos auxiliares nominais de casa Empresa. Contidos na base de dados do trabalho.

Para melhor entendimento ver o arquivo tabelas.xls contido na base de dados do trabalho.

Figuras

Figura 1: “Dívida Líquida / PL”, Ver arquivo: Sadia_Release4T06.pdf, pág. 11, disponível em www.sadia.com.br e contido na base de dados do trabalho.

Figura 2: “EBITDA”, Ver arquivo: Sadia_Release1T09.pdf, pág. 8, disponível em www.sadia.com.br e contido na base de dados do trabalho.

Figura 3: “Investimentos em 2008”, Ver arquivo: Perdigão_Relatório_Anual_2008.pdf, pág. 14, disponível em www.perdigao.com.br e contido na base de dados do trabalho.

Figura 4: “EBITDA”, Ver arquivo: Perdigão_Relatório_Anual_2008.pdf, pág. 6, disponível em www.perdigao.com.br e contido na base de dados do trabalho.

1 - Introdução:

No atual momento da economia mundial vivemos dias de incertezas. Ninguém se arrisca a afirmar o que realmente vai acontecer daqui para frente. O mundo está passando por mudanças drásticas. Até muito pouco tempo atrás só se falava em crédito abundante, empresas vendendo a prazo a perder de vista, e o consumidor comprando de tudo. Os países tinham projeções de crescimento do PIB muito animadoras e só se falava em produzir mais, em aquecer a economia e em exportar/importar. Os bancos emprestaram dinheiro de todas as maneiras possíveis e as empresas se alavancaram como nunca. É claro que tudo isso se refletiu no consumidor que nunca viu tamanha bonança.

No terceiro trimestre de 2008 a situação se tornou desesperadora. A mudança de governo nos EUA foi ansiosamente esperada porque era vista como uma possível “salvação” para esta crise, já comparada com a de 1929. Os enigmáticos, mas ao mesmo tempo adorados derivativos, passaram a serem os vilões desta novela com direito a ganância, alavancagem desenfreada e desregulamentação

O setor de exportação brasileiro sofreu com isso. O dólar despencou, *“os balanços de 2008 de três das maiores empresas brasileiras, divulgados ontem (27/03/09), mostram que a crise financeira internacional, mesmo com efeitos concentrados no terceiro trimestre, teve impacto decisivo nos resultados...”*^{*1}. Isso é o que se vê o tempo todo nas manchetes de jornais e nas notícias dos principais telejornais. Estamos em épocas de vacas magras e ainda não temos a menor idéia de como será daqui para frente e como e quando essa crise econômica irá terminar.

Portanto considerei pertinente e academicamente bastante interessante fazer uma análise comparativa dos dados dos anos de 2006 e 2007 e dos 1º, 2º e 3º trimestres de 2008 com os dados do 4º trimestre de 2008 e do 1º trimestre de 2009 de seis empresas exportadoras: Sadia, Perdigão, VCP, Aracruz, Marcopolo e Embraer. O objetivo é entender o “processo” que levou estas empresas, que sempre tiveram resultados extraordinários, a terem prejuízos históricos e até a serem vendidas e/ou incorporadas por antigas empresas rivais

^{*1}Ver FRISCH, Felipe, Balanços no vermelho, O Globo, Rio de Janeiro, 28/03/2009, Caderno de Economia, pág. 33

2 - Metodologia Utilizada:

O primeiro passo deste trabalho foi a padronização dos balanços consolidados das empresas estudadas publicados no *web site* da CVM. O segundo passo foi a montagem de tabelas com os dados necessários para o cálculo dos índices e valores escolhidos para a análise empírica a ser desenvolvida.

Os valores e índices escolhidos com o Professor/Orientador José Márcio Camargo estão entre aqueles considerados de grande relevância para análises econômicas.

- EBITDA
- Patrimônio Líquido
- Índice de Liquidez Geral - ILG
- Índice de Endividamento Geral - IEG

Começamos a análise de cada empresa com um breve histórico da Empresa do ano de 2006 até o 1º trimestre de 2009 com informações obtidas nas leituras “*press-releases*” e nos relatórios anuais e ou trimestrais de cada empresa.

A seguir analisamos empiricamente as informações das tabelas elaboradas para este estudo, a saber: tabelas 1, 2, 3, 4, 5 e 6. Cada índice ou valor foi estudado em separado e seguido de algumas conclusões específicas, assim como cada Empresa.

Nas conclusões finais deste estudo, tentaremos analisar globalmente a situação das seis Empresas, registrando suas semelhanças e diferenças.

3 – Conceitos utilizados no estudo:

Os conceitos teóricas dos índices e dos valores conhecidos pelo mercado, utilizados no estudos foram:

3.1 - EBITDA

Também conhecido como Lajida, cujo conceito ainda não é claro para muitas pessoas. A sigla corresponde a **E**arning **B**efore **I**nterests, **T**axes, **D**epreciation and **A**mortization, ou seja, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

O EBITDA representa a geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas através de suas atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos. Difere do EBIT, conhecido como o lucro na atividade, no que se refere à depreciação e amortização.

3.1.1 - Para calcular o EBITDA: O primeiro passo é calcular o lucro operacional, que, de acordo com o critério utilizado no Brasil, é obtido com a subtração, a partir da receita líquida, do custo dos produtos vendidos (CPV), das despesas operacionais e das despesas financeiras líquidas (despesas menos receitas com juros e outros itens financeiros).

Depois, basta somar ao lucro operacional os juros, a depreciação e amortização inclusas no CPV e nas despesas operacionais. Note que estas contas não representam saída de caixa. Por exemplo, a depreciação de um equipamento quantifica a perda de sua capacidade produtiva graças ao uso ou tempo, e, portanto, a perda de seu valor para a empresa. Essa perda não é financeira, já que não há desembolso efetivo de recursos no período.

3.1.2 - Porque utilizar o EBTDA: Este indicador pode ser utilizado na análise da origem dos resultados das empresas e, por eliminar os efeitos dos financiamentos e decisões contábeis, é capaz de medir com mais precisão a produtividade e a eficiência do negócio. E isso é essencial na hora da decisão de investir, especialmente se levado em conta o longo prazo. É muito comum notar o termo margem EBITDA sendo usado no mercado. Desta forma, o percentual pode ser usado para comparar as empresas quanto à eficiência dentro de um segmento. Mais interessante, a variação do indicador

de um ano em relação a outro mostra aos investidores se uma empresa conseguiu ser mais eficiente ou aumentar sua produtividade.

3.2 - Patrimônio Líquido

O patrimônio líquido representa os valores que os sócios têm na empresa, num determinado momento. É resultante do ativo menos o passivo e representado pelos:

- **Capital Social:** valores que os sócios investiram na empresa;
- **Lucros Acumulados:** lucros que foram reinvestidos pelos sócios na empresa.

A partir de 01.01.2008, por força da Lei 11.638/2007, para as sociedades por ações, a divisão do patrimônio líquido será realizada da seguinte maneira:

- a) Capital Social
- b) Reservas de Capital
- c) Ajustes de Avaliação Patrimonial
- d) Reservas de Lucros
- e) Ações em Tesouraria
- f) Prejuízos Acumulados.

De certa forma o Patrimônio Líquido também é uma obrigação da empresa com seus proprietários. Todavia, é uma obrigação, geralmente, *não exigível*, i.e, os proprietários não exigem da empresa o reembolso de sua aplicação, pois tem o interesse de continuidade da empresa. Por isso antigamente, o patrimônio líquido era conhecido como Não Exigível.

3.2.1 - Como calcular o Patrimônio Líquido: O valor do patrimônio líquido é calculado da seguinte forma: **Patrimônio líquido** = Valor total do Ativo - Valor total do Passivo.

3.2.2 - Porque utilizar o Patrimônio Líquido: Como a definição já nos diz o Patrimônio Líquido nos dá a situação líquida de empresa e com isso temos uma boa idéia da riqueza que a Empresa tem.

3.3 - Índice de Liquidez Geral - ILG:

Embora não seja a melhor definição, costuma-se dizer que os índices de liquidez medem “o quanto a empresa tem para cada unidade monetária que ela deve”.

A liquidez geral indica quanto a empresa possui em dinheiro, bens e direitos realizáveis a curto e a longo prazo, para fazer face às suas dívidas totais. A interpretação do índice de liquidez geral é no sentido de quanto maior, melhor. Sua função é indicar a liquidez da empresa no curto e longo prazo, por isso o nome Liquidez Geral.

3.3.1 - Como calcular o ILG: O Índice de Liquidez Geral -ILG é calculado a partir da divisão da soma dos ativos circulante (AC) e realizável a longo prazo (RLP) pela soma dos passivos circulante (PC) e exigível a longo prazo (ELP):

$$ILG = \frac{AC + RLP}{PC + ELP}$$

3.3.2 - Porque utilizar o ILG: Este índice é bem interessante pois nos dá uma idéia da situação financeira da empresa tanto no curto quanto no longo prazo. Isto é, este índice nos ajuda a visualizar a se a empresa consegue pagar suas dívidas. Medir capacidade de pagamento também pode ser visto como uma análise da *Liquidez* da empresa.

3.4 - Índice de Endividamento Geral - IEG:

O índice de endividamento IEG geral mede a proporção dos ativos totais da empresa financiada pelos credores. Este índice nos proporciona uma idéia da composição do passivo ou da distribuição do mesmo entre recursos de terceiro e de capital próprio. De forma geral, quanto maior for este índice, maior será o montante de capital de terceiros, que vem sendo utilizado para gerar lucros.

Este índice é geralmente representado de maneira percentual. Um índice de endividamento geral, por exemplo, de 40%, indica que a empresa financia 40% dos seus ativos com capital de terceiros.

3.4.1 - Como calcular o IEG: O IEG é calculado da seguinte forma:

$$IEG = \frac{\text{exigível_total}}{\text{ativo_total}}$$

Onde o exigível total = Passivo Circulante + Passivo Exigível a Longo Prazo.

3.4.2 - Porque utilizar o IEG: Utilizamos o IEG pois ele é um indicador ou medida de risco financeiro, sendo uma variável básica na hora de determinar a estrutura financeira mais adequada para uma empresa.

4 - SADIA

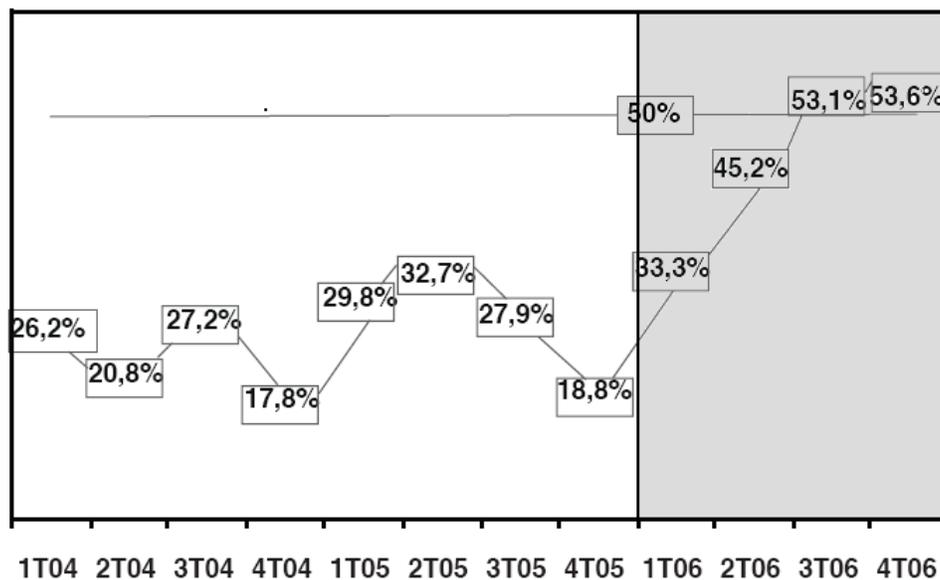
4.1 - Histórico

4.1.1 - Ano de 2006

O ano de 2006 foi um período de grandes desafios para a Sadia. O impacto causado pela gripe aviária reduziu o consumo de aves e afetou de forma significativa as atividades globais do setor. A suspensão das importações de carne suína brasileira pela Rússia, principal destino desse produto, afetou os resultados da empresa sobre tudo no primeiro semestre. Outro fator que pressionou a receita foi a desvalorização do dólar de 10,1% no período.

Apesar do cenário desfavorável, a Sadia reafirmou a força de sua marca e demonstrou, mais uma vez, sua vigorosa capacidade de superar as contingências do mercado. Com ações que se mostraram positivas ao longo do ano, a empresa conseguiu reverter no segundo semestre a tendência adversa que, a rigor, já se anunciara no final de 2005 com o surgimento dos primeiros focos de gripe aviária na Europa.

DÍVIDA LÍQUIDA/PL



- Figura 1-

A figura 1 nos mostra a evolução da razão dívida líquida/PL, com destaque (área sombreada) para o ano de 2006 onde há uma espécie de quebra acentuada do “formato” que vinha ocorrendo desde o 1º trimestre de 2004.

4.1.2 - Ano de 2007

A internacionalização foi a marca da Sadia em 2007. Neste ano houve a instalação de primeira fábrica no exterior, em Kaliningrado, na Rússia, e foi anunciada a construção de uma segunda unidade fora do Brasil, nos Emirados Árabes. A abertura de novas fronteiras foi combinada ao crescimento sustentável dos negócios tanto no mercado interno como no externo.

Ao longo de 2007, foram previstos investimentos no valor de R\$ 1,1 bilhão em ações que permitiriam fortalecer as estratégias de internacionalização e enriquecimento do mix de produtos de maior valor agregado. A Sadia passou a integrar, a partir de 1º de dezembro, a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que é o indicador composto de ações emitidas por empresas que se preocupam e investem em práticas sustentáveis.

As ações preferenciais da Sadia mantiveram-se distribuídas entre as diversas categorias de investidores presentes na Bovespa, com destaque para a contínua participação dos investidores estrangeiros.

4.1.3 - Ano de 2008

Destaques de 2008:

- Recorde de receita de R\$ 12,2 bilhões – entre as 20 maiores empresas brasileiras.
- Ampliação de participação de mercado nas categorias congelados, resfriados e margarinas.
- 6ª maior exportadora brasileira, com receitas de US\$ 3,1 bilhões
- Maior volume de investimentos da história R\$ 1,8 bilhão com ampliação de capacidade total em 30%.

A Sadia registrou em 2008 o primeiro prejuízo anual em seus 64 anos de história, reflexo de perdas financeiras com instrumentos derivativos e dos impactos da desvalorização do real.

A partir de setembro a moeda brasileira sofreu forte desvalorização em meio aos efeitos da crise sistêmica internacional. A Companhia em 26 de setembro de 2008 informou ao mercado **perdas relevantes com operações de derivativos**, fato confirmado no ITR de 30 de setembro de 2008.

O **resultado líquido negativo no exercício foi de R\$ 2,48 bilhões**. Este valor contempla a totalidade das perdas das referidas operações no âmbito da nova legislação (lei 11.638/07).

4.1.4 - 1º Trimestre 2009

A Sadia S.A. inaugurou no dia 23 de março sua primeira unidade no Nordeste. O projeto recebeu investimentos da ordem de R\$ 300 milhões e deverá gerar 1.5 mil empregos diretos e cerca de 4 mil indiretos quando a fábrica estiver em pleno funcionamento. A unidade tem capacidade para produzir 150 mil toneladas/ano e quando estiver operando a plena capacidade deverá gerar receita adicional à empresa da ordem de R\$ 400 milhões por ano.

Afetados pelo enxugamento do crédito, importadores promoveram grandes reduções de seus estoques, que acabaram afetando as exportações brasileiras do nosso setor. O redirecionamento dos produtos para o mercado interno compensou em parte a redução das receitas externas e contribuiu para fortalecer e ampliar a presença das marcas Sadia no Brasil, inclusive com aumentos de market share nos congelados e resfriados. O resultado da Sadia no primeiro trimestre sofreu o impacto do conjunto atípico de ajustes realizados na cadeia de valor por conta da crise econômica global. Contudo, já vemos sinais de uma tímida recuperação dos mercados externos, em particular na Europa, e achamos que a partir do próximo trimestre as exportações deverão reverter à tendência do 1T09.

4.2 - Análise Empírica

A tabela abaixo mostra os índices e os valores conhecidos pelo mercado que decidimos utilizar para esta análise:

	EBITDA					
	Anualizado 1T09	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/03/2008
Patrimônio Líquido(R\$ em milhões)		176.969	410.884	3.183.836	2.442.653	3.073.314
EBITDA(R\$ em milhões)	250.008	62.502	1.164.222	1.172.439	609.000	256.937
ILG		0,62	0,70	1,03	1,01	0,94
IEG (%)		98,00	96,60	62,68	67,94	64,69

- Tabela 1-

Vemos na tabela 1, a evolução os índices e valores no período de 2006 ao 1º Trimestre de 2009, período que desejamos analisar. Decidimos adicionar mais uma coluna com informações do 1º Trimestre de 2008 somente para ajudar em nossa análise empírica. Vamos analisar cada um dos índices e valores separadamente.

4.2.1 - Patrimônio Líquido

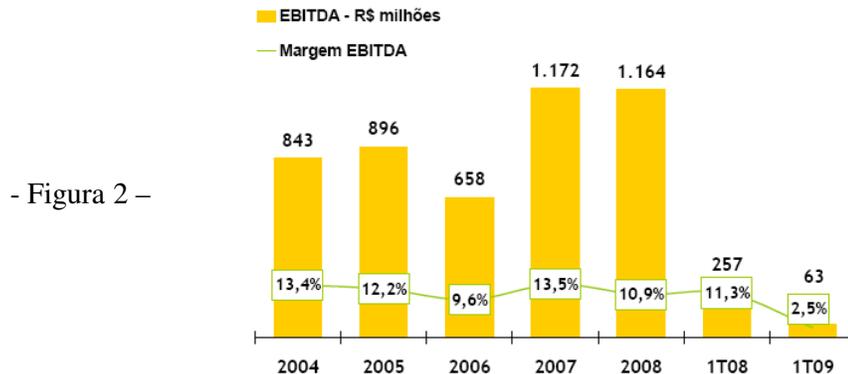
O Patrimônio Líquido da Sadia teve uma melhora significativa, aproximadamente 30%, entre os anos de 2006 e 2007 o que realmente condiz com a situação de bonança que o mundo estava passando. Podemos dizer então que entre 2006 e 2007 a Sadia “aumentou sua riqueza”.

Entretanto, entre os anos de 2007 e 2008 vemos uma redução acentuadíssima, algo em torno de 87%, do patrimônio líquido.

No 1º trimestre de 2009 temos uma situação ainda bem difícil. Se compararmos com o mesmo período de 2008, chegaremos a uma conclusão desanimadora, ou seja, redução drástica de 94%. Porém se anualizarmos o patrimônio líquido do 1º trimestre de 2009 e compararmos com o resultado do ano de 2008, veríamos uma melhora bem animadora, algo em torno de 72%.

Com esses resultados, podemos ver como a crise que assolou o mundo a partir do 4º trimestre de 2008 influenciou demasiadamente negativamente a riqueza da Sadia, apesar de “projetarmos” uma melhora considerável na comparação do patrimônio líquido anualizado do 1º trimestre de 2009 com o do ano de 2008 .

4.2.2 - EBITDA



A figura 2 e a tabela 1 nos ajudam a analisar a evolução do EBITDA no período desejado.

Vemos que entre 2006 e 2007 houve um relevante aumento do EBITDA, algo como 92%. Entre 2007 e 2008 houve uma queda quase que insignificante (1%).

Comparando o 1º trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008 temos um resultado um tanto desanimador, isto é, queda acentuada de 75%.

Comparando o EBITDA do 1º trimestre de 2009 anualizado com o ano de 2008, a situação continuará ruim, ou seja, outra queda enorme de 79%.

Vemos então que a evolução do EBITDA nos mostra uma tendência de queda da eficiência/produzividade da Sadia em relação ao mercado, principalmente após o ano de 2008(inclusive).

4.2.3 - Índice de Liquidez Geral -ILG

Recorreremos à tabela 1 para nos ajudar a analisar a evolução do ILG no período que estamos estudando.

Como já foi dito no item 3.3, a interpretação do índice de liquidez geral é no sentido de quanto maior, melhor, ou seja, quanto maior o ILG, maior a liquidez de curto e longo prazo da Sadia.

A tabela 1 nos mostra a evolução do ILG no período estudado. Vemos que entre os anos de 2006 e 2007 houve uma pequena melhora no ILG (aproximadamente 1%). Se

compararmos o ILG de 2007 com o de 2008, começo da atual crise mundial, teremos uma queda considerável de aproximadamente 32%.

Já a comparação do 1º trimestre de 2009 com o mesmos períodos de 2008 vemos uma queda considerável de 34%.

Podemos dizer que através da análise da evolução do índice de liquidez geral da Sadia, houve uma queda em média de 37% entre 2006 e o 1º trimestre de 2009. Número bastante significativo em se tratando de um índice de liquidez.

Com esses resultados vemos que a Sadia teve uma queda bastante significativa em sua liquidez de curto e longo prazo devido à crise econômica mundial, isto é, a partir do 4º trimestre de 2008 (afetou muito os resultados de 2008 inclusive).

4.2.4 - Índice de Endividamento Geral IEG

Como já foi dito anteriormente quanto maior for o IEG, maior será o montante de capital de terceiros, que vem sendo utilizado para gerar lucros.

Utilizaremos os dados da tabela 1 para analisar a situação da Sadia pelo ponto de vista do IEG.

A evolução o IEG entre os anos de 2006 e 2007 nos mostra uma melhora porque houve uma redução do índice de 67,94% para 62,98%, ou seja, entre esses dois anos a Sadia diminuiu em 5,26 pontos percentuais o volume de capital de terceiros utilizados para gerar lucros.

Porém ao verificarmos o IEG do ano de 2008 vemos que a situação mudou bastante. De 2007 para 2008 houve um aumento muito significativo do IEG que variou de 62,98% para 96,6%, ou seja, um aumento de aproximadamente 34 pontos percentuais. Se pegarmos o IEG do 1º trimestre de 2009 vemos que a situação se deteriorou mais ainda, a Sadia passou a necessitar de 98% de capitais de terceiros para gerar lucros.

Vemos que a partir do ano de 2008 a Sadia passou a necessitar de quase 100% de capitais de terceiros para conseguir gerar lucros, isto é, sem investimentos externos (capital de terceiros) a empresa não teria condições de gerar lucros.

4.3 - Conclusões

Através do histórico e principalmente da análise empírica vemos que a Sadia passou de uma fase de bonança, anos de 2006 e 2007 para uma fase crítica de 2008 em diante. Isto é, a partir de 2008 (crise econômica mundial) a situação da Sadia degingolou: sua riqueza diminuiu consideravelmente, sua eficiência/produzividade dentro do setor alimentício caiu, sua liquidez de curto e longo prazos caiu consideravelmente e seu endividamento aumentou vertiginosamente. Muitos desses problemas se devem às operações mal sucedidas com derivativos: ***Perda de 2.6 bilhões com derivativos de alto risco***. A situação da Empresa era tal que em 14/04/2009 foi noticiado pelo Jornal Valor Econômico em reportagem de capa*² a fusão da Sadia com sua principal “rival” Perdigão. Ainda segundo a reportagem do jornal Valor Econômico na futura empresa, BRF-Brasil Foods, os acionistas da Sadia terão algo em torno de 30% a 35% das ações, ou seja, a Perdigão teria o controle da empresa (com o restante das ações). A situação da BRF-Brasil Foods esta sendo analisada pelo CADE*³ até o momento da elaboração deste trabalho.

*² Ver ROCHA, Ainda do A; VALENTI, Graziella e ADACHI, Vanessa, Perdigão cede fatia maior à Sadia, Valor Econômico, Rio de Janeiro, 14/05/2009, Capa e pág. A5.

*³ Ver BASILE, Juliano, Sadia e Perdigão negociam acordo com Cade, Valor Econômico, Rio de Janeiro, 16/06/2009, Caderno Empresas & Tecnologia, pág. B1.

5 - PERDIGÃO

5.1 - Histórico

5.1.1 - Ano de 2006

Em 2006, seguindo sua estratégia de pulverização das atividades de produção, com a aquisição do controle acionário da Batávia S.A. terceira maior fabricante de laticínios do País, dona da marca Batavo, a Perdigão ingressou na atividade de lácteos. Esse foi um dos passos mais importantes dado pela empresa em 2006, rumo à trajetória de diversificação de seu portfólio.

Adoção de regras de elevado padrão de governança corporativa que culminaram com a entrada no Novo Mercado da Bovespa.

Durante o ano de 2006 houve a definição do processo de reestruturação do modelo de gestão. Com a mudança, a Perdigão deixou de ser administrada por áreas e passou a adotar o conceito de Unidades de Negócios, com o objetivo de fortalecer as atividades da Empresa e, ao mesmo tempo, proporcionar mais agilidade na busca de novas oportunidades, ampliando o foco no desenvolvimento sustentável das operações e dos resultados.

Apesar da conjuntura internacional desfavorável, em 2006, a Perdigão deu continuidade aos projetos de expansão delineados em 2005. Confiante na superação da crise deflagrada pela gripe aviária, a Companhia não se desviou dos compromissos assumidos, investindo R\$ 511 milhões no ano, excluindo gastos com aquisições.

5.1.2 - Ano de 2007

Expansão e diversificação. Esses foram os pontos que nortearam a atuação da Perdigão em 2007. A Empresa fortaleceu suas bases no exterior, expandindo suas operações de forma globalizada. Com isso, a Perdigão deu mais um importante e definitivo passo para consolidar-se como uma empresa de classe mundial.

Entre as operações realizadas no período, um dos destaques foi a negociação para a aquisição da Eleva, que teve como base a complementaridade às atividades da Companhia e a aderência ao plano de crescimento e estratégia, uma vez que a Perdigão atua principalmente nas áreas de carnes e lácteos.

Outro passo importante no segmento de lácteos foi a incorporação do capital remanescente da Batávia, da qual a Perdigão já detinha 51%. A Empresa também comprou as marcas Doriana, Claybon e Delicata, além de ter feito uma aliança estratégica com a Unilever para a gestão das marcas Becel e Becel Proactiv. Com essas operações, a Perdigão iniciou uma operação sólida no segmento de margarinas e partiu de um ponto já avançado para a disputa desse mercado. Na área dos bovinos, a Companhia adquiriu a unidade industrial no Mato Grosso, além de ter ampliado os negócios já consolidados de aves, suínos, lácteos e produtos processados, com a ampliação da capacidade produtiva.

Visando avançar em mercados emergentes dentro do Brasil, a Perdigão anunciou a construção do complexo agroindustrial de Bom Conselho (PE), que contará com duas unidades industriais – uma voltada para produtos lácteos e outra, para produtos embutidos de carnes – e um centro de distribuição que atenderá prioritariamente à Região Nordeste.

Para fazer frente à aquisição da Eleva, a Perdigão promoveu uma nova oferta primária de ações no final de 2007, que culminou com a emissão de 20,7 milhões de novas ações. A operação, concluída com sucesso, permitiu uma captação de recursos de R\$ 934 milhões, que prioritariamente foi destinada para pagamento da aquisição da Eleva.

5.1.3 - Ano de 2008

Em abril de 2008, a Perdigão adquiriu a Cotochés, de Minas Gerais, tradicional indústria de lácteos.

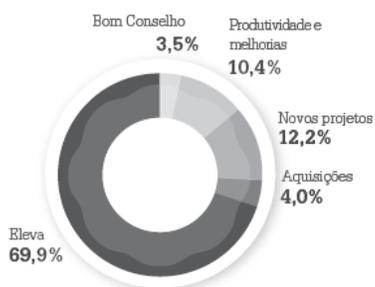
Em continuidade ao processo de internacionalização, a Empresa negociou a aquisição da Plusfood, uma empresa de processados de carnes na Europa.

Apesar do cenário internacional desfavorável, 2008 foi um ano de crescimento da economia e de aumento da renda dos brasileiros – o que ajudou a criar uma nova massa de consumidores, com impacto positivo sobre nos resultados da Empresa. No exterior, a partir das unidades da Europa, a Perdigão ingressou em novos mercados, por meio de exportações, distribuição própria e inserção de produtos de maior valor agregado.

O cenário internacional adverso, que continua provocando constantes oscilações nos mercados financeiros, e a volatilidade dos preços das *commodities* - intensificada no Brasil pela forte desvalorização do real frente ao dólar -, gerou uma despesa financeira adicional para a Empresa, porém sem desembolso de caixa no ano, pressionando o resultado líquido.

Diante da crise financeira global que se intensificou no último trimestre do ano, a Companhia se antecipou às mudanças e se reposicionou de acordo com o novo cenário. Promoveu ajustes pontuais na produção destinada ao mercado externo para adequar os níveis de estoques e fortaleceu sua posição financeira protegendo os ativos e passivos, e mantendo uma rígida política de gerenciamento de riscos.

Investimentos em 2008



- Figura 3 -

O ano de 2008 foi também um período de importantes mudanças na estrutura da organização. Após um processo planejado de sucessão, que se estendeu por mais de um ano, as funções de Diretor-Presidente e presidente do Conselho de Administração voltaram a ser exercidas de forma independente, seguindo os preceitos de governança corporativa que sempre nortearam a Perdigão.

5.1.4 - 1º Trimestre de 2009

Mesmo diante do cenário adverso, os volumes de carnes comercializados pela companhia no mercado externo foram 5% superiores e as receitas nesta atividade 6,3% maiores na comparação com o mesmo período do ano anterior.

A maior parte dos R\$ 119,7 milhões de investimentos feitos pela Companhia no período foi destinada à produtividade, a melhorias das linhas de produção e às obras de construção da unidade de Bom Conselho (lácteo), em Pernambuco, e Três de Maio, no Rio Grande do Sul (unidade de processamento de leite em pó).

Os resultados do trimestre refletem os impactos do conturbado cenário internacional. Os principais fatores que reduziram as margens da Companhia no período foram a queda abrupta de preços no mercado externo, excesso de oferta no mercado interno, elevação dos custos de produção e das despesas comerciais devido à perda do fluxo de exportação.

5.2 - Análise Empírica

	EBITDA					
	Anualizado 1T09	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/03/2008
Patrimônio Líquido(R\$ em milhões)		3.879.093	4.110.618	3.225.979	2.104.872	4.222.031
EBITDA(R\$ em milhões)	472	118	1.159	803	456	186
ILG		0,90	0,93	1,21	1,11	0,97
IEG (%)		64,38	63,36	50,70	55,61	52,26

- Tabela 2 –

A tabela 2 nos mostra a evolução dos valores e índices que utilizaremos em nossa análise empírica no período desejado. Conforme fizemos na tabela 1, adicionamos mais uma coluna com informações referentes ao 1º Trimestre de 2008 para facilitar nossa análise.

5.2.1 - Patrimônio Líquido

Ao analisarmos a tabela 2 vemos que entre os anos de 2006 e 2007 houve uma melhora considerável na riqueza da Empresa, aproximadamente 53%.

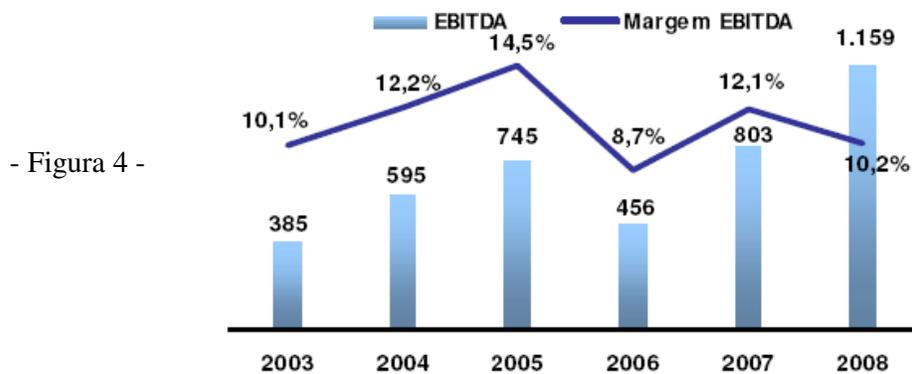
Entre os anos de 2007 e 2008 vemos que ainda houve uma melhora na riqueza da Empresa, porém mais branda, aproximadamente 27%, praticamente metade do valor entre os anos 2006 e 2007. Logo podemos dizer que houve melhora, porém bem menor.

Comparando o patrimônio líquido do 1º Trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008 vemos uma piora acanhada, aproximadamente 8%.

Vemos então que a crise econômica mundial “diminuiu a melhora” entre 2007 e 2008, mas no 1º Trimestre de 2009 a situação ficou praticamente a mesma. Podemos dizer então que em termos de riqueza a Perdigão está conseguindo “resultados bem razoáveis” para uma fase bastante conturbada da economia global.

5.2.2 - EBITDA

A figura 4 e a tabela 2 nos ajudarão a analisar a evolução do EBITDA da Perdigão no período desejado.



Ao analisarmos a evolução do EBITDA entre os anos de 2006 e 2007 vemos um nítido aumento, aproximadamente 76%.

Entre os anos de 2007 e 2008 houve outro aumento, porém bem menor (quase a metade!) de aproximadamente 44%. A eficiência/produktividade deixou de aumentar bastante!

Se analisarmos o EBITDA do 1º trimestre de 2009 e compararmos com o ano de 2008 veremos uma queda considerável de aproximadamente 58%. Comparando o EBITDA

do 1º trimestre de 2009 com o valor do mesmo período de 2008, vemos uma queda considerável de aproximadamente 37%.

Vemos então que no geral a partir de 2008 houve uma queda considerável na eficiência/produzividade da Perdigão em relação ao mercado. A Empresa deixou de melhorar bastante.

5.2.3 - Índice de Liquidez Geral -ILG

A tabela 2 nos mostra a evolução do ILG no período a ser analisado.

Sabemos (item 3.3/cap.3) que quanto maior for o ILG, maior será a liquidez de curto e longo prazo da Perdigão.

Ao analisarmos a evolução o ILG da Perdigão entre aos anos de 2006 e 2007 vemos uma melhora muito pequena, aproximadamente 8%. Poderíamos até dizer que a situação não se modificou consideravelmente.

Já entre os anos de 2007 e 2008 houve uma perda de liquidez de curto e longo prazo bem razoável no valor de 23%.

Se compararmos o ILG do 1º Trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008 veremos uma acanhada perda de liquidez de 7% .

Logo a partir de 2008 a Perdigão sofreu perdas em sua liquidez de curto e longo prazo, porém não tão drásticas quanto as perdas da Sadia por exemplo.

5.2.4 - Índice de Endividamento Geral IEG

Lembramos que quanto maior for o IEG, maior será o montante de capital de terceiros que vem sendo utilizado pela Empresa para gerar lucros.

Entre os anos de 2006 e 2007 vemos uma pequena melhora de 8%, isto é, a Perdigão diminuiu o um pouco sua necessidade de capitais de terceiros para gerar lucros.

Porém a análise dos anos de 2007 e 2008 vemos que o ILG aumentou razoavelmente nesse intervalo de tempo, 25%.

Analisando o ILG do 1º trimestre de 2009 com o ILG do mesmo período de 2008 vemos um aumento considerável de 23% na necessidade de capitais de terceiros para gerar lucro.

O índice de endividamento geral aumentou consideravelmente ao analisarmos o ano de 2007 frente a 2008. O mesmo ocorre quando analisamos o ILG do 1º trimestre de 2009 frente ao ILG do mesmo período de 2008. Vemos então que a partir de 2008 a situação piorou e fez com que a Perdigão necessitasse de maior volume de capitais de terceiros para conseguir gerar seus lucros.

5.3 - Conclusões

A Perdigão sofreu bem menos que a Sadia a partir de 2008, isto é, com o advento da crise econômica mundial que assolou o mundo a partir do 4º trimestre de 2008. A riqueza da Perdigão variou pouco. Sua eficiência/produzitividade e sua liquidez de curto e longo prazo caíram razoavelmente, porém não tão acentuadamente como a Sadia. O volume de capitais de estrangeiros aumentou, porém se novamente fizermos uma comparação com a Sadia a situação é bem menos preocupante.

No processo de fusão Perdigão-Sadia, a “melhor” situação da primeira deve ter influenciado bastante na hora de fecharem os acordos de acionistas da nova empresa. Na BRF-Brasil Foods, os acionistas da Perdigão terão algo entre 65% a 70% das ações*⁴.

*⁴ Ver ROCHA, Ainda do A; VALENTI, Graziella e ADACHI, Vanessa, Perdigão cede fatia maior à Sadia, Valor Econômico, Rio de Janeiro, 14/05/2009, Capa e pág. A5

6 - VCP

6.1 - Histórico

6.1.1 - Ano de 2006

Negociação com minoritários da Ripasa que migraram para ações de VCP e Suzano. Em abril de 2006, a VCP e a Suzano celebraram um acordo judicial com um grupo de acionistas preferencialistas da Ripasa, com o objetivo de extinguir as demandas que questionavam a reestruturação societária da Ripasa.

Implantação do regime de semi-consórcio na Ripasa permitindo captura de sinergias.

O preço médio foi 3% menor em 2006 contra 2005, explicado pela queda do câmbio, anulando os aumentos de preços internacionais da celulose em dólares, e pela forte competição no mercado local de papéis.

Troca de ativos com a International Paper, avançando no seu plano estratégico de crescimento VCP 2020. Término do desgargalamento da produção de celulose de Jacareí. Liability Management: renegociação da dívida da VCP com redução do custo e aumento de prazo. Investment Grade pela Standard & Poors e pela Fitch.

Investimento para compra de participação de 12,4% na Aracruz (US\$ 370 milhões em 2001) atinge US\$ 782 milhões em 2006, mais os dividendos dos últimos 5 anos.

6.1.2 - Ano de 2007

Acordo com a ALL para o transporte da celulose de Três Lagoas (Projeto Horizonte) ao porto de Santos.

Estrutura de celulose offshore recebe reforço na Europa e também na China, onde abriu um escritório de representação.

Nova estrutura organizacional: VCP do presente e VCP do futuro.

Reposicionamento dos ativos de papel:

- Conclusão da troca de ativos com a International Paper;
- Venda das unidades não estratégicas de papel (Mogi, Cubatão, Limeira e Embu) e joint venture em Jacareí com Ahlstrom gerando uma receita de aproximadamente R\$393 milhões;
- Acordo estratégico com a Oji Paper para os papéis especiais produzidos em Piracicaba;
- Contratos de longo prazo para o fornecimento de celulose com a IP em Três Lagoas (MS) e com a Ahlstrom em Jacareí (SP);
- Conpacel atinge níveis recorde de produtividade e obtém aprovação pelo CADE.

Consolidação do Investment Grade pelas três agências de rating (Standard & Poors, Fitch e Moody.s).

Adesão ao Pacto Global da ONU.

6.1.3 - Ano de 2008

Em 2008, a companhia manteve relevante fatia do mercado de papéis revestidos e não revestidos e aumentou sua participação no segmento de papéis especiais (térmicos e autocopiativos). No que se refere ao mix de vendas da VCP, papéis não-revestidos reduziram sua participação no portfólio total, passando de 48% em 2007 para 42%, conforme estratégia definida de participação seletiva em papéis e alto valor agregado;

No campo da sustentabilidade, a VCP foi convidada pela primeira vez para participar do processo seletivo do Dow Jones Sustainability Index (DJSI) e já no primeiro ano foi selecionada para integrar o índice, figurando entre apenas 8 empresas brasileiras que o compõe. De um total de 35 companhias brasileiras convidadas, a VCP foi a única a integrar o índice pela primeira vez.

Também renovou sua participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa, onde participa desde sua criação, em 2005.

Ainda em 2008, a VCP prosseguiu determinada em sua estratégia de tornar-se uma empresa com foco em celulose e presença seletiva em papéis de alto valor agregado.

Em agosto de 2008 a VCP anunciou que seu controlador, a Votorantim Industrial, chegava a um acordo para aquisição das ações de emissão da Aracruz detidas pela família Lorentzen. A aquisição ficou temporariamente interrompida até que os problemas com os derivativos da Aracruz fossem solucionados.

6.1.4 - 1º Trimestre de 2009

Volume de celulose vendida pela VCP atingiu recorde de 349 mil t no 1T09 (6% acima do Guidance), mas com preço médio 20% inferior ao 4T08, em Reais.

Papel: Houve redução dos estoques na cadeia devido à crise macroeconômica. Por outro lado, a paridade cambial prevalente no período manteve a competitividade do produto brasileiro. O volume de vendas da VCP ficou 3% acima do esperado para o trimestre, com 80 mil t vendidas. O preço médio em Reais ficou 6% acima do 4T08, em virtude do aumento de preço em todos os grades e maior participação de papel couché no mix total.

O Projeto Horizonte já iniciou suas operações em 30/03. No primeiro mês de operação, superou a meta de produção em 6%, atingindo 55 mil t;

Reestruturação societária: foram concluídos o aumento de capital e, em abril, a transferência das ações ONs de Aracruz pertencentes ao Grupo Safra e Arapar (“famílias”).

Resultado financeiro negativo em R\$42 milhões, onde o maior impacto foi a marcação a mercado da dívida com os ex-integrantes do bloco de controle da Aracruz (“famílias”). O prejuízo líquido foi de R\$6 milhões no trimestre.

6.2 - Análise Empírica

	EBITDA					
	Anualizado 1T09	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/03/2008
Patrimônio Líquido(R\$ em milhões)		6.491.526	4.131.871	5.632.179	5.114.117	5.745.592
EBITDA(R\$ em milhões)	592	148	782	880	1.115	208
ILG		0,37	0,37	0,48	0,69	0,69
IEG (%)		75,82	67,71	52,06	49,89	35,71

- Tabela 3 -

A tabela 3 nos mostra a evolução dos valores e índices da VCP no período a ser analisado.

Conforme fizemos nas tabelas 1 e 2, adicionamos mais uma coluna com informações referentes ao 1º Trimestre de 2008 para facilitar nossa análise.

6.2.1 - Patrimônio Líquido

Ao fazermos uma análise da evolução do patrimônio líquido da VCP vemos que a situação da empresa em termos de riqueza aumentou em 10% entre 2006 e 2007, um resultado razoável. Se compararmos o ano de 2007 com o ano de 2008 a situação muda, isto é a melhora se torna piora considerável de 19%.

O mais interessante desta análise é que já no 1º Trimestre 2009 a situação mudou, as pioras se tornaram melhoras. Ou seja, já no início de 2009 a VCP reverteu a situação e conseguiu aumentar suas riquezas. Vemos isso ao compararmos o 1º Trimestre 2009 com o mesmo período dos anos de 2008: aumento razoável, para uma época de crise, de 13%

Podemos concluir então que a riqueza da VCP piora consideravelmente no ano de 2008 (começo da atual crise econômica mundial), porém já no início de 2009 há sinais de melhora.

6.2.2 - EBITDA

Utilizaremos a tabela 3 como fonte de dados para nossa análise. Na segunda linha da tabela em questão podemos ver a evolução do EBITDA no período a ser analisado.

Ao analisarmos a evolução do EBITDA da VCP entre os anos de 2006, 2007 e 2008, chegamos a um resultado bem interessante. Vemos que o EBTDA vai diminuindo de um ano para o outro. Entre 2006 e 2007 houve uma diminuição razoável de 21%. Entre os anos de 2007 e 2008 a situação piora mais um pouco, a diminuição do EBITDA foi de 11% .

A comparação do EBITDA anualizado do 1º Trimestre de 2009 com o do ano de 2008 temos mais uma queda de 24%. A situação ficou pior ainda!

A situação se repete ao compararmos o EBITDA do 1º Trimestre de 2009 com o EBTDA do mesmo período dos anos de 2008. Vemos uma queda bastante significativa de 29%.

Depois de analisarmos comparativamente a evolução do EBITDA da VCP dentro do período de 2006 ao 1º trimestre de 2009, vemos que houve uma queda gradual e significativa de eficiência/produktividade da Empresa em relação ao mercado.

6.2.3 - Índice de Liquidez Geral -ILG

A terceira linha da tabela 3 nos mostra a evolução do ILG da VCP no período que desejamos analisar. A última coluna foi adicionada para ajudar a análise empírica.

Comparando o ILG de 2007 com o de 2006 temos uma queda de 31%. O mesmo ocorre entre os anos de 2007 e 2008: queda de 24%.

Se fizermos comparações entre o ILG do 1º Trimestre de 2009 com o ILG do mesmo período de 2008 encontraremos uma situação muito parecida, ou seja, queda considerável de 47%.

A análise da evolução do ILG da VCP nos mostra resultados interessantes. Podemos ver uma tendência de queda na liquidez de curto e longo prazo Empresa no decorrer do período que analisamos, isto é, entre os anos de 2006, 2007, 2008 e o 1º trimestre de 2009.

6.2.4 - Índice de Endividamento Geral IEG

A última linha da tabela 3 nos mostra a evolução do índice de endividamento geral da VCP calculado no período que estamos analisando.

Ao compararmos o IEG dos anos de 2006 e 2007 vemos que a situação praticamente não se modificou, houve uma pequena variação positiva de 4%.

Porém ao compararmos o IEG de 2007 e 2008, a situação é totalmente outra: Temos um aumento bastante razoável de 30%.

A análise comparativa do IEG do 1º trimestre de 2009 com o IEG do mesmo período de 2008, temos um cenário crítico: **um aumento devastador de 112%**.

Depois de analisarmos os dados última linha da tabela 3, isto é, a evolução do IEG da VCP, vemos que a situação foi se deteriorando gradativamente. De 2008 em diante, a situação praticamente “degringolou”, a Empresa passou a necessitar de mais de 100% de capital de terceiros para gerar lucros, isso nos mostra que o risco financeiro da Companhia se tornou altíssimo.

6.3 - Conclusões:

A análise empírica feita através da evolução do Patrimônio Líquido, EBITDA, ILG e do IEG nos mostrou que, no geral, a situação da VCP tendeu a uma piora gradativa com alguns rompantes de quedas mais acentuadas.

Podemos dizer que as riquezas da VCP não sofreram tanto, pois já no início de 2009 temos sinais de melhoras. A eficiência/produzividade da VCP caiu gradativamente. Ocorreu o mesmo com a liquidez de curto e longo prazo.

O risco financeiro, que vinha aumentando gradativamente, teve um aumento drástico a partir do ano de 2008.

7 - ARACRUZ

7.1 - Histórico

7.1.1 - Ano de 2006

Em 2006, a Aracruz soube aproveitar as condições favoráveis da economia mundial e do mercado de celulose para prosseguir em seu crescimento sustentável. Consolidou sua posição em mercados-chave e expandiu sua presença em mercados de rápido crescimento.

A Empresa recebeu o *rating* indicativo de *investment grade* pelas agências de classificação de risco Moody's e Fitch, passando a integrar o restrito grupo de companhias brasileiras que contam com o *investment grade* das mais importantes agências internacionais de classificação de risco (Moody's, Fitch e Standard & Poor's). Essa classificação deveria contribuir para reduzir o custo de capital da Aracruz no médio prazo e aumentar seu valor de mercado.

A Veracel, parceria entre a Aracruz e a Stora Enso (50% cada), superou em 8% sua capacidade nominal de produção de 900 mil toneladas anuais. As Unidades Barra do Riacho (ES) e Guaíba (RS) atingiram novos recordes, o que proporcionou um volume total de produção no ano superior a 3 milhões de toneladas.

A Aracruz iniciou a expansão do Portocel, que terá capacidade para embarcar 7,5 milhões de toneladas anuais de celulose em 2009.

Todas as florestas da Aracruz estão certificadas pelo Programa Brasileiro de Certificação Florestal (Cerflor), assim como a cadeia de custódia das Unidades Barra do Riacho e Guaíba, o que atesta a procedência sustentável da madeira da companhia.

Infelizmente, a disputa de terras com as comunidades indígenas do Espírito Santo, que reivindicam ampliação de sua reserva em mais 11 mil hectares, quase que totalmente em áreas florestais da Empresa, agravou-se em 2006, com invasões de propriedades da Aracruz e a destruição de mais de 170 hectares de plantios de eucalipto. Consciente da complexidade da situação, a Aracruz está empenhada em alcançar uma solução estável

para essa disputa, que tenha como premissas a definição clara dos direitos legais das partes envolvidas e o diálogo, tendo em vista uma convivência harmoniosa de longo prazo. O enfrentamento desse conflito reforçou internamente a necessidade de intensificarmos o relacionamento com as partes interessadas e aumentarmos a transparência no nosso processo de comunicação. Com esse objetivo, entre outras medidas, reformulamos nosso portal na Internet e reforçamos a divulgação de nosso posicionamento sobre questões importantes como biodiversidade, mudanças climáticas, certificação florestal e uso de defensivos agrícolas, além da própria questão indígena.

A Aracruz foi classificada, pelo terceiro ano consecutivo, entre as melhores empresas para se trabalhar no País, reflexo do compromisso com a valorização dos profissionais e com o aprimoramento constante do ambiente interno.

Outro destaque em 2006 foi a escolha da Aracruz como a única empresa do setor, em todo o mundo, a integrar o Índice Dow Jones de Sustentabilidade 2007 (DJSI World). Esse índice destaca anualmente as melhores práticas mundiais em sustentabilidade corporativa. O DJSI World 2007 é composto por 318 empresas, abrangendo 58 setores e 24 países.

7.1.2 - Ano de 2007

A Aracruz repetiu o excelente desempenho do exercício anterior, tendo comercializado integralmente um volume superior a 3,1 milhões de toneladas de celulose. Dentro desta perspectiva, investiu mais de US\$ 300 milhões no aumento das capacidades instaladas em suas unidades, com destaque para a conclusão do processo de otimização da Unidade Barra do Riacho, que passou a produzir 2,3 milhões de toneladas anuais já em 2008, e para o projeto de expansão da Unidade Guaíba, cuja meta é alcançar uma produção total de 1,8 milhão de toneladas anuais em 2010.

No relacionamento com as partes interessadas, a Aracruz encerrou sua disputa de terras com as comunidades indígenas no Espírito Santo, com a assinatura de um Termo de Ajustamento de Conduta que contempla os direitos e obrigações de cada parte – Aracruz, índios e FUNAI – no processo de transferência de aproximadamente 11 mil

hectares de terras para as comunidades indígenas. Após um longo período, pontuado por episódios de grande tensão, a Empresa considerou o entendimento uma solução sustentável e harmonizadora dos interesses das partes, pois viabilizou a demanda dos índios pela ampliação de suas terras e proporcionou à Companhia a segurança jurídica de que estas não serão novamente ampliadas.

A Aracruz chegou ao final de 2007 com uma base florestal de 456 mil hectares, dos quais em torno de 170 mil hectares são áreas de reservas nativas (incluindo áreas de reserva legal e preservação permanente), equivalentes a 37% do total. Comemorou, junto com os 40 anos, o plantio de 1 bilhão de árvores, marca muito importante para a Companhia. Nesse contexto, a criação de três Reservas Particulares do Patrimônio Natural (RPPNs) no Espírito Santo, que irão garantir a proteção de quase 3 mil hectares de floresta nativa, fundamental para a preservação dos remanescentes da Mata Atlântica, foi um dos pontos altos do ano.

O Programa Produtor Florestal encerrou 2007, presente em 161 municípios, somando 442 novos contratos e respondendo por 23% do suprimento de madeira consumida pela Aracruz.

A certificação de manejo florestal e da cadeia de custódia pelas normas do Cerflor foi mantida em 2007 para toda a base florestal própria da Aracruz. A Empresa iniciou ainda estudos para avaliar a possibilidade de obter a dupla certificação de nossas áreas, através da certificação também pelo Forest Stewardship Council (FSC), num processo que deverá envolver ampla discussão com as diversas partes interessadas.

Inclusão, pelo terceiro ano consecutivo, no Índice Dow Jones de Sustentabilidade Global (DJSI World) 2007/2008. No Brasil, A Aracruz permaneceu no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa, onde já estava desde sua criação, em 2005. E obteve melhoras em seus *ratings* pelas mais importantes agências de classificação de risco, assegurando à Aracruz um dos melhores *rating/outlook* entre as empresas de papel e produtos florestais no mundo.

7.1.3 - Ano de 2008

Marcos Grodetzky e Evandro Coura foram nomeados, respectivamente, como Diretor Financeiro e de Relações com Investidores e Diretor de Controle e Gestão de Risco da Companhia.

Empresa especializada foi contratada para apoiar a Aracruz na melhoria do Gerenciamento de Riscos e modelos de Autocontrole.

O plano de crescimento da Empresa foi reavaliado, levando ao adiamento dos projetos de crescimento, reduzindo portanto a previsão de investimentos de capital para os próximos anos. Dentre as principais medidas já adotadas pela empresa, destacam-se:

- Redução de custos operacionais e investimentos de capital;
- Adiamento dos projetos Guaíba II e Veracel II
- Suspensão da compra de terras e formação de florestas do projeto de Minas Gerais.
- Venda de ativos não-operacionais.

A partir de setembro, em meio aos efeitos da crise sistêmica internacional, a moeda brasileira sofreu uma forte desvalorização em relação ao dólar, afetando sensivelmente os resultados financeiros com operações de derivativos da Companhia.

Após a eliminação de 97% da exposição com derivativos, ocorrida em novembro de 2008, em 19 de janeiro de 2009 a Aracruz fechou um acordo com os bancos para a reestruturação da dívida resultante, assim, os US\$ 2,13 bilhões (perda financeira, "*fair value*"), além de um montante adicional de aproximadamente US\$ 500 milhões representando dívidas pré-existe com alguns desses bancos, incluídas nas negociações, foram transformados em dívida de longo prazo, com pagamento em 9 anos.

A dívida bruta incluindo 50% da Veracel, em 31 de dezembro de 2008 era de R\$ 9.692,0 milhões, R\$ 5.347,2 milhões superior à do final do trimestre anterior e R\$ 6.595,8 milhões acima do 4T07.

Prejuízo líquido de R\$ 4,2 bilhões em 2008, ou R\$ 4,07 por ação, devido principalmente ao impacto negativo das perdas com operações de derivativos.

Com base nos sólidos fundamentos operacionais da Aracruz e nas oportunidades de sinergia existentes o Grupo Votorantim, através da Votorantim Celulose e Papel (VCP), informou ter concluído negociações com os integrantes das famílias Lorentzen, Moreira Salles e Almeida Braga (Grupo Arapar) para aquisição de aproximadamente 28% do capital votante da Aracruz Celulose, pelo valor de R\$ 2,71 bilhões. Posteriormente a família Safra exerceu o direito de tag along, vendendo sua participação de 28% do capital votante. Como resultado, VCP irá possuir uma parcela de 84% do capital votante da Aracruz.

7.1.4 - 1º Trimestre de 2009

Vendas de celulose de 815.000t, foi recorde para um 1º trimestre, 11% acima do 1T08 e do 4T08. Estoques de celulose ao final de março de 49 dias, em linha com o 1T08 e menor em 13 dias de produção em relação ao 4T08.

Receita líquida de R\$ 854 milhões, em linha com a receita do 1T08 e 8% abaixo do 4T08, devido principalmente ao menor preço médio líquido da celulose.

O resultado financeiro líquido, incluindo variação monetária e cambial, foi uma despesa de R\$50 milhões, comparado à despesa de R\$3.477 milhões no 4T08, devido principalmente às perdas com operações de derivativos e maiores despesas com variação monetária e cambial no 4T08. Como resultado dos fatos descritos acima, o prejuízo líquido do trimestre foi de R\$ 2 milhões, ou R\$ 0,002/ação.

A posição de caixa da Companhia em 31 de março de 2009 era de R\$ 902 milhões, sendo 83% em moeda local. A dívida bruta, incluindo 50% da dívida da Veracel, era de R\$9.499 milhões com prazo médio de 53 meses. Cabe destacar que a Companhia encerrou as negociações com os bancos credores da dívida com derivativos, tendo assinado o contrato com as partes em 13 de maio, mantendo as condições anunciadas no Fato Relevante de 19 de janeiro de 2009, e não alterando as condições de classificação desse endividamento no resultado de 31/12/2008.

A VCP divulgou, em 31/03/2009, pedido de registro de oferta pública na CVM, com o objetivo de adquirir, no âmbito da Bovespa, a totalidade das ações ordinárias de emissão da Aracruz atualmente em circulação no mercado, ao preço de 80% do valor pago aos integrantes das famílias por cada ação ordinária de controle da Companhia por eles detida, representando R\$17,0031 por ação ON (ARCZ3).

7.2 - Análise Empírica

	EBITDA					
	Anualizado 1T09	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/03/2008
Patrimônio Líquido(R\$ em milhões)		965.357	962.495	5.361.020	4.815.701	5.457.527
EBITDA(R\$ em milhões)	989,6	247,4	1440,8	1680,5	1712,3	364
ILG		0,36	0,38	0,64	0,65	0,66
IEG (%)		91,58	91,81	46,01	49,70	45,00

- Tabela 4 -

Na tabela 4 também adicionamos mais uma coluna com informações do 1º trimestre de 2008 para ajudar a nossa análise.

7.2.1 - Patrimônio Líquido

Na primeira linha da tabela 4 temos a evolução do patrimônio líquido da Aracruz no período que estamos analisando.

Em um primeiro momento, ao analisarmos a variação percentual de mudança do patrimônio líquido da Aracruz entre os anos de 2006 e 2007 vemos que houve uma melhora razoável de 11%.

Entretanto, ao analisarmos a evolução do patrimônio líquido da Aracruz entre os anos de 2007 e 2008 vemos uma queda vertiginosa de 82%.

Comparando o patrimônio líquido da Aracruz no 1º trimestre de 2009 com os valores do mesmo período dos anos de 2008, a situação não muda, isto é, vemos uma queda vertiginosa de 82%.

Podemos concluir que a Aracruz sofreu uma enorme queda em suas riquezas a partir do ano de 2008. A situação da Companhia ficou realmente bastante complicada.

7.2.2 - EBITDA

A segunda linha da tabela 4 nos mostra a evolução do EBITDA no período que estamos analisando.

Ao analisarmos a evolução do EBITDA entre os anos de 2006 e 2007 vemos uma pequena queda de 2%, ou seja, de um modo geral poderíamos dizer que a eficiência/produzividade da Aracruz nesse período não mudou significativamente.

Entretanto analisando a evolução entre os anos de 2007 e 2008 vemos uma situação diferente. Nesse período tivemos uma queda razoável do EBITDA da Aracruz de 14%.

Em relação aos dados do 1º trimestre de 2009, fazendo uma comparação com os dados do mesmo período de 2008, temos uma queda mais acentuada de 32%.

Na comparação do EBITDA anualizado do 1º trimestre de 2009 com o EBITDA do ano de 2008 temos outra queda parecida com a anterior de 31%.

Podemos dizer então que a eficiência/produzividade da Aracruz foi decrescendo gradativamente até 2008 e a partir deste ano (2008) ela literalmente “despençou”.

7.2.3 - Índice de Liquidez Geral -ILG

A terceira linha da tabela 4 nos mostra a evolução do ILG da Aracruz dentro do período que desejamos analisar.

Inicialmente analisando o a variação do ILG entre os anos de 2006 e 2007 vemos que a situação foi quase que estável. Houve uma pequenina variação negativa de 1%.

Essa situação muda completamente quando fazemos a análise comparativa entre os anos de 2007 e 2008 . Vemos uma queda bem significativa de 41% do ILG.

A análise entre os ILGs do 1º trimestre de 2009 e do mesmo período de 2008, vemos uma situação ainda pior: queda de 45%.

Podemos dizer que entre os anos de 2006 e 2007 a situação era estável, porém tudo se modificou a partir de 2008. A Aracruz perdeu consideravelmente sua liquidez de curto e longo prazo.

7.2.4 - Índice de Endividamento Geral IEG

A última linha da tabela 4 nos mostra a evolução do índice de endividamento geral da Aracruz no período que pretendemos analisar.

Em um primeiro momento, houve uma pequena melhora no IEG da Aracruz, isso se deu entre os anos de 2006 e 2007. Vemos, na tabela 4, que o índice “regrediu” 7%.

Essa situação muda drasticamente ao compararmos o ano de 2008 com os anos de 2007. Nesse período o IEG “saltou” inacreditáveis 99.5 %.

A análise entre o 1º Trimestre de 2009 e o mesmo período de 2008, também nos mostra uma situação assustadora. A Aracruz passou a precisar de 103,5% de capitais de terceiros para conseguir gerar lucros.

O risco financeiro da Aracruz se tornou praticamente insustentável. Ela passou a necessitar de praticamente 100% ou mais de capitais de terceiros para gerar lucros. A consequência dessa situação foi a compra pela VCP (sua antiga “rival”) de 84% das ações ordinárias emitidas pela Aracruz. Não podemos esquecer que muitos desses problemas advêm das grandes perdas das operações com derivativos que a Empresa fez.

7.3 - Conclusões

Vemos que a situação da Aracruz, no geral, se deteriorou a partir do ano de 2008. Sua riqueza caiu vertiginosamente, tivemos uma queda considerável da sua eficiência/produktividade em comparação ao mercado. Também vemos que a liquidez de curto e longo prazo da Empresa diminuiu bastante e chegou a níveis altíssimos em sua necessidade de capitais de terceiros para gerar lucros o que acarretou em um aumento drástico do seu risco financeiro. Essa situação se deve muito às perdas das operações com derivativos ocorridas a partir do 4º trimestre de 2008. Todos os fatores citados acima acarretaram a “compra” da Aracruz por sua concorrente VCP que arrematou 84% do capital votante da Empresa.

8 - MARCOPOLO

8.1 - Histórico

8.1.1 - Ano de 2006

Em 2006, a Marcopolo foi responsável por aproximadamente 39,0% da produção brasileira e 44,9% se considerados os mini-ônibus do tipo Volare, e entre 6,0% a 7,0% da produção mundial. Desde a sua fundação, a Companhia acumulou uma produção de cerca de 176 mil unidades, as quais rodam no Brasil e em mais de 100 países.

Para auxiliar, opinar e apoiar na administração da Companhia o Conselho de Administração conta com o Comitê Executivo (criado em março de 2006), a partir da reformulação do Estatuto Social, bem como criou os comitês, de: (i) Auditoria e Riscos; (ii) RH e Ética; e (iii) Estratégia e Inovação, com funções técnicas e consultivas que não aquelas previstas para o Comitê Executivo.

A produção mundial da Marcopolo, no exercício de 2006, foi de 15.670 unidades, sendo 12.815 carrocerias convencionais e 2.855 do modelo Volare, contra 16.456 em 2005 (13.577 convencionais e 2.879 Volare).

Em 2006, as unidades no exterior produziram 5.095 ônibus, ou 32,5% da produção consolidada da Companhia

A apreciação do Real ao longo do exercício manteve um conjunto de efeitos nocivos sobre o desempenho da Companhia: penalizou o volume físico exportado, o nível das receitas, as margens e o desempenho geral, que de outra forma poderia ter sido ainda superior.

Em 2006, o CPV (Custo dos Produtos Vendidos) totalizou R\$ 1.420,5 milhão, ou 81,2% da receita líquida contra 85,0% no exercício anterior. A redução de 3,8 pontos percentuais no CPV propiciou uma melhora superior a R\$ 72,5 milhões no lucro bruto. O crescimento deve-se a: (i) maior proporção de receitas no mercado interno; (ii) redução nos custos operacionais; (iii) reflexos em 2006 de atualizações nos preços praticados no final de 2005; e (iv) estabilidade no custo dos insumos.

Os resultados foram beneficiados, ainda, por maior estabilidade no câmbio, permitindo que as margens nas exportações se situassem mais próximas das previstas quando da precificação dos pedidos.

8.1.2 - Ano de 2007

De acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Ônibus (FABUS) e o Sindicato Interestadual da Indústria de Materiais e Equipamentos Ferroviários e Rodoviários (SIMEFRE), as carrocerias produzidas pelo setor em 2007 totalizaram 32.027 unidades, contra 27.952 em 2006, um crescimento de 14,6% entre um e outro período. Se considerada a produção dos veículos do tipo VOLARE a produção nacional atingiu a 35.186 unidades, ou 14,2% acima das 30.807 fabricadas em 2006.

Excetuando-se os mini-onibus (outros que não os modelos Volare), todos os grupos de carrocerias apresentaram significativo crescimento em 2007.

O mercado doméstico relativamente estagnado entre 2003 e 2005, apresentou demanda vigorosa em 2007, resultando num crescimento de 19,1% sobre 2006 (excluindo o VOLARE). O fato é tanto mais significativo se for considerado que a produção de 2006 já havia crescido 22,7% sobre a média do triênio 2003/2005.

Para o mercado externo em 2007, foram exportadas 10.105 unidades, ou 5,9% acima do volume de 2006. Diminuiu a exportação de carrocerias rodoviárias e micros, o que foi plenamente compensado pelo crescimento de 16,8% nos modelos de carrocerias A

Produção Mundial da Companhia no exercício de 2007 foi de 17.807 unidades contra 14.824 unidades em 2006. Do total produzido, 14.648 unidades foram de carrocerias convencionais e 3.159 do modelo Volare, contra 11.969 convencionais e 2.855 Volare, em 2006.

As vendas para o mercado interno geraram receitas de R\$1.231,2 milhão, ou 32,5% acima dos R\$ 929,5 milhões do exercício anterior, representando 57,8% da receita líquida total (versus 53,1% em 2006). As exportações e negócios no exterior atingiram

R\$ 898,0 milhões, versus R\$ 820,8 milhões no exercício anterior, um aumento de 9,4% sobre 2006. A apreciação da moeda brasileira ao longo do exercício continuou penalizando o desempenho da Companhia em diversos aspectos: prejudicou o volume físico exportado, o valor nominal das receitas, as margens e o desempenho geral, que de outra forma poderia ter sido superior.

8.1.3 - Ano de 2008

Embora enfrentando um ano atípico, a Marcopolo, no exercício de 2008, voltou a registrar resultados econômicos e financeiros consistentes.

O aumento no número de passageiros, a ampliação dos serviços de fretamento e a expansão do setor de turismo, aliado a uma maior oferta de crédito sob melhores condições de financiamento por parte do BNDES, criaram um ambiente favorável à ampliação e renovação da frota brasileira de ônibus.

A expressiva valorização do Real frente o dólar, que perdurou até setembro de 2008, aliado à forte demanda no mercado interno, acabaram por inibir um maior crescimento das exportações.

A produção mundial da Companhia no exercício de 2008 foi de 21.811 unidades contra 17.807 unidades em 2007, um crescimento de 22,5%. Deste total, 16.365 unidades foram produzidas no Brasil e as demais 5.446 unidades no exterior.

O desempenho operacional da Marcopolo no exercício de 2008, face às dificuldades que a crise financeira internacional impôs, principalmente a partir do quarto trimestre do ano, foi bastante positivo. Cabe ressaltar que no decorrer do 1º trimestre de 2008 a Administração da Companhia revisou para cima as estimativas de receita e produção para o fechamento do ano, a nível consolidado, e ambas foram superadas. A Marcopolo produziu 21.811 unidades em suas unidades no Brasil e no exterior, um crescimento de 22,5% em relação o ano anterior, quando a produção foi de 17.807 unidades.

A partir da segunda metade do ano, a Companhia ajustou seus patamares de preços, a fim de incrementar a rentabilidade da empresa, ainda que a consequência imediata tenha sido a queda de seu *market share*. O efeito deste realinhamento de preços já pôde ser sentido a partir da metade do 3º trimestre, refletindo em uma melhora das margens, principalmente no decorrer do 4º trimestre.

Como parte de seu processo de internacionalização, a Marcopolo optou pelo modelo de suprimento denominado de *global sourcing*, cujo objetivo é produzir peças e componentes onde o custo for mais baixo, desde que mantida a qualidade reconhecida de seus produtos. A Marcopolo passou a ter fornecedores locais em todas as regiões onde tem operação. Esta política propiciou à empresa maior flexibilidade de produção, independente da volatilidade cambial.

8.1.4 - 1º Trimestre de 2009

No 1T09, o setor de ônibus foi fortemente afetado pela falta de crédito, tanto no Brasil como no mundo, e, por conseguinte, pela diminuição da demanda. Embora a queda na demanda já tenha sido vivenciada no final do ano passado, foi neste primeiro trimestre que o setor enfrentou uma retração maior de pedidos.

A produção de ônibus no Brasil atingiu 5.319 unidades no 1T09, uma queda de 36,9% sobre as 8.432 unidades produzidas no 1T08 e 32,9% abaixo das 7.930 unidades fabricadas no trimestre precedente.

A retração da demanda interna e externa explica-se basicamente pelos efeitos da crise financeira internacional que diminuiu a disponibilidade e encareceu o crédito no Brasil e no mundo.

O setor de carrocerias de ônibus no Brasil sentiu os efeitos mais nocivos da crise financeira mundial ao longo deste 1T09. A retomada dos pedidos e cotações por parte dos clientes nestes primeiros meses do 2º trimestre já sinaliza que a recuperação do setor está em curso, e deve ter seu ritmo normalizado ao longo do 2º semestre do ano.

8.2 - Análise Empírica

	EBITDA					
	Anualizado 1T09	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/03/2008
Patrimônio Líquido(R\$ em milhões)		700.849	683.509	590.361	533.670	622.881
EBITDA(R\$ em milhões)	186.800	46.700	273.500	166.736	163.935	364.300
ILG		0,66	0,68	0,69	0,69	0,64
IEG (%)		68,10	71,45	70,73	62,35	70,39

- Tabela 5-

A tabela 5 nos mostra a evolução dos valores e índices selecionados para nossa análise.

8.2.1 - Patrimônio Líquido

Ao compararmos a evolução do patrimônio líquido da Marcopolo entre os anos de 2007 e 2006, entre 2008 e 2007 e entre o 1º trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008, vemos melhoras um pouco “acanhadas” das riquezas da empresa. Nesses períodos o patrimônio líquido aumentou: 11%, 16% e 13% respectivamente.

Percebemos que, mesmo com o advento da crise mundial, o nível das riquezas da Marcopolo não variou consideravelmente. A situação da Empresa melhorou.

8.2.2 - EBITDA

A segunda linha da tabela 5 nos mostra a evolução do EBITDA da Marcopolo dentro do período definido para o estudo.

Entre os anos de 2006 e 2007 a situação do EBITDA da Marcopolo ficou praticamente estável, houve uma pequena melhora de 2%.

Já na comparação entre os anos de 2007 e 2008 tivemos uma boa melhora da eficiência/produzividade da Marcopolo: aumento de 64% do EBITDA. Porém esta melhora é seguida de uma piora bem considerável. Na comparação do EBITDA anualizado do 1º Trimestre de 2009 com o ano de 2008, vemos uma queda considerável de 32%. Essa queda é ainda maior quando comparamos o EBITDA do 1º trimestre de 2009 com o do mesmo período de 2008, ou seja, queda de 87%.

Podemos dizer que, até o ano de 2008 (inclusive) houve melhoras na eficiência/produktividade da Marcopolo. Porém já no 1º trimestre de 2009 essa situação muda drasticamente. A crise só afetou a Marcopolo na virada do ano de 2008 para 2009.

8.2.3 – Índice de Liquidez Geral -ILG

A terceira linha da tabela 5 nos mostra a evolução da liquidez de curto e longo prazo da Marcopolo no período definido para estudo.

Podemos dizer que a liquidez da Marcopolo não variou entre os anos de 2006 e 2008.

Fazendo a comparação do 1º trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008 a situação também não mudou muito. Houve uma pequena piora de 2% no ILG, o que realmente não significa bastante para a liquidez de curto e longo prazo da Empresa.

No geral a Marcopolo não teve problemas em sua liquidez de curto e longo prazo no período de 2006 ao 1º trimestre de 2009.

8.2.4 – Índice de Endividamento Geral IEG

A última linha da tabela 5 nos mostra a evolução do IEG no período definido para estudo.

Entre os anos de 2006 e 2007 houve um aumento pouco expressivo de 13% do IEG da Empresa. Depois a situação não mudou praticamente. Entre 2007 e 2008 aumentou apenas 1% e depois caiu outros 3% na comparação do 1º trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008.

A situação da Marcopolo em relação sua necessidade de capitais de terceiros para gerar lucros mudou muito pouco no período que estamos estudando. Este fato nos mostra que o risco financeiro da Empresa variou muito pouco o que torna uma Companhia boa para investimentos.

8.3 – Conclusões

Depois de analisarmos a Marcopolo podemos ver que a Empresa não sofreu muito mesmo em épocas de crise. Suas riquezas chegaram a ter melhoras, sua eficiência/produktividade caiu razoavelmente. Porém tanto sua liquidez de curto e longo prazo e sua necessidade de capitais de terceiros para gerar lucros tiveram poucas mudanças significativas.

9 – EMBRAER

9.1 – Histórico

9.1.1 – Ano de 2006

O ano de 2006 marcou o início de uma nova era na Embraer. A partir da sua reestruturação societária que a transformou na primeira companhia brasileira, de porte, com o seu controle totalmente pulverizado, passou de fato a ser uma empresa global. Essa foi a mudança mais importante desde a privatização, porque amplia as possibilidades de obtenção de recursos financeiros para o desenvolvimento dos programas de expansão e, também, fortalece a Administração e sua relação com os acionistas, por meio da adoção das melhores práticas de Governança Corporativa.

Ainda em 2006, dedicamo-nos à construção de uma base mundial de serviços que, somados à rede atualmente disponível, assegurará total segurança no atendimento aos nossos clientes. Pretendemos explorar esse negócio como mais um vetor de crescimento da Empresa, e também sua efetiva inserção em nichos lucrativos desse mercado, resultando em fonte adicional de resultados.

Desta forma, como resultado da grande aceitação de nossos produtos no mundo, em 2006 a Carteira de pedidos firmes cresceu 42,3% e atingiu US\$14,8 bilhões, o maior valor já registrado pela Empresa.

A Embraer atingiu importantes realizações ao longo do ano de 2006, no desenvolvimento e comercialização dos seus produtos para a Aviação Comercial. As vendas ultrapassaram as metas propostas, atingindo o recorde histórico de 199 aeronaves comercializadas.

A Embraer encerrou 2006 com uma participação de 47% do mercado mundial de jatos de 30-60 assentos e com 46% do mercado de jatos de 61-120 assentos. A carteira total

de pedidos firmes a entregar (backlog) para a Aviação Comercial encerrou o ano com 463 aeronaves.

9.1.2 - Ano de 2007

Em abril de 2007, o Conselho de Administração da Embraer elegeu Frederico Fleury Curado Diretor-Presidente da Empresa, concluindo o processo de sucessão de Maurício Botelho, que passou a atuar exclusivamente como Presidente do Conselho de Administração.

Como resultado da grande aceitação de seus produtos no mundo, em 2007 a carteira de pedidos firmes da Companhia aumentou 27,0% e atingiu US\$18,8 bilhões, o maior valor já registrado pela Empresa.

A manutenção do Grau de Investimento (*Investment Grade*) conferido pelas agências de classificação de risco Moody's e Standard & Poors, respectivamente, em dezembro de 2005 e janeiro de 2006, continuou viabilizando a oferta de recursos em níveis atraentes para a Empresa.

O ano de 2007 foi marcado por mudanças significativas nos processos produtivos da Embraer, que viabilizaram o cumprimento das entregas planejadas.

Em 2007, a Embraer estabeleceu a meta de entregar entre 165 e 170 aeronaves para os mercados de Aviação Comercial, Executiva e Defesa e Governo. Ao longo dos 4 trimestres as entregas ocorreram de forma gradual e crescente, devido às ações de estabilização do processo produtivo, sendo que até o final do ano foram entregues 169 aeronaves, cumprindo efetivamente o desafio assumido e alcançando um recorde histórico para a Empresa.

A valorização de 11,7% do real médio frente ao dólar médio, verificada no período, justificou grande parte da diferença entre o crescimento da receita e das entregas.

No exercício, as exportações da Embraer totalizaram US\$4.736,8 milhões, um aumento de 45% em relação a 2006, marcando a posição da Empresa como a 3ª maior

exportadora brasileira, com uma contribuição de 2,95% para o saldo da balança comercial brasileira.

9.1.3 – Ano de 2008

A inauguração de dois centros de serviços para os jatos executivos nos Estados Unidos, em Mesa (Arizona) e em Fort Lauderdale (Flórida), somados à rede atualmente disponível, a Embraer consolidou a construção de uma base mundial de serviços que assegurou total cobertura no atendimento aos seus clientes.

A carteira de pedidos firmes da Embraer aumentou 11,2% e atingiu US\$ 20,9 bilhões no final de 2008. Entretanto, cabe ressaltar a forte desaceleração das vendas ocorridas no último trimestre do ano, por conta da crise financeira mundial, quando sua carteira de pedidos firmes diminuiu em US\$ 700 milhões. Neste mesmo trimestre, a Embraer vendeu apenas 11 aeronaves comerciais, ou seja, menos de 10% do total de 112 novas ordens realizadas em 2008.

A manutenção do Grau de Investimento (*Investment Grade*) conferido pelas agências de classificação de risco Moody's e Standard & Poors, respectivamente, em dezembro de 2005 e janeiro de 2006, continua posicionando a Empresa com destaque no cenário financeiro.

Apesar dos impactos da crise mundial cercearem as perspectivas de crescimento no curto prazo, os Estados Unidos continuarão a ser o maior e mais maduro mercado para a aviação executiva, em números absolutos. As estimativas apontam que o país será responsável por cerca de 50% das entregas esperadas para os próximos dez anos.

Em 2008, a Embraer registrou receita líquida de R\$ 11.746,8 milhões, 17,5% maior que a receita líquida de 2007 de R\$ 9.993,7 milhões. O crescimento da receita se deu basicamente por conta do aumento de 20,7% das entregas, quando comparamos 2008 e 2007.

No exercício, as exportações da Embraer totalizaram US\$ 5.733,0 milhões, um aumento de 21,0% em relação a 2007, marcando a posição da Empresa como a 3ª maior exportadora brasileira, com uma contribuição de 2,9% para o saldo da balança comercial brasileira.

9.1.4 – 1º Trimestre de 2009

O 1T09 foi marcado por pedidos de cancelamento de aeronaves no segmento de Aviação Executiva e adiamento de entregas no segmento de Aviação Comercial, por conta da forte desaceleração econômica mundial.

No 1T09, a Embraer entregou 40 jatos para os segmentos de Aviação Comercial e Executiva, mostrando redução de 11,1% na comparação com o primeiro trimestre de 2008 (1T08), quando o total de entregas foi de 45 aeronaves.

Devido à acentuada desaceleração econômica no 1T09, a Embraer revisou a estimativa de entregas de jatos de 270 para 242 aeronaves.

Para se adequar ao novo nível estimado de receita para 2009, a Embraer iniciou um severo programa de corte de custos focado em despesas gerais, com fornecedores e financeiras, incluindo a redução de 20% no quadro de empregados da Empresa, incluindo mão-de-obra operacional, administrativa e lideranças, bem como a eliminação de um nível hierárquico da estrutura gerencial.

9.2 - Análise Empírica

	EBITDA					
	Anualizado 1T09	31/03/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/03/2008
Patrimônio Líquido(R\$ em milhões)		5.946.155	5.970.531	4.638.085	4.782.846	4.942.794
EBITDA(R\$ em milhões)	838	210	1.499	1.323	952	131,5
ILG		0,61	0,62	0,65	0,65	0,63
IEG (%)		70,23	71,47	69,29	67,85	67,77

- Tabela 6 -

9.2.1 – Patrimônio Líquido

A primeira linha da tabela 6 nos mostra a evolução do patrimônio líquido da Embraer no período definido para estudo.

Entre os anos de 2006 e 2007 houve uma pequena diminuição das riquezas da empresa. Algo muito pouco significativo: queda de 3%

Já entre os anos de 2007 e 2008 temos um considerável aumento de 29%. Resultado interessante se levarmos em conta que a partir do 4º trimestre se instaurou uma crise econômica global que prejudicou muitas Empresas. Um resultado não muito diferente ocorre na comparação entre o 1º trimestre de 2009 e o mesmo período de 2008, isto é, um aumento razoável de 20% do patrimônio líquido da Empresa.

Bem de um modo geral a situação das riquezas da Embraer melhorar razoavelmente mesmo com o advento da crise mundial a partir de 2008.

9.2.2 – EBITDA

A terceira linha da tabela 6 nos mostra a evolução do EBITDA da Embraer no período definido para estudo.

A comparação do EBITDA dos anos de 2006 e 2007 nos mostra uma situação de melhora substancial de 39%. A eficiência/produktividade da Companhia melhorou bastante nesse período.

Entre 2007 e 2008 houve outra melhora do EBITDA, mas se compararmos com a do período anterior (entre 2006 e 2007) foi três vezes menor, ou seja, de 13%.

Porém essa situação muda. Na comparação do EBITDA anualizado do 1º Trimestre de 2009 com o ano de 2008 vemos uma queda considerável de 44%, ou seja, a partir do início de 2009 a eficiência/produktividade da Embraer diminuiu consideravelmente.

Vemos que a Embraer estava conseguindo enfrentar bem a situação de crise, porém vemos que no início de 2009 a situação mudou. A Empresa teve uma queda acentuada de sua

eficiência/produktividade o que culminou com medidas como redução de 20% do se quadro geral de empregados, redução de custos dentre outros.

9.2.3 – Índice de Liquidez Geral -ILG

A terceira linha da tabela 6 nos mostra a evolução do ILG no período definido para estudo. Podemos dizer que a situação da liquidez de curto e longo prazo da Embraer não variou muito no período analisado. Houve pequenas pioras pouco significativas de 5% entre os anos de 2007 e 2008 e de 3% na comparação do 1º trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008.

9.2.4 – Índice de Endividamento Geral IEG

A última linha da tabela 6 nos mostra a evolução do IEG no período definido para estudo.

Podemos dizer que a necessidade de capitais de terceiros para gerar lucros da Embraer aumentou muito pouco no período definido para estudo. Houve pequenos aumentos pouco significativos de 2% entre os anos de 2006 e 2007, 3% entre 2007 e 2008 e 4% na comparação do 1º trimestre de 2009 com o mesmo período de 2008.

9.3 – Conclusões

Do ponto de vista de suas riquezas a Embraer teve uma “diminuição da melhora” a partir do 1º trimestre de 2009. Sua eficiência caiu a partir da mesma época o que fez a Companhia tomar algumas medidas como as já citadas. Em relação a sua liquidez de curto e longo prazo e a sua necessidade de capitais de terceiros para gerar lucros, a situação da Embraer piorou de forma pouco significativas. Este último dado nos mostra que o risco financeiro da Empresa aumentou muito pouco.

10 – Conclusões Finais do Estudo

Depois de analisarmos a situação de cada Empresa, em separado, vimos como cada uma delas estava antes da crise, ou seja, ano 2006 até grande parte do ano de 2008 e como elas se comportaram com o advento da crise econômica mundial iniciada no 4º trimestre de 2008.

No caso da Sadia e a Aracruz, elas sofreram demais. Essas Empresas se tornaram quase insolventes, a situação delas era tal que Aracruz não teve escolha a não ser vendida para sua concorrente VCP e a Sadia ao invés de ser vendida, esta em processo de fusão com sua maior rival Perdigão. É muito importante frisar que tanto a Aracruz quanto a Sadia tiveram perdas altíssimas em operações com derivativos, e esse foi um dos principais motivo que levou as duas Empresa a esta situação desesperadora.

Já a Perdigão e a VCP sofreram com a crise, porém de forma mais branda. Elas literalmente diminuíram suas melhoras em algo entorno de 50%. No geral elas estão conseguindo passar por esta fase turbulenta da economia mundial com alguns “arranhões” mas nada que não possa ser resolvido com uma boa administração, bons investimentos e principalmente com uma boa leitura da situação.

A Marcopolo e a Embraer demonstraram ser duas empresas mais sólidas que as outras quatro. Pelos índices e valores analisados podemos ver que a situação delas praticamente não mudou mesmo no período de crise. Isso demonstra que são empresas mais sólidas, bem administradas e com menor risco para investimentos. Vide que o risco financeiros das duas esta bem menor que o das outras quatro.

Gostaríamos de finalizar lembrando que a atual crise econômica ainda não terminou e a tendência é que ela perdure ainda por algum tempo. A situação da compra da Aracruz pela VCP esta sendo formalizada, a fusão Sadia-Perdigão ainda está sob análise do CADE, a Marcopolo e a Embraer ainda estão em processo de adaptação a nova situação do mercado global, logo ainda não podemos afirmar como estará a situação dessas Empresas a médio ou longo prazos.

11 - Referências Bibliográficas

- PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. **Análise das Demonstrações Financeiras – Revista e Ampliada**, 2. ed. São Paulo, Thomson , 2007, 304p.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 10ª edição, São Paulo, Editora Pearson Education do Brasil, 2004.
- MATARAZZO, D. C. **Análise de Financeira de Balanços – Abordagem Básica e Gerencial**, 6. ed. São Paulo, Atlas, 2003, 464p.
- DAMODARAN, A. **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, 2. ed. New Jersey, John Wiley & Sons, 2006.
- BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance with SAndP bind-in card**, 9. ed. Pennsylvania, MCGRAW-HILL, 2007.
- MARION, C, J. **Contabilidade Empresarial**, 13. ed. São Paulo, Atlas, 2008.
- Apresentação dos Resultados anuais e trimestrais das empresas escolhidas, Disponível em:<[HTTP://www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>, Acesso em 20 Abr. 2009.
- Resultados Trimestrais VCP, Disponível em: <<http://www.vcp.com.br/Investidores/InformacoesFinanceiras/Pages/ResultadosTrimestrais.aspx?pasta=2008>> , Acesso em: 31 mar. 2009.
- Relatórios Anuais Marcopolo, Disponível em: <<http://www.marcopolo.com.br/novo/mpsa/>>, Acesso em 31 mar. 2009.
- Relatórios Anuais Aracruz, Disponível em: <http://www.aracruz.com.br/show_press.do?act=stcNews&id=127&lastRoot=253&menu=true&lang=1>, Acesso em: 31 mar. 2009.
- Relatórios Anuais Perdigão, Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/default.htm>>, Acesso em: 31 mar. 2009.
- Apresentação dos Resultados Sadia, Disponível em: <<http://ri.sadia.com.br/>>, Acesso em 31 mar. 2009.

- Relatórios Anuais Embraer, Disponível em: <<http://www.embraer.com.br/ri/portugues/content/home/>> Acesso em: 31 mar.2009.
- Jornal Valor Econômico, período mar.2009 à jun.09.
- Jornal O Globo, Caderno de Economia, período: mar.2009 à jun.2009.