

<https://exame.com/blog/opiniao/na-ponta-do-lapis-por-que-a-brf-virou-alvo-da-marfrig/>

Na ponta do lápis: por que a BRF virou alvo da Marfrig

Será que a BRF vai conseguir entregar resultados condizentes com suas marcas e ativos, proporcionando valor aos acionistas?

Por Da Redação

Publicado em: 28/05/2021 às 19h52Alterado em: 28/05/2021 às 21h42



A BRF surgiu em 2009 com a crise financeira da Sadia, motivo da fusão com a maior concorrente, a Perdigão (Victor Moriyama/Bloomberg)

Oscar Malvessi*

Surpresa, fato relevante de 21 de maio de 2021 comunica a aquisição relevante, silenciosa, estratégica, mas arriscada da Marfrig com a compra de 24,23% das ações ordinárias da BRF S.A. Essa novidade representa uma mudança radical no controle da BRF com reflexos na gestão, de uma empresa de capital pulverizado, a exemplo das *corporations* americanas.

A BRF surge em 2009 com a crise financeira da Sadia, motivo da fusão entre a Perdigão e a Sadia. Em artigo publicado em junho de 2018 na Revista Relações com Investidores, demonstrou-se os motivos da perda do valor de mercado em torno de R\$40 bilhões de reais, ocorrida entre o 3º Tri/2015 ao 4º Tri/2017. Na época, essa perda era equivalente a duas vezes o seu próprio valor de mercado no início da fusão.

Para traduzir as descobertas das informações publicadas e nas DFs de 2009 a 2020 das empresas Marfrig e BRF, o modelo VEC® Criação de Valor. Na análise, considerou-se a reestruturação e ajustes das informações das DFs e a análise está com os valores em moeda constante. Lembrando que os valores nominais não refletem a realidade econômico-financeira e a inflação pelo IPCA médio do período foi de 90,5%.

Quadro 1 - Valor de Mercado – Em Moeda Constante - em R\$ bilhões

<i>Métricas modelo VEC®</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Marfrig	12,2	9,4	4,8	6,2	3,0	4,4	4,1	4,0	5,1	3,7	7,4	10,3
BRF S.A.	36,5	41,5	51,9	56,8	62,6	75,2	59,8	45,6	33,6	19,4	29,9	17,9

Visando retratar o ocorrido, apresenta-se no quadro 1 as informações comparativas do valor de mercado, a partir de 2009 ano da fusão da BRF. Percebe-se que a Marfrig não conseguiu manter historicamente seu valor de mercado, perdendo valor. Houve uma recuperação parcial, estando em 2020 com 82% do valor de 2009. Já na BRF o valor de mercado aumentou até 2014, entrando na fase de relevantes diminuições, valendo em 2020 somente 49% do valor de 2009.

Quadro 2 - Faturamento Líquido - Em Moeda Constante - em R\$ bilhões

<i>Métricas e KPIs</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Marfrig	18,1	28,4	35,3	26,3	28,1	21,4	24,5	23,0	21,3	32,9	52,1	69,9
BRF S.A.	29,9	40,6	43,2	41,4	41,7	40,9	41,7	40,1	38,4	33,5	35,7	40,9

No comportamento do faturamento é demonstrado no quadro 2, denota-se na análise em moeda constante pelas variações observadas, as diferentes estratégias de crescimento orgânico e através das aquisições feitas tanto pela Marfrig quanto pela BRF durante esse período. Observa-se que a Marfrig depois de compras e vendas de empresas, conseguiu a partir de 2018 com a aquisição da National Beef nos EUA evoluir e se diferenciar de forma rápida e expressiva da BRF. Resultou no crescimento de mais de 100% de seu faturamento e conseqüentemente, disparando todos seus indicadores de resultados e de Criação de Valor.

Entretanto, a BRF após a fusão, de maneira diferente tentou crescer organicamente e com aquisições, mas pelo comportamento histórico constatado não conseguiu. O comportamento do faturamento oscilou partir de 2010, retornou em 2018 e 2019, mas voltou ao nível em torno de R\$40 bi, em 2020. Resulta que os investimentos não contribuíram e não trouxeram aumentos na capacidade de gerar resultados econômicos para a empresa.

Quadro 3 - ROIC (%) - Em Moeda Constante

<i>Métricas modelo VEC®</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Marfrig	3,4%	5,3%	4,9%	3,7%	2,6%	3,5%	7,3%	3,4%	3,8%	1,4%	10,3%	21,5%
BRF S.A.	0,4%	5,4%	7,3%	4,5%	5,5%	9,7%	11,2%	4,1%	1,5%	-0,4%	3,6%	4,8%

O ROIC (Return on Invested Capital) contribui para explicar o comportamento dos indicadores. O objetivo é avaliar o comportamento do retorno sobre capital investido nas operações, ou seja, dos ativos operacionais líquidos. Ele demonstra o nível de eficiência operacional, atributo indispensável

para avaliar a qualidade da operação e da gestão, assim como para mensurar se houve ou não a Criação de Valor-VEC® na empresa e acionistas.

No quadro 3 observa-se que historicamente a Marfrig obteve um ROIC muito baixo, conseguindo evoluir e estar acima de 10% a partir de 2019 e rapidamente, mais que dobra em 2020.

Ao contrário, a BRF só conseguiu obter ROIC condizente em 2014 e 2015, traduzindo-se em Criação de Valor. Depois, caiu expressivamente, chegando ao negativo em 2018, mas retornou e está em 2020 em 4,8%, percentual que representa um índice VEC® de somente 0,51x.

Quadro 4 - Índice VEC® - Em Moeda Constante

Métricas modelo VEC®	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Marfrig	0,31x	0,46x	0,38x	0,38x	0,22x	0,30x	0,48x	0,31x	0,35x	0,12x	1,21x	1,61x
BRF S.A.	0,03x	0,46x	0,69x	0,41x	0,54x	0,89x	0,98x	0,40x	0,15x	-0,04x	0,39x	0,51x

O cálculo do índice VEC® considera a relação entre os indicadores ROIC com o WACC. Se o indicador estiver acima de 1, representa o nível da riqueza criada nas atividades da empresa, ao contrário reflete destruição de valor. Portanto, o objetivo é mensurar e identificar o nível da Criação de Valor na empresa. No quadro 4 constata-se que o índice VEC® em moeda constante da Marfrig teve um comportamento até 2018 sempre inferior a 1 (um), recuperando-se a partir de 2019, estando em 2020 com a relação 1.61x. Na BRF, embora baixo, o comportamento do índice VEC é de crescimento até 2015 onde chegou ao equilíbrio financeiro, retornando a cair expressivamente, em 2018 ficou negativo, estando em 2020 em 0,51x, índice que representa perda de riqueza na empresa e acionista.

As evidências do comportamento e evolução dos indicadores de resultados entres as empresas pode ser analisada na sequência dos quadros 5 e 5.1 a seguir. Percebe-se que as estratégias de crescimento foram distintas entre as empresas e que ocasionaram diferentes estruturas e resultados operacionais.

Quadro 5 - Marfrig: Custos, Lucro Bruto, Despesas, Lucro Oper., EBITDA e Lucro Líquido - Moeda Constante - 2009 a 2020

Métricas e KPIs de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1-Faturamento Líq. - em R\$ Bi	18,1	28,4	35,3	26,3	28,1	21,4	24,5	23,0	21,3	32,9	52,1	69,9
1.1-Margem CMV	87,0%	83,6%	85,8%	85,7%	87,7%	87,0%	87,8%	88,7%	88,0%	87,1%	87,0%	82,7%
1.2-Margem Bruta	13,0%	16,4%	14,2%	14,3%	12,3%	13,0%	12,2%	11,3%	12,0%	12,9%	13,0%	17,3%
1.3-Margem Desp. Oper.	8,8%	10,9%	9,7%	2,6%	7,1%	7,2%	8,3%	6,2%	5,8%	11,5%	6,1%	5,7%
1.4-Margem Operacional	4,2%	5,5%	4,8%	5,6%	4,1%	6,8%	9,9%	5,5%	5,9%	1,4%	6,9%	11,6%
1.5-Margem EBITDA	7,5%	9,5%	8,3%	10,5%	6,8%	10,7%	12,2%	7,9%	8,3%	3,6%	9,1%	13,4%
1.6-Margem LOLIR	2,8%	3,7%	3,8%	4,3%	2,8%	4,6%	8,1%	3,8%	4,6%	1,1%	5,4%	9,1%
1.7-Margem Líquida	1,5%	0,2%	-1,0%	-0,4%	-1,3%	-1,3%	-0,8%	-0,9%	-0,7%	2,0%	0,1%	1,3%

O comportamento de Vendas Líquidas da Marfrig até 2017 demonstrado pelo quadro 5 é de instabilidade, com variações nos indicadores de resultados e com 7 anos de prejuízos, fato que se modifica de forma favorável a partir de 2019, conforme explicado no quadro 2. A margem do LOLIR, o Lucro Operacional Líquido do I.R., é muito baixa e não demonstra comportamento de melhoria e crescimento. Desta forma, não há suporte para prover o valor do custo do capital do capital investido na operação, portanto, a empresa destrói valor até 2018.

Quadro 5.1 - BRF S.A.: Custos, Lucro Bruto, Despesas, Lucro Oper., EBITDA e Lucro Líquido Moeda Constante – 2009 a 2020

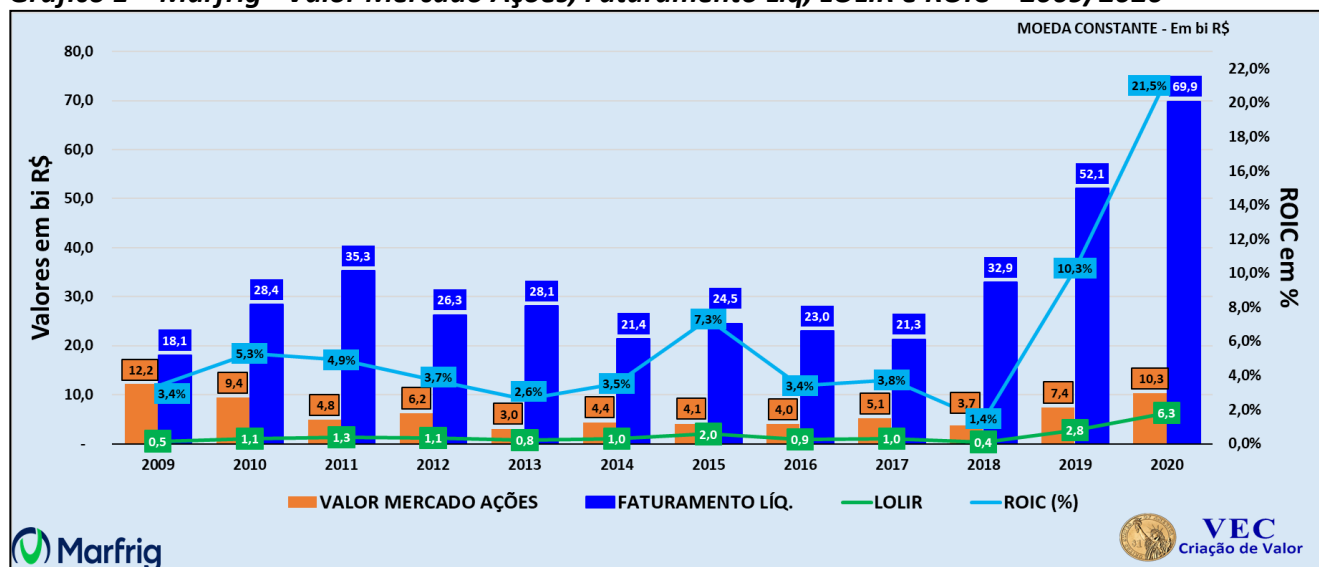
Métricas e KPIs de Resultados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1-Faturamento Líq. – em R\$ Bi	29,9	40,6	43,2	41,4	41,7	40,9	41,7	40,1	38,4	33,5	35,7	40,9
1.1-Margem CMV	80,0%	74,7%	74,1%	77,3%	75,1%	70,7%	68,7%	77,7%	79,4%	83,9%	76,2%	76,5%
1.2-Margem Bruta	20,0%	25,3%	25,9%	22,7%	24,9%	29,3%	31,3%	22,3%	20,6%	16,1%	23,8%	23,5%
1.3-Margem Desp. Oper.	19,5%	18,8%	18,2%	17,8%	18,0%	17,2%	17,0%	17,1%	18,6%	16,6%	17,9%	16,8%
1.4-Margem Operacional	0,5%	6,5%	7,8%	5,1%	7,0%	12,3%	13,7%	5,4%	2,2%	-0,7%	5,8%	6,7%
1.5-MargemEBITDA	3,9%	10,0%	11,2%	8,8%	11,0%	16,5%	17,8%	10,1%	7,9%	5,1%	10,5%	12,8%
1.6-Margem LOLIR	0,3%	5,0%	6,6%	4,5%	5,6%	10,0%	11,1%	4,4%	1,8%	-0,6%	4,7%	5,4%
1.7-Margem Líquida	0,2%	1,0%	1,4%	0,8%	1,0%	2,1%	2,6%	-0,3%	-0,9%	-4,0%	0,2%	1,0%

Denota-se pelo comportamento da BRF no quadro 5.1, que as esperadas melhorias e sinergias após a fusão não foram identificadas no comportamento demonstrado. Na realidade, mesmo com as novas aquisições não houve crescimento sustentável da operação, dado que o lucro operacional é baixo e cresce pontualmente somente em 2014 e 2015. Ele retorna caindo, oscila e não demonstra níveis de estabilidade, o que faz os resultados da operação serem deficientes. O comportamento da margem LOLIR é ainda mais baixa historicamente e somente em 2015 aproxima-se ao equilíbrio econômico pelo índice VEC. Assim, em todos demais anos a margem LOLIR é insuficiente e baixa, não é capaz de suportar os níveis do custo de capital das operações, resultando na destruição de valor.

Observa-se também que o nível das despesas operacionais, item 1.3 do quadro, representam comparativamente 17,8% em média para a BRF, enquanto a Marfrig tem média de 7,5%. Dado os índices de lucro bruto da BRF esse nível de despesas operacionais é alto, porque o lucro operacional diminui expressivamente e não gera capacidade de lucros da operação e geração de caixa operacional.

O gráfico 1 demonstra o comportamento e oscilações no período e como a estratégia de aquisição da Marfrig de 2018 transformou a empresa em novo patamar.

Gráfico 1 – Marfrig - Valor Mercado Ações, Faturamento Líq, LOLIR e ROIC – 2009/2020

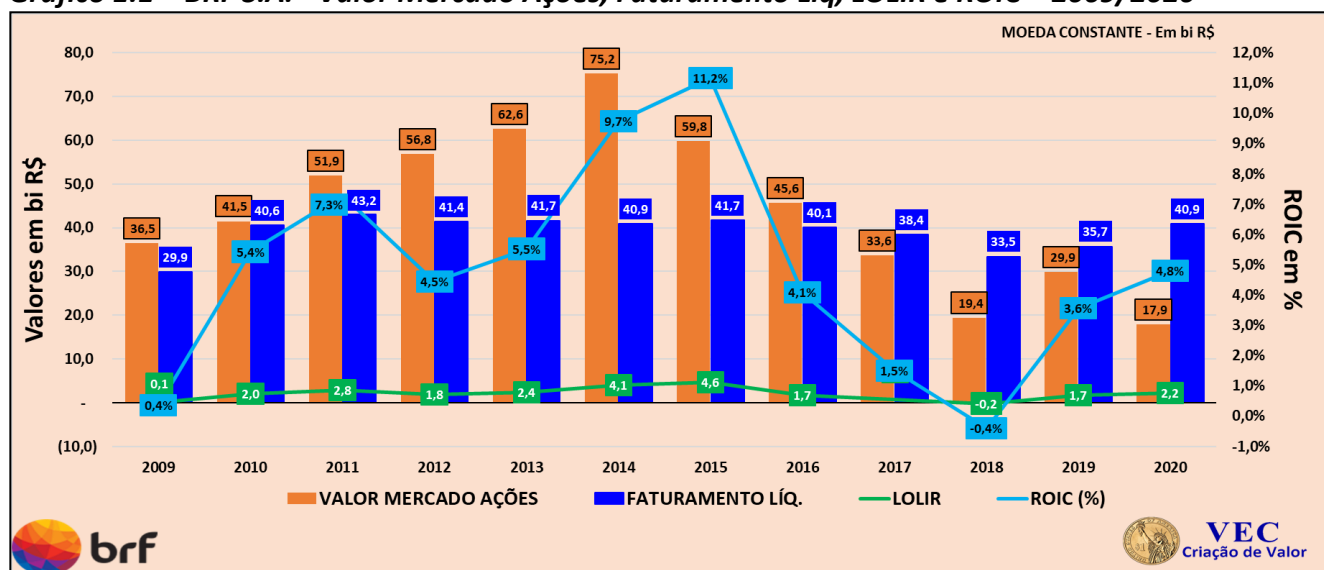


Constata-se que em 2009 foi o maior valor de mercado da Marfrig, caindo ao menor nível em 2013. Oscilou, estabilizou e voltou a cair em 2018. No entanto, em função da aquisição da National

Beef, o valor reagiu e praticamente cresceu 200% de 2018 para 2020. O comportamento do ROIC é muito baixo, o melhor ROIC foi de 7,3% em 2015, como comentado no quadro 4, implicava em um índice VEC® de apenas 0.48x. A partir de 2018, observa-se uma melhora na eficiência operacional, traduzindo em resultados operacionais mais expressivos em 2020. Elevou o ROIC de 1,4% para 21,5%, crescendo índice VEC® em 1.242%, indo para 1,61x, melhor indicador pontual de todos os tempos da Marfrig.

Já na BRF o gráfico 1.1 inicia-se com o comportamento do valor de Mercado. Em 2009 ano da fusão foi de R\$36,5 bi. Chegou no auge em 2014, valendo R\$75,2 bi, após, ano a ano a diminuição trouxe o valor para ínfimos R\$17,9 bi. Ou seja, a precificação atual é de somente 49% do valor de mercado 2009.

Gráfico 1.1 – BRF S.A. - Valor Mercado Ações, Faturamento Líq, LOLIR e ROIC – 2009/2020



Após a fusão, o faturamento da BRF praticamente fica praticamente estagnado, o ROIC varia, mas é baixo, chegando a 11,2% em 2015 seu maior nível. A partir daí, há uma reversão importante caindo expressivamente, chegando a -0,4% em 2018, retornando a 4,8% em 2020. Esse comportamento evidencia uma expressiva instabilidade na gestão operacional da empresa, refletindo nos indicadores e uma clara ineficiência no uso e produtividade dos ativos operacionais. Reflete e contribui para a oscilação do valor de mercado da empresa. O fato de a BRF perder valor de mercado, foi consequência da estratégia equivocada, do nível de evolução e do comportamento negativo dos indicadores demonstrados na análise.

Constata-se que tanto a Marfrig quanto a BRF possuem dificuldades operacionais e estratégicas de apresentar consistência e evolução nos indicadores de desempenho econômico-financeiro. Esses fatos, resultam em baixo valor de mercado, níveis altos de alavancagem, maior risco operacional e financeiro e por consequência expressiva destruição de riqueza, conforme constatado pelo baixo desempenho do ROIC e do seu impacto no valor da empresa.

Como mencionou-se a Marfrig a partir de 2018 mudou o rumo dos negócios, iniciando o processo de criação de valor na empresa. Entretanto, a percepção de insegurança no mercado ainda não se traduziu em destravar o valor futuro dos negócios em um maior valor de mercado, ainda permanecendo a destruição de riqueza do acionista.

Em função da nova dimensão de participação societária da Marfrig na BRF, a visão de futuro está indefinida. São muitas as possibilidades, dentre elas, uma fusão, a manutenção da participação societária ou a uma venda. Em qualquer das dimensões, o trabalho e estudos sobre possíveis ganhos e sinergias é uma descoberta a ser percebida. O conselho de administração, a visão empresarial e a cultura são fatores que dificultam a percepção e o valor do negócio.

O tamanho do negócio, a rapidez com ele foi estabelecido, estratégias ainda a serem definidas em um futuro que se aproxima rapidamente, trazem incertezas para a mesa de negociação. Por um lado, o caso da fusão da BRF não demonstrou o sucesso que em princípio se desenhava, ao contrário, a empresa estagnou, não cresceu e não criou valor e riqueza, um fator relevante a essa transação. Portanto, essa operação não se assemelha a um mar de flores. Será que ela poderá ser estruturada e definida, mas em quanto tempo?



Consultor especializado em estratégia financeira com foco na metodologia Criação de Valor ao Acionista EVA/VEC ou VBM-Value Based Management. É doutor e professor de finanças corporativas na FGV EAESP. Coordenador do curso de F&A e Valuation do PEC FGV e coordenador do Núcleo VBM-Value Based Management no Instituto de Finanças da FGV EAESP. oscar@oscarmalvessi.com.br