

GRANJA MORO

Captação de recursos via mercado

Autor

Samuel Ribeiro Giordano

*Coordenador de Cursos de Extensão, Professor e Pesquisador do PENSA-FIA-USP.
Doutorando do Departamento de Geografia da Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências
Humanas da USP, Engenheiro Agrônomo pela E.S.A. Luís de Queirós – USP.*

Supervisão

Prof. Dr. Decio Zylbersztajn

Colaboração Especial

Daniel Conforte

*Coordenador e Professor do Curso de Pós-graduação em Gerência
Agroindustrial – Universidade ORT-Uruguay, Engenheiro Agrônomo pela
Universidad Nacional – Uruguay.*

Eng. Agr. Fernando Gil

Universidade ORT – Uruguay

Enga. Agr. Ana Castillo

Universidade ORT – Uruguay

Agradecimentos especiais

*O autor agradece especialmente o Sr. Gustavo San Martin da Granja Moro pelo irrestrito apoio,
ao Prof. José Carlos Moreira pelo apoio na análise financeira e ao Eng. Agr. Sérgio Giovanetti Lazzarini pelas
sugestões. Agradece também aos Engenheiros Agrônomos Ana Castillo e Fernando Gil cujo trabalho de Graduação
para o Curso de Gerência Agroindustrial da Universidade ORT – Uruguay, com a supervisão
do Prof. Daniel Conforte, serviu de base para este caso.*

“Este Estudo de Caso foi elaborado pela equipe do PENSA, e não reflete necessariamente a visão dos executivos da empresa”.



PENSA

© A utilização, reprodução, apropriação, armazenamento em banco de dados, sob qualquer forma ou meio, dos textos, ilustrações e outras criações intelectuais são terminantemente proibidos sem a autorização escrita dos autores.

A emissão

Como fazia todas as manhãs ao chegar ao escritório Maria Rodriguez tomava sua xícara de chá, sentada de frente para a baía de Montevideú. Era segunda-feira, e sua tarefa principal, como executiva de uma Empresa de Investimentos, seria estudar algumas alternativas de investimentos. Resolveu dar uma espiada nos jornais. Folheando a seção de negócios um título lhe chamou a atenção: “Granja Moro lança Obrigações Negociáveis”. Pensou que poderia ser uma oportunidade de investimento que deveria estudar. Leu o artigo já pensando em falar com o corretor de bolsa da sua Empresa.

A decisão de investir deveria ser rápida, pois era 20 de Maio e o período de subscrição iria de 23 a 26 de Maio. Leu com bastante atenção o prospecto que a Granja Moro havia feito para sua apresentação na Bolsa. Anotou suas dúvidas. A agroindústria representava uma novidade desafiante, pois era um dos poucos setores nos quais não havia feito análises anteriormente. Os detalhes da produção, do controle de oferta, do ambiente, da previsibilidade, da internacionalização e outros pontos, eram alguns assuntos que a inquietavam e para os quais deveria ter respostas.

O prospecto

Granja Moro iniciou suas atividades agroindustriais há três décadas no mercado Uruguaio. Atua na criação e comercialização de frangos, sua principal atividade, produz também ovos para consumo, patos, perus e suínos. Em 1996 suas vendas atingiram 25.000 toneladas, o que representou um faturamento de quase 50 milhões de dólares e um crescimento da ordem de 25%. O market share da empresa no mercado interno é de 65%. Seu volume de produção lhe coloca em sexto lugar com relação às empresas avícolas argentinas e em décimo quinto lugar em relação às brasileiras. Emprega 700 pessoas de forma direta, e outras 2.500 a 3.000 trabalham para ela de forma indireta. A infra-estrutura do parque agroindustrial consta de uma unidade para a criação de reprodutores, instalações para a criação de frangos para corte e galinhas poedeiras, plantas de incubação, fábrica de rações, planta de abate, instalações de processados e refrigerados.

Além das granjas próprias, mais de cem granjeiros independentes integram-se ao processo produtivo da Moro nas províncias de Montevideú, Canelones, San José e Maldonado.

O capital que a Moro obterá com a emissão de Obrigações Negociáveis terá três destinos:

- Cobrir as necessidades de capital de giro permanente,
- Reestruturar o perfil e o custo do seu endividamento e
- Completar o financiamento dos investimentos fixos do Projeto original.

A estratégia da Moro visa:

- O desenvolvimento de uma linha de exportação de produtos avícolas,
- Consolidação da participação no mercado interno ao redor dos 70%,
- Manutenção de 20 a 25% do mercado interno de ovos,
- Aumento na oferta de produtos de qualidade com maior valor agregado e no nível de eficiência produtiva.

Maria terminou de ler o prospecto da Granja Moro e revisou as dúvidas que deveria esclarecer.

Em primeiro lugar vinha o desenvolvimento econômico e financeiro da empresa diante de sua situação atual. Como era a evolução do consumo de carne de frango no mundo, no Mercosul e no Uruguai? Como se relacionavam os mercados e as demandas das diferentes carnes? Quais eram os fatores principais de competitividade no mercado? Qual é a competitividade da Moro? Por que exportar e qual a viabilidade de desenvolver um canal exportador para mercados como EUA, Japão e CEE? Como enfrentaria a competitividade das grandes indústrias brasileiras e argentinas? Quais os riscos e retornos da Moro em relação às outras opções?

Vendo sua agitação Encarnación, sua secretaria, anotou suas ordens, agendou alguns telefonemas e saiu rapidamente em busca das informações.

A Granja Moro – a história

Luís Moro Revello iniciou a Granja Moro na década de 60, comercializando ovos. Trinta anos depois, antes de seu falecimento, pode ver como a empresa havia crescido juntamente com a avicultura uruguaia. Após um grande período de crescimento, entre 1976 e 1981 foram feitos importantes investimentos de modernização nas plantas de abate, rações, e de incubadora de ovos financiadas com dívidas de curto prazo. À situação de endividamento de curto prazo, havia se somado o efeito da quebra da política cambial em 1982, seguida de uma forte desvalorização que havia posto a empresa em dificuldades financeiras.

Em outubro de 1991 a forma jurídica da empresa foi mudada e criou-se a Sociedade Anônima – Granja Moro S.A. – que adquire os ativos e passivos do Sr. Luís Moro Revello. O IFC–International Finance Corporation do Banco Mundial e a CII–Corporação Interamericana de Investimentos do BID–Banco Interamericano de Desenvolvimento integram 40% do capital acionário. Além de reestruturar o perfil de endividamento integrando sócios acionistas institucionais, levantou-se créditos em corporações financeiras internacionais e do Banco de la República (BROU). Em 1994 faleceu o Sr. Luís Moro, após dedicar sua vida à empresa.

A composição acionária resultante foi: Família Moro com 35%; Management com 25%; CII com 20%; IFC com 20%. As corporações financeiras mantêm cada uma um membro na diretoria. As mudanças da composição societária e o desaparecimento do fundador e condutor da empresa constituíram-se num grande desafio para a empresa. A firma Price Waterhouse foi contratada para apoiar um plano de reestruturação gerencial e de definição dos processos de tomada de decisão na Direção da Empresa.

A empresa elabora um plano estratégico para cinco anos e um orçamento para um ano com metas e procedimentos concretos. As corporações financeiras IFC e CII supervisionam e controlam a gestão da empresa, de acordo com os termos estabelecidos em contrato de empréstimos.

O processo produtivo

A Granja Moro tem suas atividades agroindustriais tipicamente integradas verticalmente. Abrangendo grande parte da cadeia de valor, a verticalização vai desde as incubadoras de ovos importados até os produtos finais industrializados, com marca própria, na distribuição ao atacado. À exceção da genética, da venda ao público e a produção de grãos, controla todos os elos da cadeia. O processo inicia-se com a importação dos ovos férteis, que geram reprodutores que produzem pintos de um dia e ovos para a produção de galinhas poedeiras (ovos para consumo). Estes são incubados em três plantas, uma em Montevidéu e duas em San José a 70km de Montevidéu. As aves nascidas dos ovos importados são levadas para granjas próprias em um estabelecimento de 1.300 ha. sob estritas condições de isolamento sanitário. Deste estabelecimento saem os ovos para uma segunda etapa de incubação que dá origem aos franguinhos para engorda e as franguinhas destinadas à produção de ovos comerciais.

A engorda dos frangos se realiza em granjas próprias e de produtores associados por contrato. Aproximadamente 70% da produção de frangos para engorda é proveniente das granjas subcontratadas (ver [anexo 10](#)).

A Moro realiza o método tradicional de integração com os produtores associados, operando diretamente as granjas produtoras de ovos para consumo.

Produz a ração diretamente em uma planta inaugurada em 1996, considerada uma das mais modernas do Mercosul. Os grãos para as rações são comprados localmente na sua maior parte, importando-se os componentes para o núcleo das rações.

Existem oito estabelecimentos habilitados a abater e processar frangos no Uruguai. Todos integrados verticalmente, com compras muito esporádicas de produtores independentes. Os municípios de Canelones, San José e Montevidéu concentram mais de 90% da produção nacional.

Os Produtos da Moro

No faturamento total da empresa a carne de frango participa com 90% sendo que o restante corresponde à venda de ovos. Deve ser feita uma explicação com relação ao frango que é produzido pela Moro que, diferentemente do frango brasileiro, é chamado “pollo parrillero”, muitas vezes utilizado para ser churrasqueado, ou seja, um frango com um peso médio de 2,5kg. Comercializado fresco ou resfriado, limpo, sem cabeça e nem pés, este frango logicamente não pode ser comparado nem mesmo em preço aos frangos brasileiros, argentinos ou chilenos. Na linha de carne, ainda que o produto principal seja a carcaça de frango fresco para consumo local, a empresa foi incorporando com êxito produtos de maior valor agregado como: cortes com e sem ossos (peito, coxas, sobrecoxas, coxinhas empanadas, asas e filés), produtos embutidos (salsichas Frankfurt) e mais recentemente empanados à milanesa e pratos preparados.

Essa diferenciação de produto pode ser expressa nas palavras de Gustavo San Martin, Gerente Geral e Diretor da Empresa:

“nós não estamos no negócio da produção e comercialização de frangos mas no negócio de carne de frango; o consumidor moderno busca diversificação e conveniência; os novos produtos ampliaram o mercado do frango”.

Os produtos e a comercialização

A Granja Moro consolidou sua posição no mercado interno atingindo 65% de participação em 1996. Outras empresas dividem com ela o restante do mercado (ver **anexos 11 e 12**).

Nos últimos anos incorporou novas linhas de produtos de aves, entre eles embutidos, empanados e pratos prontos. Essas ações foram acompanhadas de importantes esforços de marketing e publicidade que visavam desenvolver a identificação da marca pelo consumidor. A Granja Moro e a concorrência ainda não haviam entrado no segmento de consumo por impulso, o qual havia desenvolvido-se na Argentina com as coxinhas fritas apresentadas em sacos plásticos prontas para comer, comparáveis às potato chips.

A Moro canaliza suas vendas de frangos através de açougues, supermercados e outros varejistas (restaurantes) e distribuidores sendo que todos estão divididos mais ou menos na mesma proporção (33%).

A estratégia de distribuição atende fundamentalmente aos canais das principais cadeias de supermercados (Tienda Inglesa, Devoto e Disco) abrangendo 80% deles. Em segundo lugar de importância situa-se o mercado institucional (restaurantes, hospitais e colégios). Diferentemente da concorrência, a Moro não possui locais próprios

para vendas diretas ao consumidor (“pollerías”) já que sustenta que esta forma de venda limita seu potencial de crescimento no mercado. Dado o valor estratégico dos sistemas mais modernos de distribuição, estes e os principais clientes institucionais são atendidos diretamente pela empresa. A distribuição para os demais canais foi terceirizada. As exportações representam faturamento variável ficando ao redor de 6% da receita total em 1996 (ver [anexo 14](#)).

A Moro realizou acordos com a Sadia e a Pilsbury para a distribuição de produtos de alta qualidade, de forma a prestigiar sua imagem frente aos clientes (supermercados e restaurantes) e aproveitar seus canais de distribuição. O negócio com a Sadia (distribuição de produtos embutidos de alto valor), teve pouco sucesso a nível de consumo. O seu acordo com a Pilsbury para distribuir os sorvetes Haagen-Dazs iniciou-se a partir de 1997, numa saída do seu Core-business.

Tendências do mercado de carnes

No Mundo

O consumo de carnes de frango cresce no mundo a uma taxa anual da ordem de 4 a 5%. Em 1966 o aumento foi de 6%, sendo ainda maior nos países asiáticos. As razões para este aumento de consumo variam conforme o nível de desenvolvimento econômico. Em países em desenvolvimento as razões principais deste crescimento são:

- aumento da renda da população que impulsiona o maior consumo de proteínas e também o preço relativo menor da carne de frango em relação às outras.
- aumento da demanda por cortes de frango (coxas, sobrecoxas e peito) em relação a inteiros (ver [anexos 13 e 16](#)).
- crescimento da população mundial

O segmento de frangos inteiros divide-se em três subsegmentos que são: frescos, resfriados e congelados. Os consumidores dão um maior valor ao fresco e resfriado quando comparado ao congelado. Os frangos congelados destinam-se a mercados distantes, os resfriados a mercados localizados a não mais de 800km do centro de produção e os frescos são destinados aos mercados locais.

O consumo total de proteínas de origem animal “per capita” tem tendido a estabilizar-se nos países desenvolvidos com um forte efeito substituição entre as carnes. Ainda que o consumo pudesse manter-se estável e semelhante entre os países, há diferenças marcantes no consumo dos diferentes tipos de carnes (ver [anexo 6](#)). Em 1996 a expansão da doença da “Vaca Louca” na Inglaterra provocou um forte rearranjo no consumo relativo dos diferentes tipos de carne (ver [anexo 2](#)), com forte diminuição no consumo de carne bovina e aumento no de frango e suína.

Na última década o crescimento da produção de carne de frango foi de 56%, chegando em 1996 aos 50 milhões de toneladas, representando 23% da oferta mundial de carne. Colocando-se em terceiro lugar em relação à bovina e suína.

Os maiores exportadores mundiais eram: EUA, CEE, Brasil, Hong Kong, China e Tailândia, e importadores eram China/Hong Kong, Rússia, Japão, e Arábia Saudita (ver **anexo 3**).

A região do Mercosul

Os países da região do Mercosul também registraram aumentos no consumo “per capita” de carne de frangos (ver **anexos 5 e 6**). Os principais fatores que determinaram esse crescimento foram: maior poder de compra da população; aparecimento de cortes junto a esforços generalizados de marketing e promoções e preços mais vantajosos em relação à carne bovina.

O consumo relativo das diferentes carnes é bastante variável entre os países do Mercosul (ver **anexo 6**). O Uruguai possuía o menor consumo de carne de frango e o maior de carne bovina, em consequência da baixa relação de preços entre elas (ver **anexo 8**). A Argentina era tradicionalmente um produtor com altos custos para o mercado interno. Em 1992, com a abertura das importações, iniciou-se a entrada de frango congelado do Brasil e do Chile. Isto motivou uma profunda reestruturação do setor primário, produzindo uma concentração na atividade industrial e uma modernização que levou à melhoria da eficiência produtiva. Tanto Chile quanto o Brasil diminuíram gradualmente sua presença no mercado argentino devido às mudanças ocorridas na relação cambial, ao próprio crescimento acelerado de seus mercados domésticos, e à crescente eficiência da indústria argentina.

Em 1996 a Argentina produziu 660.000 toneladas de carne de frango. As importações que em 1994 tinham sido de 52.000 toneladas caíram para 25.000 em 1996, e as exportações para Hong Kong cresceram de 8.000 toneladas em 1995 para 13.000 toneladas em 1996. Paralelo a isso o consumo interno cresceu na última década a uma taxa média anual de 4%. O Uruguai é um fornecedor tradicional de frangos para a Argentina, aproveitando a proximidade para entrar em seu mercado com frangos resfriados.

A avicultura brasileira é uma das mais competitivas do mundo. Sua produção em 1996 alcançou 4,1 milhões de toneladas, com exportações da ordem de 530 mil toneladas, representando 10% do comércio internacional. Os principais destinos foram Argentina e Oriente Médio com uma presença crescente na CEE, Japão, Rússia e Irã. Os produtos comercializados (originalmente frangos inteiros), a partir da década de 90 passa a sofrer a oferta de cortes que cresceu muito, superando em 1996, pela primeira vez, os 50% do total das exportações. O consumo interno cresceu a uma taxa anual de 6% na década de 90, devido ao aumento de renda da população promovido pelo plano Real. No Chile, reconhecido também como país isento do mal de New Castle, a produção de carne de frango

foi de 300.000 toneladas em 1996. O consumo per capita cresceu fortemente no período de 1989 a 1994, passando de 8,3kg a 20,6kg, também como resposta ao ajuste monetário e inflacionário ao lado do desenvolvimento de novos produtos e grandes promoções.

O consumo de carnes de aves no Uruguai passou de 7,4kg per capita em 1990 para 11,6kg em 1996 representando uma taxa anual de crescimento de 8%, prevendo-se para o ano 2002 um consumo per capita de 15kg. A produção também cresceu bastante no período de 1990–1996 atingindo mais de 53%, passando de 25.660 toneladas para 39.206 toneladas. As exportações tiveram flutuações fruto do aumento da demanda interna (ver **anexo 9**). No Uruguai não existe o mal de New Castle. Esta condição isola o mercado interno visto que há uma barreira sanitária que impede a entrada de produtos avícolas provenientes ou que transitem pelas áreas infectadas com o mal de New Castle. Isto compreende grande parte do território brasileiro e argentino. Ainda que não existam barreiras tarifárias, a outra barreira é mais eficiente para impedir qualquer importação. Nunca entraram aves frescas ou congeladas no Uruguai. Aparentemente a produção avícola uruguaia tem competitividade, já que a carne bovina é o principal produto substituto, com alto grau de consumo “per capita” em relação aos outros países (ver **anexos 2 e 7**) e cujo sistema produtivo, na ordem internacional, baseado em pastagens naturais, coloca-se entre as de menor custo.

O crescimento do consumo no mercado interno baseia-se em três fatores principais: crescente mix de produtos de alto valor agregado, maiores esforços de marketing e uma melhor relação entre os preços da carne de frango e bovina (ver **gráfico 1**). O crescimento das exportações nos últimos três anos com 2.641 toneladas em 1996, teve como principal destino a Argentina (60%) enviando produtos resfriados e congelados, e o Zaire (20%) com produtos congelados (ver **anexo 9**).

Os fatores de competitividade

O principal fator a ser questionado se pode ser chamado ou não de competitividade no Uruguai é a sua isenção de doenças de frangos e sua barreira sanitária à entrada de produtos que o isola dos concorrentes do Mercosul. Para ser categorizado como fator de competitividade este deve ter sustentabilidade ao longo do tempo.

A questão que se coloca é: essa barreira sanitária pode perder seu sentido caso os estados brasileiros do Rio Grande do Sul e Santa Catarina e províncias argentinas produtoras passassem a ser consideradas áreas isentas de New Castle, a exemplo de Santa Catarina que há cinco anos é território isento de febre aftosa. Caso isso acontecesse de que serviria essa barreira?

As linhas genéticas do mercado uruguaio são de origem americana e inglesa, adaptando-se aos diferentes gostos dos consumidores. Os pintinhos de um dia repre-

sentam 8% dos custos de produção da Moro. O gerenciamento de custos dos pintinhos BB tem que alcançar alta eficiência no sistema de produção, para diluir os custos iniciais. Os indicadores de eficiência como taxa de conversão e mortalidade estimulam a competitividade entre as empresas quanto à eficiência do seu sistema de produção. A Moro possuía uma média comparável à do Brasil e superior à do Japão (ver **anexo 15**).

A ração é o elemento de maior peso nos custos de produção. Os canais para abastecimento de matéria prima para a sua elaboração são um ponto chave na competitividade. O Uruguai forma os preços dos grãos mediante a soma dos preços destes nas zonas produtoras, o frete e os custos de alfândega.

No Mercosul a Argentina consegue os melhores custos de alimentação. O Brasil no passado implementou programas de subsídios a essas matérias primas. Os EUA não apenas favorecem as exportações com subsídios como também subsidiam a produção de grãos em si.

Para a Moro os custos com rações representam 55% dos custos totais até o abate. Contando com uma moderna planta de fabricação de rações, que lhe permite controlar o processo industrial, consegue assim baixar seus custos de produção. Outro fator determinante da competitividade são os salários médios praticados no Brasil e no Uruguai. Com maior incidência deste fator no processo industrial de produção, tanto no abate quanto nas partes, a vantagem brasileira era grande pois os salários médios no Brasil eram de US\$ 180 contra US\$ 360 no Uruguai. A Moro estava decidida a reduzir mão de obra envolvida nos processos através da modernização de sua planta industrial por meio de equipamentos automáticos de abate. Os novos níveis de produtividade seriam ao redor de 11.000 aves abatidas por hora, comparáveis às empresas brasileiras de ponta, que se situam entre 8.000 e 11.000 aves/hora. Essa redução de mão-de-obra foi calculada em um terço, uma vez completadas as novas instalações da Moro, representando uma redução de 4% nos custos totais.

As estratégias comerciais e de marketing também eram fatores que determinavam a competitividade das empresas no setor avícola como demonstrava uma recente campanha da Perdigão, investindo US\$ 15 milhões em marketing, em 1996.

As novas tendências mundiais se voltam para partes de frango e pratos semi-prontos com maior valor agregado e grandes gastos em marketing para fixação da marca nos consumidores. O exemplo das exportações brasileiras de partes ao longo dos anos é marcante (ver **anexo 16**).

Estratégia da Granja Moro

A estratégia da Granja Moro abrange os aspectos comerciais, produtivos e econômico financeiros.

Do ponto de vista comercial propõe-se a:

- Conservar até 70% do mercado interno de carne de frango;
- Conservar os 25% do mercado de ovos;
- Atender ao consumidor com uma gama de produtos de alta qualidade;
- Desenvolver uma estratégia exportadora no Mercosul e no resto do mundo.

O desenvolvimento dos mercados externos proposto pela Moro, é uma condição necessária para os investimentos na planta de abate, a qual passaria a ter uma capacidade anual de 45.000 toneladas (um turno diário), que é praticamente o dobro da capacidade atual de abate. Isto num ambiente interno de mercado com limitada capacidade de absorção dos importantes aumentos de volume de carne que passariam a ser ofertados após a instalação do projeto.

Para tanto a Granja Moro planeja colocar no mercado interno 25.000 toneladas anuais e no mercado externo chegar, progressivamente, a colocar 10.000 toneladas.

A estratégia de desenvolvimento de mercados mais exigentes, como o dos Estados Unidos, dependia previamente da aceitação do Uruguai como um país isento do mal de New Castle. Obtida a habilitação, a Moro teria que identificar um nicho de mercado e os canais de comercialização, que permitiriam entrar com um produto de alto valor para o mercado americano, tal como cortes especiais de peito de frango. Não obstante não dever-se-ia perder de vista que esta entrada está condicionada à negociação de quotas.

Os cortes de peito, rentabilizam o resto das partes do frango, com os quais se previa que poderiam ser comercializados nos mercados asiáticos. As coxas de frango são muito valorizadas pelo Japão, ainda que requeiram para a sua preparação um alto custo em mão-de-obra.

Do lado dos mercados regionais, cuja principal vantagem é a proximidade, estes têm vivido até o momento uma situação econômica estável, tendo tido, porém no passado, um comportamento errático, a exemplo de episódios como aqueles passados no começo de 1997, quando o governo brasileiro impôs novas condições às importações. A carteira de clientes externos a ser formada pela Granja Moro deveria ter como objetivos a redução de riscos do negócio, já que a oferta programada por ela é de 10.000 toneladas de carne (equivalentes a 28% do seu produto) para um mercado de 5,2 milhões de toneladas.

Os consumidores regionais estão em situações diferentes. A Argentina, mercado que a Moro atingia tradicionalmente com frango resfriado, sofreu um processo de abertura que fortaleceu a estrutura produtiva, destinando seus produtos principalmente para o mercado doméstico. O Brasil, por outro lado, desenvolveu os mercados internacionais como forma de preservar o nível de preços do seu mercado interno. Sem dúvida, desde a implementação do plano real e com os novos produtos lançados no mercado, a demanda doméstica havia superado as taxas de crescimento da indústria avícola.

Mas, o grande questionamento é o potencial brasileiro de produção de grãos, altamente competitivo em custos, e, agora, contando com a perspectiva das duas hidrovias de interligação com o Mercosul, poderia baixar ainda mais seus custos de frete. O outro aspecto refere-se aos desempenhos econômicos dos dois gigantes brasileiros, Sadia e Perdigão, que juntos faturaram em 1996 mais de 3,5 bilhões de dólares.

Na área produtiva a Moro estabeleceu as seguintes estratégias:

- Consolidar os novos níveis de eficiência produtiva,
- Continuar com a melhora de qualidade dos produtos,
- Incorporar novos produtos,
- Atingir uma flexibilidade que lhe permita aumentar a oferta de produtos de acordo com as demandas dos mercados.

Os novos níveis de produtividade consolidar-se-iam com os investimentos que já haviam sido realizados nas plantas de rações e incubadoras e nos que estavam terminando de ser feitos na planta de abate. Os aumentos de produção a curto prazo eram alcançados com os investimentos realizados, os quais necessitariam menos mão de obra e poderiam funcionar a uma capacidade máxima de 3 turnos (abate potencial de 135.000 toneladas/ano).

A execução destes investimentos, o aumento do capital de giro e os gastos com promoções consumiriam altas quantidades de capital. A Moro decidiu então emitir as Obrigações Negociáveis em função dos antecedentes favoráveis que obteve com uma emissão anterior, além de poder obter melhores taxas. A Moro sabia que emitir Obrigações representava um risco implícito (ver **box 1**), porém conhecia sua imagem no mercado e sabia que tinha boas chances de poder conseguir seu intento (ver **anexos 1B, 1C e 1D** e **anexos 17 e 18**).

O isolamento sanitário do Uruguai: qual o significado?

A isenção de doenças de frangos no Uruguai representa uma importante barreira à entrada em seu mercado, sob a qual havia se consolidado o desenvolvimento do setor avícola. Dentro do marco de liberalização apregoado pelo Mercosul, as pressões exercidas pelos vizinhos eram grandes, na tentativa de levantar as barreiras gerais de entrada para todos os produtos. Para o Uruguai era uma questão chave conseguir ser habilitado como país livre de New Castle, já que um reconhecimento a nível mundial dava respaldo à manutenção das barreiras sanitárias. Este fato poderia resultar também num fator atrativo para as empresas brasileiras, interessadas em poder entrar em mercados restritos como o dos Estados Unidos. Os eventuais mecanismos de entrada ao mercado uruguaio por empresas brasileiras poderiam realizar-se mediante investimentos diretos, a compra da Granja Moro ou algum tipo de acordo. Poderia também despertar, por outro lado, uma pressão tremenda por parte de outras empresas menores interessadas em abocanhar este mercado, que poderiam forçar os lobbies diplomáticos a realizar a queda dessas barreiras.

A primeira alternativa implicava na organização dos sistema de produção, coordenando as diferentes fases em um mercado cujas bases produtivas estavam limitadas. No segundo caso os ativos da Granja Moro atingiam os US\$ 43 milhões e o negócio potencial com os Estados Unidos considerando uma exportação de 10.500 toneladas de peito de frango (mais ou menos 30% do total) a US\$ 4/kg renderia, apenas nessa operação, um faturamento de US\$ 42 milhões anuais. Por outro lado os acordos não representaram alternativas que foram exploradas anteriormente, entre empresas pequenas locais e grandes empresas brasileiras.

Não só a sanidade era uma barreira à entrada dos produtos da região, mas também a estrutura do mercado interno, ocupado quase que em forma de monopólio pela Moro (70%), utilizando-se principalmente dos canais de distribuição que poderiam potencialmente ser atendidos pela concorrência externa. Além disso, os produtos que poderiam vir do exterior são produtos congelados, limitados a um segmento de baixa renda e com taxas de crescimento menores, somado ao gasto em marketing para conseguir um mercado pequeno como o Uruguai. Quem se interessaria em distribuir tal produto em um mercado de 10 a 15% de um total de 3 milhões de habitantes quando qualquer crescimento de consumo em qualquer estado do Brasil superaria estes números? Além disso há barreiras culturais com hábitos muito arraigados, que dão preferência a carne fresca e a frangos grandes.

A decisão de investir

Maria havia pensado o dia todo na conveniência do investimento nas Obrigações Negociáveis da Granja Moro. O fechamento da inscrições terminava às 17 horas e ainda deveria decidir a quantidade de Obrigações a serem compradas. Ela sabia que dependia não somente do montante que investiria mas também do montante total do conjunto dos investidores, já que, uma vez abertas as inscrições, se o valor da soma total superasse o valor da emissão (US\$ 10 milhões) outorgar-se-ia a cada agente comprador o valor em Obrigações correspondentes ao rateio do valor total. Pegou novamente o prospecto da Granja Moro, folheou-o rapidamente sem se deter em nenhuma página até chegar ao final e leu novamente as condições das Obrigações Negociáveis.

Os juros eram atraentes e superiores à maioria das alternativas existentes na praça (ver **anexos 17 A e B**). Havia o prazo de cinco anos e a carência para pagamentos de amortizações de dois anos. De outro lado a garantia que oferecia a operação estava respaldada pela mudança no fluxo de caixa da Granja Moro, proveniente da venda a determinados supermercados de primeira linha (ver nota no **anexo 18**), ainda que não fossem descritos quais eram. Os valores faturados por esses supermercados a serem pagos à Moro seriam canalizados diretamente para o agente fiduciário para compor o fundo de pagamentos dos juros nos prazos determinados. O Banco Surinvest, importante agente financeiro local, atuando como agente fiduciário, reteria mensalmente a sexta parte dos juros a serem pagos semes-

tralmente e a duodécima parte das amortizações anuais a serem pagas a partir do terceiro ano. Outro antecedente altamente favorável era que as Obrigações lançadas pela Moro há dois anos atrás, no valor de US\$ 3,5 milhões, estavam sendo cumpridas em todas as suas condições. Ela sabe que os bônus do Tesouro pagam entre 4 a 5% efetivo ao ano, que os depósitos em dólares entre 3,5 e 5,5%, as carteiras diversificadas de investimentos entre 4,5 a 10% e que não existem na praça Uruguiaia operações de investimentos em bolsas estrangeiras.

Situação financeira da Moro

Aplicar ou não, eis a questão. Do curso de pós-graduação em finanças que havia feito, Maria lembra-se diariamente dos métodos que seus professores ensinaram. Olhou o balanço e dividiu o passivo total pelo patrimônio total obtendo o valor de 5,14. Ou seja grosseiramente para um patrimônio de 9 milhões de dólares a empresa devia quase 46,6 milhões. Isto queria dizer que para cada um dólar investido na empresa havia uma dívida de 5,14 dólares. Seriam as receitas operacionais suficientes para pagar os investidores? Mas a Moro estava respaldada também por duas Instituições Internacionais de respeito além de ser conhecida como cumpridora até então de suas obrigações.

Seus investimentos em abatedouros que redundariam num aumento da capacidade instalada, estavam trazendo importantes expectativas em seu fluxo de caixa. Com o restante pretendia-se resolver a questão de dívidas de curto prazo, obter capital de giro e completar seus investimentos.

A aposta de se conseguir aumentos de valores no fluxo de caixa, estava condicionada não apenas à entrada em novos mercados mas também no encontro de nichos específicos dentro desses mercados.

Maria lembrava da teoria aprendida em noites mal dormidas durante seu MBA feito há anos atrás: para o investimento em ativos tão específicos¹ quanto uma linha automatizada de processamento de carne de frango, num mercado tão pequeno quanto o uruguaio, onde a Moro detém quase 70% do mercado não seria muito arriscado? Caso a manobra do aumento de investimento produtivo não atingisse o sucesso esperado, ou, caso a Moro não conseguisse os novos mercados, ela defrontar-se-ia com um caso de Sunk Cost ou seja, a Moro teria custos irrecuperáveis.

Teria sido a melhor alternativa para a Moro ir ao mercado buscar capital de terceiros, exigível a longo prazo, para financiar seus ativos?

Maria levantou-se da cadeira decidida a agir, ao mesmo tempo em que Encarnación entrava em sua sala trazendo um assunto urgente para que ela examinasse, a

¹Especificidade de Ativos: refere-se ao grau que um ativo pode ser transformado para usos alternativos e por usuários alternativos sem sacrifício do seu valor produtivo.

respeito de uma nova emissão de Letras do Tesouro. Ela lembrou-se de que um dos dirigentes da empresa lhe havia solicitado que estudasse o assunto pois, as taxas de juros das letras estavam subindo. Ainda que essas taxas não fossem comparáveis às taxas de juros das Obrigações da Moro, elas ofereciam uma imagem de maior segurança e pouco risco aparente, contando ainda com a retaguarda do sistema financeiro uruguaio. Comparando-se com as análises que ela fizera dos três últimos balanços da Moro (ver **anexos 1B, 1C e 1D**), Maria hesitava.

E se as barreiras sanitárias fossem derrubadas? Maria imaginava a invasão de frangos que viria dos países vizinhos, como tinha observado num hipermercado de Buenos Aires.

Em sua cabeça passavam as opções dos fundos aos quais ela fora autorizada a investir, que estavam limitados a esta semana, e ainda, que ela deveria decidir por apenas um investimento. Pensou no ganho versus o risco. Maria pensou!

Temas para discussão

Os aportes e fluxos de capitais são necessários às empresas tanto nos momentos de expansão, como nos momentos de crise. As fontes de capitais não estão relacionadas necessariamente à atividade agroindustrial, mas buscam investimentos que consigam formar uma carteira com relação favorável entre risco e retorno. É assim que a atividade agroindustrial não só se restringe aos aspectos produtivos e industriais, mas também àqueles relativos aos mercados de capitais.

- A Granja Moro estabeleceu uma série de pressuposições estratégicas tentando abranger o mercado no qual irá trabalhar após realizar seus investimentos. Comente essas pressuposições tentando verificar se elas cobrem todas as alternativas possíveis.
- A Moro visualiza o desenvolvimento de um segmento de mercado internacional. Comente a respeito dessa decisão verificando quais pontos não foram considerados nesta linha estratégica, verificando inclusive a questão da competitividade dessa empresa.
- Dentre as opções que haviam no mercado para captar recursos a Moro decidiu-se pela emissão de Obrigações Negociáveis. Discutir essa alternativa ao lado de outras opções possíveis, seus riscos e suas (des)vantagens.
- A situação financeira da Granja Moro é um ponto que deverá ser amplamente discutido tendo em vista que existem informações a respeito de sua situação. Comente a respeito deste assunto aprofundando essas discussões o máximo possível.

- Pense como se você fosse um investidor e faça um balanço comparativo entre a decisão de investir nas Obrigações Negociáveis da Granja Moro ou em outras opções, envolvendo taxas, risco, prazo, situação de mercado, perspectivas e outros pontos para *balizar* essa decisão.

Notas de apoio para uso educacional

Este caso pode ser utilizado nas disciplinas de Fundamentos de Agribusiness, Agribusiness Internacional, Estratégias de Agribusiness, Finanças, Marketing, Economia de Empresas e outros temas ligados a investimentos, captação de recursos de terceiros, Financiamento dos Fluxos Produtivos do Sistema Agroindustrial.

Referenciais teóricos usados no Caso

Os referenciais teóricos utilizados neste caso relacionam-se a Administração Financeira, Estratégias de Mercado e Mecanismos de Governança, passando pela discussão atual das opções que se tem para financiar as atividades agroindustriais. Essas opções, muito discutidas pelos autores abaixo, podendo dar-se via captação de recursos de terceiros no mercado com empréstimos tradicionais, emissão de Obrigações Negociáveis em Mercado Local (como no presente caso), ou Internacional, Emissão de Ações em Mercados Locais ou Internacionais como no caso da Aracruz. Sugere-se também que seja lido Williamson, no seu capítulo sétimo e Ross, no seu capítulo vigésimo (ver bibliografia abaixo), quando discute as opções de tomar empréstimos (debt) versus a emissão de ações (equity).

Para maiores informações sobre os temas, consultar:

HAUGEN, R.A., 1993. **Modern Investment Theory**. Prentice-Hall, Third Edition.

ROSS ET ALII., 1993. **Administração Financeira**. Cap. 20. Editora Atlas.

SPERS, E.E., 1997. **Aracruz Celulose: Uma Estratégia Financeira Internacional**. Estudo de Caso do VII Seminário Internacional de Agribusiness – PENSA-FIA-FEA – Universidade de São Paulo.

WILLIAMSON, O.E., 1996. **The Mechanisms of Governance**. Cap. 7. Oxford University Press, New York.

Anexo 1A

Balanços Contábeis da Granja Moro S.A.

Situação patrimonial (Junho 1995)			
ATIVO	US\$1.000	PASSIVO	US\$1.000
Ativo circulante		Passivo circulante	
Disponibilidades (caixa e bancos)	318,4	Dívidas comerciais	9.677,9
Investimentos temporários	2,21	Dívidas financeiras	3.480,6
Créditos por vendas	1.950,3	Dívidas diversas	2.333,6
Outros créditos	3.247,0	<i>Total passivo circulante</i>	<i>15.492,2</i>
Bens de câmbio	10.592,8		
<i>Total ativo circulante</i>	<i>16.110,8</i>	Exigível a longo prazo	
		Dívidas comerciais	2.557,3
Ativo permanente		Dívidas financeiras	6.278,4
Créditos por venda	184,7	Dívidas diversas	173,3
Outros créditos	0	<i>Total exigível a longo prazo</i>	<i>9.009,0</i>
Bens de Uso	16.348,57	<i>Total passivo</i>	<i>24.501,3</i>
Encargos Diferidos	405,5		
<i>Total ativo permanente</i>	<i>16.938,8</i>	PATRIMÔNIO	US\$1.000
<i>Total Ativo</i>	<i>33.049,66</i>	Capital Social	5.392,5
		Ajustes no patrimônio	2.015,9
		Reservas	346,7
		Resultados acumulados	793,0
		Resultados do período	-
		<i>Patrimônio líquido</i>	<i>8.548,3</i>
		<i>Total passivo e patrimônio líquido</i>	<i>33.049,61</i>

Situação patrimonial (Junho 1996)			
ATIVO	US\$1.000	PASSIVO	US\$1.000
Ativo circulante		Passivo circulante	
Disponibilidades (caixa e bancos)	333,1	Dívidas comerciais	13.023,9
Investimentos temporários	2,4	Dívidas financeiras	6.902,8
Créditos por vendas	3.665,0	Dívidas diversas	2.503,0
Outros créditos	4.921,5	<i>Total passivo circulante</i>	<i>22.429,8</i>
Bens de câmbio	10.891,1		
<i>Total ativo circulante</i>	<i>19.813,3</i>	Exigível a longo prazo	
Ativo permanente		Dívidas comerciais	1.859,3
Créditos por venda	157,8	Dívidas financeiras	8.478,4
Outros créditos	976,4	Dívidas diversas	128,1
Bens de Uso	20.580,5	<i>Total exigível a longo prazo</i>	<i>10.465,9</i>
Encargos Diferidos	364,0	<i>Total passivo</i>	<i>32.895,8</i>
<i>Total ativo permanente</i>	<i>22.078,9</i>		
Total Ativo	41.892,2	PATRIMÔNIO	US\$1.000
		Capital Social	5.392,5
		Ajustes no patrimônio	2.172,5
		Reservas	983,0
		Resultados acumulados	448,1
		Resultados do período	-
		<i>Patrimônio líquido</i>	<i>8.996,4</i>
		<i>Total passivo e patrimônio líquido</i>	<i>41.892,2</i>

Situação patrimonial 1997 (projetada)

ATIVO	US\$1.000	PASSIVO	US\$1.000
Ativo circulante		Passivo circulante	
Disponibilidades (caixa e bancos)	408,1	Dívidas comerciais	15.837,5
Investimentos temporários	–	Dívidas financeiras	4.380,1
Créditos por vendas	12.763,0	Dívidas diversas	3.043,7
		Dívidas a médio prazo	500,0
		I.I.C./I.F.C	969,9
		Outras de Longo Prazo	1.279,5
Outros créditos	5.984,7	Imposto ao patrimônio	416,6
Bens de câmbio	13.243,9	<i>Total passivo circulante</i>	<i>26.427,5</i>
<i>Total ativo circulante</i>	<i>32.399,9</i>	Exigível a longo prazo	
Ativo permanente		Dívidas comerciais	1.832,6
Créditos por venda	–	Dívidas financeiras	3.887,9
		Dívidas diversas	106,4
Outros créditos	–	Dívidas por obrigações	11.750,0
Bens de Uso	22.378,0	I.I.C./I.F.C.	2.608,1
Encargos Diferidos	764,2	<i>Total exigível a longo prazo</i>	<i>20.185,1</i>
Total ativo permanente	23.275,8	<i>Total passivo</i>	<i>46.612,7</i>
<i>Total Ativo</i>	<i>55.675,7</i>	PATRIMÔNIO	US\$1.000
		Capital Social	5.399,3
		Ajustes no patrimônio	1.863,1
		Reservas	–
		Resultados acumulados	1.056,5
		Resultados do período	744,0
		<i>Patrimônio líquido</i>	<i>9.063,0</i>
		<i>Total passivo e patrimônio líquido</i>	<i>55.675,7</i>

Anexo 1B			
Resultados Contábeis da Granja Moro S.A.			
Situação dos Resultados US\$1.000,00			
	1995	1996	1997 *
Vendas			
Vendas a prazo	34.550,3	32.887,2	38.928,8
Exportações	1.559,7	2.243,3	2.831,4
Outras vendas	-	-	1.920,0
Descontos e bonificações	-254,5	-179,9	-
Receita líquida operacional	35.855,4	34.950,6	43.680,3
Custo das vendas	-28.505,7	-26.056,7	-33.445,7
Receita Bruta	7.349,7	8.893,9	10.234,6
Gastos com Adm. e Vendas	-3.965,0	-4.157,9	-4.205,6
Resultados Diversos	381,0	200,2	-
Resultado Operacional	3.384,6	4.736,0	6.020,0
Resultados Financeiros	-	-	-
Ganhos com Juros	25,8	13,9	-
Descontos obtidos	135,0	114,8	-
Perdas por correção monetária	-60,9	-2.571,4	-
Juros perdidos	-2.916,0	-2.394,2	-
Juros dívida financ. curto prazo	-	-	-2.959,4
Juros dívida médio prazo	-	-	-40,5
Juros de obrigações	-	-	-506,2
Juros C.I.I./I.F.C	-	-	-271,3
Juros outras dívidas de longo prazo	-	-	-604,4
Resultados extraordinários	-177,7	362,8	-234,4
Resultados de exercícios anteriores	39,7	-14,0	-
Receita antes do imposto de renda	-	-	1.160,7
Imposto de renda	-	-	-348,2
Imposto sobre patrimônio	-	-	-68,4
Lucro líquido	793,0	448,1	744,0

Fonte: Granja Moro S.A.
* Projetado

Anexo 1C

Indicadores Financeiros Consolidados da Granja Moro

Item/ano	1995	1996	1997	Fórmula Utilizada
Estrutura				
Endividamento	2,86	3,69	5,14	Passivo total/Patrimônio líquido
Imobilizações	1,98	2,48	2,56	Ativo permanente/patrimônio líquido
Solvência				
Liquidez Corrente	1,03	0,88	1,22	Ativo circulante/Passivo circulante
Rentabilidade e Custos				
Retorno do Patrimônio %	9,27	5,0	8,2	Lucro líquido/Patrimônio líquido
Giro de Vendas	0,98	0,83	0,78	Resultado Operacional/Ativo total
Rentabilidade %	2,4	1,06	1,33	Lucro líquido/Ativo total
Custo Produtos/Venda líquida %	79,5	74,5	70,5	–
Crescimento %				
Receitas operacionais %	–	-2,5	24,97	–
Passivo circulante %	–	44,78	17,82	–
Exigível a longo prazo %	–	13,92	98,86	–
Patrimônio líquido %	–	4,07	1,87	–
Ativo circulante %	–	22,98	63,52	–
Ativo permanente %	–	230,34	5,4	–

Anexo 1D

Análise Vertical da Granja Moro

Ativo	1995	1996	1997
Ativo Circulante	48,75%	47,3%	58,19%
Ativo Permanente	51,25%	52,7%	41,81%
Total	100%	100%	100%
Passivo	1995	1996	1997
Exigível a Curto Prazo	46,88%	53,54%	47,47%
Exigível a Longo Prazo	27,26%	24,98%	36,25%
Patrimônio Líquido	25,87%	21,48%	16,28%
Total	100%	100%	100%

Box 1

Avaliação de " BONDS "

Fórmula: Valor Esperado (juros)=Valor Declarado x (1 – Probabilidade de inadimplência "default")

A mensuração da Probabilidade de Inadimplência é dada por ratings dados por empresas internacionais como Moody's e outras classificando-as em Aaa, Aa, A, Bbb, etc. As obrigações têm uma tipologia que varia em: Taxa Fixa, Taxa Flutuante (Moro), Renda Variável etc.

Anexo 2

Consumo de carnes no Uruguai, EUA e CEE

Quilos per capita	Uruguai (1)	EUA (2)	CEE (2)
Carne bovina	65.1	45	20
Carne de ave	11.6	45	20
Carne suína	7.0	29	41
Carne ovina	11.9	1	4
TOTAL	95.6	120	85

Fonte: Elaboração da Granja Moro S.A. com base nos dados da FAO, USDA e INAC

(1): 1995

(2): 1996

Anexo 3

Maiores exportadores e importadores mundiais de carne de frango

Exportadores		Importadores	
Países	% exportações	Países	% importações
EUA	45	China/Hong Kong	30
CEE	17	Rússia	18
Brasil	10	Japão	10
Hong Kong	10	Arábia Saudita	6
China	9		
Tailândia	3		

Fonte: Granja Moro S.A.

Anexo 4

Consumo per capita de carne de frango (kg)

Ano	Uruguai	Argentina	Brasil
1985	4.9	10.3	8.7
1986	5.1	11.3	9.9
1987	6.6	12.4	11.0
1988	7.0	11.2	11.8
1989	6.7	11.3	12.3
1990	7.4	10.9	13.4
1992	8.3	17.7	16.1
1993	9.6	19.9	17.4
1994	10.4	21.1	18.5
1995	10.9	20.6	22.6
1996	11.6	19.0	22.1

Fonte: Elaboração da Granja Moro S.A. com base nos dados do USDA, INAC, COMISEC y OPYPA

Anexo 5

Taxas anuais médias de crescimento do consumo per capita de carne de frango (%)

Período	Uruguai	Argentina	Brasil
1985-1990	6.12	0.95	7.46
1990-1996	8.47	9.70	8.70

Fonte: Elaboração da Granja Moro S.A. com base nos dados da OPYPA.

Anexo 6

Consumo de carnes nos países do Mercosul

Quilos per capita	Uruguai (1)	Argentina (1)	Brasil (1)	Chile (2)
Carne bovina	65.1	58.6	30.5	20.3
Carne de frango	11.6	21.9	23.5	21.3
Carne suína	7.0	s/i	9.2	11.4
Carne ovina	11.9	1.9	s/i	0.6
Total	95.6	82.4	63.2	53.6

Fonte: Elaboração da Granja Moro S.A. com base nos dados da FAO, USDA e INAC
(1): 1995 (2): 1994

Anexo 7									
Preços relativos ao consumidor (frango/traseiro bovino)									
	88	89	90	91	92	93	94	95	96
Relação	0.86	0.90	0.87	0.90	1.05	1.00	0.94	0.75	0.74
Média 88/95	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91

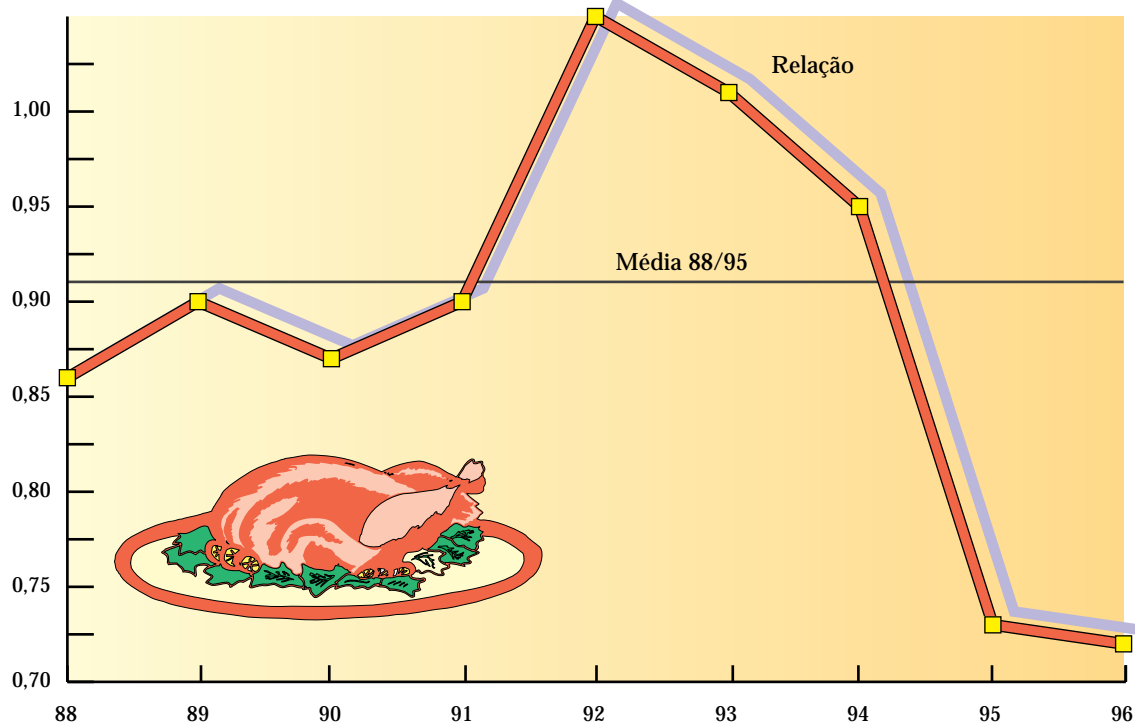
Fonte: OPYPA, com base na INE

Anexo 8		
Produção anual e exportações de carne de frango		
Ano	Produção (toneladas)	Exportações (toneladas)
1990	25660	3233
1991	29396	2903
1992	29363	2421
1993	33784	471
1994	36083	1196
1995	37929	1752
1996 *	39206	2641

Fonte: OPYPA, BROU e INAC. (*): exportações até setembro

Gráfico 1

Relação de preços entre a carne de frango e a carne bovina no Uruguai



Fonte: OPYPA, com base na INE

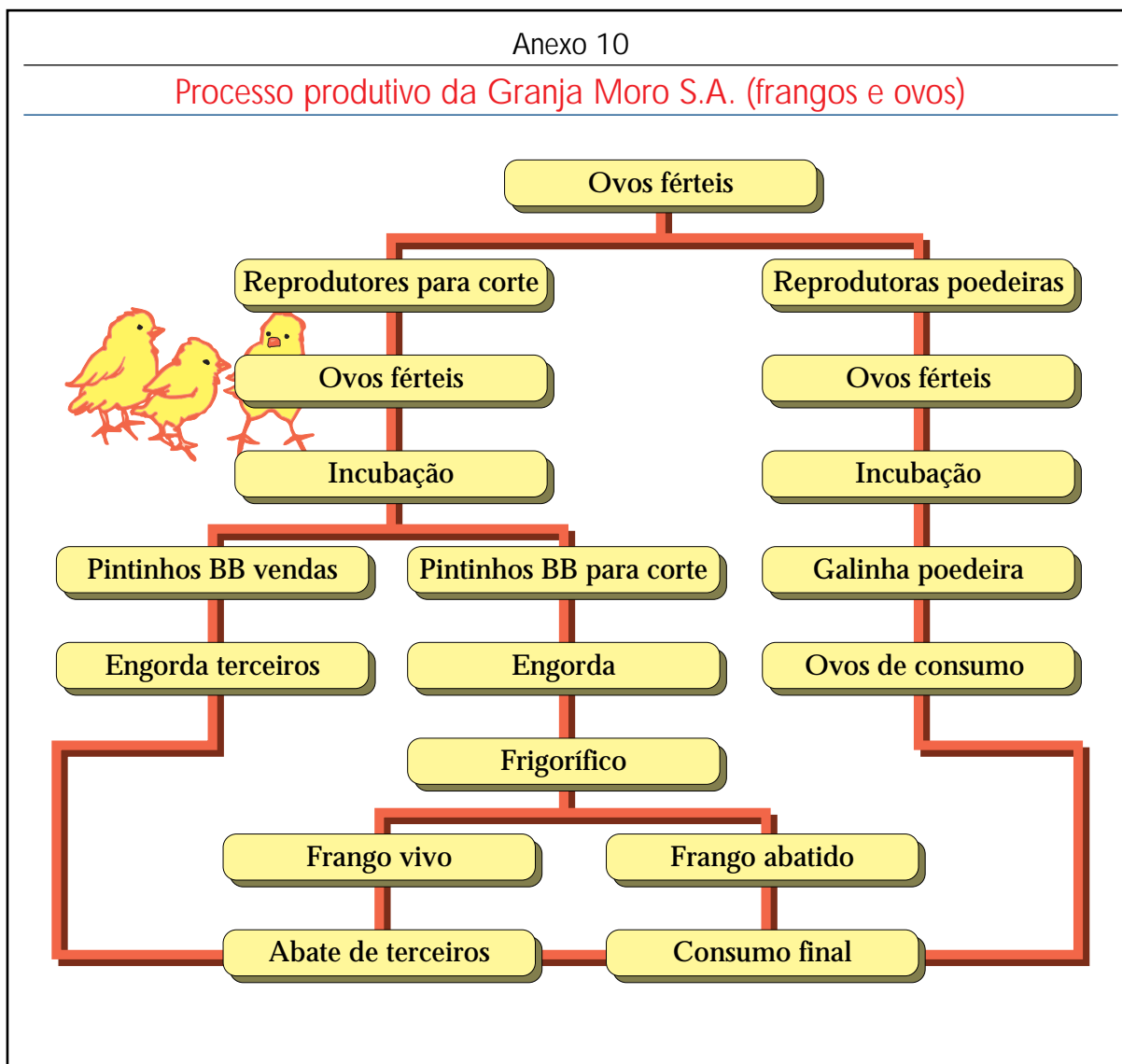
Anexo 9

Exportações uruguaias de carne de frango por tipo de produto (toneladas)

Produto	1994	1995	1996*
Carne resfriada	333	417	495
Carne congelada	611	567	1704
Carcaça inteira	468	329	1401
Carcaça partes	143	238	303
Carne salgada	0	0	3
Carne total	944	984	2202
Miúdos de ave	252	768	439
TOTAL	1196	1752	2641

Fonte: OPYPA com base na INAC

(*): até setembro



Anexo 11

Participação da Granja Moro S.A. no mercado de frangos

Empresa	Market Share
Granja Moro S.A.	65%
Vadil S.A./Casaquinta/Calprica	26%
Outros	9%

Fonte: Granja Moro S.A.

Anexo 12

Evolução da participação da Granja Moro S.A. no mercado de frangos

Ano	Market Share
1991	50.1
1992	52.5
1993	49.4
1994	50.9
1995	53.5
1996	65.1

Fonte: Granja Moro S.A.

Anexo 13

Participação das diferentes linhas da Granja Moro S.A. nas vendas de carne de frango ao mercado interno uruguaio (volumes físicos)

Período	Frango inteiro (%)	Partes (%)
90/91	100	0
91/92	100	0
92/93	89	11
93/94	83	17
94/95	77	23
95/96	72	28
96/97	78	22

Fonte: Granja Moro S.A.

Anexo 14

Exportações da Granja Moro S.A.

Ano	Exportações (mil US\$)	Porcentagem (%)	Receita Total (mil de US\$)
1982	1774	16.11	11010
1983	2287	22.84	10014
1984	4136	27.61	14984
1985	2040	15.45	13205
1986	3627	19.68	18433
1987	1554	15.56	9988
87/88	1970	9.98	19739
88/89	3605	14.94	24135
89/90	5165	19.68	26241
90/91	4968	18.06	27502
91/92	3370	11.39	29591
92/93	1639	5.64	29075
93/94	637	1.89	33634
94/95	1588	4.35	36510
95/96	2246	6.42	34994

Fonte: Granja Moro S.A.

Anexo 15

Comparação de coeficientes técnicos

	EUA	Brasil	China	Tailândia	França	Holanda	Japão	Granja Moro
Peso/Frango vivo (kg)	2.0	1.8/2.2	2.0/2.5	1.8/2.0	1.7/2.0	1.85	2.7/2.9	2.85
Mortalidade (%)	5.0	5.0	5.0	5.7	3/7	4.9	3.0	5.5
Conversão (kg ração/kg frango vivo)	2.0	2.0	2.2	2.0	1.9	1.9	2.2	2.05

Fonte: Granja Moro S.A.

Anexo 16

Exportações brasileiras segundo o tipo de carne de frango

Ano	Frango inteiro (mil ton.)	Frango inteiro (US\$/ton)	Partes (mil ton.)	Partes (US\$/ton)	Total (mil ton.)	Total (US\$ mil)
1985	236,90	813,00	36,30	1270,00	273,20	238.570
1986	180,60	869,00	44,20	1432,00	224,80	220.306
1987	164,80	877,00	50,50	1357,00	215,30	212.971
1988	164,30	785,00	72,10	1327,00	236,40	224.636
1989	161,00	903,00	82,80	1422,00	243,80	263.360
1990	207,90	916,00	81,50	1588,00	289,40	319.814
1991	203,10	1032,00	11,60	1545,00	321,70	392.859
1992	232,10	991,00	13,60	1433,00	371,70	430.110
1993	270,30	987,00	14,60	1342,00	416,90	463.591
1994	279,23	1000,00	201,506	1531,97	481,02	588.501
1995	222,22	1133,32	206,533	1849,20	428,95	578.249
1996	294,73	1249,76	274,05	1721,00	568,79	840.008

Fonte: ABEF

Anexo 17A

Alternativas de investimento

Obrigações Negociáveis Granja Moro S.A.

Libor + 4 pontos = 5,88 (Taxa de 03/07/97) + 4 = 9,88

Fundos de investimento em 03/07/97 (1)

Fundo	CITICORP	Paullier	Probursa	Santander
Citi-carteras Capital (US\$)	8,06% (2)			
Bonos (US\$)	10,12% (3)	9,25%	8,65% (4)	
Citi-carteras Financiera (\$)	8,31 (5) (6)			
Ahorroplus (US\$)	6,47% (2)			
Pesos (\$)			7,25 (4) (6)	
Comercial (US\$)			10,09% (4)	
Super Fondo Ahorro (US\$)				9,63%
Super Fondo Internacional (US\$)				22,47%
Fondos oportunidad (US\$)		10,75%		
Fondos Primer Mundo (US\$)		6,78%		

Notas: (1) Taxas atualizadas e rendimentos brutos. (2) Últimas quatro semanas. (3) Últimas vinte e quatro semanas. (4) Últimas doze semanas. (5) Últimas oito semanas. (6) Taxa equivalente em US\$.

Fonte: Indicadores de Mercado. Jornal El País.

Anexo 17B

Alternativas de investimento

Taxas de Juros – Mercado local em 03/07/97

Depósito (efetivo anual até o vencimento)

Conceito	30 dias	60 dias	90 dias	180 dias
Em moeda nacional (1)				
Máxima	5,88	5,88	5,88	5,88
Média	1,02	1,12	1,16	0,87
Mínima	-1,68	-0,84	-0,84	-1,68
Em dólares				
Máxima	4,84	5,13	5,16	5,38
Média	4,38	4,43	4,55	4,78
Mínima	3,75	3,75	3,75	3,75

Nota: (1) Taxa equivalente em US\$.

Fonte: Indicadores de Mercado. Jornal El País

Anexo 18

Condições das obrigações negociáveis emitidas pela Granja Moro S.A.

Montante da emissão:	US\$ 10.000.000.-
Prazo:	5 anos
Vencimento final:	26.05.2002
Amortização do capital:	2 anos de carência, 30% do capital ao final do terceiro ano, 30% ao final do quarto ano e 40% ao final do quinto ano
Taxa de juros:	Taxa LIBOR 180 dias + 4 pontos percentuais
Pagamento de Juros:	Semestral

Nota: Obrigações Adicionais do Emissor

O emissor se obriga especialmente a dirigir parte de seu fluxo de caixa proveniente da venda a determinados supermercados de primeira linha, com garantia, de acordo com as seguintes condições:

1) O emissor se obriga a depositar mensalmente na conta nº 1137132 do Banco Surinvest (adiante denominado de conta) a totalidade das somas recebidas durante o mês calendário de determinados supermercados por conta da venda de mercadorias (adiante denominado de fundos). No caso do emissor receber os pagamentos mediante a entrega de cheques de pagamento diferido, deverá ele depositar na Conta no último dia útil do mês do recebimento dos pagamentos diferidos, sempre que estes sejam descontados em instituições financeiras da Praça ou do exterior a importância do cheque menos o equivalente à aplicação da taxa de descontos aplicada, que nunca será superior à última taxa média vigente do sistema financeiro determinada pelo Banco Central do Uruguai, para este tipo de operações, baseadas no trimestre anterior incrementada de 25%.

2) Para os casos em que desde o recebimento em pagamento de um cheque de pagamento diferido até sua efetiva cobrança, o emissor não descontará o dito cheque segundo o estabelecido no item anterior, o emissor deverá creditar a importância total cobrada no vencimento do último dia útil do mês em que se produziu o vencimento correspondente.

3) Dos fundos recebidos a partir do primeiro mês e até o vigésimo quarto mês contado a partir da emissão, ficarão retidos mensalmente a favor do agente fiduciário, na qualidade de representante dos Compradores das Obrigações, e em garantia do fiel cumprimento de todas as obrigações assumidas pelo Emissor, a soma correspondente à sexta parte dos juros que o emissor deva pagar aos compradores no próximo dia de pagamento de juros, assim como os juros que gere na conta.

4) Dos fundos recebidos e a partir do 25º mês contado a partir da emissão, o Emissor reterá mensalmente a favor do Agente Fiduciário na qualidade de representante dos compradores e em garantia do fiel cumprimento de todas as obrigações assumidas pelo emissor, a soma correspondente à sexta parte dos juros que o emissor deva pagar aos investidores no próximo dia de pagamento de juros, mais a soma correspondente à duodécima parte do montante de capital que o emissor deva pagar no seu próximo dia de pagamento. Etc.