

1200303508



Fusões e Aquisições: O Valor da Marca e Outros Aspectos Relevantes

Um Estudo de Caso na Indústria de Doces Americana

RENATA MARTINI

Fusões e Aquisições: O Valor da Marca e Outros Aspectos Relevantes

Um estudo de Caso na Indústria de Doces Americana

Banca Examinadora

Prof. Dr. Piero Tedeschi (Orientador)

Prof. Dr. Ricardo Fasti de Souza

Profa. Dra. Áurea Helena Puga Ribeiro

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

RENATA MARTINI

Fusões e Aquisições: O Valor da Marca e Outros Aspectos Relevantes

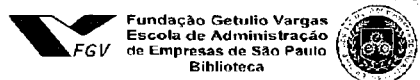
Um estudo de Caso na Indústria de Doces Americana

Dissertação apresentada ao Curso de
Mestrado em Administração de Empresas –
Opção Profissional, da FGV/EAESP

Área de Concentração: Administração
Contábil e Financeira

Como requisito para obtenção de título de
Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Piero Tedeschi



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca

3508/2003



1200303508

SÃO PAULO

2003

MARTINI, Renata. Fusões e Aquisições: O Valor da Marca e Outros Aspectos Relevantes. Um Estudo de Caso na Indústria de Doces Americana. São Paulo: EAESP/FGV, 2003. 193 p.

(Dissertação de Mestrado apresentada ao curso de Mestrado em Administração de Empresas – Opção Profissional, da EAESP/FGV, Área de Concentração : Administração Contábil e Financeira)

Resumo : Identifica os aspectos relevantes para a avaliação de empresa em processo de fusão ou aquisição, contextualizando os motivos que levam a este processo. Aborda a questão de ativos intangíveis, mais especificamente a marca e os métodos de avaliação. Aplica os conceitos em um caso na indústria de doces americana, realizando a análise da empresa Hershey Foods Corp., identificação de seus concorrentes, análise da indústria, avaliação da empresa e avaliação da marca.

Palavras-Chaves : Fusões e Aquisições; Avaliação de Marcas; Avaliação de Empresas; Sinergias; Prêmio; Análise da Indústria.

À minha família e amigos(as).

Agradecimentos

Estes últimos anos foram de extrema dedicação, mas sem o apoio e colaboração de meus familiares, amigos e amigas, colegas de curso e professores este trabalho não teria se concretizado.

Em especial, gostaria de agradecer:

Ao meu marido, João, que suportou todas as minhas decisões, incentivou-me em todas as etapas e carinhosamente me acolheu nos momentos de cansaço.

Aos meus pais que sempre incentivaram o aprendizado e me ensinaram os valores da vida.

Aos colegas de curso, especialmente ao Erich Vaz e Sergio Murilo que fizeram dos sábados e domingos de estudo em grupo momentos mais alegres, e ao André Fontes, Ricardo Jorgen e esposas que foram minha família no período em Austin, Texas.

Ao meu orientador Prof. Dr. Piero Tedeschi por sua compreensão e contribuição ao meu aprendizado.

A todos muito obrigada !

Sumário

1. Introdução	12
1.1. Objetivo do trabalho	12
1.2. Justificativa do tema	12
1.3. A Seleção do Caso Prático	15
1.4. Conteúdo do Trabalho	16
PARTE I – Fundamentação Teórica	
2. Fusões e Aquisições	20
2.1. Formas de Combinações de Negócios/Empresas	20
2.2. Objetivo da Transação - Criação de Valor	20
2.3. Tipos de Fusões/Aquisições	22
2.4. Motivos Racionais para Fusões e Aquisições	23
3. Marca – um Ativo Intangível	27
3.1. Ativos Intangíveis	27
3.2. A Evolução do Conceito de Marca	29
3.3. O Conceito de Marca	31
4. Avaliação de Marcas	34
4.1. O Significado de Avaliação de Marcas	34
4.2. Metodologias para Avaliação de Marcas	34
4.3. Considerações finais com relação à Avaliação de Marcas	44
PARTE II – Análise de um Caso na Indústria de Doces Americana	
5. A Empresa – Hershey Foods Corporation	48
5.1. Análise da Empresa (em 31/Dezembro/2001)	48
5.2. Hershey Trust Company e a Comunidade Hershey	56
6. Análise dos Concorrentes	60
6.1. Mars Inc.	60
6.2. Kraft Foods	61

6.3. Wm Wrigley Jr.	65
6.4. Cadbury Schweppes PLC	69
6.5. Nestlé S/A	73
7. Análise da Indústria	77
7.1. A Indústria de Doces	78
7.2. O Mercado de Doces Americano	80
7.3. A Dinâmica do Mercado	83
7.4. Desempenho Passado e Tendências do Mercado	92
7.5. Previsão do Mercado	99
8. Avaliação da Empresa e da Marca	102
8.1. Avaliação da Empresa Hershey	102
8.2. Avaliação da Marca Hershey	114
PARTE III – Conclusões	
9. Considerações Finais	131
9.1. Epílogo do Caso Hershey	132
Referências Bibliográficas	134
ANEXOS	
Anexo 1 – Análise Financeira da Hershey	142
Anexo 2 – A História da Hershey	177
Anexo 3 – A História dos Concorrentes	182

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Fusões e Aquisições Globais	13
Gráfico 2 – O Valor dos Ativos Intangíveis	28
Gráfico 3 – BAV (Brand Asset Valuator)	39
Gráfico 4 – Mercado de Doces Americano (1997 – 2001)	80
Gráfico 5 – Chocolate – Market Share (2001)	81
Gráfico 6 – Doces Açucarados – Market Share (2001)	83
Gráfico 7 – Beta Histórico – Hershey Foods Corp.	128
Gráfico 8 – Desempenho de Vendas	144
Gráfico 9 – Evolução do Desempenho	144
Gráfico 10 – Resultado Líquido – Reportado vs. Ajustado	152

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Kraft Foods Inc. – Áreas Geográficas	63
Tabela 2 – Kraft Foods Inc. – Segmentos	64
Tabela 3 – Wm. Wrigley Jr. – Áreas Geográficas	66
Tabela 4 – Cadbury Schweppes PLC – Áreas Geográficas	70
Tabela 5 – Cadbury Schweppes PLC – Regiões de Atuação	70
Tabela 6 – Nestlé S.A. – Áreas Geográficas	74
Tabela 7 – Nestlé S.A. – Segmentos	74
Tabela 8 – Mercado Mundial de Doces	78
Tabela 9 – Chocolate e Doce Americano – Distribuição – 2001	86
Tabela 10 – Crescimento das Vendas Líquidas	102
Tabela 11 – Dados do Mercado	111
Tabela 12 – Dados para Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado	112
Tabela 13 – Avaliação da Empresa pelo método Fluxo de Caixa Descontado	113
Tabela 14 – Avaliação da Marca pelo Método FW –Passo 1	115

Tabela 15 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Passo 2	115
Tabela 16 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Passo 3	116
Tabela 17 – Múltiplo Interbrand	117
Tabela 18 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Último Passo	118
Tabela 19 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Completa	119
Tabela 20 – Estimativas para Avaliação da Marca pelo Método Interbrand	123
Tabela 21 – Avaliação da Marca pelo Método Interbrand – Completa	124
Tabela 22 – Ibbotson Annual Return Data: Summary Data	125
Tabela 23 – Comparação das Avaliações	131
Tabela 24 – Demonstração do Resultado Consolidado	164
Tabela 25 – Demonstração do Fluxo de Caixa Consolidado	165
Tabela 26 – Balanço Patrimonial Consolidado	166
Tabela 27 – Variação Anual do Demonstrativo de Resultado	167
Tabela 28 – Análise Horizontal da Demonstração de Resultado	168
Tabela 29 – Análise Vertical da Demonstração de Resultado	169
Tabela 30 – Variação Anual do Balanço Patrimonial	170
Tabela 31 – Análise Horizontal do Balanço Patrimonial	171
Tabela 32 – Análise Vertical do Balanço Patrimonial	172
Tabela 33 – Variação Anual do Fluxo de Caixa	173
Tabela 34 – Análise Horizontal do Fluxo de Caixa	174
Tabela 35 – Índices Financeiros (período de 10 anos)	175
Tabela 36 – Índices Financeiros – Comparação com a Indústria	176

Introdução

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

1.1. Objetivo do Trabalho

O objetivo deste trabalho é identificar os aspectos relevantes para a avaliação de uma empresa num processo de fusão ou aquisição: o ambiente competitivo do mercado, as possíveis sinergias, objetivos estratégicos, a situação financeira da empresa e o valor de suas marcas.

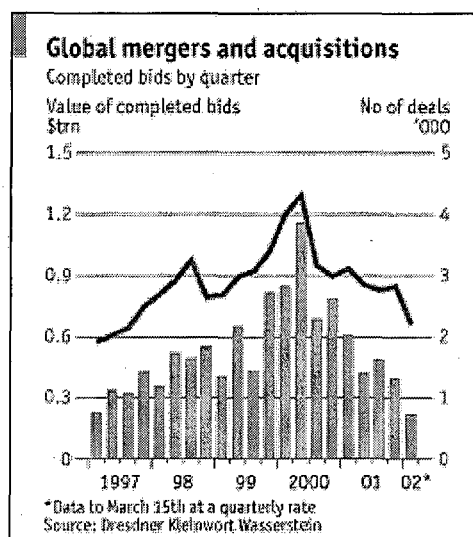
Para tanto resgatamos um caso real da indústria de doces americana: o anúncio de intenção de venda da Hershey Foods Corp. e realizamos sua análise do ponto de vista financeiro, estratégico e da marca utilizando dados (financeiros, da indústria e da competição) disponíveis publicamente.

1.2. Justificativa do Tema

Fusões e aquisições é um assunto em evidência desde o final da década de 80, quando notícias sobre megafusões, *leveraged buyouts*, e *hostile takeovers* apareciam nas manchetes dos jornais quase todos os dias e o número de fusões e aquisições atingiram o pico. O ano de 1989 apresentou um recorde com 3.752 fusões e aquisições nos EUA avaliadas individualmente em mais de US\$ 5 milhões. O valor total destas transações foi de US\$ 316,8 bilhões¹. Surpreendentemente, a atividade não diminuiu nos anos 90 como muitos haviam previsto e números recordes de fusões e aquisições continuaram ao longo desta década. Em 1999, foram reportadas perto de 9.600 transações de fusões e aquisições avaliadas individualmente em mais de US\$ 5 milhões, com um valor total excedendo US\$ 3,4 trilhões² (veja o gráfico na próxima página). Apesar das mega fusões (fusões acima de US\$ 1 bilhão) participarem com o maior volume dessas operações, fusões e aquisições também ocorrem diariamente entre pequenas corporações – incluindo as não transacionadas na bolsa.

¹ The Reference Press, The American Almanac Statistical Abstract of the United States: 1994-1995, 114 ed. Pp. 855 (Austin, Texas 1994)

² US Census Bureau, The Statistical Abstract of the United States (2000) pp. 882



Fonte: Economist

Gráfico 1 – Fusões e Aquisições Globais

De qualquer forma, a atividade de fusões e aquisições geralmente ocorre em ondas. Após a febre do final da década de 90 ocorreu uma drástica diminuição em seu ritmo, particularmente após 11 de setembro de 2001.

Um estudo realizado a revista Economist³ afirma que apesar de que, na teoria, diferentes tipos de fusões trazerem diferentes benefícios, a lição que fica das ondas de fusões dos últimos 50 anos é que, com uma grande exceção – a onda dos LBOs nos EUA durante a década de 80, as fusões falham.

O fato de que fusões tão frequentemente falham não é, por si só, uma razão para companhias evitarem-nas. Mas significa que uma fusão ou aquisição nunca será uma solução simples para os problemas de uma empresa. Desta forma, é imprescindível que executivos analisem o assunto mais profundamente antes de iniciar um processo de fusão.

Primeiramente, temos que lembrar que apesar de muitas razões poderem ser dadas para explicar por que tantos programas de aquisição e fusão falham, incluindo fraca administração e simplesmente azar, uma razão bastante persuasiva é que muitos compradores pagam um preço muito alto.

³ _____, Mergers and acquisitions. 21/março/2002. Disponível em: <http://www.economist.com> > Acesso em Dezembro/2002

Considerando que dificilmente encontramos no mercado empresas candidatas a aquisição a um preço que possibilite que a empresa compradora ganhe um retorno ajustado ao risco aceitável, invariavelmente o preço de aquisição inclui um prêmio sobre o valor de mercado da empresa vendedora.

Empresas compradoras justificam este prêmio a partir da avaliação da empresa e do mercado potencial, identificação de sinergias operacionais e financeiras e da estimativa do valor dos ativos intangíveis do negócio. Por exemplo, o valor da maioria dos negócios depende dos ativos humanos – gerentes, trabalhadores habilidosos, cientistas, e engenheiros. Se estas pessoas não estiverem felizes em seus papéis na empresa compradora, as melhores deixarão a empresa.

Dentre os ativos intangíveis encontra-se a marca (ou as marcas dos produtos) da empresa alvo. Em muitos negócios, o valor da marca e sua utilidade para o comprador, quando integrada com seus outros ativos, pode justificar o prêmio pago num processo de compra.

Contudo, avaliar uma marca não é uma tarefa simples, considerando que qualquer investimento numa atividade de *marketing* provê dois tipos diferentes de retorno. O primeiro tipo, um fluxo de receitas contínuo gerado pelas vendas do produto, é fácil de mensurar a partir dos despachos da fábrica ou dos relatórios de participação no mercado.

Mas o outro tipo de retorno – chamado de *share of mind* ou então *share of heart* – não é tangível e muito mais difícil de demonstrar. É isto que separa um produto com marca de sua versão genérica idêntica.

Neste trabalho partimos do assunto fusões e aquisições para discutir se o valor da marca justifica o prêmio pago pela empresa compradora por seu alvo. Desta forma pesquisamos na literatura os métodos para se estimar o valor de uma marca e aplicamos esta teoria num caso real na indústria de doces americana.

1.3. A Seleção do Caso Prático

A empresa selecionada para avaliação é uma centenária empresa americana que durante muitos anos foi uma espectadora do processo de consolidação na indústria alimentícia. A Hershey Foods Corporation é amplamente reconhecida como intocável por causa da lealdade do fundo que administra a sua missão e a sua cidade natal. Mas em 2002 o tumulto no mundo corporativo motivou-a a mudar de curso.

A empresa que Milton Hershey transformou na maior fábrica de chocolate da América do Norte, com produtos como Hershey's Kisses e Reese's Peanut Butter Cups, se colocou à venda. Ironicamente, é o Hershey Trust, ao qual Milton entregou 77% de sua participação acionária (com poder de voto) na Hershey Foods em 1918 após a morte de sua esposa, Kitty, que agora parece determinado a entregar o trabalho de sua vida nas mãos de um concorrente – quem sabe até um estrangeiro.

Mas o fundo tem seus motivos. Seu trabalho é financiar uma escola para crianças e adolescentes carentes fundada pelo casal Hershey e salvaguardar uma doação que, com US\$ 5,4 bilhões, é atualmente uma das instituições educacionais mais ricas da América. O fundo quer expandir o número de alunos de 1.200 para 1.500, e possui claramente uma obrigação fiduciária de diversificar seu *portfolio*. A participação na Hershey é seu único investimento.

O problema é que Hershey não é uma empresa comum. O negócio Hershey e a cidade Hershey (na Pennsylvania, EUA) estão intimamente interligados. O chamado “lugar mais doce da terra” possui ruas como Avenida do Chocolate e Avenida do Cacau, e as luzes nos postes possuem o formato do chocolate Kisses fabricado pela empresa. Milton Hershey desenhou tudo na cidade, de seus parques ao sistema de esgoto, para melhorar a vida de seus empregados.

Atualmente, Hershey emprega metade dos 12.000 moradores da cidade. Muitos gerentes, incluindo um ex-executivo chefe, são formados pela

escola. Por isso a revolta da comunidade diante de uma possível troca no poder. O promotor do estado, Mike Fisher, está capitalizando na revolta local e levando o fundo ao tribunal.

Isto significa que Hershey pode ser difícil de integrar para qualquer dos seus compradores, que possivelmente incluem Nestlé, a subsidiária Kraft da Philip Morris, Wm Wrigley Jr. e Cadbury-Schweppes. Ao final, a resistência da população de Hershey pode não ser suficiente para evitar que sua companhia seja vendida.

1.4. Conteúdo do Trabalho

A Parte I, composta dos capítulos 2, 3 e 4, refere-se à fundamentação teórica deste trabalho. O Capítulo 2 discorre sobre fusões e aquisições, as formas de combinação de empresas, o objetivo por trás destas transações, os tipos de transações e motivos que levam a este processo. No Capítulo 3, abordamos o tema da marca como um ativo intangível. O Capítulo 4 aborda o tema da avaliação de marcas, seu objetivo, as metodologias e suas deficiências.

A Parte II, composta dos capítulos 5, 6, 7 e 8, aborda o caso real na indústria de doces americana para justificar os pontos levantados na fundamentação teórica. No Capítulo 5, descrevemos a companhia – seus produtos, mercados, operações, etc. O objetivo deste capítulo é dar ao leitor uma visão geral do que a empresa faz. Ele é também um ponto inicial para entender o motivo do interesse do Fundo em vender a companhia.

O Capítulo 6 descreve os concorrentes da companhia. A partir da comparação e contraste dos concorrentes com a Hershey podemos ter uma base mais apurada para analisar a dinâmica da competição nesta indústria e também permite identificar os potenciais compradores.

Após introduzir a Hershey e seus concorrentes, no Capítulo 7 detalhamos a indústria na qual eles atuam. Neste capítulo procuramos

responder a seguinte questão: É o mercado de doces/chocolates um negócio atraente?

No Capítulo 8, considerando os entendimentos e análises dos capítulos anteriores e dos anexos, realizamos a avaliação da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado. Em seguida, considerando que a Hershey é uma marca importante no mercado norte-americano, realizamos a avaliação da marca Hershey.

A conclusão segue no Capítulo 9 realizando uma comparação entre as propostas recebidas pela Hershey e as avaliações realizadas neste trabalho.

No anexo 1 realizamos a avaliação da saúde financeira da Hershey. Este anexo é útil para compreender se: A Hershey é uma empresa atraente? Como ela desempenhou no passado? É ela bem gerenciada? Ela possui boas perspectivas para o futuro?

Os anexos 2 e 3 trazem respectivamente históricos da Hershey e de seus concorrentes. Tais anexos servem de pano de fundo para entendimento da evolução das empresas e do mercado.

PARTE I

Fundamentação Teórica

Fusões e Aquisições

CAPÍTULO 2 – FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1. Formas de Combinações de Negócios/Empresas

Combinações de negócios/empresas é um termo geral que abrange todas as formas de combinar/integrar entidades de negócio que eram separadas previamente [BEAMS et al (1999)].

Estas combinações são *aquisições* quando uma corporação adquire os próprios ativos produtivos de outra corporação e os integra a suas próprias operações ou quando uma corporação obtém o controle operacional sobre as instalações produtivas de outra entidade através da aquisição da maioria de suas ações ordinárias com poder de voto. A companhia adquirida não precisa ser dissolvida, isto é, a companhia adquirida não precisa deixar de existir.

Os termos *fusão* ou *consolidação* são freqüentemente usados como sinônimos para aquisições. Contudo, contabilmente há uma diferença. Uma fusão leva a dissolução de todas exceto uma entidade de negócio envolvida. Uma consolidação leva a dissolução de todas as entidades envolvidas e a formação de uma nova corporação.

Cabe lembrar que *Consolidação* também é um termo também usado na contabilidade para se referir ao processo de contabilização dos demonstrativos financeiros da empresa controladora e suas subsidiárias.

Neste trabalho não entraremos no detalhe das possíveis formas de contabilização das combinações de negócio/empresas e, assim como é prática no mercado, utilizaremos os termos fusões e aquisições indiscriminadamente.

2.2. Objetivo da Transação: Criação de Valor

O objetivo básico de fazer aquisições é idêntico a qualquer outro investimento associado à estratégia geral da companhia, ou seja, para adicionar valor. Segundo RAPAPPORT (1986), a abordagem de valor ao acionista possibilita que a administração avalie todos os investimentos, sejam

eles dedicados ao crescimento interno ou ao crescimento externo como fusões e aquisições, com sistema de mensuração consistente economicamente. Realmente, fusões e aquisições podem ser vistas como um caso especial de estratégia ou quem sabe, mais realisticamente, como um componente importante das estratégias corporativas e de negócios da empresa.

Do teorema de Modigliani-Miller temos que, no mercado de capitais perfeito, valor não pode ser nem criado nem destruído através do re-empacotamento das ações de uma empresa desde que este re-empacotamento não mude o fluxo de caixa total das empresas. Assim como qualquer fusão ou aquisição que não tem efeito no fluxo de caixa após impostos de uma empresa, não criará valor, o fluxo de caixa após impostos da empresa combinada precisa exceder a somatória dos fluxos de caixa após impostos das empresas individuais antes da fusão [TITMAN (1998)].

Apesar de às vezes observarmos o que é chamado de “Fusão de Iguais”, na maioria dos casos as partes na fusão podem ser classificadas em firma compradora, a qual inicia a oferta, e a firma alvo, a qual recebe a oferta. Na maioria dos casos, a firma compradora oferece um substancial prêmio sobre o preço atual das ações da empresa alvo para comprar suas ações. Por exemplo, quando a IBM adquiriu a Lotus em 1995, sua oferta de US\$ 3,4 bilhões era aproximadamente o dobro do valor de mercado da Lotus antes da oferta. Neste caso, o prêmio pelo controle, ou seja, a diferença entre o preço anterior das ações e a quantia oferecida, foi bem maior que a média. De qualquer forma, prêmios pelo controle geralmente variam de 50% a 100% do preço da ação antes da aquisição da empresa alvo.

Uma fusão por si só não altera a capacidade produtiva, mas simplesmente transfere o direito de propriedade de um grupo de acionistas para outro. Enquanto há freqüentemente vantagens substanciais associadas a aquisições quando comparadas à alternativa de desenvolvimento interno, o preço de uma aquisição é estabelecido num mercado altamente competitivo para as empresas, o qual tende a limitar oportunidades extraordinárias de criação de valor.

Adicionalmente, integrar os ativos organizacionais, particularmente o comprometimento dos empregados, é uma tarefa muito mais difícil no caso de aquisições do que em expansões via desenvolvimento interno [RAPPAPORT (1986)].

2.3. Tipos de Fusões/Aquisições

Provavelmente há tantos tipos de fusões e aquisições quanto de compradores e vendedores. Alguns autores, tais como BREALEY & MYERS (1991) e BEAMS et al (1999), categorizam as fusões como horizontais, verticais, ou por conglomerados.

- *Fusão Horizontal*, tipo predominante na virada do século, ocorre entre duas empresas de uma mesma linha de negócios.
- *Fusão Vertical*, tipo predominante na década de 20, envolve companhias em diferentes estágios da produção. O comprador expande para trás em busca das fontes de matéria-prima ou para frente na direção do consumidor final.
- *Fusão por Conglomerado*, muito comum nas décadas de 60 e 70, envolve companhias em linhas de negócios não relacionadas. Fusões por Conglomerado também podem ser justificadas considerando que empresas diversificam para reduzir o risco associado a linhas de negócio específicas, ou para contra-balançar ciclos econômicos.

Já TITMAN (1998) utiliza a classificação de bancos de investimento para segregar as transações de fusões e aquisições em três categorias: estratégicas, financeiras e por conglomerados.

- *Aquisições Estratégicas* – envolvem sinergias operacionais, significando que as duas empresas são mais lucrativas quando combinadas que separadas. As sinergias operacionais na aquisição estratégica podem ocorrer porque as empresas combinadas são

antigas concorrentes. Alternativamente, uma empresa pode ter produtos ou talentos que se encaixam bem com aqueles da outra empresa.

- *Aquisições Financeiras* – bancos de investimento geralmente classificam uma aquisição que não inclui sinergias operacionais como uma aquisição financeira. Numa aquisição financeira, o ofertante geralmente acredita que o preço da empresa alvo é mais baixo que o valor intrínseco dos ativos da empresa. Uma aquisição financeira é às vezes motivada por ganhos de impostos associados à aquisição. Alternativamente, o comprador pode acreditar que os ativos da empresa alvo estão sub-valorizados porque o mercado de capitais está ignorando informações importantes. A motivação mais comum para a aquisição financeira, entretanto, é que o comprador acredita que a empresa alvo está sub-valorizada relativamente aos seus ativos porque ela é mal gerenciada.

- *Aquisições por Conglomerados* – envolve empresas com nenhum potencial para sinergias operacionais aparente. Neste sentido, a aquisição por conglomerado é similar à aquisição financeira. Entretanto, aquisições por conglomerado podem ser mais motivadas por sinergias financeiras, as quais diminuem o custo de capital da empresa, criando portanto valor mesmo quando as operações das empresas combinadas não se beneficiam da combinação.

2.4. Motivos racionais para Fusões e Aquisições

Apesar do objetivo principal de uma fusão/aquisição ser a lucratividade, a preocupação imediata de muitas transações é ganhar eficiências operacionais através de integrações verticais e horizontais das operações ou de diversificar os riscos do negócio através de operações de conglomerado.

BEAMS et al. (1999) elenca diversas razões possíveis para a escolha de uma combinação de negócio como um veículo para expansão:

- Vantagem de Custo
- Risco reduzido
- Diminuição de atrasos operacionais
- Criar obstáculo para *takeovers*
- Adquirir ativos intangíveis
- Outras razões: vantagens fiscais (pessoa jurídica ou pessoa física), interesses pessoais da alta direção da empresa

BREALEY & MYERS (1991) agregam mais motivos racionais para as fusões e aquisições:

- Alcançar *economias de escala* é um objetivo natural das fusões horizontais. Entretanto tais economias têm ocorrido em fusões por conglomerados também. Os arquitetos destas fusões têm apontado para economias que ocorrem do compartilhamento de serviços centrais tais como gerenciamento corporativo e contábil, controle financeiro, desenvolvimento executivo e alta administração.
- Fusões Verticais buscam *economias na integração vertical*. Algumas empresas tentam ganhar controle sobre o processo produtivo através da expansão para trás na produção de matéria-prima e para frente no consumidor final. Uma alternativa para conseguir isto é realizar uma fusão com um fornecedor ou um cliente. Adicionalmente a integração vertical facilita a coordenação e a administração.
- Recursos complementares – Muitas empresas pequenas são adquiridas por outras grandes que proporcionam os ingredientes perdidos necessários para o sucesso de uma empresa pequena. Uma empresa pequena pode ter um produto distinto mas faltar uma

organização de produção e vendas necessária para produzir e comercializa-lo em larga escala.

- Incentivos fiscais não utilizados.
- Excesso de caixa.
- Eliminação de ineficiências.

Marca – um Ativo Intangível

CAPÍTULO 3 – MARCA – UM ATIVO INTANGÍVEL

3.1. Ativos Intangíveis

Com o desenvolvimento de novas tecnologias, a estrutura das empresas mudou drasticamente, transferindo o foco da criação de valor de ativos tangíveis para criação de valor baseados em ativos do conhecimento e intangíveis.

Segundo LEV (2000), “Ativo do Conhecimento” refere-se ao conhecimento acerca de mercados, produtos, tecnologias e organizações, que um negócio possui ou precisa possuir e os quais possibilitam que seus processos de negócio gerem lucros e adicionem valor. Isto inclui os direitos aos benefícios futuros decorrentes das atividades de desenvolvimento (por exemplo, patentes e know-how), marcas, franquias e outros ativos relacionados ao cliente, bem como desenhos organizacionais exclusivos das corporações.

“Ativo Intangível” é o nome contábil atribuído a estes ativos do conhecimento que possuem valor real, mas os quais não podem ser reportados nos livros contábeis da empresa, tais como o valor do relacionamento com clientes ou parceiros de negócio, as perspectivas de lançamento de um produto de ponta a partir dos investimentos em P&D que possibilitará um aumento na participação de mercado da empresa e gerará novas receitas e fluxo de caixa no futuro, uma força de trabalho altamente capacitada e talentosa que está comprometida com a empresa, estado da arte em processos de negócio, estrutura organizacional e cultura corporativa que ajudam a converter conhecimento individual e habilidades dos funcionários em relações de valor e inovação os quais a companhia possui quando os empregados vão para suas casas.

DAUM (2001) reporta que o valor de ativos intangíveis aumentou consistentemente nas últimas duas décadas - de em média 40% do valor total de mercado da empresa no início dos anos 80 para mais de 80% no final do século 20, conforme gráfico abaixo. No caso de empresas onde o uso do

conhecimento é intenso, como em empresas de software, o valor contábil da empresa chega a ser menor que 10% de seu valor de mercado, cuja maior parte é constituída de ativos intangíveis tais como relacionamento com clientes e parceiros de negócios, funcionários, patentes, marcas registradas e outras propriedades intelectuais, capital organizacional na forma de processos de negócios superiores, estruturas organizacionais e uma cultura corporativa única.

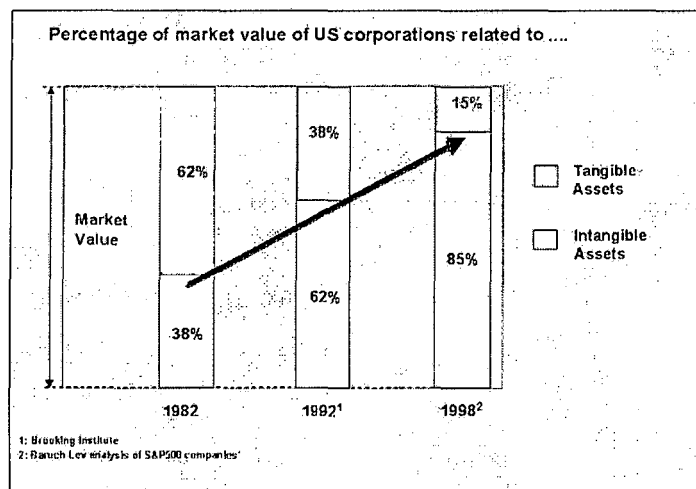


Figura extraída do website www.iuergendaum.com

O Valor dos Ativos Intangíveis corporativos têm aumentado continuamente nas últimas décadas e está dominando o valor de mercado de muitas companhias atualmente (neste gráfico encontra-se os valores médios das corporações que fazem parte do índice S&P 500 nos EUA)

Gráfico 2 – O Valor dos Ativos Intangíveis

Verifica-se então que ativos físicos e financeiros estão rapidamente se tornando *commodities*, rendendo no máximo um retorno médio sobre o investimento. Lucros acima da média, posição competitiva dominante, e algumas vezes até monopólios temporários são conquistados através de investimentos em ativos intangíveis tais como Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), propaganda ou novos modelos e processos de negócios. A pesquisa

empírica demonstra que companhias com altos níveis de investimentos em P&D e propaganda por exemplo, mostram muito melhores ganhos e desempenho das ações do que empresas com níveis mais baixos de gastos nestas áreas. Mas infelizmente a contabilidade tradicional não é capaz de capturar, medir e reportar os ativos intangíveis – forçando investidores e executivos a agirem no escuro.

As regras contábeis não permitem que as empresas se beneficiem dos investimentos em intangíveis e os reporte junto com outros ativos. Demonstrações financeiras são insuficientes para avaliar adequadamente o desempenho e a geração de valor potencial das empresas de hoje, onde ativos intangíveis são os principais direcionadores de valor. DAUM (2001) argumenta que a avaliação da lucratividade e desempenho de uma empresa, por meio de retorno dos investimentos (ROI) ou retorno dos ativos (ROA) está seriamente comprometida, pois o valor dos principais ativos da empresa – o capital intangível – está fora do denominador destes indicadores. Medidas relacionadas a preço – por exemplo, a relação *price-to-book* – são também enganadoras por causa da ausência de valor dos ativos intangíveis nos livros contábeis.

Desta forma, sem estimar o capital intelectual, avaliações com o propósito de fusões e aquisições são incompletas. As decisões de alocação de recursos pelas empresas requerem quantificação do capital intelectual. Mas os executivos não possuem ferramentas para a alocação de recursos intangíveis. Estes e outros usos criam a necessidade de avaliar os ativos intangíveis em praticamente todos os setores da economia.

3.2. A Evolução do Conceito de Marca

De acordo com ARNOLD (2001), as marcas tiveram início como um selo de propriedade, originalmente aplicado em gado – a palavra deriva da palavra nórdica “brandr”, que significa “queimar”. Marcas nesta categoria são típicas para pequenos produtores de produtos naturais, em que a origem e

qualidade de um produto estão intimamente ligados – como vinho, por exemplo.

A partir de então, o papel das marcas evoluiu juntamente com os direcionadores de valor. Durante a revolução industrial, as invenções substituíram os recursos naturais como a maior fonte de valor. O número de patentes aumentou e o papel da marca era de proteger as patentes na forma de marcas registradas. Muitas marcas desta época faziam uso de uma versão estilizada da assinatura de seu inventor, tal como Gillette.

Conforme são copiadas e melhoradas, as invenções maturam e logo o ônus recai sobre o processo de fabricação para criar vantagem competitiva. Por meio da padronização de processos, os fabricantes conseguiam controlar os padrões de qualidade e aumentar a produção. A embalagem dos produtos muitas vezes mostrava orgulhosamente uma fotografia da fábrica – as marcas tornaram-se sinônimo de padrão de qualidade.

Conforme cresceram, muitos fabricantes criaram uma gama de marcas para cobrir especificações de qualidade correspondentes a grupos sócio-econômicos diversos de consumidores. Como resultado, as marcas foram associadas com classe social ou estilo de vida. As marcas da General Motors, de Chevrolet a Cadillac, foram criadas para atender as necessidades em evolução e as aspirações do consumidor americano. A Procter e Gamble começou a vender sabonete com marcas diversas, dependendo do que motivava os seus consumidores – de simples higiene à indulgência – as marcas tornaram-se sinônimo de imagem.

A vantagem qualitativa se desgasta rapidamente na medida em que as melhores práticas são transferidas entre empresas, mas a imagem relacionada com as marcas se mostrou uma fonte mais estável de valor. Atualmente, uma porção significativa da receita dos fabricantes é destinada à capturar uma parte das mentes dos consumidores por meio de mensagens posicionadas estrategicamente.

Por outro lado, muitas pessoas sentem que a combinação da

padronização e da comunicação em massa resultou em uma gama muito grande de escolha entre duas ofertas muito similares. O que faz a diferença atualmente é o toque pessoal – a conveniência extra, segurança, compreensão e comprometimento que decorre da capacidade de poder se relacionar com alguém. Por exemplo, muitos varejistas descobriram como suas próprias marcas podem competir com marcas líderes com base na força de seu relacionamento com os consumidores. A batalha não é mais apenas por uma parte da mente dos consumidores (familiaridade), mas também por seus corações (favorecimento).

Em resumo, atualmente, as marcas de maior sucesso conseguiram estabelecer um laço emocional com os consumidores. A “The Body Shop” construiu uma franquia mundial com base na bem divulgada preocupação de seu fundador com o meio ambiente. A bandeira das lojas da Nike são parques temáticos dedicados ao sentimento de vitória nos esportes, e o otimismo da Orange ajuda os consumidores a superar seus medos da tecnologia e de abraçar o futuro da comunicação pessoal.

3.3. O Conceito de Marca

A marca é um bem intangível, tão intangível que muitos profissionais de marcas não conseguem chegar a um consenso sobre o que é uma marca. Alguns acham que uma marca é um nome e um logotipo. Outros dizem que estes são apenas símbolos do que significa uma marca, e o que a marca realmente simboliza é o que compõe a marca. CHEVRON (2000) prefere a última interpretação: a marca é um ajuste com o consumidor, uma promessa de que a marca e os produtos que nomeia estarão em conformidade com as expectativas que foram criadas no decorrer do tempo. Uma marca existe apenas devido ao seu comprometimento com valores internos. Sem tal comprometimento, não é nada além do nome glorificado de um produto.

Como resultado, enquanto gerentes corporativos de *marketing* atualmente enfrentam as mesmas decisões que sempre enfrentaram, os riscos

nunca foram maiores. Ninguém possui as respostas para as perguntas essenciais de *marketing*. Quanto eu deveria gastar em publicidade e promoção? Uma extensão da marca ajudará ou prejudicará a marca-mãe? Eu devo aumentar ou diminuir os preços?

Monitorar as mudanças nos valores das marcas nunca foi tão importante. Existem milhares de marcas só nas prateleiras dos supermercados. E, exceto se houver uma forte percepção quanto à diferenciação de um produto, consumidores preocupados com preços normalmente usarão uma marca própria (private label), em detrimento de uma marca mais cara, especialmente agora que a qualidade das “private label” aumentou significativamente.

CRAVENS e GUILDING (2001) comentam que alguns autores tentam estabelecer um ponto de partida: uma maneira confiável de medir o valor de uma marca. Ao quantificar a mudança no valor de uma marca no decorrer do tempo e comparar tal mudança à subida ou queda do valor da marca de um competidor, a gerência poderia avaliar estratégias de *marketing* de forma inteligente.

Existem inúmeras maneiras de se avaliar o valor de uma marca. No entanto, todos os métodos descritos na literatura envolvem um grau significativo de subjetividade e trocas inevitáveis entre acurácia e relevância.

Avaliação de Marcas

CAPÍTULO 4 – AVALIAÇÃO DE MARCAS

4.1. O Significado da Avaliação de Marcas

MURPHY (1990) lista diversas áreas diferentes em que a avaliação de marcas foi aplicada:

- Em aquisições e fusões, particularmente para identificar e avaliar oportunidades, mas também alienações.
- Em licenciamento de marcas, tanto internamente quanto para terceiros.
- Em levantamento de fundos, as marcas têm sido cada vez mais utilizadas como garantia de empréstimos, na medida em que são bens passíveis de livre transferência, cuja propriedade é confirmada com certificados de registro. As marcas também estão começando a ser objeto de negócios de venda e leasing, provando ser altamente eficientes do ponto de vista tributário.
- Para fins de gerenciamento de marca, técnicas de avaliação e estimativa de valor necessariamente devem ser extremamente metódicas, altamente analíticas e muito detalhadas. Tais técnicas analisam as forças e fraquezas das marcas e mostraram ser uma ferramenta de importância e valor consideráveis para a gerência, particularmente nas áreas de alocação de recursos, desenvolvimento de estratégias de marca e avaliação de desempenho.

4.2. Metodologias para Avaliação de Marcas

Existem inúmeras maneiras de se estimar o valor de uma marca, sendo que todas elas envolvem um grau de subjetividade e compromissos inevitáveis

entre acurácia e relevância. Neste item, apontaremos os métodos mais conhecidos e discutiremos as vantagens e desvantagens de cada um.

4.2.1. Método do Custo Histórico (ou Custo de Reposição)

Segundo MURPHY (1990) o Método do Custo Histórico é baseado na soma de todas as despesas de *marketing*, publicidade, pesquisa e desenvolvimento relativos a uma marca durante determinado período.

ARNOLD (2001) cita que um método similar seria o de determinar o custo de criação da marca, calculando o investimento necessário em publicidade, promoção e gerenciamento para substituir tal marca. Contudo lembra da dificuldade de se distinguir entre criação de marca e custos de manutenção. Na prática, tais figuras normalmente se desviam de forma substancial dos preços efetivos das marcas.

MURPHY (1990) levanta algumas desvantagens com relação a este método. Em primeiro lugar, se o valor de uma marca é uma função do custo de seu desenvolvimento, é possível atribuir valores altos a marcas mal sucedidas. Segundo, este método também ignora os aspectos legais que envolvem a sua proteção e registro.

Um problema óbvio é o isolamento dos custos específicos da marca, que pode requerer a capitalização de custos incorridos décadas atrás [TOLLINGTON (1995)]. Além disto, isto seria incoerente porque balanços baseados no valor histórico requerem que os valores dos bens representem o total dos custos ainda não computados à conta de lucros e perdas, ao invés daqueles que já foram registrados como despesa. Também é incoerente porque existem marcas, tais como "Rolls-Royce", cujo custo de *marketing* é negligenciável, ao passo que o valor da marca é substancial. Apesar disso, este é o método adotado pela Cadbury Schweppes.

Uma variação deste método direto de medida é a de adicionar todos os investimentos em comunicação da marca, corrigidos monetariamente

[CHEVRON (2000)]. Um ajuste adicional é às vezes realizado para contabilizar e compensar o risco assumido por gerentes no passado, quando os mesmos optaram por investir na marca ao invés de usar o dinheiro para comprar Títulos do Tesouro. Este ajuste é chamado de “taxa de desconto” (‘discount rate’) e é utilizado para computar o valor líquido presente dos investimentos sucessivos, ou seja, o seu valor atual. O método é simplista e tende a superestimar o valor das marcas, mas é utilizado pelos compradores de marcas exatamente por tal razão. Este método também penaliza as marcas com relação às quais não há um investimento pesado em publicidade (tal como a “Rolls Royce”).

4.2.2. Método de Preço Prêmio

De acordo com o Método de Preço Prêmio, as receitas de um produto competitivo sem marca são deduzidas das receitas de um produto comparável de marca, para se estabelecer o excesso ou receita prêmio da marca [TOLLINGTON (1995)]. Usando este método como base, pressuposições são feitas com relação ao crescimento do mercado, participação no mercado, inflação, etc., de modo a estabelecer fluxos de caixa para fins de desconto.

TOLLINGTON (1995) considera que existe um número significativo de problemas além dos problemas óbvios de subjetividade na construção de fluxos de caixa e na seleção de uma taxa apropriada de desconto. Por exemplo, pode não haver produtos sem marcas comparáveis ao produto com marca e o método que se concentra somente em preços ignora custos e outros fatores, tais como economias de escala de fabricação de uma marca de alto volume.

Além disto, os principais benefícios dos fabricantes com relação a produtos de marca normalmente estão relacionados a segurança e estabilidade de demanda futura e de efetiva utilização de bens, ao invés de preços mais altos. Uma marca forte, que o varejista tem que estocar devido à demanda de clientes, provê a plataforma para a venda de produtos adicionais.

Já MURPHY (1990), argumenta que o valor de uma marca claramente não pode ser determinado somente levando-se em consideração preços mais altos ou margens.

4.2.3. Método de Valor de Mercado

Comparações com base no mercado oferecem um método mais pragmático de avaliação. Segundo ARNOLD (2001), da mesma maneira que leiloeiros avaliam antiguidades, uma pessoa pode estimar o valor de mercado de uma marca ao comparar transações com marcas relevantes ocorridas no passado recente. O problema aqui é tipicamente de falta de dados disponíveis e confiáveis, uma vez que o preço da marca raramente é separado do preço do resto do negócio.

Além disto, marcas não são desenvolvidas com o propósito de negociação e não há um mercado pronto para determinar tais valores. O valor de mercado de qualquer bem será a quantia que um terceiro estaria razoavelmente disposto a pagar pelo referido bem. No caso de uma marca, o valor de mercado pode flutuar muito, dependendo da identidade e finalidade pretendida da parte interessada [MURPHY (1990)].

Quando uma marca está sendo vendida, voluntariamente ou não, o valor (valor realizável) depende das circunstâncias da venda (e.g., a Nestlé estava competindo com a Suchard pelo controle da Rowntree, o que eleva o valor (preço) da marca). Quando uma marca está sendo adquirida, a marca normalmente é avaliada com base no preço de entrada ou nos custos de reposição envolvidos na criação de fidelidade, percepção (do consumidor e do mercado) e reconhecimento de marcas similares. Os custos derivados de acordo com este método são altamente subjetivos. Por exemplo, não existe dúvida de que uma marca substituta da Disney seria cara, mas até que tais custos tenham sido efetivamente incorridos, não há como calcular a exata quantia envolvida.

HART e MURPHY (1998) consideram que, dada a escassez de informações relevantes, seria errado usar o “valor de mercado” como um método principal de avaliação, quando está claro que não existe um mercado aberto e comparável quando se fala de marcas. No entanto, tal método pode assumir um papel importante para a verificação da realidade para outros métodos de avaliação de marca.

4.2.4. Métodos Baseados na Percepção dos Clientes

Também existem métodos de avaliação que são baseados em diversos fatores relativos ao consumidor, tais como estima, reconhecimento e percepção.

4.2.4.1. Brand Asset Valuator (BAV)

WALKER (1995) cita a ferramenta de avaliação de marcas da Young & Rubicam, o *Brand Asset Valuator* (BAV). Este modelo é resultado de um amplo estudo conduzido pela empresa de consultoria Y&R entre 1993 e 1994, abrangendo trinta mil (30.000) consumidores e seis mil (6.000) marcas em dezenove (19) países.

O BAV segrega a percepção do consumidor em duas partes – a vitalidade da marca e a estatura da marca, e, a partir do relacionamento entre estes dois fatores verifica-se a saúde da marca, que possibilita o diagnóstico de problemas e a sugestão de condutas para correção.

Este estudo concluiu que a vitalidade da marca se deve à combinação entre diferenciação e relevância. Uma marca precisa ser única, ou simplesmente não é uma marca. Mas o fato de uma marca ser extremamente diferenciada não significa necessariamente que os consumidores possuem um desejo ou poder aquisitivo para comprá-la. A não ser que a marca seja também relevante, o consumidor não possui razão para selecioná-la.

Os dois componentes da estatura da marca são estima e familiaridade. Estima e familiaridade são bons indicadores estratégicos quando vistos interagindo. Uma marca que os consumidores mais conhecem do que gostam é um claro sinal de alerta. Similarmente, uma marca que é tida em alta estima mas possui pouca familiaridade sugere que aumento do reconhecimento é um objetivo apropriado.

Plotando a vitalidade da marca contra a estatura da marca e interrelacionando os quatro conceitos, o BAV não apenas demonstra como as marcas de sucesso são construídas, como também serve como ferramenta de diagnóstico.

No Quadrante A (baixa estatura, baixa vitalidade), novas marcas são construídas. No Quadrante B (alta vitalidade, baixa estatura), é o quadrante em que se espera maior crescimento. A marca é diferenciada de maneira significativa, mas precisa construir reconhecimento.

O Quadrante C é o quadrante das marcas mais fortes, tais como Disney, Sony e Coca-Cola, com alta relevância e alta estima. Mas o Quadrante D sinaliza problemas para as marcas: elas são consideradas com alta estima mas lhes falta vitalidade.

Estatura da Marca
(Estima e Familiaridade)

	Baixa	Alta	
Alta	B	C	Vitalidade da Marca (Relevância e Diferenciação)
Baixa	A	D	

Fonte: WALKER (1995)

Gráfico 3

MURPHY (1990) considera que a desvantagem de tais métodos é a de que a avaliação de marcas, feita somente com base nos fatores de estima ou percepção do consumidor, não teria qualquer relação com a realidade comercial.

4.2.4.2. O Modelo de Conversão

O “Modelo de Conversão”¹, desenvolvido pela Market Facts, uma empresa de pesquisa de Chicago, EUA, é utilizado para medir a força do comprometimento psicológico entre a marca e os consumidores. Segundo WALKER (1995), este modelo assume que o comprometimento dos consumidores é o fundamento básico do capital da marca e da lealdade dos consumidores.

A idéia básica do modelo leva em consideração que, por definição, as escolhas envolvem alternativas. Muitas destas escolhas demandam períodos nos quais uma pessoa é atraída por várias opções. O modelo de conversão é uma medida psicológica do quão fortemente as pessoas estão comprometidas às escolhas que fizeram, e sua abertura para mudanças. Ele mede a força do laço entre o consumidor e a marca.

O modelo estima o comprometimento baseado na (i) satisfação com a escolha atual, (ii) importância da decisão para selecioná-la, (iii) tamanho do esforço que levou àquela decisão, (iv) atitudes frente a escolhas alternativas, e (v) intensidade da indecisão sobre a escolha.

O objetivo é determinar a conversibilidade do consumidor – a facilidade com que ele poderia se converter a outra escolha.

Baseado na força de seu comprometimento, o modelo separa os usuários de uma marca em quatro grupos: bem-estabelecido, médio, superficial, e conversível. Adicionalmente, baseando-se em sua abertura para

¹ Tradução – Conversion model

experimentar a marca, o modelo classifica não usuários em: disponível, indeciso, fracamente não disponível, e fortemente indisposto.

Apesar desta abordagem ser bastante complexa e subjetiva, ela oferece uma análise estruturada sobre o potencial da marca e da intangibilidade da idéia de comprometimento da marca.

4.2.5. Método de Pagamentos de “Royalty”

O princípio de que as marcas geram um nível de demanda (e, portanto, de rendimento) e possuem um seguro de demanda (e, portanto, de rendimento) torna fácil fazer a progressão lógica para um método de avaliação baseado em rendimento².

Segundo CHEVRON (2000), o Método de Pagamentos de *Royalty*, também chamado de método de isenção de *royalty*³, é baseado no conceito de que, se a companhia não tinha utilidade para sua marca nominativa, ela precisaria licenciar tal direito em contrapartida pelo recebimento de uma taxa de licença. Tais taxas de licença são normalmente representadas por uma porcentagem das vendas (não dos lucros).

A avaliação consiste basicamente de dois passos. Primeiro, estimando a taxa como uma porcentagem das vendas e então projetando tal taxa sobre a vida útil da marca. Em seguida, calculando-se o valor líquido presente da soma de tais taxas sobre a expectativa de vida da marca. No entanto, é importante ajustar para baixo a taxa de desconto para contabilizar o risco mais baixo: ser pago com base em uma porcentagem das vendas é muito mais seguro do que a remuneração baseada em lucros (ou fluxo de caixa).

Deixando de lado a questão secundária da adequação do multiplicador ou taxa de desconto selecionada, TOLLINGTON (1995) argumenta que a

² Tradução – Income-based valuation method

³ Tradução – relief-from-royalty method

questão principal é se os *royalties* são uma aproximação eficaz para as marcas *premium*.

Para HART e MURPHY (1998), o maior problema com tal enfoque é que há poucos dados comparáveis sobre quais taxas de *royalties* estão sendo praticadas. Nas ocasiões em que as taxas de *royalties* estão disponíveis, elas normalmente são distorcidas uma vez que os direitos de patente, direitos autorais e outras formas de propriedade intelectual também estão incluídos. Frequentemente, a taxa de *royalty* terá sido estimada como parte de uma transação mais complexa, o que contribui para a confusão. Mais importante, a taxa cobrada pelo licenciamento da marca em um setor ou região geográfica será diferente quando aquela marca for licenciada em novos segmentos de mercado ou novos territórios. Assim, pode ser extremamente difícil, senão impossível, identificar uma taxa de licença adequada para uma avaliação de marca em particular.

4.2.6. Método de Avaliação de Rendimentos⁴

De acordo com HART e MURPHY (1998), o melhor método baseado na avaliação de rendimentos é conhecido como “uso econômico”, o qual busca determinar o valor econômico de uma marca levando-se em consideração o seu proprietário atual e seu uso corrente. Este é o método inaugurado pela Interbrand.

As avaliações de rendimentos históricos, que foram o primeiro tipo de avaliação de marcas, tendiam a focar em rendimentos múltiplos – que ofereciam uma simetria agradável com base na qual muitas companhias foram avaliadas. De acordo com este método, o prudente multiplicador P/E ou um multiplicador similar é aplicado aos lucros da marca após a dedução, em primeiro lugar, dos lucros auferidos com relação a produtos sem marca (e.g., marcas desconhecidas) que normalmente são produzidas em paralelo à marca

⁴ Tradução – Earnigs Valuation Method

e, segundo, os lucros auferidos com bens que não contribuem para a força da marca.

Contudo, HART e MURPHY (1998) apresentam dois principais problemas de tais multiplicadores. O primeiro é a dificuldade em estabelecer qual multiplicador utilizar. No caso de um multiplicador P/E existe uma premissa adjacente e talvez injustificável de que os lucros gerados por uma marca podem ser avaliados da mesma maneira do que aqueles gerados pelo negócio como um todo.

O segundo problema está na questão do uso do desempenho passado como um guia do desempenho futuro e da volatilidade que é inerente devido ao uso de apenas um ou dois anos para o cálculo.

TOLLINGTON (1995) já havia descrito outros multiplicadores que se baseavam na avaliação da força da marca (i.e., longevidade, liderança, proteção legal, etc.) utilizando um sistema de pontos com toda a subjetividade associada a tal mecanismo. Evidentemente, multiplicadores possuem um valor limitado se existe uma dificuldade inicial de se isolar os lucros de uma marca.

HART e MURPHY (1998) exploram uma alternativa melhor baseada no valor descontado de receitas futuras da marca⁵ – partindo da relação que a marca tem com seus consumidores. Ao utilizar lucros “totalmente absorvidos” e identificar as receitas líquidas excedentes atribuíveis à propriedade da marca, esta fonte de receita pode ser projetada para o futuro.

O valor atual das receitas futuras de uma marca é uma função de quão altas tais receitas são e de quão provável é que tais receitas serão alcançadas. Assim, três coisas deveriam ser levadas em consideração com relação à marca:

- seu desempenho financeiro (para identificar seus rendimentos líquidos reais),

⁵ Tradução – Discounted value of future brand earnings

- sua força de *marketing* e sua vantagem competitiva com relação a outras marcas (para estabelecer o seguro da demanda), e
- sua posição legal (para provar que é uma propriedade independente).

Não é suficiente olhar o valor de uma marca somente em termos de números financeiros. A taxa de desconto aplicável aos rendimentos da marca deveria refletir a segurança em relação à mesma. Se há outras duas marcas que produzem o mesmo rendimento em um determinado mercado mas uma das marcas é “Coke” e a outra, uma marca nova, menos bem estabelecida, então, evidentemente, tais marcas possuem valores diferentes.

A INTERBRAND⁶ desenvolveu um método de força de marca que examina os vários fatores de *marketing* e legais que afetam o risco de uma marca e esta utiliza tal método para derivar a taxa de risco. Marcas fortes terão uma pontuação de força de marca mais alta e, conseqüentemente, uma taxa de desconto comparativamente mais baixa.

Enfim, as maiores dificuldades com relação a esta análise residem não somente na determinação de previsões de fluxo de caixa mais confiáveis, padrões de crescimento futuro e uma taxa de descontos mais apropriados, mas também em estimar o efeito total da marca nas vendas ou lucros.

4.3. Considerações Finais com relação à Avaliação de Marcas

Torna-se claro pela análise acima, que nenhum dos métodos de avaliação de marcas oferece um alto nível de confiabilidade. Quando consideramos também a natureza volúvel dos elementos que compõem o reconhecimento de marca – lealdade à marca, reconhecimento do nome, qualidade percebida, associações com a marca e proteção legal – as dificuldades são compostas. É evidente que o critério de reconhecimento

⁶ Disponível em <http://www.interbrand.com>

correto deveria ser estabelecido antes que qualquer consideração possa ser dada às aplicações de qualquer dos métodos de avaliação discutidos acima.

Ademais, cada um de tais métodos assume que uma marca pode ser separada do produto ou serviço que representa. Tal separação é normalmente difícil ou impossível, como no caso de marcas corporativas. Tais métodos também se baseiam em ligações diretas entre a marca e uma série de transações financeiras. Na realidade, a maioria das marcas é mais complexa e indireta na forma com que geram valor.

Finalmente, considerando que todos aqueles métodos de avaliação financeira são apenas suposições instruídas, não podemos confiar em nenhum deles. Regularmente, utilizamos tantos de tais métodos quantos podemos. Então, fazemos nossas próprias suposições.

PARTE II

Análise de um Caso na Indústria de Doces Americana

A Empresa

Hershey Foods Corporation

CAPÍTULO 5 – A EMPRESA – HERSHEY FOODS CORP.

O nome Hershey é sinônimo de chocolate, apesar de o fundador da companhia ter feito sua fortuna inicialmente com a fabricação de caramelos. A Hershey Foods Corp., uma companhia baseada na Pensilvânia, detém a posição de liderança no mercado de confeitos dos EUA e fabrica várias das vinte (20) maiores marcas de doces no país. A Hershey faz e comercializa doces feitos com chocolate e sem chocolate, secos e molhados, tais como cacau, chocolate sem açúcar e pasta de amendoim. De 1966 a 1999, a Hershey também era proprietária de várias marcas regionais de massas que compunham o Hershey Pasta Group, que liderava o mercado varejista de massas secas dos EUA.

Os doces da Hershey são vendidos em mais de dois milhões de estabelecimentos varejistas somente na América do Norte. Além de suas operações no Canadá e no México, por meio da divisão “Hershey Chocolate North America”, a divisão da Hershey denominada “Hershey International” exporta produtos para mais de 60 países e fabrica e/ou comercializa confeitos doces na Itália, Alemanha, Bélgica, Noruega, Japão e Brasil.

O Fundo Hershey – que beneficia a Escola Milton Hershey para crianças desfavorecidas – detém cerca de 77% (setenta e sete por cento) do poder de voto na Hershey.

As ações da Companhia foram registradas na Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1927 e atualmente tais ações são negociadas sob a sigla “HSY”.

5.1. Análise da Empresa (em 31/Dezembro/2001)

5.1.2. Produtos e Mercados

Os principais grupos de produtos da Companhia incluem: produtos doces feitos com ou sem chocolate vendidos em barras, itens ensacados e encaixotados, secos e molhados vendidos na forma de ingredientes para cozinhar, misturas secas de chocolate, pasta de amendoim, coberturas para

sobremesas e refrescos. As margens operacionais variam consideravelmente entre produtos e marcas. Geralmente, as margens relativas a produtos doces feitos com ou sem chocolate são maiores do que as relativas a secos e molhados.

A Companhia é organizada em três divisões:

- Hershey Chocolate North America
- Hershey Grocery
- Hershey International

Nota: Antes da venda da divisão de negócios de massas em 1999, a Companhia também possuía uma quarta divisão – a Hershey Pasta Group.

Infelizmente, a Companhia não relata seus dados financeiros divididos por unidades de negócios ou áreas geográficas. Outrossim, a Companhia declara que opera “uma única linha de negócios de alimentos dirigida aos consumidores, abrangendo a fabricação, distribuição e venda de doces, secos e molhados e massas” e que “as vendas líquidas e os duradouros negócios localizados fora dos EUA não têm sido significantes.”

5.1.2.1. Hershey Chocolate North America

Na América do Norte, a Companhia fabrica confeitos doces feitos com chocolate ou sem chocolate em diversas formas de empacotamento e promove os mesmos sob mais de cinquenta (50) marcas. As diversas formas de empacotamento incluem vários arranjos de um único produto, empacotados em caixas, bandejas e sacos, bem como uma variedade de diversos tamanhos e medidas de um único produto, oferecido em tamanhos miniatura, padrão, “king size”, grande e gigante.

A seguir temos um exemplo dos principais confeitos doces feitos com ou sem chocolate oferecidos pela Hershey nos EUA: chocolates “Hershey’s Kisses”, barras de chocolate “Hershey’s”, barras de wafer “Kit Kat”, barras de chocolate “Almond Joy”, mentas “Breath Savers”, chicletes “Bubble Yum”, barras de chocolate “Caramello”, balas “Jolly Rancher”, doces de pasta de amendoim “Reese’s”, caramelos com chocolate ao leite “Rolo”, barras de chocolate “Special Dark” e doces “Twizzlers”.

Os principais produtos oferecidos no Canadá incluem: pingos de chocolate “Chipits”, chocolate coberto com uvas passas “Glosette”, amendoins e amêndoas, barras de chocolate “Oh Henry!”, doces de pasta de amendoim “Reese’s” e doces “Twizzlers”.

A Companhia também fabrica, importa, promove, vende e distribui produtos feitos com chocolate no México sob a marca “Hershey’s”.

5.1.2.2. Hershey Grocery

Os principais produtos pertencentes à linha de secos e molhados da Hershey nos Estados Unidos incluem “Hershey’s”, “Reese’s” e “Heath”, bebidas em caixas “Hershey’s”, chocolate em pó “Hershey’s”, cacau “Hershey”, coberturas para sorvete “Hershey’s Chocolate Shoppe”, mistura quente de cacau “Hershey’s Hot Cocoa Collection”, calda “Hershey’s” e pasta de amendoim “Reese’s”.

Os leites com sabor de chocolate e morango da Hershey’s são fabricados e vendidos sob licença para vários estabelecimentos de laticínios ao redor dos Estados Unidos, utilizando-se das misturas para leite fabricados pela Companhia. Produtos para padaria e vários outros produtos são produzidos e vendidos sob as marcas “Hershey’s” e “Reeses’s” por terceiros a quem foram outorgadas licenças pela Companhia para utilizar tais marcas.

5.1.2.3. Hershey International

Na Argentina, Brasil, China, Japão, Coréia e nas Filipinas, a Companhia importa e/ou comercializa produtos doces e secos e molhados selecionados. A Companhia também comercializa produtos doces e secos e molhados em mais de 90 (noventa) países ao redor do mundo.

Em julho de 2001, a subsidiária brasileira da Companhia, Hershey do Brasil, comprou a unidade de negócios de chocolates e doces da Visagis por US\$ 17,1 milhões. Incluídos na aquisição estavam os cremes de avelã da marca “lo-lo” e os chocolates e doces vendidos sob a marca “Visconti”. Também foram incluídos na aquisição uma fábrica e equipamentos para a fabricação de doces localizados em São Roque, Brasil. Tal negócio realizava vendas no valor aproximado de US\$ 20 milhões em 2000.

5.1.3. Contratos de Licença

A Companhia celebrou contratos de licença com diversas empresas para a fabricação e/ou venda de produtos ao redor do mundo. Dentre os contratos mais significantes destacam-se os contratos celebrados com as seguintes sociedades:

- As sociedades afiliadas à Cadbury Schweppes PLC fabricam e/ou comercializam e distribuem os confeitos conhecidos como “York”, “Peter Paul Almond Joy” e “Peter Paul Mounds” ao redor do mundo, bem como os confeitos conhecidos como “Cadbury” e “Caramello” nos Estados Unidos. Os direitos da Companhia de acordo com tais contratos são passíveis de serem estendidos a longo prazo, a critério da Companhia. A licença relativa aos produtos “Cadbury” e “Caramello” está sujeita a garantias mínimas de vendas.
- A Société des Produits Nestlé AS possui uma licença da Companhia para fabricar e distribuir os doces denominados “Kit Kat” e “Rolo” nos Estados Unidos. Os direitos da Companhia de acordo com tal

contrato são passíveis de serem estendidos a longo prazo, a critério da Companhia, observadas determinadas condições, tais como garantias mínimas de vendas.

- A afiliada da Huhtamaki Oy (“Huhtamaki”) possui uma licença de uso de determinadas marcas ao redor do mundo, tais como “Good & Plenty”, “Heath”, “Jolly Rancher”, “Milk Duds”, “Payday” e “Whoppers”. Os direitos da Companhia de acordo com tal contrato são passíveis de serem estendidos a longo prazo, a critério da Companhia.

5.1.4. Marketing e Distribuição

Os produtos da Hershey’s são vendidos primariamente para atacadistas, cadeias de lojas, distribuidores de doces, vendedores em massa, cadeias de farmácias, companhias de máquinas automáticas (*vending machines*), clubes de vendas, lojas de conveniência, concessionárias e distribuidoras de alimentos por representantes comerciais em tempo integral, corretoras de alimentos e vendedores em meio período ao redor dos Estados Unidos, Canadá e México.

A Companhia estima que seus produtos sejam vendidos em mais de dois (2) milhões de estabelecimentos varejistas dentro dos Estados Unidos. Em 2001, as vendas para a Wal-Mart Stores, Inc. e suas subsidiárias representaram aproximadamente 18% das vendas líquidas totais da Companhia.

A estratégia de *marketing* da Companhia é baseada na qualidade superior permanente de seus produtos, distribuição em massa e melhor valor ao consumidor em termos de preço e quantidade. Além disto, a Hershey utiliza recursos consideráveis na identificação, desenvolvimento, teste, fabricação e *marketing* de novos produtos. A Companhia utiliza uma variedade de programas promocionais para clientes e programas publicitários e promocionais para os consumidores.

A Hershey emprega programas promocionais várias vezes durante o ano para estimular a venda de determinados produtos. As vendas de doces feitos com e sem chocolate e de secos e molhados realizadas sazonalmente ou em época de festas são normalmente mais altas durante o terceiro e quarto bimestres do ano.

A Companhia reconhece que a distribuição em massa de seus produtos alimentícios destinados aos consumidores é um elemento importante para manter o crescimento de suas vendas e prestar serviços aos consumidores. A Companhia tenta atender as demandas em mutação de seus consumidores ao planejar níveis de estoque ótimos e tempo de entrega razoável, consistentes com a conquista de eficiência na distribuição. Para atingir tais objetivos, a Companhia desenvolveu uma rede de distribuição a partir de suas fábricas, centros de distribuição e armazéns estrategicamente localizados ao redor dos Estados Unidos, Canadá e México.

Além disto, a Hershey utiliza uma combinação de transportadores públicos e privados para entregar seus produtos a partir dos pontos de distribuição para seus clientes. Juntamente com os esforços de venda e de *marketing*, o sistema de distribuição tem sido instrumental para a efetiva promoção de novos e bem estabelecidos produtos, tanto em escala nacional quanto regional.

5.1.5. Matérias-Primas

A matéria-prima mais importante utilizada na produção de seus produtos feitos com chocolate são os grãos de cacau. Tal *commodity* é importada principalmente das regiões ocidentais da África e América do Sul e da região do extremo oeste equatoriano.

O preço do açúcar, a segunda mais importante *commodity* para a produção doméstica de chocolates e confeitos da Hershey, está sujeito ao convênio de preços do Ato Reformatório Federal de Agricultura e Melhoria de 1996 (*Federal Agricultural and Improvement Reform Act of 1996*). Devido às

quotas de importação e tarifas impostas para manter o preço do açúcar estabelecido por tal legislação, os preços do açúcar pagos pelos usuários dos Estados Unidos são hoje substancialmente mais altos do que os preços praticados no mercado mundial de açúcar.

A Companhia procura minimizar os efeitos da flutuação futura de preços relativa à compra de seus mais importantes insumos, principalmente por meio de compras e contratos futuros que visam atender necessidades futuras de produção, normalmente por prazos que variam de 3 a 24 meses. Ainda que tais práticas relativas a *commodities* tenham por objetivo reduzir o risco do aumento futuro de preços, as mesmas também poderão potencialmente limitar a possibilidade de benefícios decorrentes de eventuais quedas nos preços.

O efeito primário na liquidez pela utilização de contratos futuros está associado a requerimentos mínimos de margem para contratos futuros. As saídas e entradas de caixa resultam de margens originais que são “depósitos de boa fé” estabelecidos por corretoras para assegurar que os participantes do mercado cumprirão as suas obrigações financeiras contratuais. Adicionalmente, pagamentos de variação de margem e recebimentos são necessários quando o valor de posições abertas é ajustado para refletir movimentações diárias de preços. A magnitude de tais entradas e saídas de caixa depende do nível de cobertura de preços e da volatilidade dos mercados. Historicamente, desembolsos relativos a necessidades de margem não têm sido relevantes no que diz respeito às necessidades de capital total da Companhia.

A Hershey gerencia a compra de contratos a termo e futuros ao desenvolver e monitorar estratégias de aquisição para cada uma de suas *commodities* mais importantes. Tais estratégias de aquisição, incluindo seus contratos futuros para segurar os preços de cacau, açúcar, adoçantes feitos a partir de milho, gás natural, custos de transporte e certos laticínios, estão diretamente ligadas ao planejamento e gerenciamento geral dos negócios da Companhia, uma vez que o custo com matérias-primas, eletricidade e transporte compõem uma parcela significativa dos custos de vendas.

Estratégias de aquisição com relação a cacau, açúcar e outras importantes matérias-primas, bem como a necessidade por energia elétrica e os custos de transporte são desenvolvidas pela análise dos fundamentos, incluindo a análise do clima e das colheitas, e pela discussão com analistas de mercado, corretores e revendedores.

5.1.6. Operações

As principais unidades fabris da Hershey estão localizadas em Hershey e Lancaster, Pensilvânia, Oakdale, Califórnia, Robinson, Illinois e Stuarts Draft, na Virgínia.

A Companhia produz principalmente para estocar e atender pedidos de clientes a partir de estoques de produtos. Ainda que em determinados momentos seja possível existir um excesso de pedidos, tal excesso não é relevante com relação ao total das vendas anuais, nem tampouco são importantes as mudanças ocorridas de tempos em tempos, exceto com relação ao terceiro bimestre de 1999, quando ocorreu um excesso significativo de pedidos resultante de problemas com serviços a clientes e com a entrada de pedidos observados durante o início de novos sistemas e processos de negócios.

5.1.7. Pesquisa & Desenvolvimento

Atividades de P&D envolvem, principalmente, o desenvolvimento de novos produtos, a melhoria da qualidade de produtos já existentes, a melhoria e modernização dos processos produtivos e o desenvolvimento e implementação de novas tecnologias para melhorar a qualidade e valor de linhas de produtos atuais e futuras.

5.1.8. Empregados

A partir de 31 de dezembro de 2001, a Companhia passou a ter aproximadamente 14.400 empregados que trabalhavam em tempo integral e 1.600 que trabalhavam durante meio período, dos quais aproximadamente 6.000 estavam protegidos por acordos coletivos de trabalho.

Em 2002, a Companhia espera reduzir em aproximadamente 600 o número de empregados que trabalham em tempo integral, como resultado de um programa de demissão voluntária.

5.1.9. Tipos de Ações – Ações Ordinárias e Ações de Classe B

A Companhia possui duas classes de ações, Ações Ordinárias e Ações de Classe B. Os detentores das Ações Ordinárias e das Ações de Classe B geralmente votam conjuntamente, independentemente do tipo de problemas levados aos acionistas, incluindo a eleição dos diretores. As Ações Ordinárias dão direito a um voto cada e as Ações de Classe B dão direito a dez votos cada. No entanto, os detentores das Ações Ordinárias, votando separadamente como uma classe, têm direito a eleger um sexto dos membros do Conselho de Administração. Com relação a direitos sobre a distribuição de dividendos, os detentores das Ações Ordinárias têm direito à retirada de dividendos 10% superior àqueles que são detentores das Ações de Classe B.

5.2. The Hershey Trust Company e a Comunidade da Hershey

A Hershey Trust Company é um fundo independente, que foi fundada por Milton S. Hershey em 1905. As ações da Hershey Trust Company são de propriedade exclusiva da Milton Hershey School Trust. Em 1909, Milton Hershey criou a Milton Hershey School Trust e nomeou a Hershey Trust Company como sua curadora para fornecer investimentos para o gerenciamento e administração da School Trust. O Sr. Hershey estabeleceu a School Trust para prestar assistência nas áreas de saúde, educação e

assistência social para meninos órfãos. O quadro original de alunos da School Trust era de apenas dez (10) alunos. Hoje, mais de noventa (90) anos depois, o legado do Sr. Hershey continua. A School Trust atualmente possui mais de mil e duzentos (1.200) alunos, divididos igualmente entre meninos e meninas. Espera-se que o número total de alunos cresça para mil e quinhentos (1.500) nos próximos dois (2) anos.

Em 2000, a Hershey School Trust passou a aumentar suas obrigações fiduciárias para com seus beneficiários na medida em que a bolha da tecnologia estourou. O colapso da Enron e de estrelas do setor de telecomunicações, como a WorldCom Inc. também preocupou. Os curadores sentiam que “possuíam uma responsabilidade” para com os beneficiários, e explorar a possibilidade de uma venda era a melhor opção. Ao mesmo tempo, o fundo estava gradualmente reduzindo sua participação na Hershey, reduzindo a representatividade das ações da Hershey no total de seus bens de 80% para 50%.

Ademais, o código tributário federal encoraja fundações de caridade privadas a diversificar seus bens e estabelece penalidades para os investimentos que possam “ameaçar” a missão beneficente de uma organização, tais como investir uma enorme quantia de dinheiro em um único tipo de ação.

Os Advogados Gerais de alguns Estados, baseando-se em leis estaduais que exigem que as fundações invistam de forma “prudente” os seus bens, têm se interessado cada vez mais nos bens dos fundos beneficentes privados e, algumas vezes, fazem com que os mesmos diversifiquem os seus investimentos. Indivíduos familiarizados com o assunto dizem que o escritório do Advogado Geral da Pensilvânia, Mike Fisher, ainda que não estivesse advogando a favor da venda da Companhia, exigiu que o fundo Hershey diversificasse os seus investimentos.

No entanto, o Fundo é responsável por preservar a herança da Companhia e a relação especial havida entre a Companhia e a comunidade. Assim, o Fundo deve levar em consideração o prejuízo irreparável que a venda

da maior fabricante de chocolates da nação causaria à comunidade (empregados, residentes locais e associações de idosos) ao seu redor.

Análise dos Concorrentes

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DOS CONCORRENTES

Com companhias tais como Kraft, Nestlé e Cadbury Schweppes ansiosas para expandir o rapidamente crescente segmento de lanches de seus negócios, a Hershey poderia ser o objeto de uma guerra de ofertas, ainda que as empresas estejam se esquivando de grandes aquisições atualmente. A Hershey realiza vendas na ordem de \$ 4,6 bilhões anualmente, bem abaixo das vendas de alimentos. Mas a fabricante dos doces “Hershey’s Kisses”, “Reese’s Peanut Butter Cups” e “Jolly Rancher” possui uma participação de 31% no mercado de doces dos EUA. “Tais negócios não aparecem nas rondozas com muita freqüência”, diz uma pessoa próxima de um dos potenciais ofertantes.

Nos parágrafos abaixo, apresentamos os maiores competidores da Hershey, que também podem ser seus possíveis compradores. Adicionalmente, temos no Anexo 3 um histórico detalhado destas empresas.

6.1. Mars, Inc.

A Mars, Inc., a quarta maior empresa privada (rank “Private 500” de 2001 da Forbers), é uma companhia internacional diversificada, conhecida por suas marcas famosas – tais como “Snickers”, “Milky Way”, “M&M’s”, “Kal Kan”, “Whiskas” e Arroz “Uncle Ben” – bem como pela preocupação de seus líderes com privacidade e sua estrutura não convencional de escritórios. A Mars é controlada pela família Mars e o segredo envolvendo a companhia e a família é legendário. A companhia entende que a Mars deve ser conhecida por suas marcas e não pela personalidade de seus executivos. Assim, fotografias e entrevistas com pessoas de dentro da corporação são raramente permitidas.

A companhia não publica quaisquer informações financeiras, mas a HOOVERS¹ estima os seguintes valores para 2001: vendas por volta de \$ 16,5 bilhões, crescimento das vendas de 7,1% e trinta mil (30.000) empregados.

¹ UT Library On Line – Hoover’s Inc. > Acessos no segundo Semestre de 2002.

Os negócios principais da Mars são produtos para lanches, responsáveis por aproximadamente 43% de suas vendas; produtos para cuidados com animais, responsáveis por 44% das vendas; e alimentos convencionais, eletrônicos e bebidas, conjuntamente responsáveis por 13% das vendas. Por região, por volta de metade das vendas são realizadas na Europa, 40% nas Américas e 10% na Austrália, Japão e Pacífico Ocidental. As divisões de comidas para lanches, comidas para animais de estimação e alimentos convencionais foram criadas na metade do século passado. A divisão de eletrônicos e a Dove International são as unidades de negócios mais recentes da Mars.

6.1.1. A Mars como uma Potencial Compradora da Hershey

Do ponto de vista da Mars, poucas sinergias resultariam da associação das duas empresas, uma vez que a Mars já é muito forte tanto no mercado dos EUA como nos mercados internacionais. Além disto, problemas com a legislação anti-truste exigiriam a disposição de diversas marcas na hipótese de uma aquisição com sucesso, resultando em um processo custoso que provavelmente reduziria o valor da associação das duas empresas.

Por outro lado, a Mars estaria disposta a arcar com este preço alto para evitar a competição da Nestlé, que já é uma competidora no âmbito mundial porém menos forte nos EUA, ou de novatas, tais como a Wrigley, que é uma líder mundial de apenas um nicho (gomas de mascar).

6.2. Kraft Foods

Nome da Companhia: **Kraft Foods Inc.**

Sede: Northfield, Illinois

Sigla das Ações: KFT

Bolsa de Valores: NYSE

A Kraft Foods Inc. é a empresa alimentícia no. 1 dos EUA e possui dois braços operacionais: a Kraft Foods North America e a Kraft Foods International. As principais marcas da Kraft Foods são: “Kraft”, “Maxwell House”, “Oscar Mayer”, “Post”, “Nabisco” e “Philadelphia”, sendo que cada uma delas é responsável por mais de \$ 1 bilhão em vendas anualmente.

A antiga controladora Philip Morris Companies (a maior empresa de tabaco do mundo) comprou a Nabisco (“Chips Ahoy!”, “Oreo” e biscoitos “Ritz”) em 2000 e integrou tal operação nos braços operacionais da Kraft Foods. A Kraft Foods separou-se da Philip Morris em 2001 devido a um processo de cisão, que foi a segunda maior abertura de capital na história dos EUA, e a gigante do tabaco ficou com 84% da companhia e próximo de 98% dos direitos de voto.

A Kraft Foods também fabrica as mentas “Altoids”, “Jell-O”, “Kool-Aid”, arroz “Minute”, tempero para saladas “Miracle Whip”, requeijão “Philadelphia” e queijo “Velveeta”. A companhia possui a maior fatia de mercado com relação a dezessete (17) de suas vinte (20) categorias de produtos mais importantes nos EUA.

A Kraft Foods North America resultou da fusão, em 1995, da Kraft e da General Foods, ambas compradas pela Philip Morris nos anos 80. A Philip Morris posteriormente uniu as suas companhias operacionais Kraft sob a holding Kraft Foods.

Em 2002, a Kraft Foods International concordou em vender seu negócio de fermento na América Latina (Fleischmann) para a fabricante de fermentos e condimentos australiana Burns Philip.

6.2.1. Produtos e Mercados

A Kraft conduz os seus negócios globais por meio de suas subsidiárias: Kraft Foods North America, Inc. e Kraft Foods International, Inc. A Companhia possui operações em sessenta e oito (68) países e vende seus produtos em mais de cento e quarenta e cinco (145) países. A Kraft Foods North America opera nos Estados Unidos, Canadá e México, e gerencia suas operações por categoria de produto, enquanto a Kraft Foods Internacional gerencia suas operações por região geográfica.

Kraft Foods Inc. (Ano Fiscal 2001)				
(em milhões de Dólares)	Receitas	%	Lucro	%
Kraft Foods North America	25,106	74%	4,796	79%
Kraft Foods International	8,769	26%	1,239	21%
<i>Total Kraft Foods Inc.</i>	<i>33,875</i>	<i>100%</i>	<i>6,035</i>	<i>100%</i>
Fonte: Bloomberg				

Tabela.1

As marcas da Companhia atingem cinco (5) setores de consumo, conforme segue:

- Lanches (bolachas doces, bolachas salgadas, salgadinhos e doces)
- Bebidas (café, sucos assépticos e refrigerantes em pó)
- Queijos (natural, processado e requeijão)
- Secos e Molhados (cereal pronto para comer, temperos e sobremesas)
- Refeições Prontas (pizzas congeladas, pratos prontos, combinações para almoço e carnes processadas)

A seguinte tabela mostra a participação de cada categoria nos cinco (5) principais segmentos de consumo:

Kraft Foods Inc. (Ano Fiscal 2001)				
(em milhões de Dólares)	Receitas	%	Lucro	%
Queijos, Refeições Prontas e Temperos	10,256	41%	2,099	44%
Biscoitos, Lanches e Confeitos	5,917	24%	966	20%
Bebidas, Sobremesas e Cereiais	5,370	21%	1,192	25%
Oscar Mayer e Pizza	3,563	14%	539	11%
<i>Total Kraft Foods North America</i>	<i>25,106</i>	<i>100%</i>	<i>4,796</i>	<i>100%</i>
Europa, Oriente Médio e Africa	6,339	72%	861	69%
América Latina e Asia Pacifico	2,430	28%	378	31%
<i>Total Kraft Foods International</i>	<i>8,769</i>	<i>100%</i>	<i>1,239</i>	<i>100%</i>
Fonte: Bloomberg				

Tabela 2

A Kraft possui duzentas e dezoito (218) instalações de fabricação e processamento em todo o mundo, cem (100) das quais são localizados na América do Norte e as restantes cento e dezoito (118) instalações estão no exterior, espalhadas por quarenta e cinco (45) países.

Para o ano que terminou em 31 de dezembro de 2001, os cinco (5) principais clientes da Krafts foram responsáveis por aproximadamente 26% de suas receitas operacionais e a Wal-Mart Stores Inc. foi responsável por aproximadamente 10,1% das receitas operacionais daquele mesmo ano.

6.2.2. A Kraft como Potencial Compradora da Hershey

A Kraft vem mostrando habilidade para crescer com sucesso por meio de aquisições. Louis Camilleri, o novo Presidente da Philip Morris, controladora da Kraft, já indicou o seu entendimento de que aquisições estratégicas são meios para melhorar as taxas de crescimento da gigante de alimentos. A Kraft, que só possui uma pequena unidade de negócios de doces nos EUA, tem se concentrado particularmente no crescimento de sua oferta de produtos para lanches.

No entanto, a companhia pode estar mais interessada em outro grande negócio do mundo dos doces: a unidade de confeitos da Pfizer, a Adams, que inclui os chicletes “Dentyne” e “Trident” e as balas “Halls”.

6.3. Wm Wrigley Jr.

Nome da Companhia: **Wm. Wrigley Jr. Company**

Sede: Chicago, Illinois

Sigla das Ações: WWY

Bolsa de Valores: NYSE

A Wm. Wrigley é a fabricante mundial número um de chicletes, detém 50% de participação no mercado global e vende seus produtos em mais de cento e cinquenta (150) países. A Wm. Wrigley auferiu quase que a totalidade de suas receitas da venda de chicletes, com marcas populares tais como “Juicy Fruit”, “Doublemint” e o chiclete sem açúcar “Extra”. A competição dos fabricantes de mentas e de outras fabricantes de doces afetou as vendas da Wrigley na América do Norte, mas a companhia tem crescido em mercados estrangeiros, que agora são responsáveis por cerca de 60% das vendas. Historicamente lenta para realizar mudanças, a companhia lançou uma nova divisão para desenvolver e comercializar chicletes com ingredientes saudáveis, tais como anti-ácidos. As famílias Wrigley e Offield (primos) controlam cerca de 35% da companhia e detém cerca de 60% das ações com direito a voto. O Presidente Bill Wrigley Jr. representa a quarta geração da família no controle da companhia.

6.3.1. Produtos e Mercados

O negócio principal da Companhia, fabricação e venda de chicletes, constitui mais de 90% de suas vendas e receitas mundiais consolidadas. Todos os demais negócios constituem menos de 10% de suas receitas, lucros operacionais e bens tangíveis consolidados.

As três (3) subsidiárias integrais nacionais da Wrigley também fabricam produtos diversos de chicletes. A Amurol Confections Company, além de chicletes, fabrica diversos outros produtos, tais como uma linha de pirulitos, doce de dextrose, doces em gel líquido, balas duras e mentas. As outras duas subsidiárias, LA Dreyfus Company (base para chiclete) e Wrico Packaging (impressão e outros materiais de embalagem) fornecem não só para a Wrigley, mas também para outros fabricantes.

Wm. Wrigley Jr. (Ano Fiscal 2001)		
(em milhões de Dólares)	Receitas	%
Europe	1,014	42
North America	1,015	42
Asia	300	12
Pacific	75	3
Other Regions	24	1
<i>Total</i>	<i>2,430</i>	<i>100</i>
Fonte: Bloomberg		

Tabela 3

6.3.2. Produção e Distribuição

A partir de 31 de dezembro de 2001, as marcas da Wrigley eram produzidas em quinze (15) fábricas, incluindo quatro (4) plantas nos EUA, mais onze (11) plantas fora dos EUA (Austrália, Canadá, China, França, Índia, Quênia, Filipinas, Polônia, Rússia, Taiwan e Reino Unido).

A Companhia comercializa chicletes primordialmente por meio de distribuidores, atacadistas, cadeias de lojas e grupos de cooperativas, que distribuem os produtos por meio de estabelecimentos varejistas. Clientes diretos adicionais são distribuidores, concessionárias e outros clientes estabelecidos comprando em quantidades de atacado.

Somente nos EUA, seus produtos são distribuídos por meio de mais de dois mil e oitocentos (2.800) clientes. Nenhum cliente nacional ou estrangeiro chega a representar sequer 10% das vendas ou receitas consolidadas.

Os dez maiores mercados da Companhia, em termos de remessas, fora dos EUA em 2001 foram: Austrália, Canadá, China, França, Alemanha, Filipinas, Polônia, Rússia, Taiwan e Reino Unido.

6.3.3. Clientes e Competição

As compras realizadas pelos consumidores no âmbito varejista são alavancadas, principalmente, por meio das propagandas da Companhia realizadas na televisão, rádio, jornais e revistas.

O negócio de chicletes é intensamente competitivo nos Estados Unidos e na maioria dos mercados internacionais. Ainda que dados detalhados não estejam disponíveis, existem aproximadamente quatorze (14) fabricantes de chicletes nos Estados Unidos. As principais competidoras da Companhia nos Estados Unidos são a Pfizer Corporation (através da aquisição da Warner-Lambert Company) e a Hershey, Inc. (adquiriu o negócio de chicletes da RJR Nabisco Holdings Corporation).

As marcas da Wrigley são vendidas em mais de 150 países e territórios, ainda que em alguns casos tais áreas sejam relativamente pequenas. Na maioria dos mercados internacionais, existem duas ou três grandes competidoras e geralmente meia dúzia ou mais outras companhias competindo por uma parcela do mercado de chicletes a cada passo.

Em todas as áreas em que a Companhia distribui os seus produtos, os principais métodos competitivos são uma combinação de margens de lucros competitivas para o distribuidor/varejista, qualidade superior, reconhecimento de marca, benefícios do produto e preço justo ao consumidor.

As necessidades de estoque da Companhia não são afetadas de forma relevante por fatores sazonais ou outros fatores. De forma geral, a Companhia não oferece a seus clientes prazos longos para pagamento. A Companhia acredita que tais condições não são materialmente diversas daquelas ofertadas por seus competidores.

Em 31 de dezembro de 2001, a Companhia tinha duas classes de ações: Ações Ordinárias, registradas tanto na Bolsa de Nova Iorque quanto na Bolsa de Chicago, e Ações de Classe B, para as quais não há um mercado de negociação.

6.3.4. A Wrigley como uma Compradora Potencial da Hershey

Uma oferta para comprar a Hershey Foods Corp. transformaria a Wrigley significativamente e sinalizaria uma disposição desta empresa em colocar dinheiro de terceiros na Companhia, atualmente livre de dívidas, diluir as suas participações acionárias, mudar suas operações para incorporar uma linha de produtos muito mais ampla e ainda de superar a cultura conservadora que vem caracterizando a fabricante de chicletes de cento e onze (111) anos.

Desde que assumiu a posição de chairman e Presidente da Companhia em 1999, o Sr. Wrigley, de trinta e oito (38) anos, vem tentando moldar a cultura conservadora da Companhia e encorajar a assunção de riscos, dizendo aos acionistas em março que “a parte mais arriscada para uma empresa de sucesso é de se acomodar e de não assumir qualquer tipo de risco.”²

Adquirir a Hershey serviria para testar a habilidade do Sr. Wrigley de resolver questões problemáticas de integração que surpreenderam tantas aquisições em outras companhias e destruíram tanto valor ao acionista. Ainda que a Wrigley tenha integrado com sucesso aquisições menores, a Wrigley nunca incorporou uma empresa tão grande quanto a Hershey, que possui dezesseis mil (16.000) empregados, contra dez mil e oitocentos (10.800) da Wrigley. Grandes aquisições normalmente requerem força administrativa para supervisionar a integração da produção e da distribuição, bem como das vendas, marketing e publicidade.

² _____. **Wrigley's Big League Chew**. Crain's Chicago Business, 25 : 1, September 23, 2002. Crain Communications Inc..

6.4. Cadbury Schweppes

Nome da Companhia: Cadbury Schweppes PLC

Sede: Londres, Reino Unido

Sigla das Ações: CSG

Bolsa de Valores: NYSE

A Cadbury Schweppes, empresa com sede em Londres, é uma confeitaria líder mundial e a terceira maior fabricante de refrigerantes do mundo. Seus doces são líderes de mercado no Reino Unido, sendo que as principais marcas da Cadbury incluem as famosas “Crème Egg” e “Trebor”. Suas marcas de doces nos EUA, que incluem “Cadbury”, “Peter Paul” e “York” estão licenciadas para a Hershey Foods. Em outros países, a companhia promove sua poderosa marca “Cadbury” com marcas regionais.

Por meio da subsidiária Dr. Pepper/Seven Up, a Cadbury Schweppes possui aproximadamente 15% do mercado de refrigerante dos EUA (bem atrás da Coca-Cola Company e da PepsiCo). As bebidas mais importantes da Companhia são a “Dr. Pepper”, “Schweppes” e “7UP” (a PepsiCo é proprietária da “7UP” fora dos EUA); outras marcas são “A&W Root Beer”, “Canada Dry”, “Hawaiian Punch” e “Mott’s”. A Companhia detém participação de aproximadamente 40% na Dr. Pepper/Seven Up Bottling Group. As marcas “Snapple”, “RC Cola”, “Mistic” e “Stewart’s” pertencem ao seu Snapple Beverage Group. A compra da espanhola “La Casera” e da francesa “Orangina” reforçou o negócio de bebidas da Companhia na Europa.

Espera-se que a Companhia compradora faça uma proposta para a compra da Adams, fabricante dos chicletes “Trident” e “Dentyne”, quando a mesma for posta à venda no final de 2002. A Cadbury é a quarta maior fabricante de chicletes do mundo.

A Cadbury Schweppes também detém uma participação de cerca de 25% do Camelot Group, que opera a Loteria Nacional do Reino Unido.

6.4.1. Produtos e Mercados

Os produtos da Companhia são fornecidos por meio de estabelecimentos de atacado e de varejo de doces, licenciamento, "catering" e secos e molhados, em mais 200 países ao redor do mundo.

Cadbury Schweppes (Ano Fiscal 2001)		
Áreas Geográficas		
(em milhões de Dólares)	Receitas	%
Estados Unidos	3,777	47%
Reino Unido	1,366	17%
Australia	723	9%
Resto do Mundo	2,170	27%
<i>Total</i>	<i>8,037</i>	<i>100%</i>
Fonte: Bloomberg		

Tabela 4

A Cadbury Schweppes se concentra nos negócios de bebidas e doces, e gerencia um portfólio extenso de marcas. A Companhia possui seis regiões de negócios, compostas da North America Beverages, Europe Beverages, Europe Confectionery, Americas Confectionery, Ásia Pacífico e África, Índia e Oriente Médio.

Cadbury Schweppes (Ano Fiscal 2001)		
Regiões de Atuação		
(em milhões de Dólares)	Receitas	%
North America beverage	3,134	39%
Europe confectionery	2,250	28%
Ásia Pacífico	964	12%
European beverages	804	10%
Americas Confectionery	482	6%
África, Índia e Oriente Médio	402	5%
<i>Total</i>	<i>8,037</i>	<i>100%</i>
Fonte: Bloomberg		

Tabela 5

No ramo de doces, a Companhia possui fábricas em vinte e cinco (25) países e comercializa uma grande variedade de marcas de confeitos de chocolate e açúcar em mais de cento e setenta (170) países em formatos de barras, blocos, ensacados, cilindros, variedades em caixas, ovos de chocolates e novidades. Os produtos são vendidos por meio de lojas de secos e molhados, lojas de doces, , lojas de conveniência e quiosques. Em seus

mercados principais, os produtos são vendidos por meio das próprias organizações de vendas e distribuição da Cadbury Schweppes. O mercado de confeitos de chocolate possui uma inclinação sazonal próxima dos meses mais frios e ocasiões festivas, tais como Ano Novo, Dia das Mães, Páscoa, Halloween e Natal.

Com relação a bebidas, a Cadbury Schweppes opera primariamente como uma licenciadora, vendendo concentrados e xaropes para operações independentes de engarrafamento e enlatamento, para as quais também fornece suporte de *marketing* e assistência técnica para a produção. O negócio de bebidas possui operações de engarrafamento e parcerias em dez (10) países, e licencia suas marcas em vinte e um (21) países ao redor do mundo. As bebidas da Companhia são vendidas para o consumidor por muitos meios diversos, desde lojas de secos e molhados a equipamentos automáticos, lojas de alimentos e de entretenimento. A região da North America Beverages é composta da Dr. Pepper/7Up (DPSU) e Mott's and Snapple Beverage Group.

Os mercados-chave da Europe's Beverages são a Espanha, França e México. Em 2001, as operações da Companhia na Europa foram reforçadas significativamente por meio das aquisições da Orangina na França e da La Casera na Espanha. Os produtos principais são refrigerantes com gás, água mineral e bebidas não alcólicas, tais como Schweppes, Orangina, Oasis, Gini, Pampryl, Peñafiel, Trinaranjus e La Casera. Esta região possui operações de engarrafamento e parcerias e licencia suas marcas em outros países.

A região da Europe Confectionery inclui todos os interesses da Cadbury Schweppes neste mercado, incluindo a Rússia. O Reino Unido é o maior mercado de confeitos da Companhia na Europa, onde vende marcas sob os nomes "Cadbury", "Trebor Bassett's", "Fry's", "Maynards", "Sharps", "Baratt" e "Butterkist". Os produtos oferecidos são: "Cadbury's Dairy Milk", "TimeOut", "Cadbury's Eclairs", "Trebor Softmints", "Bassett's Liquorice Allsorts" e "Bassett's Jelly Babies". Durante o ano de 2001, a integração da Cadbury e da Trebor Bassett em uma única unidade de negócios, a Cadbury Trebor Bassett, foi completada com sucesso. Dentro da Europa Continental, a França é a

maior unidade operacional, mas a Companhia também possui operações na Alemanha, Noruega, Portugal e Espanha.

Com relação à região das Américas, as marcas “Cadbury Schweppes”, “Cadbury”, “Peter Paul” e “York” estão licenciadas nos Estados Unidos. A Companhia opera sua unidade de negócios de doces no Canadá, Argentina e México. Marcas-chave vendidas nas Américas incluem a “Cadbury”, “Fry’s”, “Bortz”, “Allan”, “Sharps”, “Stani”, “Beldent”, “Bazooka”, “Mantecol” e “Pascall”.

A região da Ásia-Pacífico inclui negócios de confeitos na Austrália, Nova Zelândia, Malásia, Indonésia e China, e um negócio de bebidas, Schweppes Cottee’s, na Austrália.

Na região da África, Índia e Oriente Médio, a atividade principal da Companhia está focada em seus negócios de doces localizados na Índia, Egito e África do Sul. Além dos produtos vendidos com a marca “Cadbury”, a empresa também vende produtos com a marca “Bim Bim” no Egito. Na África do Sul, a Cadbury Schweppes também possui um negócio ligado a alimentos e bebidas, a Bromor Foods.

6.4.2. A Cadbury como uma Compradora Potencial da Hershey

A Cadbury supostamente não possui uma cláusula de rescisão em seu contrato de licenciamento de marca com a Hershey. De acordo com este plano, a Nestle adquiriria a Hershey e, simultaneamente, venderia parte do negócio de volta para a Cadbury. Enquanto tais negócios geralmente são acompanhados de grandes penalidades tributárias, tal estrutura permitiria que a Hershey disponha de um número de marcas suficiente para satisfazer os regulamentos anti-truste e aumente a sua desejada presença nos EUA. Além disto, a Nestlé pode se livrar da dor de cabeça de lidar com as marcas de seus rivais.

A Cadbury poderia se concentrar no que realmente quer – a unidade de negócios de chicletes e mentas da Pfizer Adams, um acervo de \$ 4 bilhões

que reduziria a exposição da Cadbury no que se refere ao chocolate e se encaixaria muito bem com seu negócio hollywoodiano de chicletes.

6.5. Nestlé

Nome Completo: Nestlé S.A.

Sede: Vevey Vaud, Suíça

Sigla das Ações: NSRGY

Bolsa de Valores: NYSE

Empresa alimentícia número um (1) do mundo, a Nestlé domina em diversas arenas de alimentos. A empresa baseada em Vevey, na Suíça, fabrica o café número um (1) do mundo (Nescafé) bem como água mineral, produtos derivados de leite, cereais, sorvetes, massas, comidas para bichos de estimação, chocolates e doces. Suas marcas globais incluem “Nestlé”, “Nescafé”, “Nestea”, “Buitoni”, “Maggi” e “Friskies”. A empresa também faz produtos para cuidados com os olhos e é a proprietária indireta da gigante de cosméticos L’Oreal. A Nestlé também está formando uma parceria igualitária (50/50) com a L’Oréal para fabricar suplementos nutritivos de cuidados para a pele, cabelo e unhas.

Outras parcerias incluem a Cereal Partners Worldwide, com a General Mills. A compra da Ralston Purina pela Nestlé fez dela a maior fabricante do mundo de comidas para animais de estimação.

A Nestlé é uma empresa internacional há muitos anos. Muitas de suas marcas são únicas para países individuais, com produtos customizados para gostos locais. Para o futuro, a Companhia se vê expandindo para o setor de alimentos nutritivos especializados e trazendo mais da L’Oréal para “debaixo de suas asas.”

6.5.1. Produtos e Mercados

O negócio da Nestlé está dividido em cinco (5) segmentos: bebidas, produtos lácteos, nutrição e sorvete, pratos prontos e auxiliares culinários, chocolates e doces, e produtos farmacêuticos. A companhia está presente em mais de setenta (70) países em três (3) áreas geográficas principais: Europa, Américas e Ásia, Oceania e África.

Nestlé S.A. (Ano Fiscal 2001)				
Área Geográfica				
(em milhões de Dólares)	Receitas	%	Lucro	%
Europa	16,346	32%	1,007	25%
Américas	15,835	31%	1,289	32%
Asia, Oceania e África	9,195	18%	967	24%
Outras	9,705	19%	766	19%
Total	51,081	100%	4,029	100%
Fonte: Bloomberg				

Tabela 6

Conforme se pode observar na tabela abaixo, o setor de chocolates e doces é o segundo menor negócio da Nestlé, contribuindo com aproximadamente um oitavo do total das vendas em 2001. A divisão de chocolates e doces inclui a venda de bolos e biscoitos.

Nestlé S.A. (Ano Fiscal 2001)				
Segmentos				
(em milhões de Dólares)	Receitas	%	Lucro	%
Bebidas	14,814	29%	1,491	37%
Produtos lácteos, nutrição e sorvete	13,792	27%	927	23%
Chocolates e Doces	6,641	13%	443	11%
Produtos farmacêuticos	3,065	6%	443	11%
Pratos prontos e auxiliares culinários	12,770	25%	725	18%
Total	51,081	100%	4,029	100%
Fonte: Bloomberg				

Tabela 7

Na qualidade de maior empresa do ramo de alimentos do mundo, a Nestlé se dedica a fornecer uma grande variedade de produtos para atender as necessidades e gostos das pessoas ao redor do mundo, a cada hora de

seus dias, durante todas as suas vidas. O crescimento advém da aquisição e penetração contínua em mercados em desenvolvimento e a empresa opera cerca de quinhentas (500) fábricas em mais de setenta (70) países.

A boa performance da empresa é devida à sua política acelerada de inovações, tanto na área de produtos quanto na área de comunicações. A melhora nos resultados financeiros é um resultado da ampliação das atividades da companhia em diversos países. Tal política vem reforçando o posicionamento da Nestlé em diversos mercados e tornou possível a realização de uma economia de escala³.

No mercado de confeitos de chocolate dos EUA, a Nestlé dá descontos de forma agressiva e suas marcas podem ser frequentemente achadas por preços especiais em inúmeras lojas e vendedores em massa.

6.5.2. A Nestlé como Potencial Compradora da Hershey

Dentre as companhias possivelmente interessadas na Hershey está a Nestlé, que é a proprietária das marcas de *wafers* cobertos de chocolate “Kit Kat” e que licencia tais marcas para a Hershey. O licenciamento da marca está sujeito às disposições de um contrato que prevê a mudança de controle acionário, e as opiniões divergem quanto a se a licença será rescindida na hipótese da venda. A Hershey provavelmente argumentaria que os direitos sobrevivem a qualquer venda da companhia, enquanto que a Nestlé teria uma opinião provavelmente diversa, o que resultaria em um fator complicador para qualquer venda.

Com seus amplos recursos e propriedade da marca “Kit Kat”, se assim desejar, é possível para a Nestlé superar as ofertas da maioria de suas rivais. No entanto, a gigante suíça de alimentos há muito deseja manter a nota AAA de sua situação creditícia, algo que uma grande aquisição poderia ameaçar.

³ _____. **Annual Report: Top 50 Pharmaceutical Companies: 35: Nestle S.A.**. Med Ad News, 17 (9): 112+, September 1998. Engel Publishing Partners.

Análise da Indústria

CAPÍTULO 7 – ANÁLISE DA INDÚSTRIA

A Indústria Alimentícia adiciona valor ao transformar a colheita do agricultor na comida processada que consumimos. O processo de industrialização de alimentos data da Revolução Industrial, quando grandes homens como Henri Nestlé começaram a manufaturar alimentos. Desta forma, podemos certamente posicionar a manufatura de alimentos na categoria de maturidade do ciclo de vida de uma indústria. No entanto, ainda encontramos em tal indústria animação, inovação e novos competidores.

Vamos dar uma breve olhada na dinâmica da Indústria Alimentícia. Componentes-chave de tal indústria são as processadoras de alimentos e os fabricantes. Normalmente, as processadoras de alimentos, tais como a Tyson Foods (carnes), Dairy Farmers of América (laticínios) e a Tate & Lyle (adoçantes, açúcar) estão mais perto da fazenda e se especializam em um ou dois segmentos de alimentos. Grandes fabricantes de comida são caracterizados de início ao criar produtos com ingredientes já processados e tais fabricantes raramente se limitam a um único grupo de alimentos. Para serem competitivos e assegurar crescimento futuro, no entanto, tanto as processadoras quanto os fabricantes buscam pela mescla correta entre diversificação, inovação de produtos e expansão do mercado.

A Kraft Foods, Unilever e Nestlé estão dentre as mais antigas e maiores fabricantes de alimentos, que anos atrás escolheram o caminho da diversificação. Começando em um nicho de alimentos básicos (queijo, margarina, comida para bebês, respectivamente), tais empresas expandiram para mercados não relacionados de produtos alimentícios para superar baixas e capitalizar em novas tendências.

Para outras empresas, tais como a Hershey, a especialização tem funcionado bem, mas poucas empresas permanecem presas a apenas um segmento. Mesmo a gigante especializada em café da manhã, Kellogg, decidiu que salgadinhos eram um bom complemento para cereais e comprou a empresa número dois (2) em biscoitos, Keebler, em 2001.

Atualmente, no sentido de achar mais espaço para crescer, as empresas têm olhado para os mercados emergentes. Outra receita tem sido a maior oferta de comidas com valor adicionado. Para muitas processadoras, a adição de valor transforma um item básico, como um pedaço de queijo mussarela, em um pacote de queijo ralado com maior margem. Outras empresas uniram marcas conhecidas a produtos anteriormente desconhecidos, tais como brócolis “Dole” ou asas de frango “Tyson”.

No entanto, um dos maiores picos de crescimento da indústria alimentícia decorreu de fusões entre grandes companhias – Kraft Foods e Nabisco, General Mills e Pillsbury, Tyson e a gigante especializada em carne de boi e de porco, IBP.

Por outro lado, a expansão geográfica, as grandes fusões e a adição de valor podem não ser suficientes para nutrir a indústria alimentícia se as empresas que compõem tal indústria não endereçarem as mudanças nos hábitos de alimentação do público consumidor. Com as estatísticas mostrando que metade de cada dólar norte-americano é gasto em comidas preparadas fora de casa, fabricantes de comidas, tais como a Campbell Soup Company, estão devotando maior atenção a produtos desenvolvidos para restaurantes, máquinas automáticas de vendas e outros serviços de fornecimento de comida.

7.1. A Indústria de Doces

7.1.1. Mercado Mundial

Também maduro mas com muitas oportunidades disponíveis, a indústria de doces é um segmento dentro da mais abrangente Indústria Alimentícia. Com um mercado mundial em 97 entre US\$ 11 e 13 bilhões de libras, o segmento confeitiro é dividido em dois segmentos: produtos feitos com chocolate e produtos feitos sem chocolate (doces açucarados).

Uma evolução no mercado mundial de doces durante os anos 90 pode ser observada conforme resumido na tabela abaixo.

Mercado Mundial de Doces				
	1993		1997	
Volume (bilhões de libras)				
Chocolate	5.1	45%	5.9	46%
Doces açucarados	6.4	56%	6.9	54%
Total	11.5		12.8	
Valor (bilhões de Dólares)				
Chocolate	49.82	56%	60.32	55%
Doces açucarados	39.62	44%	50.35	46%
Total	89.44		110.67	
Fonte: Market Europe				

Tabela 8

Existem inúmeras grandes multinacionais com participações significativas no mercado de doces mundial, mas a diversidade do mercado em termos de produtos e variação de preços deixa bastante espaço para os fabricantes domésticos competirem. Operadores de nicho e fabricantes artesanais também são uma característica do mercado, particularmente no topo da escala de preços.

Multinacionais líderes incluem o grupo suíço Nestlé, a americana Mars, a Kraft Foods (EUA) e a italiana Ferrero. Estas são predominantemente fabricantes de chocolate, ainda que algumas delas também ofereçam produtos no setor mais fragmentado de açúcares. O setor de chicletes é bem mais concentrado do que os outros dois, e a Wm Wrigley Jr. possui participações de liderança em muitos mercados.

Outros competidores principais do mercado de doces são a Hershey, que lidera o mercado americano mas tem pequeno impacto em outros lugares, a Cadbury (baseada na Grã-Bretanha) e a Lindt & Sprungli, especializada em chocolates finos. O mercado japonês é liderado por fabricantes locais, mas um número significativo de multinacionais também possui pequenas participações.

7.2. O Mercado de Doces Americano

Em 2001, o mercado de doces americano era de aproximadamente US\$ 22 bilhões, e apresentou uma taxa anual de crescimento composto ('compounded annual growth rate' -"CAGR") de 2,35% de 1997 a 2001. Ainda que seja o elemento mais significativo no mercado de doces, a participação do chocolate cresceu de acordo com uma taxa CAGR de 1,81%, enquanto que outros doces cresceram de acordo com uma taxa CAGR de 3,22%.



Fonte: Euromonitor

Gráfico 4

Inobstante ser considerado um mercado maduro, com um crescimento relativamente baixo, os confeitos possuem uma característica especial – eles são um artigo de luxo acessível para a maioria dos consumidores. Tal natureza acessível – até mesmo o mais caro dos confeitos é normalmente mais acessível do que outros alimentos ou bebidas de luxo, tais como carnes e vinhos – geralmente protege o mercado de confeitos da maior parte das crises econômicas.

No entanto, em alguns setores, tais como o de chocolates, a sazonalidade exerce uma grande influência. Normalmente, as quatro maiores datas comemorativas anuais (Páscoa, Dia dos Namorados, Dia das Bruxas e Natal) conduzem as vendas de confeitos.

Chocolate Americano

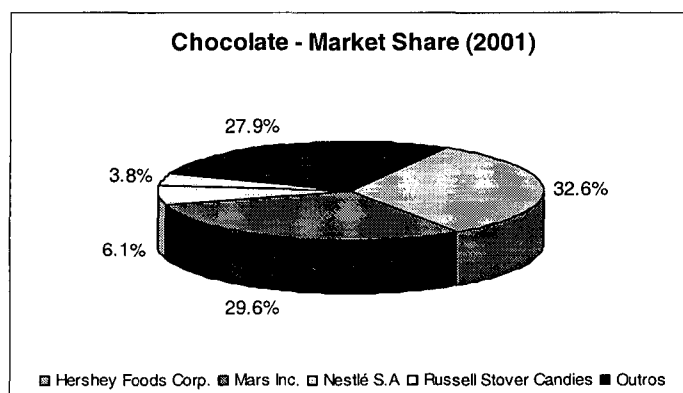
Desempenho

O mercado americano de confeitos de chocolate cresceu 7,4% de 1997 a 2001. Tendências demográficas beneficiaram as fabricantes durante tal período, conforme o número de americanos com idade entre 5 e 15 anos (o mercado alvo dos fabricantes de chocolate), atingiu o maior pico de todos os tempos¹.

Na ausência de uma tendência de global vendas, o crescimento nas vendas em anos recentes baseou-se em tendências específicas dentro de cada sub-setor, incluindo controle de porções, produtos crocantes, ênfase crescente dos fabricantes na sazonalidade do chocolate e os efeitos de uma economia forte sobre a compra de produtos de luxo.

“Participantes” do Mercado

Nos Estados Unidos, o mercado de confeitos é caracterizado por uma estrutura de mercado bipolar com as duas companhias líderes locais, Hershey e Mars, dominando o mercado. A Nestlé é a única companhia estrangeira que possui uma fatia significativa do mercado, de 2,1% em 2001².



Fonte: Euromonitor

Gráfico 5

¹ Euromonitor. **CHOCOLATE CONFECTIONERY IN THE USA** (Setembro 2002)

² Euromonitor. **CHOCOLATE CONFECTIONERY IN THE USA** (Setembro 2002)

As economias de escala suportadas pela grande disponibilidade de recursos de companhias tais como a Hershey, a Mars e a Nestlé torna cada vez mais difícil para fabricantes medianos competirem em termos de preço, distribuição e gama de produtos.

No entanto, ainda existem oportunidades de mercado para fabricantes orientados para produtos “premium” e para confeitos especializados. Uma prosperidade contínua deixou amplo espaço para fabricantes de produtos de grande valor, orientados para adultos, tais como caixas de bombons.

Açúcar Americano

Desempenho

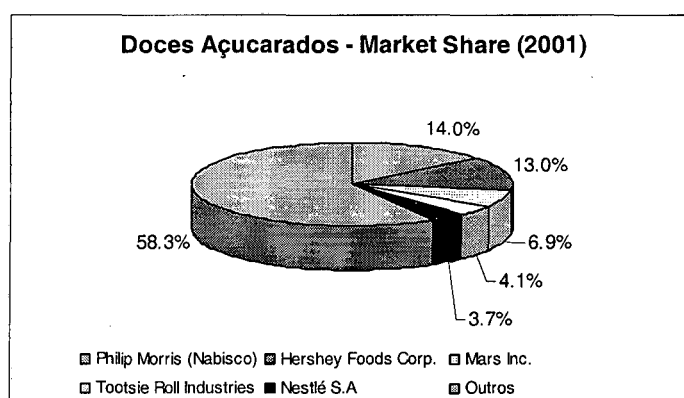
O mercado americano de confeitos açucarados cresceu 13,5% a partir de 1997 para um valor de US\$ 8,5 bilhões em 2001. Ganhos atuais de valor no mercado recentemente em muito ultrapassaram os ganhos em termos de volume, como resultado da alta dos preços de confeitaria.

Inobstante os efeitos da alta dos preços nos ganhos de valor atuais, as vendas do mercado de confeitos americano demonstraram quatro tendências em 2001: produtos orientados para crianças, sabores intensos, produtos mais saudáveis, sem açúcar e sem gordura, e a utilização dos confeitos como uma comida reconfortante. Por outro lado, mudanças na demografia dos EUA parcialmente motivaram muitas de tais tendências.

“Participantes do Mercado”

O mercado americano de confeitos também é um protótipo de bipolaridade, com dois fabricantes líderes claramente definidos e inúmeros seguidores. A Phillip Morris, por meio de sua subsidiária Nabisco, e a Hershey, foram consideradas como as duas maiores fabricantes no setor de doces em 2001, sendo responsáveis por participações de 14% e 13,4%,

respectivamente. Além disto, o mercado de açucares é menos concentrado do que outros mercados de confeitos, tais como o de chocolates, com os cinco maiores fabricantes sendo responsáveis por apenas 41,7% das vendas em 2001.



Fonte: Euromonitor

Gráfico 6

As barreiras para se entrar neste setor são pequenas em comparação com outros setores, e companhias menores ainda detém participações significativas de mercado. A Tootsie Roll Industries, uma companhia fechada, manteve a sua posição dentre as cinco maiores fabricantes com uma participação de mercado de 4,1% em 2001. A Tootsie Roll é relativamente pequena se comparada à Hershey e à Mars, e possui pequena participação em outros mercados de confeitos.

7.3. Dinâmica do Mercado

Com a finalidade de analisar a atratividade e dinâmica da Indústria de Doces, usaremos a estrutura proposta por Michael Porter [PORTER (1998)] para determinar o estado competitivo em uma indústria.

As cinco “Forças Dirigindo a Indústria de Doces” – rivalidade entre competidores atuais, poder de barganha dos compradores, poder de barganha dos fornecedores, ingresso e ameaça de substituição – refletem o fato de que a competição em uma indústria vai muito além dos competidores

estabelecidos. Clientes, fornecedores, substitutos e possíveis ingressantes são todos competidores das companhias que participam da indústria e podem ser mais ou menos proeminentes, dependendo de circunstâncias particulares. A competição neste sentido mais amplo pode ser definida como “rivalidade estendida”.

A força coletiva de tais elementos determinam o potencial último de lucro na indústria, em que o potencial de lucro é medido em termos de retorno de longo prazo do capital investido.

7.3.1. Rivalidade entre competidores atuais

Podemos dividir os inúmeros competidores na indústria de doces em dois tipos:

- Fabricantes internacionais grandes, com bolsos profundos
- Fabricantes pequenos e médios, que buscam competir no mercado

Fabricantes pequenos e médios têm sido os mais rápidos em explorar os crescentes mercados de nicho porque são mais flexíveis com relação a desenvolvimento de produtos e *marketing*, podem produzir quantidades menores e estão dispostos a fabricar itens especializados. Por outro lado, tais fabricantes não possuem a rede de distribuição e os recursos financeiros das grandes companhias, e sofrem mais para reduzir a sua estrutura de custos.

Um exemplo originado da tentativa de superar este problema é da Candy Alliance, L.L.C., constituída em 99 por empresas pequenas e médias no ramo de confeitos com o objetivo de trabalhar iniciativas de compra, *marketing* e programas de distribuição, licenciamento cruzado e produtos conjuntos³.

A falta de diferenciação ou custos de mudança podem ser considerados um problema na indústria. Os consumidores podem facilmente e sem custos

³ _____ **Tightrope Walking**. (Part 5 of 5). Candy Industry, 166 (7): 27, Julho 2001

mudar para uma outra marca. Compras são feitas praticamente por impulso. Assim, os produtos não devem apenas ser atraentes para o consumidor, mas devem também estar disponíveis em todos os canais.

A competição entre grandes companhias nacionais e internacionais é baseada primariamente na qualidade dos produtos, reconhecimento da marca, lealdade à marca, serviços, *marketing*, publicidade e preço. Gastos significativos com publicidade e promoção são necessários para manter ou melhorar a posição de uma marca no mercado ou para introduzir um produto novo.

Tudo considerado, podemos concluir que a competição é intensa na Indústria Confeiteira – a indústria como um todo tem apresentado um crescimento lento e uma tendência à consolidação, competidores pequenos e médios são muito criativos e dinâmicos, e grandes fabricantes lutam para manter ou aumentar suas participações no mercado.

7.3.2. Compradores

Existem muitas maneiras por meio das quais confeitos podem atingir consumidores. Os principais canais de distribuição são: pontos de venda de massa, grandes supermercados, drogarias e lojas de conveniência. Os canais secundários são os seguintes: máquinas de vendas automáticas, *dollar stores*, bancas de jornais, clubes de vendas, lojas *gourmets*, entre outros. Além disto, fabricantes podem vender para distribuidores que, por sua vez, vendem para tais canais, principalmente para canais secundários.

Abaixo segue a distribuição de vendas por canal em 2001:

Chocolate Americano Distribuição - 2001	
% sobre valor	
Canais	2001
Lojas de conveniência	34.9
Grandes supermercados	20.6
Discount stores	19.0
Outros	17.4
Confeitos especializados	6.0
Varejistas independentes	2.1
Doce Americano Distribuição - 2001	
% sobre valor	
Canais	2001
Lojas de conveniência	35.3
Grandes Supermercados	21.0
Discount stores	18.9
Outros	17.9
Confeitos especializados	4.6
Varejistas independentes	2.3
Fonte: Euromonitor	

Tabela 9

Após uma enorme consolidação nos supermercados e em drogarias varejistas no final dos anos 90, a atividade de fusão ficou mais lenta entre os varejistas dos EUA. No entanto, ainda há consolidações significativas ocorrendo nos canais de *marketing* de conveniência/petróleo. Por exemplo, a Chevron adquiriu a Texaco para formar a segunda maior companhia de petróleo e cadeia de lojas de conveniência. A Phillips Petroleum comprou a Tosco Circle K Co. no início de 2001 e está atualmente em meio a negociações para uma fusão com a Conoco Inc⁴.

O pedido de falência voluntário da K-Mart e o fechamento de lojas com baixo desempenho, representando 13% do total de suas lojas, podem não só ser vantajosos para a Wal-Mart e a Target, mas também podem ser um fator de impulso para categoria de varejo de *dollar stores*, na medida em que muitas das lojas da K-Mart que foram fechadas eram localizadas em cidades pequenas.

⁴ Professional Candy Buyer May 2002, SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)

Parece certo, por meio do crescimento interno dos maiores varejistas e de fusões e aquisições estratégicas, que a comunidade varejista continuará trilhando pela estrada da consolidação.

Poder de Barganha dos Compradores

De acordo com PORTER (1998), um grupo de compradores pode ser considerado poderoso se todas as circunstâncias abaixo se mostrarem verdadeiras:

- É concentrado ou compra grandes volumes relativos à venda dos vendedores (18% das vendas da Hershey em 2001 foram feitas para o Wal-Mart)
- Os produtos comprados da indústria representam uma fração significativa dos custos ou compras dos compradores
- Os produtos que compra da indústria são padrão ou não diferenciados
- Enfrenta poucos custos relativos a mudanças
- Aufere lucros baixos
- Os produtos da indústria não são importantes para a qualidade dos produtos ou serviços dos compradores

Podemos dizer que os principais canais de distribuição possuem um poder de barganha relativamente alto enquanto que os canais de distribuição secundários, devido a compras em quantias menores, têm menos poder. No entanto, ambos os grupos de compradores estão dispostos a comprar os produtos ganhadores – aqueles que possuem alta rotatividade nas prateleiras. Assim, a aceitação do público consumidor ao produto é indispensável.

7.3.3. Fornecedores

Matéria-Prima

Os maiores *inputs* da indústria confeitaria são as commodities açúcar, cacau, leite e amendoim. Os preços e a disponibilidade do amendoim são historicamente voláteis devido às mudanças no fornecimento e demanda mundiais. Os preços do açúcar, leite e amendoim estão sujeitos ao Ato Reformatório Federal de Agricultura e Melhoria de 1996 (*Federal Agricultural and Improvement Reform Act of 1996*) – que é um regulamento com prazo de sete anos que estabelece os níveis de tolerância de preços para tais *commodities*.

Os fabricantes precisam monitorar continuamente o fornecimento mundial e as tendências de custos de tais *commodities* para permitir que os mesmos tomem atitudes apropriadas no sentido de obter os ingredientes e embalagens necessários à produção pontual e com uma variação mínima de custos. Além disto, associações de fabricantes, tais como a CMA e a NCA, ativamente fazem *lobby* contra regulamentos adversos do USDA (US Department of Agriculture – “Departamento de Agricultura Americano”) que afetem os fabricantes⁵.

Outros *inputs* são os óleos aromatizantes, produtos derivados do milho, aspartame e outros adoçantes, amêndoas, avelã, macadamia pistache, pecã, nozes. Materiais de embalagem, tais como papel, papelão e plástico, são elementos importantes, uma vez que as embalagens têm a função de ponto de compra, diferenciando produtos nas prateleiras.

Enquanto que *hedging* e contratos futuros são uma prática comum entre grandes fabricantes com o objetivo de manter os custos estáveis, para companhias pequenas e médias, tal alternativa não é sempre viável devido a pequenos volumes e custos das transações. De acordo com uma companhia confeitaria – “O desafio número um (1) e o problema número um (1) que estão

⁵ _____. **A Review of Issues and Trends in the Confectionery Industry by the NCA.** Candy Industry, 163 (6): A2+, June 1998. Stagnito Publishing Company.

afetando a fabricação de doces são as políticas relativas a açúcar e amendoim nos EUA. Os produtos do açúcar importados do Canadá e do México possuem preços menores do que os praticados por nós”⁶.

Subsídios ao açúcar existem desde os anos 50. No entanto, pelos primeiros trinta (30) anos o diferencial entre os preços mundiais e os praticados nos EUA era pequeno e atualmente o diferencial é de 12 centavos a 16 centavos por libra.

Mão de Obra

Empregados também são considerados como fornecedores na estrutura de Porter – e custos de mão de obra são considerados um problema na indústria confeitaria uma vez que os custos de mão de obra para a produção de doces gira em torno de US\$15 por hora nos EUA, enquanto que chegam a apenas US\$ 2 por hora no México e na Argentina⁷.

Uma fabricante de doces prevê que, devido ao aumento da pressão sobre os fabricantes dos EUA para diminuir sua estrutura de custos, após um determinado prazo, parte da indústria alimentícia terá que se mudar para o México e outros países⁸. Existe uma maior probabilidade que isto ocorra com o setor de açúcar do que com o setor de chocolate, uma vez que o cacau depende dos preços do mercado mundial.

O Poder de Barganha dos Fornecedores

De acordo com PORTER (1998), as condições que estão fazendo com que os fornecedores ganhem poder tendem a refletir as condições que fazem com que os compradores ganhem poder. Desta forma, não é o poder de barganha dos fornecedores em si que afetará a indústria confeitaria, mas o

⁶ _____. **Tightrope Walking**. (Part 5 of 5). Candy Industry, 166 (7): 27, Julho 2001.

⁷ _____. **Tightrope Walking**. (Part 5 of 5). Candy Industry, 166 (7): 27, Julho 2001.

ambiente econômico e as ações governamentais que aumentarão ou diminuirão o poder de barganha dos fornecedores.

7.3.4. O governo como uma força na competitividade da indústria

Conforme podemos concluir, o governo é a sexta força que afeta a indústria. O *US Department of Agriculture* (“Departamento Americano de Agricultura”) não só estabelece subsídio aos agricultores, mas também os padrões da indústria alimentícia.

Além disto, todas as plantas de fábrica locais estão sujeitas a inspeções pela *Food and Drug Administration* (FDA) (“Administração de Alimentos e Remédios”) e por diversas outras agências governamentais, sendo certo que os produtos devem observar os regulamentos contidos no *Federal Food, Drug and Comestic Act* (“Ato Federal de Alimentos, Remédios e Cosméticos”) e em vários outros estatutos estaduais similares que regulam a fabricação e o *marketing* de produtos alimentícios.

7.3.5. Pressão de Produtos Substitutos

Alimentos para lanches, tais como biscoitos, refrigerantes e salgadinhos são produtos substitutos, existentes há muito tempo mas que ainda pressionam a indústria de doces, uma vez que é um desafio para todos os competidores de doces manter espaço nas prateleiras. Por exemplo, a Sara Lee introduziu um bolo de queijo de chocolate de um tamanho adequado para lanches. O problema é que os varejistas posicionam este produto como um chocolate, ao invés de um produto de padaria tipo *cookie*.

Ademais, a própria indústria de doces, por meio de pequenos e médios fabricantes, está canibalizando seus produtos por meio do lançamento de novos produtos, tais como chocolates com pouca gordura e doces sem açúcar.

⁸ _____. *Tightrope Walking*. (Part 5 of 5). *Candy Industry*, 166 (7): 27, Julho 2001.

No entanto, considerando que a chave do sucesso é manter a atenção dos consumidores, os novos lançamentos têm sido essencial para manter o crescimento da indústria de doces.

7.3.6. Ameaça de Novos Entrantes

Considerando os inúmeros novos e pequenos *players* que entram na indústria de doces, em um primeiro momento poderíamos concluir que as barreiras para a admissão de novos competidores são pequenas. No entanto, devemos ser mais cautelosos com tal análise.

Alguns novos competidores que acham um nicho e diferenciam seus produtos podem obter sucesso se conseguirem superar outras barreiras também, tais como: atingir determinadas economias de escala (volume), conseguir acesso a canais de distribuição, autorizações governamentais (FDA, USDA), dentre outros.

Ademais, mais cedo ou mais tarde, eles terão que encarar a competição das grandes indústrias. Conforme mencionado anteriormente, grandes fabricantes são lentos no lançamento de produtos, mas os mesmos eventualmente seguirão a nova tendência.

Grandes processadoras de alimentos e companhias farmacêuticas também são uma ameaça para os fabricantes de doces estabelecidos, uma vez que a tendência para produtos funcionais e saudáveis aumenta.

Finalmente, o mercado dos EUA está se tornando um alvo mais amplamente almejado por fabricantes estrangeiros – e tais fabricantes têm tido sucesso em seu esforço de conquistar participação neste mercado⁹. Por exemplo, a categoria de confeitaria dos produtos sem açúcar/sem gordura não só está recebendo mais atenção de companhias americanas tradicionais, mas também estão virando um alvo de fabricantes europeus que objetivam

⁹ _____. **Confections Thrive in U.S. Economic Boom.** (Part 1 of 5). Candy Industry, 165 (1): 28+, January 2000. Stagnito Publishing Company

capitalizar em um mercado que eles dizem ser sub-servido¹⁰. Em 2001, 17% dos doces sem chocolate consumidos nos EUA eram manufaturados fora do país¹¹.

7.4. Desempenho Passado e Tendências de Mercado

Na última década, a indústria confeitaria apresentou inúmeras surpresas. Houve grandes picos de crescimento quando um pequeno ou nenhum crescimento era esperado e, antagonicamente, houve tempos de estabilidade ou declínio nas vendas em várias categorias por nenhuma razão aparente além da eterna volatilidade do gosto dos consumidores¹².

Com o lançamento de novos produtos ou a revisita a produtos tradicionais, os fabricantes perceberam que o crescimento contínuo das vendas depende de seu reconhecimento e resposta adequada às tendências do público consumidor.

7.4.1. Tendências do Consumidor

Dentre as tendências do público consumidor, destacam-se as mudanças na demografia, preocupações com dietas saudáveis e hábitos de consumo.

Demografia

Três grandes tendências demográficas afetarão os fabricantes de doces nos próximos anos: um aumento no número de domicílios liderados por

¹⁰ _____. **Like our Country, Candy has Challenges.** (Annual Business Report). *Confectioner*, 87 (4): 26(1), October 2002.

¹¹ _____. **Tightrope Walking.** (Part 5 of 5). *Candy Industry*, 166 (7): 27, Julho 2001.

¹² _____. **10th Annual State of the Industry Report: Annual State of the Industry Report: Tracks Candy Sales Around the Globe—Part 1 of 3.** *Candy Industry*, 160 (7): A2+, July 1995. Stagnito Publishing Company.

americanos mais velhos, uma diminuição no número absoluto de crianças nos próximos cinco anos e um aumento do número das minorias nos EUA¹³.

Em 1998, havia trinta e três (33) milhões de domicílios liderados por indivíduos com idades entre quarenta e cinco (45) e sessenta e quatro (64) anos, sendo certo que se espera um aumento de 30% deste grupo até 2008. Em contraste, espera-se que o número de domicílios liderado por indivíduos com idades entre vinte e cinco (25) e quarenta e cinco (45) anos seja reduzido de quarenta e dois (42) milhões para quarenta (40) milhões em 2008. Inobstante o fato de que número absoluto de crianças com idades entre quatro (4) e catorze (14) anos diminuirá nos próximos cinco anos, as crianças continuarão a compor aproximadamente 14% da população dos EUA.

Enquanto americanos mais velhos tendem a comprar menos doces do que quando eram jovens, tais indivíduos possuem grande interesse na idéia de bem-estar. Assim sendo, fabricantes de doces podem capitalizar as necessidades de bem-estar deste grupo e desenvolver produtos que ajudam a retardar a ocorrência de doenças.

Analisar a mudança no grupo de consumidores de doces também é importante. Crianças, desde o jardim da infância até o colegial, estão redefinindo as expressões “conveniência” e “sem esforço”. Tais consumidores não se sentam para comer – eles querem se divertir com a embalagem e então comer o produto enquanto se movimentam. Outra tendência importante para os fabricantes de doces é considerar as compras feitas pela Internet por adolescentes, sendo que 20% dos adolescentes dos EUA compraram produtos pela Internet em 1998.

Fabricantes também devem levar em consideração que aproximadamente 22% da população dos EUA não é branca. Tal número aumentará para 48% em torno do ano 2025. Atualmente, 14% dos residentes dos EUA com mais de cinco (5) anos falam um idioma estrangeiro em casa. As

¹³ _____. **Demographics/Food Trends**. Candy Industry Confectionery Supplement: 10+, June 2000. Stagnito Publishing Company.

populações minoritárias estão concentradas, em sua maioria, em grandes áreas metropolitanas e provavelmente assim devem permanecer no futuro.

Os hispânicos representarão 44% do crescimento da população total dos EUA de 1995 a 2025 – trinta e dois (32) milhões do total de setenta e dois (72) milhões, de acordo com o *US Census Bureau* (“Secretaria do Censo dos EUA”). Durante os últimos dez (10) anos, a população hispânica cresceu 58%, enquanto que seu poder de compra atingiu a casa dos US\$ 438 bilhões¹⁴.

Um número crescente de fabricantes de doces está tomando algum tipo de medida para atender as necessidades crescentes do mercado. E um sinal de que os doces hispânicos estão se tornando importantes é que a Mars adquiriu uma parcela de uma fabricante mexicana de doces, Lucas World Inc., baseada em Laredo, Texas.

No total, 10% de todo o doce consumido nos EUA é consumido por latinos. Em 2000, mais de US\$ 2 bilhões foram gastos em publicidade dirigida a trinta e dois (32) milhões de pessoas com descendência latina morando nos EUA¹⁵. Um cenário similar também é observado com relação a outros grupos populacionais, tais como europeus orientais, asiáticos e árabes, por exemplo¹⁶.

Dieta Saudável

Em meados dos anos 90, novos produtos com baixas taxas de gordura e calorias foram lançados para acabar com a imagem de *junk food*¹⁷.

Doces sem açúcar e outros lanches doces – primariamente dirigidos para diabéticos – ocuparam um nicho limitado no mercado de doces durante anos. No entanto, em meados dos anos 90, surgiu um número significativo de

¹⁴ _____. **Like our Country, Candy has Challenges.** (Annual Business Report). Confectioner, 87 (4): 26(1), October 2002.

¹⁵ Professional Candy Buyer May 2002, **SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)**

¹⁶ _____. **Confections Thrive in U.S. Economic Boom.** (Part 1 of 5). Candy Industry, 165 (1): 28+, January 2000. Stagnito Publishing Company.

¹⁷ _____. **Sweet Success.** Prepared Foods, 166 (4): 11+, April 1997. Cahners Publishing Co..

produtos com baixa taxa de gordura – dentre os quais a barra de chocolates “Milk Way Lite” da M&M/Mars¹⁸.

Em 2001, as vendas de doces dietéticos aumentaram 8,1% e as vendas de chicletes sem açúcar aumentaram 15,3%. O lançamento com sucesso dos chicletes “Dentyne Ice”, “Wrigley’s Eclipse” e “Trident Advantage” fizeram com que os consumidores mascassem seu caminho para o hálito puro¹⁹.

Outra tendência é a onda nutricional, de acordo com a qual os consumidores desejam ingredientes que fornecem benefícios à saúde. O interesse que consumidores uma vez tiveram para ler sobre o conteúdo relativo a gordura e calorias nas etiquetas expandiu para um novo interesse em marcas de adoçantes e vitaminas²⁰.

Inúmeros pequenos fabricantes estão levando adiante planos relativos à nutrição, mas um grande fabricante possui uma luz brilhando sobre sua condição de debutante. A Adams, a divisão da Pfizer, Inc. baseada em Parsippany, NJ, lançou a sua linha “Body Smarts” durante esta primavera. “Body Smarts” é um marco no desenvolvimento nutricional: uma linha de doces ricos em nutrientes embalados como doces tradicionais, cujo gosto se aproxima de doces tradicionais e oferecidos a todos os varejistas (lojas de conveniência, vendedores em massa, farmácias e supermercados)²¹.

Hábitos de Compras

O consumo varia de acordo com a categoria do fabricante e de acordo com a estação. Em meio aos consumidores, o Dia dos Namorados dispara uma necessidade de se comprar doces em farmácias ou vendedores de

¹⁸ _____. **10th Annual State of the Industry Report: Annual State of the Industry Report: Tracks Candy Sales Around the Globe—Part 1 of 3.** Candy Industry, 160 (7): A2+, July 1995. Stagnito Publishing Company.

¹⁹ Professional Candy Buyer May 2002. **SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)**

²⁰ _____. **A Luscious Year for US Sweets.** (Part 4 of 4). Candy Industry State of the Industry Report Supplement: A17+, July 1998. Advanstar Communications, Inc.

²¹ _____. **Tightrope Walking.** (Part 5 of 5). Candy Industry, 166 (7): 27, Julho 2001.

massa. O Dia das Bruxas e o Natal dispararam uma necessidade de se comprar doces em mercearias e vendedores de massa.

Uma tendência importante que vem sendo observada desde 93, é o aumento da popularidade de doces sazonais fabricados pelos líderes de mercado. Enquanto as vendas de confeitos durante datas comemorativas – especialmente os feitos de chocolate – foram formalmente dominadas por pequenos e médios fabricantes, os grandes *players*, notadamente a Hershey e a Mars, fizeram um progresso considerável nos últimos anos.

Os consumidores vêem valor em pacotes com miniaturas de seus chocolates favoritos. Estas miniaturas também foram o item promocional de escolha dos operadores dos supermercados durante a época do Dia das Bruxas em 2001²².

7.4.2. Resposta da Indústria a Tendências dos Consumidores

Publicidade

Durante os anos 90, os fabricantes e as associações de fabricantes se esforçaram para realizar campanhas publicitárias para a indústria objetivando divulgar o argumento positivo de que doces possuem um lugar aceitável em uma dieta balanceada e de que os atributos negativos dos doces e do açúcar, tais como a hiperatividade entre crianças, são exagerados e errôneos²³.

A visão deles é de que o posicionamento dos doces como sendo um produto enormemente prazeroso e psicologicamente positivo de se consumir – juntamente com o aumento de promoções individuais dos doces - somente poderia ser positivo para a indústria de doces dos EUA, conforme esta se aproxima do século 21.

²² Professional Candy Buyer May 2002. **SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)**

²³ _____. **Will the Market's Growth Spurt Continue?** Candy Industry, 163 (1): A2+, January 1998. Stagnito Publishing Company.

Doces são atraentes para todos, mas tal fato tem tornado difícil direcionar produtos específicos a públicos específicos. Jeff Canter, do Salomon Brothers (Nova Iorque, NI), indica que os fabricantes de doces estão tentando atingir mercados adultos de grande crescimento, mas ainda direcionam a maior parte de sua propaganda para crianças e adolescentes.

Grandes fabricantes investem uma parcela substancial de seu orçamento em propaganda para promover seus produtos. Chamadas publicitárias e novos produtos são cuidadosamente escrutinados nesta indústria²⁴. Além disto, publicidade e promoções se tornaram ainda mais importantes durante os anos 90, na medida em que a preocupação dos consumidores com a saúde e o aumento da preferência dos consumidores em consumir lanches salgados com baixas taxas de gordura se tornaram uma ameaça ao crescimento da indústria de doces.

Inovação

Além de novas companhias e tendências emergentes, os fabricantes de doces desenvolveram inúmeros novos sabores e ampliaram suas linhas de produtos durante a última década e possuem planos para muito mais durante a próxima década.

Os fabricantes de doces vêm focando seus esforços para diferenciar produtos e para capitalizar oportunidades de valor adicionado. Exemplos do acima exposto são:

- O lançamento de novos produtos, tais como refrescantes de hálito, confeitos com baixas calorias e gordura, doces sem açúcar, barras energéticas, *fudge* ou chocolate combinado com pimentas, misturas de café com chocolate, higiene oral.

²⁴ _____. **A Luscious Year for US Sweets.** (Part 4 of 4). Candy Industry State of the Industry Report Supplement: A17+, July 1998. Advanstar Communications, Inc.

- *Marketing* ou embalagens não usuais, tais como combinações de doces com brinquedos
- Produtos inovadores, tais como chicletes e confeitos que mancham os dentes, a língua; formatos não usuais, tais como discos de CD de chocolates e buzinas; e chocolates recheados em formato de diamante. O setor de doces inovadores, incluindo itens interativos, licenciados e para presentes cresceu 8,7%²⁵
- Filmes baseados em *best-sellers*, ainda que caros e exclusivos para fabricantes maiores, encorajam os consumidores a experimentarem produtos feitos com chocolate e sem chocolate em pacotes diferentes e interessantes.
- Marcas conjuntas e sub-marcas, atualmente sob o domínio dos maiores *players* do mercado poderiam se tornar disponíveis para pequenos fabricantes na medida em que adoçam artificialmente e aumentam o valor nutritivo de seus produtos²⁶.
- Fusões e aquisições ainda são parte e uma parcela da atualidade da indústria, e estarão em seu futuro²⁷.

A Indústria de Doces e o E-Commerce

Os custos de distribuição para barras de chocolate podem ser proibitivos ao desenvolvimento do *e-commerce* de doces diretamente aos consumidores. O desejo impulsivo por um doce também pode ter passado há

²⁵ Professional Candy Buyer May 2002. **SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)**

²⁶ _____. **A Luscious Year for US Sweets.** (Part 4 of 4). Candy Industry State of the Industry Report Supplement: A17+, July 1998. Advanstar Communications, Inc.

²⁷ _____. **Confections Thrive in U.S. Economic Boom.** (Part 1 of 5). Candy Industry, 165 (1): 28+, January 2000. Stagnito Publishing Company.

muito tempo no momento em que o doce é entregue pelo entregador no dia seguinte²⁸.

A categoria de doces pode muito bem se tornar uma categoria mais importante para as lojas de tijolos e argamassa na medida em que os varejistas foquem em oportunidades para desenvolver categorias de impulso de compras em seus programas de *merchandising*.

Comentário Final

Considerado tudo, a indústria de doces é atrativa e o ponto crucial para o sucesso em 2002 e além é manter o foco do cliente nos doces. Tanto para grandes, pequenos e médios produtos, isto significa novos e inovadores produtos.

7.5. Previsão do Mercado

A Euromonitor²⁹ prevê que o mercado de chocolates dos EUA crescerá 2,3% em 2002 para um valor de US\$ 13,7 bilhões em 2006, na medida em que chocolate é um setor maduro, que enfrenta os desafios de canibalismo no período objeto da previsão.

As principais pressuposições relativas a tal previsão são:

- Outras oportunidades atraentes para o setor do chocolate nos EUA provavelmente serão descobertas, assim como tem sido nos últimos dois (2) ou três (3) anos nos setores menores e com maior valor de chocolates sazonais e de bombons sortidos.

²⁸ _____. **Demographics/Food Trends**. Candy Industry Confectionery Supplement: 10+, June 2000. Stagnito Publishing Company.

²⁹ Euromonitor. **CHOCOLATE CONFECTIONERY IN THE USA** (SEPTEMBER 2002)

- Os consumidores terão quase nenhuma razão para mudar de suas marcas de escolha pré-existentes devido à falta do desenvolvimento esperado de novos produtos.
- É esperado que mais fabricantes expandam suas ofertas de produtos sazonais para fazer com que chocolate seja sinônimo, nas mentes dos consumidores, de ocasiões festivas.

Para o mercado de Açúcar dos EUA, a Euromonitor³⁰ prevê um aumento de 8,6% de 2002 para um valor de US\$ 9,4 bilhões em 2006, uma vez que tal sub-setor está atualmente enfrentando um período de transição com o surgimento de novos produtos que satisfazem os consumidores e a obsolescência de produtos antiquados.

As principais pressuposições com relação a tal previsão são as seguintes:

- Tendências demográficas devem ter uma participação significativa com relação às vendas futuras de alguns confeitos doces e o declínio de outros
- Em linha com a grande população de crianças dos EUA, está projetado um crescimento significativo de pirulitos, balas, chicletes, gelatinas, mastigáveis e outros confeitos doces
- É esperado que o aumento das preocupações com a saúde continue liderando os consumidores orientados para a saúde a consumir mais doces açucarados do que chocolate, na medida em que produtos do setor de açúcar são muitas vezes livres de gorduras.

³⁰ Euromonitor. **SUGAR CONFECTIONERY IN THE USA** (Setembro 2002)

Avaliação da Empresa e da Marca

BIBLIOTECA KARL A. BOEDECKER

CAPÍTULO 8 – AVALIAÇÃO DA EMPRESA E DA MARCA

8.1. Avaliação da Empresa Hershey

Iniciamos o trabalho de avaliação com a avaliação da empresa Hershey utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado. Para tanto desenvolvemos premissas baseadas em todo o levantamento e na análise realizada nos capítulos anteriores. Na seqüência apresentamos três tabelas. A tabela 11 apresenta os dados de mercado que norteiam nossas premissas e estimativas. Em seguida, a tabela 12 apresenta os números e médias necessárias para a avaliação do Fluxo de Caixa Descontado). Finalmente, a tabela 13 apresenta a avaliação da Hershey pelo método do Fluxo de Caixa Descontado.

8.1.1. Premissas para Avaliação da Empresa pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado

Iniciamos o desenvolvimento de nossas premissas considerando que a estratégia da empresa será permanecer nos mercados da América do Norte e internacionais já estabelecidos. O crescimento será orgânico e com eventuais pequenas aquisições.

Crescimento das Vendas Líquidas

	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	Média
Taxa Crescimento Vendas	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%

Tabela 10

As taxas de crescimento das vendas para o período de 2002 a 2007, apresentadas acima, são resultado dos seguintes fatos e premissas:

- Considerando a volatilidade do gosto dos consumidores, o aspecto mais importante para suportar um crescimento de vendas é ter um produto disponível aos consumidores no ponto de venda.

- Desde o final dos anos 90 a empresa tem realizado diversas ações objetivando melhorar sua resposta às demandas do mercado e fazer com que seu produto esteja prontamente disponível quando os clientes (varejistas) colocam seus pedidos:
 - o A implementação do novo sistema de informações corporativo integrado estará completamente finalizada e operacional a partir de 2002, proporcionando informações confiáveis sobre os pedidos de vendas, necessidades de compras e produção e níveis de estoques.
 - o Melhoria na eficiência da cadeia de suprimentos a partir do plano de realinhamento do negócio realizado em 2001.
- A nova administração planeja revisar a estratégia de marcas da companhia, focando as despesas com propaganda e promoção nas suas principais marcas.
- Juntamente à revisão da marca, a companhia pode ser capaz de realizar ajustes (aumentos) no preço de determinados produtos.

Margens Brutas

A margem bruta da companhia tem permanecido estável ao longo do período analisado, contudo, com o novo sistema de informação integrado, os processos implementados e o realinhamento do negócio, podemos assumir que a companhia será capaz de aumentar em 2,5% sua margem bruta média em 2002 alcançando 42,36% das vendas e 1,5% em 2003 para 43%, mantendo este nível para o restante do período projetado.

Despesas

A premissa de vendas e participação no mercado ampliadas implica em um gasto maior com propaganda e promoção. Portanto, estima-se que o percentual de despesas em relação às vendas aumentará em 10% em 2002 relativamente à média (25,39%) do período de 1997 a 2001 principalmente devido a despesas com marketing mais altas. Estima-se que este novo patamar de 27,92% será mantido para o restante do período em análise.

Taxa de Impostos

A taxa de imposto de renda aplicável para a companhia é de 35%. Entretanto no último período de dez anos a taxa de imposto de renda efetiva variou de 44,70% a 36,76%, com uma média de 39,50%. Considerando que não está previsto significativas aquisições ou alienações, utilizaremos a taxa de imposto efetiva mais baixa para as nossas previsões.

Depreciação e Amortização

Estimamos que a companhia manterá o mesmo patamar da depreciação média de 3,92% das vendas realizada no período de 1997 a 2001.

Variações no Capital de Giro

Assumimos que a nova administração será capaz de racionalizar as operações e, portanto, manter a variação no capital de giro média (de 1997 a 2001) em 2,26% ao longo do período projetado.

Investimentos em Bens de Capital (CAPEX)

Partindo de nossa premissa que o crescimento de vendas será originário do crescimento vegetativo do volume e de significativo aumento de volume em poucos e selecionados produtos, estima-se que a relação de investimentos em bens de capital sobre as vendas será mantida no mesmo patamar da média do período anterior (1997 a 2001).

Taxa de Crescimento na Perpetuidade

Enquanto a taxa de crescimento das vendas no médio prazo (próximos 5 anos) é baseada principalmente em desenvolvimentos internos da companhia, a taxa de crescimento na perpetuidade depende da composição das taxas de crescimento estimadas para o Produto Interno Bruto (PIB), Gastos Pessoais e populacional. Após analisar as taxas históricas de crescimento para o PIB e Gastos Pessoais, e estimativas para o crescimento populacional, chegamos a uma taxa de crescimento na perpetuidade para a Hershey de 3,5% (veja Tabela 11 nas páginas seguintes).

Cálculo da Taxa de Desconto (WACC)

De acordo com COPELAND et al (2000) tanto credores quanto acionistas esperam ser compensados pelo custo de oportunidade de investir seus fundos em um negócio específico do que em outros de risco equivalente. O custo médio de capital ponderado (*WACC*) é a taxa de desconto, ou valor do dinheiro no tempo, usado para converter o fluxo de caixa futuro estimado em valor presente para todos os investidores.

Para operar uma entidade necessita de recursos (humanos, financeiros, tecnológicos, etc), os quais podem ser obtidos de vários agentes econômicos tais como acionistas, debenturistas, bancos, e outros. Dentre as várias fontes de recursos disponíveis para as empresas, as principais são:

- Empréstimos e financiamentos
- Emissão de ações ordinárias e preferenciais
- Retenção de lucros
- Emissão de outros títulos

De acordo com MARTINS (2001), essas modalidades de obtenção de recursos costumam apresentar encargos e riscos diferenciados, fato que exige um monitoramento cuidadoso, objetivando a busca de uma combinação que otimize o custo de capital da empresa.

Na avaliação da Hershey apuramos o custo médio ponderado de capital, o qual considera o efeito combinado de todas as fontes de financiamento da empresa, neste caso, o capital de terceiros (composto por empréstimos junto a bancos) e o capital próprio.

Custo do Capital de Terceiros

De acordo com MARTINS (2001), para uma companhia que não pretenda alterar sua estrutura de financiamento, o custo do capital de terceiros pode ser calculado baseado no retorno esperado dos títulos em sua maturidade (*yield maturity*). Ao contrário dos dividendos, os pagamentos de juros são dedutíveis para alguns tributos. Portanto, o custo do capital de terceiros deve ser sempre apresentado líquido dos efeitos tributários. Em termos matemáticos temos:

$$K_d = K_a (1 - A_{ir})$$

Onde:

K_d = custo do capital de terceiros depois dos efeitos tributários

K_a = custo do capital de terceiros antes dos efeitos dos tributos
(aqui simplificados para o Imposto de Renda)

A_{ir} = alíquota dos tributos sobre o resultado

No caso da Hershey, utilizamos o custo do endividamento ao valor contábil pois todas as dívidas da companhia estão contratadas com bancos. Desta forma, temos:

K_a = considerando o mesmo custo do ano de 2001, ou seja:

Despesas de juros / (Empréstimos de CP + Empréstimos de LP)

US\$ 69.093 / (US\$ 7.005 + US\$ 921 + US\$ 876.972) = **7,81%**

A_{ir} = alíquota dos tributos sobre o resultado

Assumida a taxa mais baixa dos últimos 10 anos (**36,76%**) (veja Tabela 36 ao final do Anexo 1)

$K_d = 0,0781 * (1 - 0,3676) = \mathbf{4,94\%}$

Custo do Capital Próprio (Ações Ordinárias)

Os acionistas proporcionam uma fonte de financiamento de longo prazo, tendo como principais remunerações o recebimento de dividendos e o aumento do valor da ação. Ambos normalmente possuem uma forte correlação com os lucros produzidos. Uma vez que sua cotação no mercado é parte do retorno, os modelos de apuração do custo do capital próprio tornam-se mais complexos [MARTINS (2001)].

Existem várias sistemáticas para o dimensionamento do custo de capital das ações, tais como:

- a abordagem de dividendos (Modelo de Gordon)
- Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- Arbitrage Pricing Model (APM)

Neste estudo utilizamos o CAPM. De acordo com MARTINS (2001), o princípio do CAPM consiste em que a taxa de rendimento requerida por um

investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prêmio pelo risco. Ele assume que só o risco sistemático (não diversificável) é importante. Assim, devemos calcular o coeficiente de volatilidade da ação (β).

O β (beta) é utilizado para medir a relação existente entre as variações dos retornos de um título (r_i) e global do mercado (r_m), usando técnicas de covariância (Cov) e variância (Var). Em termos matemáticos, o beta da ação i seria:

$$\beta_i = Cov(r_i, r_m) / Var(r_m)$$

O beta tenta evidenciar a sensibilidade de determinada ação aos aspectos que impactam todo o mercado. Segundo o CAPM, o prêmio pelo risco do investimento é obtido pela diferença de rendimentos que se espera entre o mercado [$E(r_m)$] e os investimentos livres de risco (r_f), combinado com a sensibilidade do título (β), como segue a equação:

$$\text{Prêmio pelo risco da ação } i = \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

Portanto, o custo de capital poderia ser assim estimado:

$$\text{Custo de capital da ação } i (K_e) = r_f + \text{prêmio pelo risco da ação } i$$

Na avaliação da Hershey, temos:

$\beta = 0,44$. Extraído da base de dados Bloomberg para o período dos 5 anos anteriores (1997 a 2001) (veja gráfico 7 ao final deste capítulo).

$E(r_m) = 15,64\%$. Retorno médio para o período 1991 a 2001 (extraído do Ibbotson Annual Return Data: Summary Data – veja a tabela 22 ao final deste capítulo)

$r_f = 4,66\%$. Retorno médio para o período 1991 a 2001 (extraído do Ibbotson Annual Return Data: Summary Data – veja a tabela 22 ao final deste capítulo)

Desta forma, o prêmio pelo risco da ação da Hershey é:

$$\text{Prêmio pelo risco da ação } i = 0,44 * (0,1564 - 0,0466) = 4,83\%$$

E, o custo de capital da ação da Hershey é:

$$\text{Custo de capital da ação } i (K_e) = 0,0466 + 0,0483 = \mathbf{9,49\%}$$

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

O processo de apuração do custo do capital médio ponderado (WACC) pode ser dividido em três passos, a saber:

1. cálculo do custo de cada fonte financeira específica, conforme apresentado nos tópicos anteriores, temos:

$$K_d = \mathbf{4,94\%} \text{ (custo do capital de terceiros)}$$

$$K_e = \mathbf{9,49\%} \text{ (custo do capital próprio)}$$

2. determinação da porcentagem de cada fonte financeira no total do financiamento

Primeiramente, assumimos que a empresa manterá a mesma estrutura de capital que já possuía em 2001. Assim, o cálculo do índice de endividamento fica:

$$D / E = (\text{Endividamento CP} + \text{Endividamento LP do exercício} + \text{Endividamento LP}) / \text{Total Patrimônio Líquido} = 77,14\%$$

Então calculamos as porcentagens:

$$\% \text{ Endividamento} = 0,7714 / (1 + 0,7714) = \mathbf{43,55\%}$$

$$\% \text{ Patrimônio Líquido} = 1 - 0,4355 = \mathbf{56,45\%}$$

3. soma dos produtos dos itens 1 e 2

$$WACC = (K_d * \%Endividamento) + (K_e * \%Patrim\~{o}nio L\~{i}quido) = 7,51\%$$

Portanto, utilizamos em nossa avalia\~{c}o da Hershey o custo do capital m\~{e}dio ponderado (WACC) de 7,51%.

Seguem nas pr\~{o}ximas p\~{a}ginas as tr\~{e}s tabelas comentadas no in\~{i}cio deste cap\~{i}tulo.

Dados Econômicos Históricos (em bilhões de Dólares)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
GDP	7,401	7,813	8,318	8,782	9,274	9,825	10,062	
Gastos Pessoais (DPI)	5,120	5,406	5,715	6,054	6,453	6,919	7,224	
		95-96	96-97	97-98	98-99	99-00	00-01	Average
% Variação PIB		5.6%	6.5%	5.6%	5.6%	5.9%	2.4%	5.3%
% Variação DPI		5.6%	5.7%	5.9%	6.6%	7.2%	4.4%	5.9%

Fontes: www.bea.gov, U.S. Department of Commerce, Economic and Statistics Administration, U.S. Census Bureau, Current Industrial Reports MA 311D

População Total dos EUA em milhares						
	População			% Médio Variação Anual		
	Baixo	Média	Alto	Baixo	Média	Alto
1998	270,299	270,299	270,299	0.84	0.92	1.01
2000	274,853	275,306	275,816	0.46	0.82	1.29
2025	308,229	337,815	380,397	0.07	0.71	1.49

Fonte: US Census Bureau (Internet release date: January 13, 2000)

Estimativa de Crescimento do Mercado de Doces dos EUA (em milhões de Dólares)			
	2001	2006E	% Variação 01- 06E
Chocolate	13,213	13,700	3.7%
Açúcar	8,481	9,400	10.8%
Total Mercado EUA	21,695	23,100	6.5%

Fonte: Euromonitor

Estimativas de Crescimento da Hershey (em porcentagens)							
	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	Média
Taxa Crescimento Vendas	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%
Taxa Crescimento Perpetuidade	3.5%						

TABELA 11 - Dados do Mercado

Hershey Foods Corp.
(dados para avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado)

Lucros & Perdas

(em milhões, exceto dados por ação)

	Dec-92	Dec-93	Dec-94	Dec-95	Dec-96	Dec-97	Dec-98	Dec-99	Dec-00	Dec-01	% Change 00- 01	CAGR 92-01	CAGR 97-01	Average 97- 01
Vendas Líquidas	3,219,805	3,488,249	3,606,271	3,690,667	3,989,308	4,302,236	4,435,615	3,970,924	4,220,976	4,557,241	7.97%	3.58%	1.45%	
Custos e Despesas	1,833,388	1,995,502	2,097,556	2,126,274	2,302,089	2,488,896	2,625,057	2,354,724	2,471,151	2,665,566	7.87%	3.63%	1.73%	
Lucro Bruto	1,386,417	1,492,747	1,508,715	1,564,393	1,687,219	1,813,340	1,810,558	1,616,200	1,749,825	1,891,675	8.11%	3.53%	1.06%	
<i>Margem bruta</i>	<i>43.06%</i>	<i>42.79%</i>	<i>41.84%</i>	<i>42.39%</i>	<i>42.29%</i>	<i>42.15%</i>	<i>40.82%</i>	<i>40.70%</i>	<i>41.46%</i>	<i>41.51%</i>				<i>41.33%</i>
Despesas operacionais														
Vendas, Marketing e Administrativas	958,189	1,035,519	1,034,115	1,053,758	1,124,087	1,183,130	1,167,895	1,057,840	1,127,175	1,269,964	12.67%	3.33%	1.79%	
Total de despesas	958,189	874,235	1,140,220	1,053,607	1,194,791	1,183,130	1,167,895	570,270	1,127,175	1,459,804	29.51%	4.94%	5.39%	
<i>% sobre vendas</i>	<i>29.76%</i>	<i>25.06%</i>	<i>31.62%</i>	<i>28.55%</i>	<i>29.95%</i>	<i>27.50%</i>	<i>26.33%</i>	<i>14.36%</i>	<i>26.70%</i>	<i>32.03%</i>	<i>19.95%</i>			<i>25.39%</i>
Receita das Operações/EBIT	428,228	618,512	368,495	510,786	492,428	630,210	642,663	1,045,930	622,650	431,871	-30.64%	-0.12%	-9.02%	
<i>Margem operacional</i>	<i>13.30%</i>	<i>17.73%</i>	<i>10.22%</i>	<i>13.84%</i>	<i>12.34%</i>	<i>14.65%</i>	<i>14.49%</i>	<i>26.34%</i>	<i>14.75%</i>	<i>9.48%</i>				<i>15.94%</i>
Despesas financeiras	27,240	26,995	35,357	44,833	48,043	76,255	85,657	74,271	76,011	69,093	-9.10%	9.47%	-2.44%	
Perdas (ganhos) não operacionais	0	80,642	0	0	-35,352	0	0	243,785	0	19,237				
Lucro antes do IR - LAIR	400,988	510,875	333,138	465,953	479,737	553,955	557,006	727,874	546,639	343,541	-37.15%	-1.76%	-11.26%	
<i>Margem antes do IR</i>	<i>12.45%</i>	<i>14.65%</i>	<i>9.24%</i>	<i>12.63%</i>	<i>12.03%</i>	<i>12.88%</i>	<i>12.56%</i>	<i>18.33%</i>	<i>12.95%</i>	<i>7.54%</i>				<i>12.85%</i>
Imposto de renda	158,390	213,642	148,919	184,034	206,551	217,704	216,118	267,564	212,096	136,385	-35.70%	-1.57%	-11.03%	
<i>Percentual de IR</i>	<i>39.50%</i>	<i>41.82%</i>	<i>44.70%</i>	<i>39.50%</i>	<i>43.06%</i>	<i>39.30%</i>	<i>38.80%</i>	<i>36.76%</i>	<i>38.80%</i>	<i>39.70%</i>				<i>38.67%</i>
Lucro antes de itens não operacionais	242,598	297,233	184,219	281,919	273,186	336,251	340,888	460,310	334,543	207,156	-38.08%	-1.89%	-11.41%	
Perdas (ganhos) não operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
Lucro (prejuízo) líquido	242,598	297,233	184,219	281,919	273,186	336,251	340,888	460,310	334,543	207,156	-38.08%	-1.89%	-11.41%	
<i>Margem líquida</i>	<i>7.53%</i>	<i>8.52%</i>	<i>5.11%</i>	<i>7.64%</i>	<i>6.85%</i>	<i>7.82%</i>	<i>7.69%</i>	<i>11.59%</i>	<i>7.93%</i>	<i>4.55%</i>				<i>7.91%</i>

Itens do Fluxo de Caixa

Investimentos	249,795	211,621	138,711	140,626	159,433	172,939	161,328	115,448	138,333	160,105				
<i>% sobre vendas</i>	<i>7.76%</i>	<i>6.07%</i>	<i>3.85%</i>	<i>3.81%</i>	<i>4.00%</i>	<i>4.02%</i>	<i>3.64%</i>	<i>2.91%</i>	<i>3.28%</i>	<i>3.51%</i>				<i>3.47%</i>
Depreciações e amortizações	97,087	113,064	129,041	133,884	133,476	152,750	158,161	163,308	175,964	190,494				
<i>% sobre vendas</i>	<i>3.02%</i>	<i>3.24%</i>	<i>3.58%</i>	<i>3.63%</i>	<i>3.35%</i>	<i>3.55%</i>	<i>3.57%</i>	<i>4.11%</i>	<i>4.17%</i>	<i>4.18%</i>				<i>3.92%</i>

Análise do capital em giro

Capital próprio em giro (definido AC- PC)	203,039	75,151	152,445	57,968	168,955	239,099	319,142	567,151	528,447	561,097				
<i>% sobre vendas</i>	<i>6.31%</i>	<i>2.15%</i>	<i>4.23%</i>	<i>1.57%</i>	<i>4.24%</i>	<i>5.56%</i>	<i>7.19%</i>	<i>14.28%</i>	<i>12.52%</i>	<i>12.31%</i>				<i>10.37%</i>
Change in Working Capital		-127,888	77,294	-94,477	110,987	70,144	80,043	248,009	-38,704	32,650				
<i>% sobre vendas</i>		<i>3.67%</i>	<i>2.14%</i>	<i>2.56%</i>	<i>2.78%</i>	<i>1.63%</i>	<i>1.80%</i>	<i>6.25%</i>	<i>0.92%</i>	<i>0.72%</i>				<i>2.26%</i>

TABELA 12

Hershey Foods Corporation
(Avaliação pelo método de Fluxo de Caixa Descontado)

Pro-Forma Lucros & Perdas

(em milhares de dólares, exceto dados por ação)

	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
Vendas Líquidas	4,785,103	5,024,358	5,275,576	5,512,977	5,761,061	6,020,309
Custos e Despesas	2,758,145	2,864,128	3,007,334	3,142,664	3,284,084	3,431,868
Lucro Bruto	2,026,958	2,160,230	2,268,242	2,370,313	2,476,977	2,588,441
Margem bruta	42.36%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
Despesas operacionais						
Vendas, Marketing e Administrativas	1,336,202	1,403,012	1,473,163	1,539,455	1,608,730	1,681,123
Total de despesas	1,336,202	1,403,012	1,473,163	1,539,455	1,608,730	1,681,123
% sobre vendas	27.92%	27.92%	27.92%	27.92%	27.92%	27.92%
Receita das Operações/EBIT	690,756	757,218	795,079	830,858	868,247	907,318
Margem operacional	14.44%	15.07%	15.07%	15.07%	15.07%	15.07%

Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

(em milhões, exceto dados por ação)

	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	Valor Terminal
FREE CASH FLOW - Fluxo de caixa livre							
Vendas Líquidas	4,785,103	5,024,358	5,275,576	5,512,977	5,761,061	6,020,309	
EBIT	690,756	757,218	795,079	830,858	868,247	907,318	
NOPAT	436,834	478,865	502,808	525,435	549,079	573,788	
(+) Depreciações+Amortizações	187,362	196,730	206,566	215,862	225,576	235,726	
(-) Variação no Capital de Giro (WC)	108,277	113,691	119,375	124,747	130,361	136,227	
(-) CAPEX	166,088	174,392	183,112	191,352	199,963	208,961	
Fluxo de Caixa Livre	349,831	387,512	406,887	425,197	444,331	464,326	11,989,336.30

	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	Valor Terminal
AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO						
Fluxo de Caixa Livre	387,512	406,887	425,197	444,331	464,326	11,989,336
Fator de Desconto - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	1.08	1.16	1.24	1.34	1.44	1.44
Fluxo de Caixa Livre Descontado	360,448	352,038	342,187	332,612	323,304	8,348,023

Soma dos Fluxos de Caixa Descontados	2,060,421
VP do Valor Terminal	8,348,023
Valor da Empresa	10,408,444
Menos o Endividamento	876,972
Valor do Patrimônio Líquido	9,531,472
Ações ordinárias	135,639
Valor da Empresa por Ação	76.74
Valor do Patrimônio Líquido por Ação	70.27

Variáveis Assumidas e Estimadas

1) Lucro Operacional Pro-Forma						
Crescimento das Vendas Líquidas	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.50%
Margem Bruta	42.36%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
% de despesas sobre vendas	27.92%	27.92%	27.92%	27.92%	27.92%	27.92%
2) Taxa de Impostos	36.76%					
3) Depreciação e Amortização (média 1997a 2001)	3.92%					
4) Variações no Capital de Giro (média 1997 a 2001)	2.26%					
5) CAPEX (média 1997 a 2001)	3.47%					
6) Taxa de crescimento na Perpetuidade	3.50%					
7) Cálculo do Custo Médio Ponderado (WACC)						
WACC = $E(R_i) \times \text{Equity} / \text{Total Cpt} + D(R_i) \times \text{Debt} / \text{Total Cpt}$ =	7.51%				Taxa Livre de Risco (Rf) =	4.66%
$D(R_i) = \text{Corporate Borrowing Rate} \times (1-t) =$	4.94%				Rm-Rf =	10.98%
Corporate Borrowing Rate (use 2001) = Interest Expense / (ST Borrowing+LT Borrowing) =	7.81%				D/E =	77.14%
$E(R_i) = R_f + \text{Beta}_i \times (R_m - R_f) =$	9.49%				% Endividamento	43.55%
Beta _i =	0.44 Beta Ajustado				% Patrimônio Líquido	56.45%

TABELA 13

8.2. Avaliação da Marca Hershey

Com o objetivo de estimar quanto vale a marca “Hershey”, aplicamos dois métodos diferentes (metodologias Financial World e Interbrand) e chegamos a um valor aproximado de US\$3,8 bilhões para a marca nominativa da Hershey.

8.2.1. Avaliação da Marca da Hershey com Base na Metodologia da Financial World

Um dos meios mais conhecidos de se analisar o valor de uma marca é a pesquisa anual de marcas conduzida pela revista Financial World (FW). Para se avaliar marcas, a FW utiliza uma versão simplificada da fórmula desenvolvida pela Interbrand Group, uma empresa especializada na avaliação de marcas¹.

Em primeiro lugar, precisamos calcular as vendas de todos os produtos com a marca nominativa “Hershey” e o lucro operacional da marca. Uma vez que a Hershey não divulga números relativos a vendas por linha de produtos, os dados financeiros relativos às marcas que foram utilizados são estimativas baseadas nas informações obtidas a partir de diversos artigos publicados em revistas especializadas em marketing, que apresentam a posição atual da marca “Hershey” e as declarações de seus altos executivos.

De acordo com a publicação Advertising Age (2001)² as três principais marcas da Hershey (“Hershey’s bar”, “Hershey’s kisses” e “Reese’s”) representam 35% das vendas da companhia. Além disto, no portfólio de 1.800 itens, as 200 variedades de produtos mais importantes representam 59% das vendas. Uma vez que estas 200 variedades de produtos mais importantes incluem marcas licenciadas para a Hershey, tais como “Kit Kat” e “Cadbury”, assumimos que 40% do total das vendas derivam de marcas com o nome

¹ Ver website www.interbrand.com

² _____. Hershey to increase ad budgets for key brands. Advertising Age. 72ed. Crain Communications Inc, 29/10/2001

“Hershey”. Com relação aos rendimentos, estimamos que estes produtos são responsáveis por uma porção maior do rendimento (60% do lucro operacional), uma vez que a companhia pode cobrar preços mais altos por tais produtos.

em milhares de Dólares	2000		2001	
		Total		Total
Total de Vendas Líquidas da Companhia		4,220,976		4,557,241
Total de Lucro Operacional da Companhia		622,650		640,948
Resultado derivado das marcas com o nome Hershey ²				
Vendas Líquidas da Marca	40%	1,688,390	40%	1,822,896
Lucro Operacional da Marca	60%	373,590	60%	384,569
Notas				
¹ O Lucro operacional de 2001 foi ajustado a fim de reverter a incidência do custo de realinhamento do negócio				
² Vendas líquidas e lucro operacional relacionado à marca foi baseado em dados publicados sobre as marcas da empresa				

Tabela 14 - Avaliação da Marca pelo Método FW – Passo 1

Que porção do rendimento operacional é atribuível à marca nominativa? Para descobrir, subtraímos do lucro operacional das marcas a quantia que um produto genérico ou um produto com uma marca secundária teria gerado em termos de lucros operacionais. Para realizar tal cálculo, primeiro calculamos o índice “capital empregado nas vendas” para a categoria da indústria, utilizando dados do banco de dados da StockVal³ – para a indústria de alimentos (049A) este índice é de 53,39%. Após, aplicamos tal índice às vendas líquidas da Hershey, e chegamos a um valor de US\$901.351 (em milhares, em 2000), que é o capital empregado pela Hershey para gerar vendas da marca. Então assumimos que uma versão genérica do produto geraria um retorno líquido de 5% sobre o capital empregado (i.e., US\$45.068 – em milhares, em 2000).

Cálculo para identificar a porção do lucro operacional atribuída à marca Hershey	2000		2001	
	%	Total	%	Total
Razão capital-empregado-nas-vendas para a categoria da indústria ⁵	53.39%		53.39%	
Capital empregado pelas marcas da Hershey		0		0
(razão capital-empregado-nas-vendas pela indústria multiplicado pelas vendas líquidas da companhia derivadas das marcas)		(53.39% x 1,688,390)		(53.39% x 1,822,896)
Retorno sobre este capital estimado que um Private Label poderia render	5%		5.00%	
Retorno que um Private Label poderia render		0		0
		(5% x 901,351)		(5% x 973,157)

Tabela 15 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Passo 2

Após subtrair tal porção do capital empregado pela Hershey, fizemos

³ Banco de dados utilizado no laboratório de finanças da UTA (University of Texas at Austin)

uma provisão para impostos (a uma taxa de 35%), e o restante é considerado lucros líquidos relativos à marca (i.e., US\$213.540 – em milhares, em 2000).

em milhares de Dólares	2000		2001	
		Total		Total
Total de Vendas Líquidas da Companhia		4,220,976		4,557,241
Total de Lucro Operacional da Companhia		622,650		640,948
Resultado derivado das marcas com o nome Hershey ²				
Vendas Líquidas da Marca	40%	1,688,390	40%	1,822,896
Lucro Operacional da Marca	60%	373,590	60%	384,569
MENOS: retorno que um Private Label poderia trazer (veja cálculos na Tabela 1)		45,068		48,658
Lucro Operacional relacionado à marca (antes de impostos)		328,522		335,911
Lucro líquido da marca ³		213,540		218,342
Notas				
¹ O Lucro Operacional de 2001 foi ajustado a fim de reverter a incidência do custo de realinhamento do negócio				
² Vendas líquidas e lucro operacional relacionado à marca foi baseado em dados publicados sobre as marcas da empresa				
³ Considera 35% de taxa legal de imposto de renda				

Tabela 16 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Passo 3

Então, para tais lucros aplicamos um multiplicador baseado na força de uma marca. Tal multiplicador, desenvolvido pela Interbrand, possui sete componentes:

Liderança: a capacidade da marca de influenciar o mercado. Uma marca que lidera seu setor de mercado, é uma propriedade mais estável e mais valiosa do que uma marca que se encontra em uma posição menos favorável.

Estabilidade: a capacidade comprovada da marca de manter a lealdade do consumidor. Uma marca bem estabelecida, que comanda a lealdade do consumidor e que se tornou uma parte integral da estrutura de seus mercados, é particularmente valiosa.

Mercado: a força do ambiente de negociação da marca. Marcas em mercados tais como o de alimentos e de bebidas, são intrinsecamente mais valiosas do que marcas em áreas de alta tecnologia ou vestuário, uma vez que tais mercados são mais vulneráveis a mudanças tecnológicas ou na moda.

Internacionalidade – a capacidade da marca de atravessar fronteiras geográficas e culturais. Marcas que são internacionais são inerentemente mais valiosas do que marcas nacionais ou regionais.

Tendência: a direção contínua da importância da marca para sua indústria. A tendência geral de longo prazo da marca é uma medida importante de sua capacidade de se manter contemporânea e relevante para os consumidores e, conseqüentemente, de seu valor.

Suporte: a força da comunicação da marca. As marcas que receberam investimentos consistentes e suporte focado, devem ser consideradas como mais valiosas do que aquelas que não receberam investimentos e suporte. Enquanto a quantia gasta no suporte a uma marca é importante, a qualidade de tal suporte é igualmente significativa.

Proteção: o título de propriedade legal da marca. Uma marca registrada é um monopólio estatutário de um nome, símbolo ou uma combinação dos dois. Existem outras formas de proteção legal, pelo menos em determinados países. A força e abrangência da proteção de uma marca é crítica para a avaliação de seu valor.

Evidentemente, quanto mais forte a marca, maior será o multiplicador aplicado aos rendimentos. Multiplicadores variam de 6 a 20.

Múltiplo Interbrand baseado na força da marca aplicado ao lucro líquido da marca		
(os múltiplo variam de 6 a 20)		
Liderança	(capacidade da marca de influenciar seu mercado)	19
Estabilidade	(capacidade da marca de mater a lealdade do consumidor)	20
Mercado	(força do ambiente de negociação da marca)	19
Internacionalidade	(capacidade de atravessar fronteiras geográficas e culturais)	10
Tendência	(direção contínua da importância da marca para sua indústria)	17
Suporte	(força da comunicação da marca)	17
Proteção	(título de propriedade legal da marca)	19
<i>Multiplicador baseado na força da marca</i>		<i>17.29</i>

Tabela 17 – Múltiplo Interbrand

O uso de uma média ponderada de dois anos dos rendimentos atribuíveis à marca (a contagem mais recente é duas vezes maior do que a do ano anterior) impede que os valores da marca demonstrem enormes giros causados mais por flutuações na economia ou tumultos de curto prazo da indústria do que na força da marca propriamente dita.

em milhares de Dólares	2000		2001	
		Total		Total
Total de Vendas Líquidas da Companhia		4,220,976		4,557,241
Total de Lucro Operacional da Companhia		622,650		640,948 ¹
Resultado derivado das marcas com o nome Hershey ²				
Vendas Líquidas da Marca	40%	1,688,390	40%	1,822,896
Lucro Operacional da Marca	60%	373,590	60%	384,569
MENOS: retorno que um Private Label poderia trazer (veja cálculos na Tabela 1)		45,068		48,658
Lucro Operacional relacionado à marca (antes de impostos)		328,522		335,911
Lucro líquido da marca ³		213,540		218,342
Múltiplo baseado na força - Interbrand (veja cálculos na Tabela 2)	17.29		17.29	
VALOR DA MARCA (para o ano)		3,691,185		3,774,199
		(17.29 * 213,540)		(17.29 * 218,342)
Valor da Marca Ponderado⁴				3,746,528

Notas

¹ O Lucro operacional de 2001 foi ajustado a fim de reverter a incidência do custo de realinhamento do negócio

² Vendas líquidas e lucro operacional relacionado à marca foi baseado em dados publicados sobre as marcas da empresa

³ Considera 35% de taxa legal de imposto de renda

⁴ Valor da Marca Ponderado - o ano mais recente vale o dobro do ano anterior

Tabela 18 – Avaliação da Marca pelo Método FW – Último Passo

TABELA 19 - Hershey Foods Corporation - Metodologia dos Redimentos Históricos
(baseado na Metodologia da Financial World)

em milhares de Dólares	2000		2001	
		Total		Total
Total de Vendas Líquidas da Companhia		0		0
Total de Lucro Operacional da Companhia:		3,598,326		5,414,571 ¹
Resultado derivado das marcas com o nome Hershey ²				
Vendas Líquidas da Marca:	40%	0	40%	0
Lucro Operacional da Marca	60%	2,158,996	60%	3,248,743
MENOS: retorno que um Private Label poderia trazer (veja cálculos na Tabela 1)		0		0
Lucro Operacional relacionado à marca (antes de impostos)		2,158,996		3,248,743
Lucro líquido da marca ³		1,403,347		2,111,683
Múltiplo baseado na força - Interbrand (veja cálculos na Tabela 2)	17.29		17.29	
VALOR DA MARCA (para o ano)		24,257,858		36,501,944
		(17.29 * 213,540)		(17.29 * 218,342)
Valor da Marca Ponderado⁴				32,420,582

Cálculo para identificar a porção do lucro operacional atribuída à marca Hershey	2000		2001	
	%	Total	%	Total
Razão capital-empregado-nas-vendas para a categoria da indústria ⁵	53.39%		53.39%	
Capital empregado pelas marcas da Hershey (razão capital-empregado-nas-vendas pela indústria multiplicado pelas vendas líquidas da companhia derivadas das marcas)		0 (53.39% x 1,688,390)		0 (53.39% x 1,822,896)
Retorno sobre este capital estimado que um Private Label poderia render	5%		5.00%	
Retorno que um Private Label poderia render		0 (5% x 901,351)		0 (5% x 973,157)

Múltiplo Interbrand baseado na força da marca aplicado ao lucro líquido da marca		
(os múltiplo variam de 6 a 20)		
Liderança	(capacidade da marca de influenciar seu mercado)	19
Estabilidade	(capacidade da marca de mater a lealdade do consumidor)	20
Mercado	(força do ambiente de negociação da marca)	19
Internacionalidade	(capacidade de atravessar fronteiras geográficas e culturais)	10
Tendência	(direção contínua da importância da marca para sua indústria)	17
Suporte	(força da comunicação da marca)	17
Proteção	(título de propriedade legal da marca)	19
Multiplicador baseado na força da marca		17.29

Notas

¹ O Lucro operacional de 2001 foi ajustado a fim de reverter a incidência do custo de realinhamento do negócio

² Vendas líquidas e lucro operacional relacionado à marca foi baseado em dados publicados sobre as marcas da empresa

³ Considera 35% de taxa legal de impostos

⁴ Valor da Marca Ponderado - o ano mais recente vale o dobro do ano anterior

⁵ Razão capital-empregado-nas-vendas pela categoria da indústria foi calculado a partir da base de dados StockVal para a indústria (049A)

8.2.2. Avaliação da Marca da Hershey com base na metodologia da Interbrand

O segundo método utilizado para avaliar a marca “Hershey” foi o modelo de avaliação de marcas amplamente reconhecido da Interbrand. O modelo calcula o Valor da Marca como o valor líquido presente dos rendimentos que se espera sejam gerados pela marca no futuro. O modelo é composto de quatro elementos-chave: (a) Previsão Financeira; (b) Papel da Marca; (c) Força da Marca; e (d) Cálculo do Valor da Marca.

a) Previsão Financeira

Com base nos dados registrados nos demonstrativos financeiros da companhia (i.e., 10K e relatórios anuais), preparamos uma previsão financeira para as marcas da Hershey. As previsões começam com projeções das Receitas com Marcas representando todas as receitas que se espera sejam geradas pelas marcas no futuro (como no primeiro método, estimamos que 40% do total das vendas seja derivado de produtos com marcas). As vendas totais foram estimadas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado conforme descrito no capítulo anterior.

Das Receitas com Marcas, deduzimos todos os custos operacionais (margens brutas são estimadas nos mesmos níveis de 42,36% das vendas da companhia em 2002 e 43% de 2003 em diante, mas as despesas de vendas e de marketing foram estimados em um nível mais alto – 34% de vendas com marcas), impostos (36,67%) e encargos com o capital empregado (5,66%, conforme explicado abaixo) que são necessários para operar os negócios de marcas.

Como resultado, derivamos Rendimentos Intangíveis representando todos os rendimentos gerados pelos intangíveis dos negócios de marcas.

b) Papel das Marcas

Por meio da análise do Papel das Marcas, a Interbrand determina os Rendimentos das Marcas como uma porcentagem dos Rendimentos Intangíveis que são atribuíveis unicamente à marca. Por exemplo, “Hilton” é um nome bem conhecido na indústria de hotéis. Mas a marca “Hilton” não é responsável pelo crescimento e lucratividade da companhia, como o nome “Gillette”. Outros fatores tais como localização e precificação possuem papéis importantes.

Assim, a análise do Papel das Marcas identifica e pesa os direcionadores chave da demanda dos consumidores e sua dependência das marcas. Isto é calculado como uma porcentagem e aplicado aos Rendimentos Intangíveis a serem derivados dos Rendimentos das Marcas.

No caso da Hershey, consideramos que o nome da marca é responsável por todos os rendimentos intangíveis.

c) Risco da Marca

A análise de risco da marca fornece uma taxa específica de risco da marca de acordo com a qual os Rendimentos da Marca projetados são descontados de seu valor líquido presente. A taxa de desconto é baseada na taxa livre de risco (4,66% em nossas estimativas) e em uma marca premium, conforme nossa análise de Força da Marca.

A análise avalia o perfil de risco dos Rendimentos da Marcas projetados, baseada no seguro da franquia da marca. A Força da Marca é medida em face de sete atributos-chave, quais sejam, Mercado, Estabilidade, Liderança, Suporte, Tendência, Geografia e Proteção. Tal análise fornece à marca uma taxa de desconto específica para a previsão de Rendimentos da Marca. Combinando a taxa livre de risco e a força da marca calculada em nosso primeiro método, chegamos a uma taxa de desconto de 5,66%.

d) Cálculo do Valor da Marca

Os valores das marcas foram calculados como o valor líquido presente dos Rendimentos da Marca projetados. O valor da marca depende tanto de um bom desempenho financeiro quanto de uma forte posição de marketing. Algumas vezes até mesmo se rendimentos de curto prazo são enfraquecidos, investimentos na marca podem produzir melhores resultados de longo prazo, uma marca mais forte e, conseqüentemente, um Valor de Marca mais alto.

TABELA 20 - Hershey Foods Corporation - Estimativas para Valor Descontado dos Futuros Rendimentos da Marca
(baseado na Metodologia de Avaliação de Marcas da Interbrand)

Lucro Operacional Pro-Forma

(em milhares de Dólares, exceto dados por ação)

	<u>2002E</u>	<u>2003E</u>	<u>2004E</u>	<u>2005E</u>	<u>2006E</u>	<u>2007E</u>
Vendas Líquidas dos Produtos com Marca	1,914,041	2,009,743	2,110,230	2,205,191	2,304,424	2,408,123
Custo dos Produtos Vendidos	1,103,258	1,145,651	1,202,934	1,257,066	1,313,634	1,372,747
Lucro Bruto	810,783	864,092	907,297	948,125	990,791	1,035,376
<i>Margem Bruta</i>	42.36%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
Despesas Operacionais:						
Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas	650,774	683,313	717,478	749,765	783,504	818,762
Total de Despesas	650,774	683,313	717,478	749,765	783,504	818,762
<i>% sobre as Receitas</i>	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
Lucro das Operações / EBIT - sobre produtos com Marca	160,009	180,779	189,818	198,360	207,286	216,614
<i>Margem Operacional</i>	8.36%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%

Variáveis Assumidas e Estimadas

1) *Lucro Operacional Pro-Forma*

	<u>2002E</u>	<u>2003E</u>	<u>2004E</u>	<u>2005E</u>	<u>2006E</u>	<u>2007E</u>
Crescimento das Vendas Líquidas da companhia	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.50%
% Vendas de produtos da marca sobre vendas totais	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
Margem Bruta	42.36%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
<i>% Total de despesas sobre vendas</i>	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
2) <i>Taxa de Impostos</i>	36.76%					
3) <i>Depreciação e Amortização (média de 1997a 2001)</i>	3.92%					
4) <i>Variações no Capital de Giro (média de 1997 a 2001)</i>	2.26%					
5) <i>CAPEX (média de 1997 a 2001)</i>	3.47%					
6) <i>Taxa de Crescimento no Valor Terminal</i>	3.50%					
7) <i>Taxa de Desconto</i>	5.66%				Taxa Livre de Risco	4.66%

TABELA 21 - Hershey Foods Corporation - Valor Descontado dos Futuros Rendimentos da Marca
(baseado na Metodologia de Avaliação de Marcas da Interbrand)

Lucro Operacional Pro-Forma

(em milhares de Dólares, exceto dados por ação)

	<u>2002E</u>	<u>2003E</u>	<u>2004E</u>	<u>2005E</u>	<u>2006E</u>	<u>2007E</u>
Vendas Líquidas	1,914,041	2,009,743	2,110,230	2,205,191	2,304,424	2,408,123
Custo dos Produtos Vendidos	1,103,258	1,145,651	1,202,934	1,257,066	1,313,634	1,372,747
Lucro Bruto	810,783	864,092	907,297	948,125	990,791	1,035,376
Margem Bruta	42.36%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
Despesas Operacionais:						
Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas	650,774	683,313	717,478	749,765	783,504	818,762
Total de Despesas	650,774	683,313	717,478	749,765	783,504	818,762
% sobre as Receitas	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
Lucro das Operações / EBIT	160,009	180,779	189,818	198,360	207,286	216,614
Margem Operacional	8.36%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%

Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

(em milhões de Dólares, exceto dados por ação)

	<u>2002E</u>	<u>2003E</u>	<u>2004E</u>	<u>2005E</u>	<u>2006E</u>	<u>2007E</u>	Valor Terminal
FLUXO DE CAIXA LIVRE							
Receitas	1,914,041	2,009,743	2,110,230	2,205,191	2,304,424	2,408,123	
EBIT	160,009	180,779	189,818	198,360	207,286	216,614	
NOPAT	101,190	114,325	120,041	125,443	131,088	136,987	
Mais Depreciação e Amortização	74,945	78,692	82,627	86,345	90,230	94,291	
Menos Variações no Capital de Giro	43,311	45,476	47,750	49,899	52,144	54,491	
Menos CAPEX	<u>66,435</u>	<u>69,757</u>	<u>73,245</u>	<u>76,541</u>	<u>79,985</u>	<u>83,584</u>	
FLUXO DE CAIXA LIVRE	66,389	77,784	81,673	85,348	89,189	93,202	4,465,944.14

Avaliação pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado

	<u>2003E</u>	<u>2004E</u>	<u>2005E</u>	<u>2006E</u>	<u>2007E</u>	Valor Terminal
Fluxo de Caixa Livre	77,784	81,673	85,348	89,189	93,202	4,465,944
WACC Fator de Desconto	1.06	1.12	1.18	1.25	1.32	1.32
Fluxo de Caixa Livre Descontado	73,617	73,157	72,354	71,560	70,774	3,391,253

Somatória dos Fluxos de Caixa Livres Descontados	427,850
Valor Presente do Valor Terminal	3,391,253
Valor da Marca	3,819,104
Ações Ordinárias	136,245
Valor da Marca por Ação	28.03

Variáveis Assumidas e Estimadas

1) Lucro Operacional Pro-Forma						
	<u>2002E</u>	<u>2003E</u>	<u>2004E</u>	<u>2005E</u>	<u>2006E</u>	<u>2007E</u>
Crescimento das Vendas Líquidas da companhia	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.50%
Vendas de produtos da marca como % sobre vendas totais	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
Margem Bruta	42.36%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
Total de despesas como % sobre vendas	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
2) Taxa de Impostos						
	36.76%					
3) Depreciação e Amortização (média de 1997a 2001)						
	3.92%					
4) Variações no Capital de Giro (média de 1997 a 2001)						
	2.26%					
5) CAPEX (média de 1997 a 2001)						
	3.47%					
6) Taxa de Crescimento no Valor Terminal						
	3.50%					
7) Taxa de Desconto						
	5.66%				Taxa Livre de R	4.66%

Year	Large Stocks	LT Corporate Bonds	LT US Govt Bonds	US T-bills
1926	11.62	7.37	7.77	3.27
1927	37.49	7.44	8.93	3.12
1928	43.61	2.84	0.10	3.56
1929	-8.42	3.27	3.42	4.75
1930	-24.90	7.98	4.66	2.41
1931	-43.34	-1.85	-5.31	1.07
1932	-8.19	10.82	16.84	0.96
1933	53.99	10.38	-0.07	0.30
1934	-1.44	13.84	10.03	0.16
1935	47.67	9.61	4.98	0.17
1936	33.92	6.74	7.52	0.18
1937	-35.03	2.75	0.23	0.31
1938	31.12	6.13	5.53	-0.02
1939	-0.41	3.97	5.94	0.02
1940	-9.78	3.39	6.09	0.00
1941	-11.59	2.73	0.93	0.06
1942	20.34	2.60	3.22	0.27
1943	25.90	2.83	2.08	0.35
1944	19.75	4.73	2.81	0.33
1945	36.44	4.08	10.73	0.33
1946	-8.07	1.72	-0.10	0.35
1947	5.71	-2.34	-2.62	0.50
1948	5.50	4.14	3.40	0.81
1949	18.79	3.31	6.45	1.10
1950	31.71	2.12	0.06	1.20
1951	24.02	-2.69	-3.93	1.49
1952	18.37	3.52	1.16	1.66
1953	-0.99	3.41	3.64	1.82
1954	52.62	5.39	7.19	0.86
1955	31.56	0.48	-1.29	1.57
1956	6.56	-6.81	-5.59	2.46
1957	-10.78	8.71	7.46	3.14
1958	43.36	-2.22	-6.09	1.54
1959	11.96	-0.97	-2.26	2.95
1960	0.47	9.07	13.78	2.66
1961	26.89	4.82	0.97	2.13
1962	-8.73	7.95	6.89	2.73
1963	22.80	2.19	1.21	3.12
1964	16.48	4.77	3.51	3.54
1965	12.45	-0.46	0.71	3.93
1966	-10.06	0.20	3.65	4.76
1967	23.98	-4.95	-9.18	4.21
1968	11.06	2.57	-0.26	5.21
1969	-8.50	-8.09	-5.07	6.58
1970	4.01	18.37	12.11	6.52
1971	14.31	11.01	13.23	4.39
1972	18.98	7.26	5.69	3.84
1973	-14.66	1.14	-1.11	6.93
1974	-26.47	-3.06	4.35	8.00
1975	37.20	14.64	9.20	5.80
1976	23.84	18.65	16.75	5.08
1977	-7.18	1.71	-0.69	5.12
1978	6.56	-0.07	-1.18	7.18
1979	18.44	-4.18	-1.23	10.38

Year	Large Stocks	LT Corporate Bonds	LT US Govt Bonds	US T-bills
1980	32.42	-2.76	-3.95	11.24
1981	-4.91	-1.24	1.86	14.71
1982	21.41	42.56	40.36	10.54
1983	22.51	6.26	0.65	8.80
1984	6.27	16.86	15.48	9.85
1985	32.16	30.09	30.97	7.72
1986	18.47	19.85	24.53	6.16
1987	5.23	-0.27	-2.71	5.47
1988	16.81	10.70	9.67	6.35
1989	31.49	16.23	18.11	8.37
1990	-3.17	6.78	6.18	7.81
1991	30.55	19.89	19.30	5.60
1992	7.67	9.39	8.05	3.51
1993	9.99	13.19	18.24	2.90
1994	1.31	-5.76	-7.77	3.90
1995	37.43	27.20	31.67	5.60
1996	23.07	1.40	-0.93	5.21
1997	33.36	12.95	15.85	5.26
1998	28.58	10.76	13.06	4.86
1999	21.04	-7.45	-8.96	4.68
2000	-9.11	12.87	21.48	5.89
2001	-11.89	10.65	3.70	3.83

Definitions:

Large Stocks : Standard & Poor's 500 Index

LT Corporate Bonds : Salomon Brothers Long-term High-grade Index

LT US Govt Bonds : One-bond portfolio with Maturity Near 20 years

US T-Bills : One-bill portfolio with Shortest Maturity not less than one month

Ibbotson Annual Return Data: Summary Statistics

TABELA 22

	<u>1926-2001</u>	<u>1951-2001</u>	<u>1976-2001</u>	<u>1991-2001</u>
Average Return (%):				
Large Stocks	12.65	13.51	15.09	15.64
LT Corporate Bonds	6.09	6.72	10.24	9.55
LT US Govt Bonds	5.69	6.44	10.33	10.34
US T-Bills	3.86	5.25	6.77	4.66
Std Deviation (%):				
Large Stocks	20.24	16.99	14.80	17.13
LT Corporate Bonds	8.65	10.20	11.93	10.23
LT US Govt Bonds	9.36	10.90	13.02	12.79
US T-Bills	3.16	2.86	2.79	0.98
Correlations: 1926-2001				
	Large Stocks	LT Corporate Bonds	LT US Govt Bonds	US T-Bills
Large Stocks	---			
LT Corporate Bonds	0.23	---		
LT US Govt Bonds	0.16	0.93	---	
US T-Bills	-0.03	0.22	0.24	---
Correlations: 1951-2001				
	Large Stocks	LT Corporate Bonds	LT US Govt Bonds	US T-Bills
Large Stocks	---			
LT Corporate Bonds	0.25	---		
LT US Govt Bonds	0.18	0.95	---	
US T-Bills	-0.14	0.21	0.24	---
Correlations: 1976-2001				
	Large Stocks	LT Corporate Bonds	LT US Govt Bonds	US T-Bills
Large Stocks	---			
LT Corporate Bonds	0.36	---		
LT US Govt Bonds	0.37	0.97	---	
US T-Bills	0.05	0.01	0.03	---
Correlations: 1991-2001				
	Large Stocks	LT Corporate Bonds	LT US Govt Bonds	US T-Bills
Large Stocks	---			
LT Corporate Bonds	0.31	---		
LT US Govt Bonds	0.31	0.95	---	
US T-Bills	0.44	0.32	0.38	---

<HELP> for explanation.

DG25 Equity **BETA**

HISTORICAL BETA

HSY US Equity

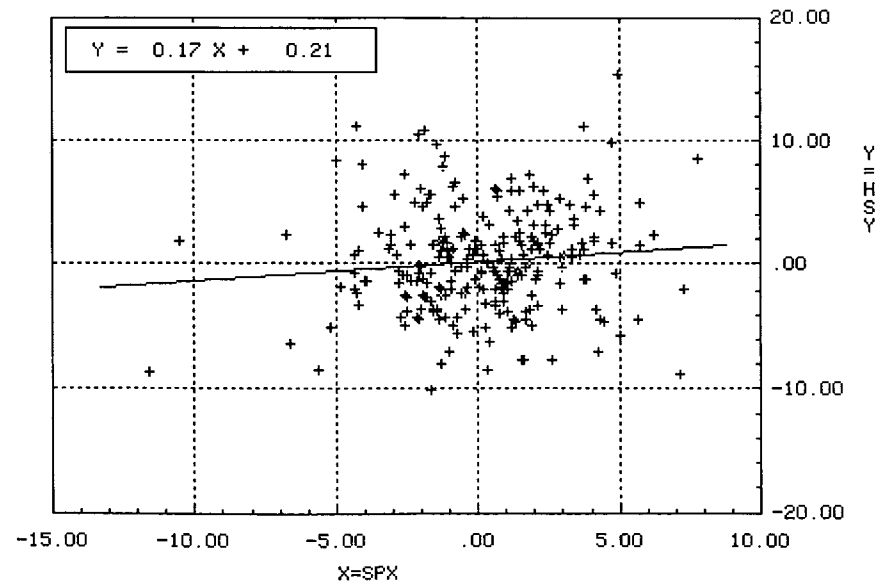
HERSHEY FOODS CORP

Relative Index **SPX**

S&P 500 INDEX
*Identifies latest observation

Period Weekly
Range **1/ 3/97** To **12/28/01**
Market Trade

ADJ BETA	0.44
RAW BETA	0.17
Alpha(Intercept)	0.21
R2 (Correlation)	0.01
Std Dev of Error	4.07
Std Error of Beta	0.09
Number of Points	260



ADJ BETA = (0.67) * RAW BETA
+ (0.33) * 1.0

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2002 Bloomberg L.P.
 G257-133-0 15-Nov-02 17:49:21

GRÁFICO 7 – Beta Histórico – Hershey Foods Corp.

PARTE III

Conclusões

Considerações Finais

CAPÍTULO 9 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao comparar a avaliação da Hershey realizada neste trabalho e as avaliações realizadas pelo mercado (verificadas pelas ofertas de compra realizadas pela parceria Cadbury Schweppes/Nestlé e pela Wm. Wrigley), podemos concluir que os aspectos identificados neste trabalho como relevantes para avaliação de empresas num processo de fusão/aquisição realmente pesam na avaliação patrimonial de uma empresa.

Comparação das Avaliações em milhares de Dólares	Valor Total	Valor por Ação	Prêmio por Ação
Valor ofertado pela <i>joint venture</i> Nestle/Cadbury	10,500,000	77.41	9.71
Valor ofertado pela Wm. Wrigley	12,500,000	92.16	24.46
Valor de mercado da Hershey (em 31/Dez/2001)	9,182,760	67.70	----
Avaliação da Hershey conduzida neste trabalho	10,408,444	76.74	----
- inclui o valor da marca (Hershey's) de	3,819,104		

Tabela 23

Conforme comentado anteriormente, a Hershey poderia representar maiores sinergias à Wrigley do que a outros compradores. Considerando os aspectos relevantes para a avaliação de uma empresa num processo de fusão ou aquisição, verificamos que:

- No ambiente competitivo do mercado de doces americano tanto a Hershey quanto a Wrigley têm posição de destaque.
- Diversas sinergias podem ser alcançadas:
 - o Integração dos canais de distribuição, por exemplo produtos da Hershey atingindo os mercados internacionais da Wrigley em maior volume.
 - o Economias de escala com a centralização das atividades corporativas e administrativas.
 - o Re-estruturação operacional, com possível fechamento de plantas fabris.

- o Vantagem fiscal, considerando que a Wrigley ainda não possui endividamento
- Os objetivos estratégicos das empresas são semelhantes: expandir e crescer, mantendo a tradição.
- o A Hershey possui laços bastante profundos com sua comunidade.
- o A Wrigley é uma empresa familiar interessada em ampliar seus negócios mantendo a tradição e o controle da família.
- A posição financeira da Hershey é sólida mas pode ser melhorada, principalmente quanto a índices de eficiência operacional.
- A marca Hershey, apesar de estar mais presente no mercado americano e ser reconhecida mundialmente, pode ser alavancada com a utilização dos canais de distribuição da Wrigley nos mercados internacionais.

Desta forma, podemos interpretar o prêmio de US\$ 2,09 bilhões , ou US\$ 24,46 por ação, oferecido pela Wrigley para a compra da Hershey como o valor das sinergias identificadas.

9.1. Epílogo do Caso Hershey

Em meados de Setembro/2002, após receber ofertas bastante tentadoras, o fundo voltou atrás em sua decisão de vender a Hershey. O cancelamento do que seria um dos maiores leilões de uma companhia aberta é estonteante pois foi o próprio fundo que havia decidido pela venda, acreditando que precisava diversificar seus ativos.

A Nestlé, em conjunto com a Cadbury Schweppes, colocou uma oferta de US\$10,5 bilhões, ou US\$ 77 por ação, para comprar a Hershey. Esta

proposta conjunta incluía uma provisão que poderia fazer da cidade da Hershey, na Pensilvânia, a sede das operações da Cadbury nos EUA, de acordo com executivos conhecedores do acordo. (NYT – candy giants both show new faces in failed deal 19/set/2002)

O fundo justificou que a oferta da Cadbury/Nestlé foi descartada pois o preço oferecido era muito baixo, o plano da compradora para a comunidade não agradou e permanecia a preocupação sobre repartir a empresa entre duas entidades.

A oferta da Wrigley foi de US\$12,5 bilhões, ou \$92 por ação, em ações e dinheiro - um preço bem acima do que muitos investidores estavam esperando que a companhia poderia conseguir e 42% maior que quando as ações estavam sendo comercializadas quando a companhia foi posta a venda em Julho/02. Além disso, a Wrigley havia cedido diversos aspectos para viabilizar politicamente o negócio. Por exemplo, a empresa combinada iria se chamar Wrigley Hershey e as plantas locais permaneceriam abertas, minimizando o estrago nos fortes laços da comunidade de Hershey.

Desta forma, a oferta da Wrigley parecia realizar todos os objetivos que o fundo havia estabelecido: diluir seus investimentos na Hershey, ganhar um grande prêmio e manter sua relação com a comunidade Hershey, Pa. Contudo, o fundo justificou a recusa afirmando que a oferta não teria resolvido a questão da diversificação. Se o fundo tivesse aceitado a oferta da Wrigley, ele ainda teria 36% dos ativos da nova empresa enquanto que naquela época o fundo possuía 56% dos ativos da Hershey.

Mas na realidade, após receber uma oferta que proporcionaria à companhia tanto estabilidade quanto autonomia, o fundo se rendeu a intensa oposição da comunidade e reverteu sua posição.

Referências Bibliográficas

Referências Bibliográficas

ARNOLD, HANS. **Brand Aid**. Financial Management (CIMA), Nov2001, p33, 2p, 2 diagrams.

BADENHAUSEN, Kurt. **Brands: The Management Factor**. (cover story). FW, 8/1/95, Vol. 164 Issue 17, p50, 13p, 13 charts, 8c.

BEAMS, Floyd A.; BROZOVSKY, Jonh A.; SHOULDERS, Craig D.. **Advanced Accounting**. 7th Edition. Prentice Hall. 1999

BREALEY, R.; MYERS, S.. **Principles of Corporate Finance**. 4th Edition. New York, McGraw-Hill. 1991.

CHEVRON, Jacques. **Valuing Brands, on Paper and in Truth**. Brand week, 01/17/2000, Vol. 41 Issue 3, p24, 2p.

COPELAND, T. et al.. **Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies**. 3rd Edition. John Wiley & Sons.2000.

CRAVENS, Karen S.; GUILDING, Chris. **Brand Value Accounting: an International Comparison of Perceived Managerial Implications**. Journal of International Accounting Auditing & Taxation, 2001, Vol. 10 Issue 2, p197, 25p.

DAUM, Juergen; **Business Management in the New Economy** (presentation at SAP's European mySAP Financials conference in Basel, Switzerland, June 25/26, 2001). Disponível em <http://www.juergendaum.com> > Acesso em Maio/2002

DEITRICK, James W. **Supplemental Course Packet – ACC 380K.7**. The University of Texas at Austin, McCombs School of Business.

Diversos artigos da revista **The Economist**. Disponível em: <http://www.economist.com/> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

Diversos artigos da revista **USA Today**. Disponível em: <http://www.usatoday.com> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

Diversos artigos do jornal **The New York Times on Line**. Disponível em: <http://www.economist.com> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

Diversos artigos do jornal **Wall Street Journal on Line**. Disponível em <http://online.wsj.com> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

Diversos artigos do jornal **Washington Post**. Disponível em: <http://www.washingtonpost.com/> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

Diversos artigos e dados do website **Yahoo!**. Disponível em: <http://www.news.yahoo.com> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

Euromonitor. **CHOCOLATE CONFECTIONERY IN THE USA** (Setembro 2002)

Euromonitor. **INTERNATIONAL MARKET REVIEW: WORLD MARKET FOR CHOCOLATE CONFECTIONERY** (Janeiro 1999)

Euromonitor. **SUGAR CONFECTIONERY IN THE USA** (Setembro 2002)

GRINBLATT, M.; TITMAN, Sheridan. **Financial Markets and Corporate Strategy**. 1st Edition, Irwin, McGraw-Hill. 1998.

HART, Susannah; MURPHY, John. **Brands. The New Wealth Creators. Interbrand**. MacMillan Business, 1998.

K.B. **Behind the Numbers**. Financial World, 7/8/96, Vol. 165 Issue 10, p54, 2p.

KHERMOUCH, Gerry. **The Best Global Brands**. Business Week, 00077135, 8/5/2002, Issue 3794.

LEFTON, Terry; ANSON, Weston. **How Much is your Brand Worth?** Brandweek, 1/29/96, Vol. 37 Issue 5, p43, 2p, 1 chart, 1c.

LEV, Baruch; **Knowledge and Shareholder Value (2000)**. Disponível em: <http://www.stern.nyu.edu/~blev/knowledge&shareholdervalue.doc> > Acesso em Novembro/2002

MARTINS, Eliseu (organizador); **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**. FIECAFI. Editora Atlas. 2001.

MURPHY, JOHN M.. **Brand Strategy**. 1st Edition. Prentice Hall Inc. 1990

OURUSOFF, Alexandra. **Brands**. (cover story). FW, 8/2/94, Vol. 163 Issue 16, p40, 9p, 12 charts.

PORTER, Michael E. **Competitive Strategy**. New York, The Free Press. 1998

Professional Candy Buyer May 2002. SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)

Professional Candy Buyer May 2002. SECTION: Vol. 10, No. 3; Pg. 100(6)

RAPPAPORT, A.. Creating Shareholder Value. **The New Standard for Business Performance**. New York, The Free Press. 1986.

The Reference Press. **The American Almanac Statistical Abstract of the United States: 1994-1995**, 114 ed. Pp. 855 (Austin, Texas 1994)

TOLLINGTON, Anthony. **Brand Accounting and the Marketing Interface**. Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, Jul/Aug95, Vol. 73 Issue 7, p58, 2p, 2 charts.

US Census Bureau. **The Statistical Abstract of the United States (2000)** pp. 882

US Securities and Exchange Commission Website. Disponível em: <http://www.sec.gov/> > Acessos em Outubro, Novembro e Dezembro/2002

UT Library On Line – **EdgarScan interface with SEC, Business Premier Source Database, Business & Company Resource Center, Hoover's Inc.** > Acessos no segundo Semestre de 2002.

UTA FTTC – **Bloomberg, Bridge Telerate, Stock Val.** > Acessos no segundo Semestre de 2002.

WALKER, Chip. **How Strong is your Brand?** Marketing Tools, Jan/Feb95, p46, 8p, 2 charts, 2c.

Web site www.brandchannel.com

Web site www.interbrand.com

WILD, John J.; BERNSTEIN, Leopold A.; SUBRAMANYAM, K.R.. **Financial Statement Analysis**. 7th Edition. Irwin, McGraw-Hill. 2001.

_____, Mergers and acquisitions. 21/março/2002. Disponível em: <http://www.economist.com> >Acesso em Dezembro/2002

_____. **10th Annual State of the Industry Report: Annual State of the Industry Report: Tracks Candy Sales Around the Globe—Part 1 of 3**. Candy Industry, 160 (7): A2+, July 1995. Stagnito Publishing Company.

_____. **Annual Update Unveils Industry's Fortune: US Department of Commerce**. Candy Industry: A2+, January 1995. Stagnito Publishing Company.

_____. **9th Annual State of the Industry Report: Taking Flight with Confectionery Sales, Consumption--Part 2**. Candy Industry, 159 (7): A7+, July 1994. Stagnito Publishing Company.

_____. **A Luscious Year for US Sweets**. (Part 4 of 4). Candy Industry State of the Industry Report Supplement: A17+, July 1998. Advanstar Communications, Inc.

_____. **A Review of Issues and Trends in the Confectionery Industry by the NCA**. Candy Industry, 163 (6): A2+, June 1998. Stagnito Publishing Company.

_____. **America's Top 2000 Brands**. Brandweek, 43 (24): S78(21), June 17, 2002. BPI Communications, Inc..

_____. **Annual Report: Top 50 Pharmaceutical Companies: 35: Nestle S.A.**. Med Ad News, 17 (9): 112+, September 1998. Engel Publishing Partners.

_____. **Candy sales leap in 2000**. (Part 2 of 6). Candy Industry, 166 (1): 36+, January 2001.

_____. **Chocoholics Take Note: Beloved Bean in Peril**. New York Times (National Edition), CXLVII (51,147): A1+, May 4,1998. The New York Times.

_____. **Chocolate and Candy Makers Try to Stem Commoditisation.** Brand Strategy: 13, August 1999.

_____. **Chocolate Still a Favored Confectionery.** Market Europe, 10 (4): 6, April 1999. PRS Group.

_____. **Cocoa Tailors.** Snack Food, 85 (9): 41+, September 1996. Stagnito Publishing Company.

_____. **Commodities: Other Major Ingredients.** Candy Industry Confectionery Supplement: 17+, June 2000. Stagnito Publishing Company.

_____. **Confectionery Suppliers Gear Up to Crack the US Market.** Duty-Free News International, 14 (5): 161+, March 15, 2000. Raven Fox Ltd..

_____. **Confections Thrive in U.S. Economic Boom.** (Part 1 of 5). Candy Industry, 165 (1): 28+, January 2000. Stagnito Publishing Company.

_____. **Demographics/Food Trends.** Candy Industry Confectionery Supplement: 10+, June 2000. Stagnito Publishing Company.

_____. **European State of the Industry Report: Global Trek Shows Confectionery Thriving.** Candy Industry, 159 (7): A16+, July 1994. Stagnito Publishing Company.

_____. **Good News at the End of the Rainbow?** Candy Industry, 162 (1): A2+, January 1997. Stagnito Publishing Company.

_____. **Hershey to Increase Ad Budgets for Key Brands.** Advertising Age, 72 (44): 1+, October 29, 2001. Crain Communications Inc..

_____. **Industry is Sailing in Fair Winds: "Steady as She Goes" Could Be the Watchword, According to Most Indicators.** (Annual Business Report). Confectioner, 86 (7-8): 28(6), December 2001.

_____. **International Markets and Trade.** Candy Industry Confectionery Supplement: 25+, June 2000. Stagnito Publishing Company.

_____. **Like our Country, Candy has Challenges.** (Annual Business Report). Confectioner, 87 (4): 26(1), October 2002.

_____. **Market Overview 2001: Few Retail Mergers And Acquisitions In 2001.** Natural Foods Merchandiser, XXIII (6): 50+, June 2002.

_____. **Retail Market/C-Store: C-Store Sales, Profits Up.** NPN Market Facts Supplement, 90 (8): 142, July 15,1998. Adams Trade Press.

_____. **Sweet Success.** Prepared Foods, 166 (4): 11+, April 1997. Cahners Publishing Co.

_____. **Will the Market's Growth Spurt Continue?** Candy Industry, 163 (1): A2+, January 1998. Stagnito Publishing Company.

_____. **Wrigley's Big League Chew.** Crain's Chicago Business, 25 : 1, September 23, 2002. Crain Communications Inc..

_____. **Tightrope Walking.** (Part 5 of 5). Candy Industry, 166 (7): 27, July 2001.

Anexos

ANEXO 1 – Análise Financeira da Hershey

Nossa análise financeira da Hershey compreende os últimos 10 anos. A partir da análise dos demonstrativos financeiros publicados pela companhia¹ obtemos o conhecimento não só da saúde financeira da mesma mas também de suas estratégias de negócio. Começamos, então, com o ano de 1992.

1992 foi um ano de celebração para a Hershey – a companhia atingiu vendas recordes de US\$ 3,2 bilhões, o que significava que não apenas suas vendas tinham crescido a uma taxa composta de 9% ao ano e seus lucros líquidos tinham aumentado em 11% no prazo de dois (2) anos, mas significa também que a Hershey havia reconquistado sua posição de liderança no mercado de doces dos EUA. Além disto, em 1992, a Hershey estendeu para 18 anos o recorde de aumento de distribuição de dividendos de suas Ações Ordinárias. A distribuição trimestral de dividendos aumentou para US\$ 0,27 por Ação Ordinária, um aumento de 10%.

Os planos de longo prazo da alta gerência exigiam que a Hershey Foods Corporation aumentasse suas vendas e lucros de forma consistente, a taxas maiores do que as do mercado em que competia. Como forma de acelerar as taxas de crescimento, a alta gerência estava contando não apenas com um crescimento orgânico em mercados estabelecidos, mas também com aquisições e expansão internacional.

Com relação a expansões internacionais, a companhia esperava expandir o seu negócio na América do Norte (Canadá e México), mas os EUA permaneciam como o mercado mais importante para a companhia. Além disto, a companhia também perseguia oportunidades na Europa (se disponíveis), bem como em outras partes do mundo.

O crescimento das vendas foi acompanhado da necessidade de investimento na capacidade de fabricação, para se manter em compasso com o crescimento de volume. Por outro lado, o aumento do número das plantas industriais ajuda a reduzir o custo da produção, resultando, portanto, em mais

¹ Relatórios Anuais e Relatórios para a Securities Exchange Commission (SEC), tais como 10K

recursos para serem investidos em programas de vendas e de marketing para melhorar ainda mais as vendas e o aumento dos lucros.

Esta breve análise de 1992 reflete o passo assumido durante o restante da década pela Hershey. Em uma análise do período de 1992 a 2001, vamos indicar os principais passos estratégicos assumidos pela Hershey, como tais passos se relacionaram como a indústria de confeitos em geral e com os principais competidores da Hershey e quais foram os principais efeitos causados em sua posição financeira.

Ademais, ao final deste capítulo encontram-se planilhas (tabelas) relativas à análise dos demonstrativos financeiros da companhia.

Análise do Demonstrativo de Resultado

Vendas Líquidas

Durante o período de 1992 a 2001, a taxa de crescimento composta anual (“Compounded Annual Growth Rate” – “CAGR”) da Hershey era de 3% (três por cento). Tal desempenho estava alinhado com a indústria de doces em geral, um pouco mais alta em alguns anos e mais baixa em outros. No entanto, a CAGR da indústria era mais alta (4,7%), especialmente devido ao maior crescimento do segmento de confeitos feitos sem chocolate.

Outra consideração importante é a queda dramática das vendas da Hershey durante o ano de 1999, conforme detalharemos a seguir, principalmente devido à venda de seu negócio de massas. O gráfico na página seguinte mostra as vendas líquidas da Hershey e as vendas de confeitos nos EUA para o período.

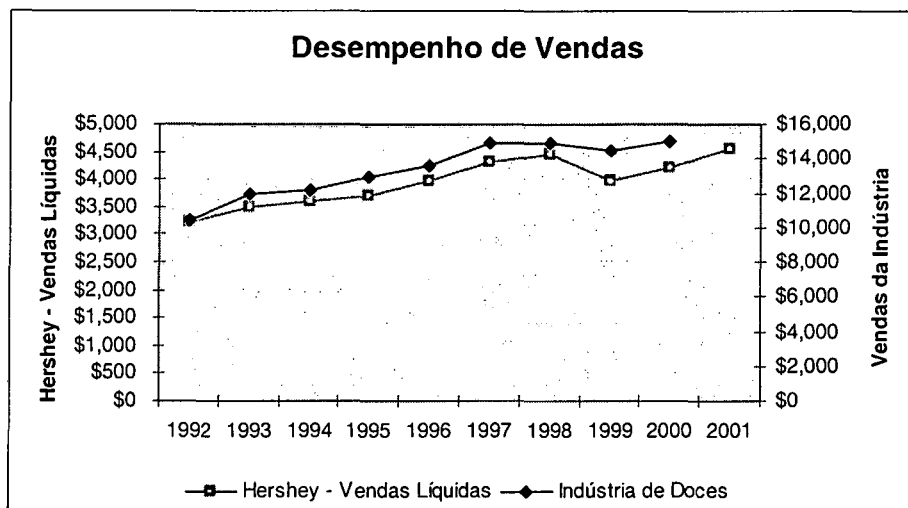


Gráfico 8

A próxima tabela compara a mudança percentual anual nas vendas líquidas da Hershey, nas vendas de confeitos nos EUA e nos gastos da renda pessoal disponível (“Disposable Personal Income” – “DPI”). Conforme podemos verificar, as vendas da Hershey não estão altamente relacionadas com gastos pessoais, confirmando o fato de que o chocolate é um produto de luxo acessível.

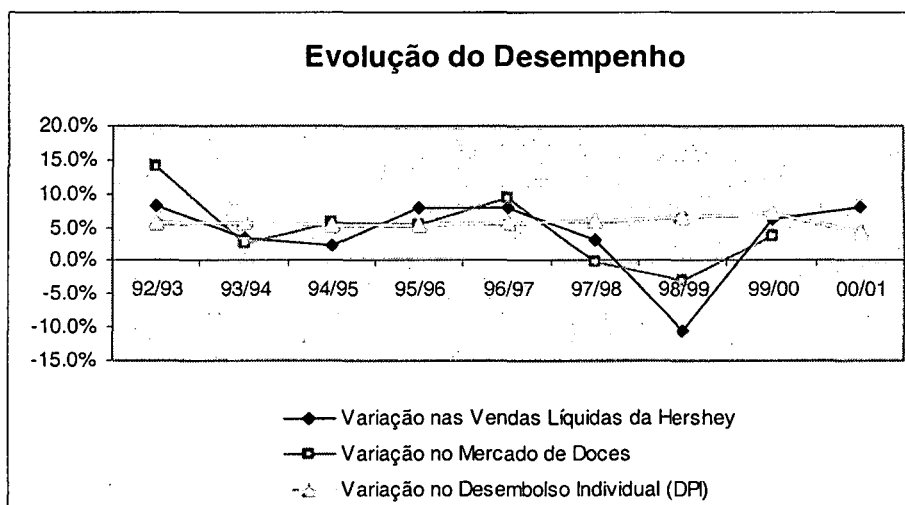


Gráfico 9

No sentido de conseguir aumentar suas vendas, a Hershey utilizou quatro estratégias principais durante o período:

- 1) Aumento do volume pela introdução de novos produtos (linhas de confeitos e de secos e molhados) e aumento das vendas das linhas de confeitos especiais para datas festivas.
 - Em linha com o seu objetivo de se manter no topo do mercado de confeitos dos EUA, todo ano durante este período, a Hershey introduziu novos produtos em sua linha de confeitos.
 - Lançamentos na linha de secos e molhados afetaram, principalmente, as vendas dos anos de 1995 e 1996.
 - As linhas de confeitos empacotados especialmente para datas festivas aumentaram as vendas no mercado da América do Norte (evidenciado no Relatório Anual de 1996).
- 2) Crescimento no volume dos principais confeitos, secos e molhados ou massas (somente em 1995), tanto no mercado nacional quanto no mercado internacional.
- 3) Crescimento no volume resultante do incremento de vendas dos novos negócios adquiridos. Aquisições relevantes durante o período ocorreram em 1993, 1994, 1996 (Henry Heide), 1997 (Leaf) e 2000 (negócios de mentas e gomas de mascar adquiridos da Nabisco, Inc.).
- 4) Aumento dos preços de vendas no mercado doméstico (1993, 1996 e 2001) e no mercado internacional (1995).

Por outro lado, todo ano também havia fatores adversos que parcialmente prejudicavam o aumento das vendas da Hershey. Os fatores mais importantes estão descritos abaixo:

- 1) Efeitos da redução da demanda pelas marcas já existentes da Companhia nos mercados nacional (1993, 1994 e 1997) e

internacional (1994 no Canadá e México, 1998 na Ásia e Rússia). Conforme endereçado pela 10^o Relatório Anual da Indústria de Confeitos², houve inúmeras surpresas para a indústria durante aqueles dez (10) anos – houve picos de crescimento quando pouco ou nenhum crescimento era esperado e, contraditoriamente, tempos de estabilidade ou declínio nas vendas em diversas categorias – muitas vezes por nenhuma razão aparente além da eterna volatilidade do gosto dos consumidores.

- 2) Vendas mais baixas resultantes de alienações. Alienações relevantes durante o período ocorreram em 1994 (linha de pudim congelado), 1995 (OZF Jamin), 1997 (Gubor e Sperlari), 2001 (negócio de pastilhas para a garganta “Luden’s”). Às vezes, o efeito de baixa nas vendas causada por alienações também se estende para o ano seguinte ao da alienação.
- 3) Impacto das taxas de conversão de moedas estrangeiras (1994, 1998 e 2001).
- 4) Declínio nas vendas de massas em 1997 e 1998 merece especial atenção, uma vez que a Companhia decidiu vender este negócio em 1999.

Um ano que merece atenção é o de 1999. As vendas líquidas caíram em 10.48% principalmente como resultado da alienação do negócio de massas e da queda nas vendas de confeitos e secos e molhados nos EUA. A venda do negócio de massas resultou em uma redução nas vendas da ordem de US\$ 343,8 milhões, contribuindo em 7,48% para a queda.

Os outros 3% da redução foram causados por problemas operacionais que a Companhia enfrentou em 1999. Em primeiro lugar, as vendas de doces e secos e molhados caiu no primeiro trimestre principalmente como resultado,

² _____. 10th Annual State of the Industry Report: Annual State of the Industry Report: Tracks Candy Sales Around the Globe—Part 1 of 3. Candy Industry, 160 (7): A2+, Julho 1995. Stagnito Publishing Company.

em dezembro de 1998, de promoções de vendas. Além disso, a Companhia enfrentou sérias reduções nas vendas no terceiro e quarto bimestres, especialmente devido a problemas com a implementação de novos sistemas de negócios e processos que tiveram início em julho. Tais quedas nas vendas foram parcialmente compensadas pelo aumento das vendas resultante do lançamento de novos confeitos, aumento das vendas em mercados internacionais e aumento das vendas nos mercados canadense e mexicano da Companhia.

Custos / Margens Brutas

Ao analisar a representação dos Demonstrativos de Resultado em porcentagens (Análise Vertical) (Tabela 29), podemos observar que a Companhia tem mantido seus níveis de custos de forma consistente. Assim, para o período compreendido entre 1992 e 2001, a Companhia manteve uma margem bruta média de 41,9%, com desvio padrão de somente 0,8%.

Os fatores principais que contribuíram para o aumento dos custos foram:

- 1) Custos de fabricação mais altos, associados ao lançamento de novos produtos (1993 e 1997) e itens sazonais (1997).
- 2) Maiores despesas de depreciação.
- 3) Custos mais altos de determinadas matérias-primas importantes – semolina (em 1994, 1995 e 1996), cacau (1996 e 1998) e amêndoas (1996).
- 4) Custos mais altos de embalagens (1995).
- 5) Aumento das taxas de mão de obra e despesas gerais de fabricação (1995, 1996 e 1998).
- 6) Custos mais altos de transporte, frete e distribuição.

Além disto, as margens foram afetadas negativamente por fatores tais como a venda mesclada de produtos feitos com chocolate e sem chocolate (vendas mais baixas de produtos mais rentáveis).

Eventos especiais que contribuíram para os aumentos nos custos foram:

- 1993: despesas recorrentes associadas a mudanças na contabilidade de benefícios pós-aposentadoria.
- 1993: aumento dos custos de fabricação, transporte e depreciação associados com a instalação de novos centros de fabricação e distribuição.
- 2000: custos de implantação de novos centros de distribuição localizados próximos à Hershey, Pensilvânia, e em Atlanta, na Geórgia.
- 2001: encargos com custo de vendas na ordem de US\$ 50,1 milhões, associados com as iniciativas de realinhamento de negócios e observados durante o quarto bimestre. Os encargos de US\$ 50,1 milhões relativos ao custo das vendas resultaram da redução de estoques de matéria prima, principalmente de grãos de cacau e manteiga de cacau, não mais necessários para amparar as operações como resultado da terceirização da fabricação de determinados ingredientes.
- 2001: custos iniciais de instalação de novos equipamentos de fabricação.

Os fatores principais que contribuíram para compensar o aumento dos custos foram:

- 1) Custos mais baixos de determinadas matérias-primas importantes – (1993, 1998 e 1999), leite (1997) e cacau (2000).

- 2) Baixa dos custos de materiais de embalagens (1999).
- 3) Custos mais baixos resultantes da eficiência na fabricação (1994, 1995, 1996, 1998 – Leaf) e melhorias na cadeia de fornecimento (2001).
- 4) Impacto favorável de alienações – 1995 e 1996 (OZF Jamin), 1997 (Gubor e Sperlari).

Despesas

Fatores que contribuíram para o aumento das despesas:

- 1) Aumento das despesas com marketing e promoção, associado com o aumento do volume de vendas e a introdução de novos produtos (1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998 e 1999) tanto no mercado doméstico quanto no mercado internacional.
- 2) Aumento das despesas de vendas decorrentes de aquisições de negócios (1993, 1994, 1997 – Leaf).
- 3) Aumento da despesa de amortização de software capitalizado (1999).
- 4) Aumento do número de funcionários para dar apoio às atividades de vendas e de atendimento ao consumidor na América do Norte e em negócios de exportações internacionais (2000, 2001).
- 5) Aumento da despesa de incentivos refletindo a melhoria do desempenho de operação.

Fatores que contribuíram para a queda das despesas:

- 1) Níveis menores de despesas com promoção e publicidade para algumas marcas (1993, 1994, 1997, 1998 e 1999).

- 2) Queda nas despesas resultante de alienações – 1997 (Gubor e Sperlari), 1999 (negócio de massas).
- 3) Despesas administrativas mais baixas (1998, 1999)

Efeito Cumulativo Líquido de Mudanças Contábeis (1993)

A partir de 1º de janeiro de 1993, a Hershey adotou a FAS no. 106 e a FAS no. 109 por meio de ajustes. Tais mudanças na contabilidade tiveram o efeito de diminuir os lucros líquidos em aproximadamente US\$ 103,9 milhões.

Encargos de Reestruturação (1994 - 1995)

No quarto bimestre de 1994, a Hershey contabilizou encargos de reestruturação (antes da incidência de impostos) na ordem de US\$ 106,1 milhões, após uma revisão ampla de suas operações domésticas e internacionais desenhada para melhorar o desempenho de ativos operacionais por meio da redução de custos operacionais e administrativos, eliminando ativos de baixo desempenho e realinhando o processo geral de tomada de decisões. O custo inicial de US\$ 106,1 milhões, após a dedução de impostos, resultou em um gasto de US\$ 80,2 milhões.

A partir de 31 de dezembro de 1995, reservas destinadas à reestruturação no valor de US\$81,8 milhões haviam sido utilizadas e US\$16,7 milhões tinham sido revertidas para refletir as revisões e mudanças nas estimativas do programa original de reestruturação. Os restantes US\$ 7,6 milhões de reservas acumuladas para reestruturação foram utilizados no início de 1996 conforme os aspectos finais do programa de reestruturação foram completados e uma economia na ordem de aproximadamente US\$ 18,1 milhões era esperada após tal fase.

Encargos de Reestruturação (2001)

No final de outubro de 2001, o Conselho de Administração da Companhia aprovou um plano para melhorar a eficiência e lucratividade das operações da Companhia. O plano incluía melhorias no gerenciamento de ativos, racionalização da linha de produtos, melhorias na eficiência da cadeia de fornecimento e um programa de demissão voluntária. Os elementos mais importantes do plano deveriam ser finalizados até o quarto bimestre de 2002.

Assim sendo, no quarto bimestre de 2001, os encargos dos custos de vendas e os encargos com o realinhamento de negócios e diminuição de ativos foram contabilizados, totalizando US\$ 278,4 milhões antes da incidência de impostos (US\$ 179,9 milhões após a incidência de impostos ou US\$ 1,25 por ação diluída). Os encargos totais incluíam encargos relativos a custos de vendas de US\$ 50,1 milhões, associados com reduções de estoques de matéria-prima, realinhamento de negócios e encargos com a diminuição de ativos na ordem de US\$ 228,3 milhões (coletivamente "as iniciativas de realinhamento do negócio"). Componentes do encargo de US\$ 228,3 milhões antes da incidência de impostos incluíam US\$ 5,3 milhões relativos a melhorias no gerenciamento de ativos, US\$ 28,3 milhões relativos à racionalização das linhas de produtos, US\$ 46,0 milhões relativos à melhoria da eficiência na cadeia de fornecimento e US\$ 148,7 milhões relativos ao programa de redução voluntário da força de trabalho. É esperado que tais iniciativas gerem uma economia anual na ordem de US\$ 75 milhões a US\$ 80 milhões quando completamente implementadas, com menos da metade da quantia estimada a ser realizada em 2002.

Lucro Líquido

Os Lucros Líquidos reportados flutuaram dramaticamente durante o período devido a ajustes contábeis (1993) e encargos com o realinhamento de negócios (1994, 1995 e 2001).

Conformê podemos observar na tabela abaixo, ao ajustar o Lucro Líquido a tais encargos, temos uma tendência mais suave de aumento dos lucros, exceto com relação a 1999, quando os lucros foram mais altos devido à venda do negócio de massas.

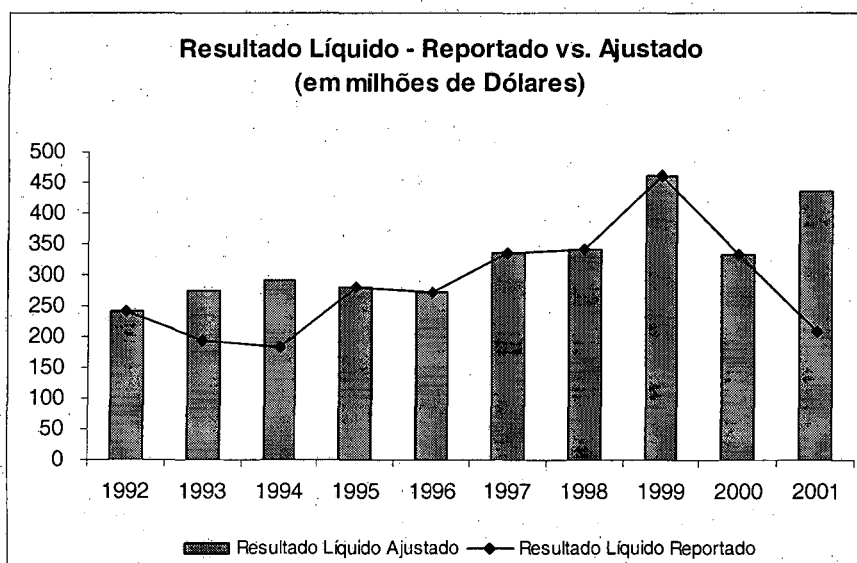


Gráfico 10

Análise de Fluxo de Caixa

Os lucros da Companhia e, conseqüentemente, o caixa gerado pelas operações durante o ano são afetados por padrões de vendas sazonais, "timing" de lançamento de novos produtos, aquisições de negócios e aumento de preços.

Vendas sazonais e em datas festivas de chocolate, confeitos e secos e molhados são tipicamente mais altas durante o terceiro e quarto bimestres do ano, representando o principal efeito sazonal. Geralmente, o capital de giro sazonal disponível da Companhia precisa ser mais alto durante os meses do verão e isto normalmente é conseguido pela emissão de títulos.

Fluxo de Caixa Gerado de Atividades Operacionais (CFFO)

Durante o período compreendido entre 1992 e 2001, o caixa gerado de atividades operacionais era de, em média, US\$429 milhões por ano, com uma variação máxima de US\$ 118 milhões para cima ou para baixo de tal média.

em milhares de dólares	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Fluxo de caixa das atividades operacionais (CFFO)	296	380	340	495	464	477	390	328	412	706
Média CFFO (1992 a 2001)	429									
Desvio padrão CFFO (1992 a 2001)	118									

Durante tal período, a depreciação e a amortização aumentaram como resultado do investimento contínuo em aumentos de capital e aquisições de negócios.

Necessidades de caixa para recebíveis e estoques tenderam a flutuar durante o período devido às vendas realizadas em dezembro e as práticas de gerenciamento de estoque. A mudança do caixa necessário para ou gerado por outros ativos e passivos entre os anos foi causada principalmente pelas transações envolvendo "commodities" (hedging) e o vencimento dos pagamentos devidos com relação a dívidas acumuladas, incluindo impostos sobre a renda, despesas de reestruturação (1994 e 1995), software capitalizado, geração de recursos para os planos de fundo de pensão.

O caixa gerado a partir de estoques foi principalmente associado com a redução do estoque de matérias-primas em dezembro de 2001 e parte das iniciativas de realinhamento de negócios da Companhia.

Fluxo de Caixa de Atividades de Investimento

Atividades de investimento durante o período geralmente incluíram aumentos de capital, várias aquisições de negócios e alienações, bem como outras atividades específicas em cada ano.

Aumentos de capital durante o período incluíram a compra de equipamentos de produção e a expansão e modernização de plantas existentes.

Aumentos de software capitalizado ocorridos de 1998 a 2001 foram associados principalmente com a implementação de um sistema de informações integrado da companhia e a melhoria contínua dos sistemas de informação.

Aquisições de negócios e alienações durante tal período incluíram:

- Compra e venda subsequente de uma participação de 18,6% na Freia em 1992 e 1993, respectivamente;
- Compra da OZF Jamin, Sperlari e Ideal/Mrs. Weiss em 1993;
- Compra da Henry Heide em 1995;
- Venda da OZF Jamin em 1995, como parte do programa de reestruturação da Companhia;
- Compra da Leaf em 1996;
- Venda dos negócios Gubor, Sperlari, Planters e Life Savers em 1996;
- Venda do negócio de massas em 1999, por US\$450 milhões em dinheiro;
- Compra do negócio de mentas e gomas de mascar da Nabisco em 2000, por US\$135 milhões;
- Compra da Visagis (negócio de chocolates e confeitos brasileiro) em 2001, por US\$17,1 milhões;
- Venda do negócio de pastilhas para garganta "Luden" em 2001, por US\$59,9 milhões em dinheiro.

O dinheiro usado para aquisições de negócios representava o preço de compra pago e consistia de ativos circulantes, propriedades, fábricas e equipamentos, e intangíveis adquiridos, líquidos de quaisquer passivos assumidos.

Fluxo de Caixa de Atividades de Financiamento

Atividades de financiamento incluíam empréstimos e repagamentos, pagamento de dividendos, exercício de opções de compra de ações, transações de planos de incentivo e recompra de Ações Ordinárias.

Durante o período, empréstimos de curto prazo na forma de títulos comerciais ou empréstimos bancários foram usados para financiar necessidades sazonais de caixa, aquisições de negócios, programas de financiamento de recompra de ações e a compra de Ações Ordinárias do Milton Hershey School Trust.

Análise dos Índices Financeiros

A análise dos demonstrativos financeiros da Hershey compreende o período de dez anos entre 1992 e 2001. As principais fontes dos dados conjugados foram: relatórios anuais, relatórios para a SEC (10K) e o banco de dados StockVal, acessado no FTTC na University of Texas at Austin. Além disto, encontram-se no final deste capítulo, planilhas relativas à análise das demonstrações financeiras da companhia.

Índices de Liquidez

A Hershey utiliza-se de empréstimos de curto prazo como fonte de recursos, adicionalmente ao fluxo de caixa operacional. Assim, é importante que prestemos atenção aos índices relativos à liquidez e cobertura para avaliar

a capacidade da Companhia de pagar obrigações financeiras futuras de curto prazo.

Índice de Liquidez Corrente – Durante o período, a HSY melhorou a sua capacidade de cumprir suas obrigações de curto prazo, tais como contas a pagar ou títulos a pagar, com seus ativos circulantes ou fluxos de caixa disponíveis para cumprir tais obrigações. Em 1992, o índice de liquidez corrente era de 1,276 e, em meados de 2000, era de 1,689. Ademais, o seu índice médio relativo a um período de 5 anos (1,62) é mais alto do que o índice médio da indústria (1,38).

Índice de Liquidez Imediata – no início do período, a HSY tinha um índice de liquidez imediata muito baixo (0,268 em 1992) devido, principalmente, às baixas quantias de ativos altamente líquidos (disponibilidades e recebíveis) disponíveis para pagar dívidas a curto prazo. No decorrer dos anos, a HSY conseguiu melhorar tal situação (0,537 em 2000 e 0,818 em 2001) e nos últimos 5 anos conseguiu atingir a média da indústria (0,63).

Índice de Caixa – o índice de liquidez mais conservador, que relaciona as disponibilidades (caixa e títulos mobiliários) ao passivo circulante, também melhorou de forma significativa (de 0,033 em 1992 para 0,042 em 2000).

Inobstante a tendência positiva de tais índices, houve quedas em alguns anos devido a aquisições de negócios e alienações e necessidades sazonais de capital operacional. Também vale a pena mencionar o aumento significativo nos fluxos de caixa operacionais em 2001 como resultado da queda nos empréstimos de curto prazo e, conseqüentemente, em uma melhora em tais índices de liquidez.

Índice de Alavancagem

Durante o período, a Companhia mudou significativamente sua estrutura de capital, aumentando seu capital derivado de endividamento. Por

um lado, uma proporção maior de capital derivado de endividamento, comparado ao capital próprio, torna os lucros mais voláteis e aumenta a probabilidade de que uma companhia torne-se incapaz de honrar pagamentos de juros e de que não efetue o pagamento de dívidas. Por outro lado, o endividamento traz os benefícios de uma vantagem fiscal e a Hershey tem estado no patamar mais alto do imposto de renda.

Endividamento de Longo Prazo sobre o Patrimônio Líquido – o primeiro aumento significativo do período ocorreu de 1994 (0,109) a 1995 (0,330) devido ao endividamento de longo prazo obtido para financiar a compra de Ações Ordinárias do Milton Hershey School Trust. Nos dois anos seguintes, o endividamento continuou a crescer devido à obtenção de mais empréstimos para custear não só as recompras de ações, mas também as aquisições de negócios. Por exemplo, em 1997, a companhia emitiu dívidas de longo prazo para pagar uma parte dos empréstimos de títulos associados com a aquisição da Leaf. Além disto, as recompras de ações também diminuíram a participação dos acionistas. Finalmente, a Hershey tem mantido um índice mais alto (0,8722) do que a média da indústria (0,6431).

Endividamento Total sobre Patrimônio Líquido – uma vez que este índice inclui endividamento tanto a longo quanto a curto prazo, este índice também aumentou durante o período (de 0,367 em 1992 a 0,967 em 2000), principalmente durante os anos de maior atividade de aquisições (1995 a 1998).

Endividamento Total sobre Total de Ativos – este índice compara o endividamento de curto e longo prazos a seu total de ativos. Uma vez que a companhia tem gerado mais atividade e, portanto, mais ativos, este índice apresenta níveis mais baixos (de 0,201 em 1992 a 0,329 em 2000).

Índices de Cobertura

Juntamente com os índices de endividamento sobre o patrimônio líquido, precisamos analisar os índices de cobertura que medem quantas

vezes as taxas fixas de juros são obtidas com as operações da companhia. Existem duas maneiras alternativas de realizar tal medição.

Estrutura de Juros sobre LAIR – é baseado nas receitas disponíveis para pagar as despesas de juros. Evidentemente, com o aumento do endividamento, este índice abaixou (de 16,77 em 1992 a 7,643 em 2000). No entanto, tal índice ainda é alto e mais alto que a média da indústria (4,93).

Estrutura de Juros sobre Fluxo de Caixa das Operações – podemos dizer que esta é uma medida mais realista, uma vez que utiliza o fluxo de caixa das operações ao invés de lucros contábeis para medir os recursos disponíveis para o pagamento de juros. Durante o período, tal medida baixou de 11,849 em 1992 para 5,06 em 2000, indicando uma menor capacidade de se pagar despesas de juros. O ano de 2001 foi uma exceção, uma vez que a companhia melhorou seu fluxo de caixa operacional.

É importante notar que a primeira medida, relacionada ao EBIT flutuou mais do que a outra, relacionada ao CFFO, durante o período, indicando que os fluxos de caixa da companhia permaneceram mais estáveis do que os lucros da companhia.

Índices de Fluxo de Caixa

CFFO/Vendas Líquidas – reflete quanto das receitas de vendas representa o fluxo de caixa operacional. Ainda que com alguma flutuação, tal medida manteve um nível estável em torno de 0,108 durante o período de 10 anos.

CFFO/Média Total de Ativos – reflete quanto das receitas totais de ativos representa o fluxo de caixa operacional. A média de cinco (5) anos foi de 0,167, enquanto a média do período de dez (10) anos de 0,220 indicava uma tendência de queda.

Índice de Capital de Giro – tal medida baixou significativamente durante os últimos seis (6) anos (de 35,16 em 1996 para 8,365 em 2001), indicando que a Companhia tem sido mais lenta na geração de fundos a partir de seus ativos circulantes para satisfazer passivos circulantes.

Desempenho Operacional

Observando a eficiência dos índices operacionais e dos índices de lucratividade operacional, podemos verificar quão bem a gerência está operando o negócio. Os índices de lucratividade analisam os lucros como uma porcentagem das vendas e como uma porcentagem dos ativos e do capital empregado.

Eficiência Operacional

Os índices de eficiência examinam como a gerência utiliza os ativos e capital da Companhia, medidos em termos dos dólares em vendas gerados por várias categorias de ativos ou capital.

Giro de Ativos – partindo de um índice muito bom de 2,409 em 1992, a gerência foi capaz de aumentar a eficiência do uso da base total de ativos da companhia até 1998, quando as vendas decaíram. Note-se que neste ano o aumento das vendas ainda era mais alto do que o crescimento das vendas de 95. No entanto, em 1995, a base de ativos decaiu enquanto em 1998 aumentou, resultando na queda significativa de 2,61 em 1997 para 1,32 em 1998.

No ano seguinte, o índice caiu novamente para 1,17 – 1999 foi o ano da venda do negócio de massas e de problemas na implementação do novo sistema corporativo e de novos processos: no âmbito de ativos, a redução resultante da venda do negócio de massas foi parcialmente compensada, mas causou o aumento dos estoques, enquanto que, no âmbito das vendas líquidas, reduziu vendas como resultado tanto da venda do negócio quanto dos

problemas de implementação. Além disto, a Hershey não tem sido tão eficiente (1,29) quanto a média da indústria (1,53).

Além desta análise da base total de ativos, é importante examinar a utilização de alguns ativos específicos, tais como estoques, recebíveis e contas a pagar. Vamos discutir tais ativos agora, mas devemos ter em mente que o incomum ano de 1999 afetará todos esses índices.

Giro de Contas a Receber – quanto mais rapidamente as contas a receber forem pagas, mais rapidamente a companhia consegue os recursos para serem utilizados no pagamento de seus próprios passivos circulantes. Exceto com relação ao ano de 1992, a média da Hershey era de doze (12) vezes, resultando em trinta (30) dias para pagamento de vendas, em linha com a média da indústria (30,7 dias).

Giro de Estoques – examina a liquidez do estoque da Companhia e o prazo implícito de processamento. O retorno de estoques tem sido mantido em torno de 4,7 vezes durante o período, refletindo a prática da companhia de fabricar principalmente para estocagem e atender pedidos de clientes a partir de estoques de produtos acabados. Isto resulta em um prazo médio de processamento de cerca de setenta e oito (78) dias, que é bem alto se comparado à média da indústria (53 dias).

Além disto, o novo sistema de informação implementado em 1999 e as melhoras nas dependências de armazenagem devem ajudar a companhia a alinhar seu processo produtivo e a logística de distribuição.

Giro de Contas a Pagar – Durante o período, a Companhia aumentou seu giro de contas a pagar e, conseqüentemente, seu prazo para pagamento caiu de vinte e seis (26) em 1992 para dezenove (19) em 2001. Além disto, comparada à média da indústria (30,8 dias), a Hershey está em desvantagem. Disto deduzimos que a Companhia pode estar sofrendo pressão de seus fornecedores e concordando com condições de pagamento menos favoráveis.

Ciclo de Conversão de Caixa – esta alternativa de medida da liquidez interna geral combina informações de retorno de recebíveis, o retorno de

estoques e o retorno de contas a pagar. Com tal medida, podemos calcular por quantos dias o caixa está preso ao capital de giro. Especificamente, o caixa está comprometido com recebíveis durante o período de cobrança e também está preso por um determinado número de dias em estoques – o período de processamento de estoques. Ao mesmo tempo, a empresa recebe e compensa este comprometimento de capital com seus próprios fornecedores, que fornecem empréstimos livres de juros para a companhia contribuindo para o financiamento do “Contas a Pagar”.

Durante o período, podemos verificar que a Hershey se tornou mais lenta para converter produtos em caixa (de 82 dias em 1992 para 100 dias em 2000), e está em grande desvantagem se comparada à indústria (53 dias).

Faz-se urgente que a gerência olhe para esta situação como um todo e ponha em prática algumas mudanças, uma vez que este ciclo alto de conversão de caixa significa que mais capital tem estado preso às operações e, conforme discutido antes, tal capital decorre de empréstimos de curto prazo. Se este ciclo continuar a aumentar e a companhia continuar a se financiar por meio de empréstimos de curto prazo, poderá ter problemas de solvência no futuro próximo.

Lucratividade Operacional

Os índices de lucratividade buscam associar o total de lucros auferidos com os recursos utilizados ou a quantidade de atividade realizada.

Margem Bruta – este índice indica a estrutura básica de custos da companhia. No decorrer do tempo, a margem bruta da Hershey manteve-se estável ao redor de 42%, que é uma margem muito favorável se comparada à média da indústria (26,19%) e indica que a Hershey possui uma posição custo-preço favorável.

Margem Operacional – a combinação de mudanças nas vendas e nas decisões para a realização de aquisições e alienações resultou em uma

margem muito estável durante o período (média de 14,6%), exceto com relação aos anos de 1999, quando o negócio de massas foi vendido, e 2001, quando nenhuma venda de negócios ou o aumento das vendas médias compensou o ônus da reestruturação. Além disso, a margem operacional da companhia está bem acima da média da indústria (7,43%)

Retorno sobre Vendas – Também chamada de Margem Líquida, este índice relaciona os lucros líquidos com as vendas. Uma vez que a Companhia não possui participações minoritárias em outras companhias e as despesas com juros e impostos sobre a renda foram seguidos de aumentos nas atividades operacionais, tal como na Margem Operacional, permanecendo o Giro das Vendas praticamente estável (média de 8%), exceto pelos anos de 1999 e 2001, e bem acima da média da indústria (4,14%).

Retorno dos Ativos – este índice relaciona os lucros líquidos com o investimento em todos os recursos financeiros a mando da gerência. Assim, é útil para a medição da eficácia do uso dos recursos da Hershey sem considerar como tais recursos foram obtidos ou financiados. Existem duas alternativas para o numerador deste índice – EBIT ou CFFO. O retorno de ativos da Hershey, de acordo com qualquer destes numeradores, flutuou muito durante o período, refletindo o efeito combinado de variações nas vendas e aquisições e alienações de negócios e mostrou uma tendência de queda. Por outro lado, o retorno de ativos da companhia (EBIT) (10,09%) ainda está bem acima da média da indústria (6,2%).

Retorno sobre o Patrimônio - a gerência tem sido eficiente com relação à taxa de retorno do patrimônio dos acionistas após a contabilização dos pagamentos feitos a todos os demais investidores. Juntamente com decisões operacionais pontuais (aquisições e alienações) que foram capazes de manter níveis estáveis de renda líquida, o programa de recompra de ações ajudou a aumentar significativamente o retorno dos acionistas durante o período – a exceção para os anos de 1999 e 2001 também é válida aqui. Comparada à média da indústria (25,09%), a Hershey conseguiu um retorno maior sobre o patrimônio (32,29%) de seus acionistas.

Retorno sobre o Capital Investido – relaciona o total dos lucros líquidos com todos os recursos comprometidos na empresa a longo prazo. Este índice é resultado da divisão do lucro líquido pelo valor total dos passivos não circulantes e patrimônio líquido. De acordo com este índice, a Hershey (17,28%) também está acima da média da indústria (9,81%).

Lucro por Ação (LPA) – tendo em vista que as empresas muitas vezes têm muitos acionistas, que normalmente não possuem o mesmo número de ações, é muito comum expressar os lucros de uma empresa levando-se em consideração cada uma das ações de tal empresa, para aqueles que desejam calcular sua participação proporcional nos lucros. Ainda que com flutuações, o LPA da Hershey aumentou durante o período, de US\$1,34 em 1992 para US\$2,44 em 2000.

TABELA 24
Hershey Foods Corp.
Demonstração do Resultado - Consolidado

Para anos finalizados em 31 de Dezembro de:	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Em milhares de dólares, exceto valores por ação										
Vendas Líquidas	3,219,805	3,488,249	3,606,271	3,690,667	3,989,308	4,302,236	4,435,615	3,970,924	4,220,976	4,557,241
Custos e Despesas										
Custo das Vendas	1,833,388	1,995,502	2,097,556	2,126,274	2,302,089	2,488,896	2,625,057	2,354,724	2,471,151	2,665,566
Vendas, Marketing e Administrativas	958,189	1,035,519	1,034,115	1,053,758	1,124,087	1,183,130	1,167,895	1,057,840	1,127,175	1,269,964
Realinhamento de Negócios e Ajustes de Ativos	0	0	106,105	-151	0	0	0	0	0	228,314
Ganhos (perdas) em Investimentos	0	80,642	0	0	(35,352)	0	0	243,785	0	19,237
Total de Custos e Despesas	2,791,577	2,950,379	3,237,776	3,179,881	3,461,528	3,672,026	3,792,952	3,168,779	3,598,326	4,144,607
Lucro antes de Juros e Imposto de Renda	428,228	537,870	368,495	510,786	527,780	630,210	642,663	802,145	622,650	412,634
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas	(27,240)	(26,995)	(35,357)	(44,833)	(48,043)	(76,255)	(85,657)	(74,271)	(76,011)	(69,093)
Lucro antes do Imposto de Renda - LAIR	400,988	510,875	333,138	465,953	479,737	553,955	557,006	727,874	546,639	343,541
Provisão para Imposto de Renda	158,390	213,642	148,919	184,034	206,551	217,704	216,118	267,564	212,096	136,385
Lucro Líquido	242,598	193,325	184,219	281,919	273,186	336,251	340,888	460,310	334,543	207,156
Numero de ações - média do período	180,372	179,514	174,367	166,036	153,995	149,174	143,446	140,031	137,326	136,245
Numero de ações - final do período	180,372	175,226	173,470	154,532	152,942	142,932	143,147	138,460	136,282	135,639
Lucro (prejuízo) por ação	1.34	1.07	1.06	1.7	1.77	2.25	2.38	3.29	2.44	1.52
Dividendos por ações ordinárias	1.03	1.14	1.25	1.370	0.760	0.840	0.920	1.000	1.080	1.165
Dividendos por ação Classe B	0.94	1.035	1.135	1.240	0.685	0.760	0.835	0.905	0.975	1.050

TABELA 25
Hershey Foods Corp.
Demonstração do Fluxo de Caixa - Consolidado

Para anos finalizados em 31 de Dezembro de:	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Em milhares de dólares										
Fluxo de Caixa: Origens (Aplicações)										
Atividades Operacionais										
Lucro Líquido	242,598	193,325	184,219	281,919	273,186	336,251	340,888	460,310	334,543	207,156
Ajustes Contabéis	0	103,908	0	0	0	0	0	0	0	0
Reconciliação lucro líquido e caixa operacional:										
Depreciações & amortizações	97,087	113,064	129,041	133,884	133,476	152,750	158,161	163,308	175,964	190,494
IR diferido	21,404	11,047	(2,328)	26,380	22,863	16,915	82,241	(8,336)	(16,400)	(49,342)
Ganho (perda) na venda de participações societárias	0	(80,642)	0	0	35,352	0	0	(165,016)	0	(1,103)
Realinhamento de negócios	0	0	106,105	(151)	0	0	0	0	0	171,852
Ajustes de ativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53,100
Ajustes por compra e venda de participações:										
Conta a receber - distribuidores	(13,841)	(100,957)	(36,696)	1,666	5,159	(68,479)	(90,493)	77,918	(26,930)	17,954
Estoques	(20,262)	32,347	7,740	28,147	(41,038)	(33,538)	12,276	(136,535)	28,029	94,405
Contas a pagar	(10,715)	(12,809)	(10,230)	14,767	14,032	12,967	10,005	(8,742)	7,280	(16,183)
Outros ativos e passivos	(20,707)	111,358	(58,146)	(11,297)	15,120	55,974	(124,118)	(55,224)	(90,277)	38,072
Outras atividades operacionais, líquido	649	9,399	20,032	19,614	5,593	4,018	745	0	0	0
Fluxo de caixa operacional - líquido	296,213	380,040	339,737	494,929	463,743	476,858	389,705	327,683	412,209	706,405
Atividades de Investimentos										
Aumento (redução) de capital	(249,795)	(211,621)	(138,711)	(140,626)	(159,433)	(172,939)	(161,328)	(115,448)	(138,333)	(160,105)
Capitalização de software	0	0	0	0	0	0	(42,859)	(25,394)	(4,686)	(9,845)
Aquisições	0	(164,787)	0	(12,500)	(437,195)	0	0	0	(135,000)	(17,079)
Alienações	0	0	0	0	149,222	0	0	450,000	0	59,900
Outros investimentos	(172,495)	259,001	(4,492)	8,720	9,333	21,368	9,284	13,526	6,206	3,142
Fluxo de caixa de investimentos - líquido	(422,290)	(117,407)	(143,203)	(144,406)	(438,073)	(151,571)	(194,903)	322,684	(271,813)	(123,987)
Atividades Financeiras										
Endividamento curto prazo	201,425	67,485	(20,503)	103,530	210,929	(217,018)	(36,543)	(136,742)	48,428	(250,589)
Endividamento longo prazo	1,259	1,130	102	202,448	0	550,000	0	1,696	187	379
Amortização de dívidas de longo prazo	(32,173)	(104,792)	(14,413)	(7,887)	(3,103)	(15,588)	(25,187)	(393)	(2,815)	(826)
Dividendos pagos	(91,444)	(100,499)	(106,961)	(110,090)	(114,763)	(121,546)	(129,044)	(136,728)	(144,891)	(154,750)
Exercício de opção de ações	0	2,574	3,494	15,106	22,049	14,397	19,368	18,878	24,376	30,210
Plano de incentivos	0	(4,903)	(7,726)	(21,903)	(45,634)	(35,063)	(22,458)	0	(51,859)	(64,342)
Compra de ações	0	(131,783)	(39,748)	(526,119)	(66,072)	(507,654)	(16,151)	(318,024)	(99,931)	(40,322)
Fluxo de caixa das atividades financeiras - líquido	79,067	(270,788)	(185,755)	(344,915)	3,406	(332,472)	(210,015)	(571,313)	(226,505)	(480,240)
Aumento (redução) das disponibilidades										
Disponível no início de exercício	(47,010)	(8,155)	10,779	5,608	29,076	(7,185)	(15,213)	79,054	(86,109)	102,178
Disponível no final do exercício	71,124	24,114	15,959	26,738	32,346	61,422	54,237	39,024	118,078	31,969
	24,114	15,959	26,738	32,346	61,422	54,237	39,024	118,078	31,969	134,147
Juros pagos		32,073	36,803	43,731	52,143	64,937	89,001	77,049	81,465	72,043
IR pago		171,586	177,876	148,629	180,347	181,377	123,970	218,665	299,104	171,362

TABELA 26
Hershey Foods Corp.
Balço Patrimonial - Consolidado

31 de Dezembro de	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Em milhares de dólares											
ATIVO											
Ativo Circulante											
Disponibilidades	71,124	24,114	15,959	26,738	32,346	61,422	54,237	39,024	118,078	31,969	134,147
Conta a receber - distribuidores	159,805	173,646	294,974	331,670	326,024	294,606	360,831	451,324	352,750	379,680	361,726
Estoques	436,917	457,179	453,442	445,702	397,570	474,978	505,525	493,249	602,202	605,173	512,134
IR diferido	46,451	85,548	105,948	84,785	94,464	84,024	58,505	80,303	76,136	96,939	
Adiantamentos e outros	76,633	238,591	39,073	38,608	81,598	60,759	30,197	91,864	126,647	202,390	62,595
Total Ativo Circulante	744,479	939,981	888,996	948,666	922,323	986,229	1,034,814	1,133,966	1,279,980	1,295,348	1,167,541
Terrenos, edificações, máquinas e equipamentos	1,145,666	1,295,989	1,460,904	1,468,397	1,436,009	1,601,895	1,648,237	1,648,058	1,510,460	1,585,388	1,534,901
Intangíveis resultante de aquisições, líquido	421,694	399,768	473,408	453,582	428,714	565,962	551,849	530,464	450,165	474,448	429,128
Outros ativos	29,983	37,171	31,783	20,336	43,577	30,710	56,336	91,610	106,047	92,580	115,860
Total do Ativo	2,341,822	2,672,909	2,855,091	2,890,981	2,830,623	3,184,796	3,291,236	3,404,098	3,346,652	3,447,764	3,247,430
PASSIVO											
Passivo circulante											
Contas a pagar	137,890	127,175	125,658	115,428	127,067	134,213	146,932	156,937	136,567	149,232	133,049
Outros passivos	226,267	240,816	301,989	265,283	300,549	357,828	371,545	294,415	292,497	358,067	462,901
Reservas de reestruturação	0	0	0	82,055	7,574	0	0	0	0	0	0
IR a pagar	22,000	5,682	35,603	8,718	15,514	10,254	19,692	17,475	72,159	1,479	2,568
Endividamento curto prazo	57,620	259,045	337,286	316,783	413,268	299,469	232,451	345,908	209,166	257,594	7,005
Endividamento longo prazo do exercício	26,955	104,224	13,309	7,954	383	15,510	25,095	89	2,440	529	921
Total passivo circulante	470,732	736,942	813,845	796,221	864,355	817,274	795,715	814,824	712,829	766,901	606,444
Endividamento de longo prazo	282,933	174,273	165,757	157,227	357,034	655,289	1,029,136	879,103	878,213	877,654	876,972
Outros passivos de longo prazo	80,907	92,950	290,401	303,056	333,814	327,209	346,500	346,769	330,938	327,674	361,041
Imposto de renda diferido	171,999	203,465	172,744	193,377	192,461	224,003	267,079	321,101	326,045	300,499	255,769
Total do Passivo	1,006,571	1,207,630	1,442,747	1,449,881	1,747,664	2,023,775	2,438,430	2,361,797	2,248,025	2,272,728	2,100,226
Patrimônio Líquido											
Capital: ações ordinárias	74,921	74,929	74,669	74,679	74,734	149,472	149,485	149,503	149,507	149,508	149,516
Capital: ações Classe B	15,265	15,257	15,253	15,243	15,241	30,478	30,465	30,447	30,443	30,442	30,434
Capital integralizado	52,509	52,129	51,196	49,880	47,732	42,432	33,852	29,995	30,079	13,124	3,263
Ações não exercidas (ESOP - Employee Stock Option Plan)	(47,902)	(44,708)	(41,515)	(38,321)	(35,128)	(31,935)	(28,741)	(25,548)	(22,354)	(19,161)	(15,967)
Lucros retidos	1,214,034	1,365,188	1,445,609	1,522,867	1,694,696	1,763,144	1,977,849	2,189,693	2,513,275	2,702,927	2,755,333
Ações em tesouraria	0	0	(118,963)	(158,711)	(685,076)	(759,695)	(1,267,861)	(1,267,422)	(1,552,708)	(1,645,088)	(1,689,243)
Outros ganhos (perdas)	26,424	2,484	(13,905)	(24,537)	(29,240)	(32,875)	(42,243)	(64,367)	(49,615)	(56,716)	(86,132)
Total Patrimônio Líquido	1,335,251	1,465,279	1,412,344	1,441,100	1,082,959	1,161,021	852,806	1,042,301	1,098,627	1,175,036	1,147,204
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	2,341,822	2,672,909	2,855,091	2,890,981	2,830,623	3,184,796	3,291,236	3,404,098	3,346,652	3,447,764	3,247,430

TABELA 27
Hershey Foods Corp.
Variação Anual do Demonstrativo de Resultado

Para o período	1992 - 1993	1993 - 1994	1994 - 1995	1995 - 1996	1996 - 1997	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2000 - 2001
Em porcentagens									
Vendas Líquidas	8.34%	3.38%	2.34%	8.09%	7.84%	3.10%	-10.48%	6.30%	7.97%
Custos e Despesas									
Custo das Vendas	8.84%	5.11%	1.37%	8.27%	8.11%	5.47%	-10.30%	4.94%	7.87%
Vendas, Marketing e Administrativas	8.07%	-0.14%	1.90%	6.67%	5.25%	-1.29%	-9.42%	6.55%	12.67%
Realinhamento de Negócios e Ajustes de Ativos									
Ganhos (perdas) em Investimentos									
Total de Custos e Despesas	5.69%	9.74%	-1.79%	8.86%	6.08%	3.29%	-16.46%	13.56%	15.18%
Lucro antes de Juros e Imposto de Renda	25.60%	-31.49%	38.61%	3.33%	19.41%	1.98%	24.82%	-22.38%	-33.73%
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas	-0.90%	30.98%	26.80%	7.16%	58.72%	12.33%	-13.29%	2.34%	-9.10%
Lucro antes do Imposto de Renda - LAIR	27.40%	-34.79%	39.87%	2.96%	15.47%	0.55%	30.68%	-24.90%	-37.15%
Provisão para Imposto de Renda	34.88%	-30.30%	23.58%	12.24%	5.40%	-0.73%	23.80%	-20.73%	-35.70%
Lucro Líquido	-20.31%	-4.71%	53.03%	-3.10%	23.09%	1.38%	35.03%	-27.32%	-38.08%
Numero de ações - média do período	-0.48%	-2.87%	-4.78%	-7.25%	-3.13%	-3.84%	-2.38%	-1.93%	-0.79%
Numero de ações - final do período	-2.85%	-1.00%	-10.92%	-1.03%	-6.54%	0.15%	-3.27%	-1.57%	-0.47%
Lucro (prejuízo) por ação	-20.15%	-0.93%	60.38%	4.12%	27.12%	5.78%	38.24%	-25.84%	-37.70%
Dividendos por ações ordinárias	10.68%	9.65%	9.60%	-44.53%	10.53%	9.52%	8.70%	8.00%	7.87%
Dividendos por ação Classe B	10.70%	9.66%	9.25%	-44.76%	10.95%	9.87%	8.38%	7.73%	7.69%

TABELA 28
Hershey Foods Corp.
Análise Horizontal da Demonstração de Resultado - ano base 1992

Para anos finalizados em 31 de Dezembro de:	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1992 como ano base										
Vendas Líquidas	1.000	1.083	1.120	1.146	1.239	1.336	1.378	1.233	1.311	1.415
Custos e Despesas										
Custo das Vendas	1.000	1.088	1.144	1.160	1.256	1.358	1.432	1.284	1.348	1.454
Vendas, Marketing e Administrativas	1.000	1.081	1.079	1.100	1.173	1.235	1.219	1.104	1.176	1.325
Realinhamento de Negócios e Ajustes de Ativos										
Ganhos (perdas) em Investimentos										
Total de Custos e Despesas	1.000	1.057	1.160	1.139	1.240	1.315	1.359	1.135	1.289	1.485
Lucro antes de Juros e Imposto de Renda	1.000	1.256	0.861	1.193	1.232	1.472	1.501	1.873	1.454	0.964
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas	1.000	0.991	1.298	1.646	1.764	2.799	3.145	2.727	2.790	2.536
Lucro antes do Imposto de Renda - LAIR	1.000	1.274	0.831	1.162	1.196	1.381	1.389	1.815	1.363	0.857
Provisão para Imposto de Renda	1.000	1.349	0.940	1.162	1.304	1.374	1.364	1.689	1.339	0.861
Lucro Líquido	1.000	0.797	0.759	1.162	1.126	1.386	1.405	1.897	1.379	0.854
Numero de ações - média do período	1.000	0.995	0.967	0.921	0.854	0.827	0.795	0.776	0.761	0.755
Numero de ações - final do período	1.000	0.971	0.962	0.857	0.848	0.792	0.794	0.768	0.756	0.752
Lucro (prejuízo) por ação	1.000	0.799	0.791	1.269	1.321	1.679	1.776	2.455	1.821	1.134
Dividendos por ações ordinárias	1.000	1.107	1.214	1.330	0.738	0.816	0.893	0.971	1.049	1.131
Dividendos por ação Classe B	1.000	1.107	1.214	1.326	0.733	0.813	0.893	0.968	1.043	1.123

TABELA 29
Hershey Foods Corp.
Análise Vertical da Demonstração de Resultado

Para anos finalizados em 31 de Dezembro de:	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
como percentual das vendas líquidas										
Vendas Líquidas	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Custos e Despesas	43.1%	42.8%	41.8%	42.4%	42.3%	42.1%	40.8%	40.7%	41.5%	41.5%
Custo das Vendas	56.9%	57.2%	58.2%	57.6%	57.7%	57.9%	59.2%	59.3%	58.5%	58.5%
Vendas, Marketing e Administrativas	29.8%	29.7%	28.7%	28.6%	28.2%	27.5%	26.3%	26.6%	26.7%	27.9%
Realinhamento de Negócios e Ajustes de Ativos	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%
Ganhos (perdas) em Investimentos	0.0%	2.3%	0.0%	0.0%	-0.9%	0.0%	0.0%	6.1%	0.0%	0.4%
Total de Custos e Despesas	86.7%	84.6%	89.8%	86.2%	86.8%	85.4%	85.5%	79.8%	85.2%	90.9%
Lucro antes de Juros e Imposto de Renda	13.3%	15.4%	10.2%	13.8%	13.2%	14.6%	14.5%	20.2%	14.8%	9.1%
Receitas (Despesas) Financeiras Líquidas	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.2%	-1.8%	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-1.5%
Lucro antes do Imposto de Renda - LAIR	12.5%	14.6%	9.2%	12.6%	12.0%	12.9%	12.6%	18.3%	13.0%	7.5%
Provisão para Imposto de Renda	4.9%	6.1%	4.1%	5.0%	5.2%	5.1%	4.9%	6.7%	5.0%	3.0%
Lucro Líquido	7.5%	5.5%	5.1%	7.6%	6.8%	7.8%	7.7%	11.6%	7.9%	4.5%

TABELA 30
Hershey Foods Corp.
Variação Anual do Balanço Patrimonial

31 de Dezembro de	1992 - 1993	1993 - 1994	1994 - 1995	1995 - 1996	1996 - 1997	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2000 - 2001
ATIVO									
Ativo Circulante									
Disponibilidades	(0.338)	0.675	0.210	0.899	(0.117)	(0.280)	2.026	(0.729)	3.196
Conta a receber - distribuidores	0.699	0.124	(0.017)	(0.096)	0.225	0.251	(0.218)	0.076	(0.047)
Estoques	(0.008)	(0.017)	(0.108)	0.195	0.064	(0.024)	0.221	0.005	(0.154)
IR diferido	0.842	0.238	(0.200)	0.114	(0.111)	(0.304)	0.373	(0.052)	0.273
Adiantamentos e outros	(0.836)	(0.012)	1.113	(0.255)	(0.503)	2.042	0.379	0.598	(0.691)
Total Ativo Circulante	(0.054)	0.067	(0.028)	0.069	0.049	0.096	0.129	0.012	(0.099)
Terrenos, edificações, máquinas e equipamentos	0.127	0.005	(0.022)	0.116	0.029	(0.000)	(0.083)	0.050	(0.032)
Intangíveis resultante de aquisições, líquido	0.184	(0.042)	(0.055)	0.320	(0.025)	(0.039)	(0.151)	0.054	(0.096)
Outros ativos	(0.145)	(0.360)	1.143	(0.295)	0.834	0.626	0.158	(0.127)	0.251
Total do Ativo	0.068	0.013	(0.021)	0.125	0.033	0.034	(0.017)	0.030	(0.058)
PASSIVO									
Passivo circulante									
Contas a pagar	(0.012)	(0.081)	0.101	0.056	0.095	0.068	(0.130)	0.093	(0.108)
Outros passivos	0.254	(0.122)	0.133	0.191	0.038	(0.208)	(0.007)	0.224	0.293
Reservas de reestruturação									
IR a pagar	5.266	(0.755)	0.780	(0.339)	0.920	(0.113)	3.129	(0.980)	0.736
Endividamento curto prazo	0.302	(0.061)	0.305	(0.275)	(0.224)	0.488	(0.395)	0.232	(0.973)
Endividamento longo prazo do exercício	(0.872)	(0.402)	(0.952)	39.496	0.618	(0.996)	26.416	(0.783)	0.741
Total passivo circulante	0.104	(0.022)	0.086	(0.054)	(0.026)	0.024	(0.125)	0.076	(0.209)
Endividamento de longo prazo	(0.049)	(0.051)	1.271	0.835	0.571	(0.146)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Outros passivos de longo prazo	2.124	0.044	0.101	(0.020)	0.059	0.001	(0.046)	(0.010)	0.102
Imposto de renda diferido	(0.151)	0.119	(0.005)	0.164	0.192	0.202	0.015	(0.078)	(0.149)
Total do Passivo	0.195	0.005	0.205	0.158	0.205	(0.031)	(0.048)	0.011	(0.076)
Patrimônio Líquido									
Capital: ações ordinárias	(0.003)	0.000	0.001	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Capital: ações Classe B	(0.000)	(0.001)	(0.000)	1.000	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Capital integralizado	(0.018)	(0.026)	(0.043)	(0.111)	(0.202)	(0.114)	0.003	(0.564)	(0.751)
Ações não exercidas (ESOP - Employee Stock Option Plan)	(0.071)	(0.077)	(0.083)	(0.091)	(0.100)	(0.111)	(0.125)	(0.143)	(0.167)
Lucros retidos	0.059	0.053	0.113	0.040	0.122	0.107	0.148	0.075	0.019
Ações em tesouraria		0.334	3.316	0.109	0.669	(0.000)	0.225	0.059	0.027
Outros ganhos (perdas)	(6.598)	0.765	0.192	0.124	0.285	0.524	(0.229)	0.143	0.519
Total Patrimônio Líquido	(0.036)	0.020	(0.249)	0.072	(0.265)	0.222	0.054	0.070	(0.024)
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	0.068	0.013	(0.021)	0.125	0.033	0.034	(0.017)	0.030	(0.058)

TABELA 31
Hershey Foods Corp.
Análise Horizontal do Balanço Patrimonial - ano base 1992

31 de Dezembro de 1992 como ano base	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ATIVO										
Ativo Circulante										
Disponibilidades	1.000	0.662	1.109	1.341	2.547	2.249	1.618	4.897	1.326	5.563
Conta a receber - distribuidores	1.000	1.699	1.910	1.878	1.697	2.078	2.599	2.031	2.187	2.083
Estoques	1.000	0.992	0.975	0.870	1.039	1.106	1.079	1.317	1.324	1.120
IR diferido	1.000	1.842	2.281	1.825	2.034	1.809	1.259	1.729	1.639	2.087
Adiantamentos e outros	1.000	0.164	0.162	0.342	0.255	0.127	0.385	0.531	0.848	0.262
Total Ativo Circulante	1.000	0.946	1.009	0.981	1.049	1.101	1.206	1.362	1.378	1.242
Terrenos, edificações, máquinas e equipamentos	1.000	1.127	1.133	1.108	1.236	1.272	1.272	1.165	1.223	1.184
Intangíveis resultante de aquisições, líquido	1.000	1.184	1.135	1.072	1.416	1.380	1.327	1.126	1.187	1.073
Outros ativos	1.000	0.855	0.547	1.172	0.826	1.516	2.465	2.853	2.491	3.117
Total do Ativo	1.000	1.068	1.082	1.059	1.192	1.231	1.274	1.252	1.290	1.215
PASSIVO										
Passivo circulante										
Contas a pagar	1.000	0.988	0.908	0.999	1.055	1.155	1.234	1.074	1.173	1.046
Outros passivos	1.000	1.254	1.102	1.248	1.486	1.543	1.223	1.215	1.487	1.922
Reservas de reestruturação										
IR a pagar	1.000	6.266	1.534	2.730	1.805	3.466	3.076	12.700	0.260	0.452
Endividamento curto prazo	1.000	1.302	1.223	1.595	1.156	0.897	1.335	0.807	0.994	0.027
Endividamento longo prazo do exercício	1.000	0.128	0.076	0.004	0.149	0.241	0.001	0.023	0.005	0.009
Total passivo circulante	1.000	1.104	1.080	1.173	1.109	1.080	1.106	0.967	1.041	0.823
Endividamento de longo prazo	1.000	0.951	0.902	2.049	3.760	5.905	5.044	5.039	5.036	5.032
Outros passivos de longo prazo	1.000	3.124	3.260	3.591	3.520	3.728	3.731	3.560	3.525	3.884
Imposto de renda diferido	1.000	0.849	0.950	0.946	1.101	1.313	1.578	1.602	1.477	1.257
Total do Passivo	1.000	1.195	1.201	1.447	1.676	2.019	1.956	1.862	1.882	1.739
Patrimônio Líquido										
Capital: ações ordinárias	1.000	0.997	0.997	0.997	1.995	1.995	1.995	1.995	1.995	1.995
Capital: ações Classe B	1.000	1.000	0.999	0.999	1.998	1.997	1.996	1.995	1.995	1.995
Capital integralizado	1.000	0.982	0.957	0.916	0.814	0.649	0.575	0.577	0.252	0.063
Ações não exercidas (ESOP - Employee Stock Option Plan)	1.000	0.929	0.857	0.786	0.714	0.643	0.571	0.500	0.429	0.357
Lucros retidos	1.000	1.059	1.115	1.241	1.292	1.449	1.604	1.841	1.980	2.018
Ações em tesouraria										
Outros ganhos (perdas)	1.000	(5.598)	(9.878)	(11.771)	(13.235)	(17.006)	(25.913)	(19.974)	(22.833)	(34.675)
Total Patrimônio Líquido	1.000	0.964	0.983	0.739	0.792	0.582	0.711	0.750	0.802	0.783
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	1.000	1.068	1.082	1.059	1.192	1.231	1.274	1.252	1.290	1.215

TABELA 33
Hershey Foods Corp.
Varição Anual do Fluxo de Caixa

Para o período	1992 - 1993	1993 - 1994	1994 - 1995	1995 - 1996	1996 - 1997	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2000 - 2001
Fluxo de Caixa: Origens (Aplicações)									
Atividades Operacionais									
Lucro Líquido	(0.203)	(0.047)	0.530	(0.031)	0.231	0.014	0.350	(0.273)	(0.381)
Reconciliação lucro líquido e caixa operacional:									
Depreciações & amortizações	0.165	0.141	0.038	(0.003)	0.144	0.035	0.033	0.077	0.083
IR diferido	(0.484)	(1.211)	(12.332)	(0.133)	(0.260)	3.862	(1.101)	0.967	2.009
Ganho (perda) na venda de participações societárias									
Realinhamento de negócios									
Ajustes de ativos									
Ajustes por compra e venda de participações:									
Conta a receber - distribuidores	6.294	(0.637)	(1.045)	2.097	(14.274)	0.321	(1.861)	(1.346)	(1.667)
Estoques	(2.596)	(0.761)	2.637	(2.458)	(0.183)	(1.366)	(12.122)	(1.205)	2.368
Contas a pagar	0.195	(0.201)	(2.443)	(0.050)	(0.076)	(0.228)	(1.874)	(1.833)	(3.223)
Outros ativos e passivos	(6.378)	(1.522)	(0.806)	(2.338)	2.702	(3.217)	(0.555)	0.635	(1.422)
Outras atividades operacionais, líquido	13.482	1.131	(0.021)	(0.715)	(0.282)	(0.815)	(1.000)		
Fluxo de caixa operacional - líquido	0.283	(0.106)	0.457	(0.063)	0.028	(0.183)	(0.159)	0.258	0.714
Atividades de Investimentos									
Aumento (redução) de capital	(0.153)	(0.345)	0.014	0.134	0.085	(0.067)	(0.284)	0.198	0.157
Capitalização de software							(0.407)	(0.815)	1.101
Aquisições		(1.000)		33.976	(1.000)				(0.873)
Alienações					(1.000)			(1.000)	
Outros investimentos	(2.501)	(1.017)	(2.941)	0.070	1.290	(0.566)	0.457	(0.541)	(0.494)
Fluxo de caixa de investimentos - líquido	(0.722)	0.220	0.008	2.034	(0.654)	0.286	(2.656)	(1.842)	(0.544)
Atividades Financeiras									
Endividamento curto prazo	(0.665)	(1.304)	(6.050)	1.037	(2.029)	(0.832)	2.742	(1.354)	(6.174)
Endividamento longo prazo	(0.102)	(0.910)	1.983.784	(1.000)		(1.000)		(0.890)	1.027
Amortização de dívidas de longo prazo	2.257	(0.862)	(0.453)	(0.607)	4.024	0.616	(0.984)	6.163	(0.707)
Dividendos pagos	0.099	0.064	0.029	0.042	0.059	0.062	0.060	0.060	0.068
Exercício de opção de ações		0.357	3.323	0.460	(0.347)	0.345	(0.025)	0.291	0.239
Plano de incentivos		0.576	1.835	1.083	(0.232)	(0.359)	(1.000)		0.241
Compra de ações		(0.698)	12.236	(0.874)	6.683	(0.968)	18.691	(0.686)	(0.597)
Fluxo de caixa das atividades financeiras - líquido	(4.425)	(0.314)	0.857	(1.010)	(98.614)	(0.368)	1.720	(0.604)	1.120
Aumento (redução) das disponibilidades	(0.827)	(2.322)	(0.480)	4.185	(1.247)	1.117	(6.196)	(2.089)	(2.187)
Disponível no início de exercício	(0.661)	(0.338)	0.675	0.210	0.899	(0.117)	(0.280)	2.026	(0.729)
Disponível no final do exercício	(0.338)	0.675	0.210	0.899	(0.117)	(0.280)	2.026	(0.729)	3.196
Juros pagos		0.147	0.188	0.192	0.245	0.371	(0.134)	0.057	(0.116)
IR pago		0.037	(0.164)	0.213	0.006	(0.317)	0.764	0.368	(0.427)

TABELA 34
Hershey Foods Corp.
Análise Horizontal do Fluxo de Caixa - ano base 1992

Para anos finalizados em 31 de Dezembro de: 1992 como ano base	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Fluxo de Caixa: Origens (Aplicações)										
Atividades Operacionais										
Lucro Líquido	1.000	0.797	0.759	1.162	1.126	1.386	1.405	1.897	1.379	0.854
Reconciliação lucro líquido e caixa operacional:										
Depreciações & amortizações	1.000	1.165	1.329	1.379	1.375	1.573	1.629	1.682	1.812	1.962
IR diferido	1.000	0.516	(0.109)	1.232	1.068	0.790	3.842	(0.389)	(0.766)	(2.305)
Ganho (perda) na venda de participações societárias										
Realinhamento de negócios										
Ajustes de ativos										
Ajustes por compra e venda de participações:										
Conta a receber - distribuidores	1.000	7.294	2.651	(0.120)	(0.373)	4.948	6.538	(5.630)	1.946	(1.297)
Estoques	1.000	(1.596)	(0.382)	(1.389)	2.025	1.655	(0.606)	6.738	(1.383)	(4.659)
Contas a pagar	1.000	1.195	0.955	(1.378)	(1.310)	(1.210)	(0.934)	0.816	(0.679)	1.510
Outros ativos e passivos	1.000	(5.378)	2.808	0.546	(0.730)	(2.703)	5.994	2.667	4.360	(1.839)
Outras atividades operacionais, líquido	1.000	14.482	30.866	30.222	8.618	6.191	1.148	0.000	0.000	0.000
Fluxo de caixa operacional - líquido	1.000	1.283	1.147	1.671	1.566	1.610	1.316	1.106	1.392	2.385
Atividades de Investimentos										
Aumento (redução) de capital	1.000	0.847	0.555	0.563	0.638	0.692	0.646	0.462	0.554	0.641
Capitalização de software										
Aquisições										
Alienações										
Outros investimentos	1.000	(1.501)	0.026	(0.051)	(0.054)	(0.124)	(0.054)	(0.078)	(0.036)	(0.018)
Fluxo de caixa de investimentos - líquido	1.000	0.278	0.339	0.342	1.037	0.359	0.462	(0.764)	0.644	0.294
Atividades Financeiras										
Endividamento curto prazo	1.000	0.335	(0.102)	0.514	1.047	(1.077)	(0.181)	(0.679)	0.240	(1.244)
Endividamento longo prazo	1.000	0.898	0.081	160.801	0.000	436.855	0.000	1.347	0.149	0.301
Amortização de dívidas de longo prazo	1.000	3.257	0.448	0.245	0.096	0.485	0.783	0.012	0.087	0.026
Dividendos pagos	1.000	1.099	1.170	1.204	1.255	1.329	1.411	1.495	1.584	1.692
Exercício de opção de ações										
Plano de incentivos										
Compra de ações										
Fluxo de caixa das atividades financeiras - líquido	1.000	(3.425)	(2.349)	(4.362)	0.043	(4.205)	(2.656)	(7.226)	(2.865)	(6.074)
Aumento (redução) das disponibilidades	1.000	0.173	(0.229)	(0.119)	(0.619)	0.153	0.324	(1.682)	1.832	(2.174)
Disponível no início de exercício	1.000	0.339	0.224	0.376	0.455	0.864	0.763	0.549	1.660	0.449
Disponível no final do exercício	1.000	0.662	1.109	1.341	2.547	2.249	1.618	4.897	1.326	5.563

TABELA 35

Hershey Foods Corp.												StockVal					
Índices Financeiros (período de 10 anos)																	
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Média		HSY	Indústria	Relativa	Período	
											10-anos	5-anos	049A				
Liquidez																	
Liquidez Corrente	1.276	1.092	1.191	1.067	1.207	1.300	1.392	1.796	1.689	1.925	1.394	1.620	1.62	1.38	1.17	5-yrs	
Liquidez Imediata	0.268	0.382	0.450	0.415	0.436	0.522	0.602	0.661	0.537	0.818	0.509	0.628	0.63	0.63	1	5-yrs	
Índice de Caixa	0.033	0.020	0.034	0.037	0.075	0.068	0.048	0.166	0.042	0.221	0.074	0.109	ND	ND	ND	ND	
Alavancagem (Solvência)																	
Endividamento LP / Patrimônio Líquido	0.119	0.117	0.109	0.330	0.564	1.207	0.843	0.799	0.747	0.764	0.560	0.872	87.22	64.31	1.36	5-yrs	
Endividamento Total / Patrimônio Líquido	0.367	0.366	0.334	0.712	0.836	1.509	1.175	0.992	0.967	0.771	0.803	1.083	ND	ND	ND	ND	
Endividamento Total / Total Ativos	0.201	0.181	0.167	0.272	0.305	0.391	0.360	0.326	0.329	0.272	0.280	0.336	ND	ND	ND	ND	
Índice de Capitalização	0.216	0.268	0.268	0.251	0.416	0.455	0.601	0.540	0.498	0.492	0.400	0.517	ND	ND	ND	ND	
Cobertura																	
Times interest earned (EBIT)		16.770	10.013	11.680	10.122	9.705	7.221	10.411	7.643	5.728	9.921	8.141	7.74	4.93	1.57	5-yrs	
Times interest earned (CCFO)		11.849	9.231	11.318	8.894	7.343	4.379	4.253	5.060	9.805	8.015	6.168	ND	ND	ND	ND	
Fluxo de Caixa e Capital de Giro																	
CFFO / Vendas Líquidas	0.092	0.109	0.094	0.134	0.116	0.111	0.088	0.083	0.098	0.155	0.108	0.107	ND	ND	ND	ND	
CFFO / Média dos Ativos Totais	0.222	0.266	0.235	0.350	0.291	0.290	0.116	0.097	0.121	0.211	0.220	0.167	ND	ND	ND	ND	
Capital de Giro Líquido	\$ 203,039	\$ 75,151	\$ 152,445	\$ 57,968	\$ 168,955	\$ 239,099	\$ 319,142	\$ 567,151	\$ 528,447	\$ 561,097	\$ 287,249	\$ 442,987	561	525	1.07	LFY	
Índice de Capital de Giro	13.506	25.078	31.690	35.080	35.160	21.087	15.891	8.961	7.705	8.365	20.252	12.402	ND	ND	ND	ND	
Eficiência Operacional																	
Giro de Ativos	2.409	2.444	2.495	2.608	2.505	2.614	1.325	1.176	1.242	1.361	2.018	1.544	1.29	1.53	0.84	10-yrs	
Giro de Contas a Receber	19.312	14.887	11.510	11.223	12.856	13.128	10.923	9.877	11.526	12.294	12.754	11.549	ND	ND	ND	ND	
Giro de Estoques	4.101	4.383	4.666	5.043	5.277	5.077	5.257	4.299	4.093	4.771	4.697	4.699	ND	ND	ND	ND	
Giro de Contas a Pagar	13.833	15.785	17.401	17.537	17.622	17.705	17.278	16.046	17.293	18.886	16.939	17.441	ND	ND	ND	ND	
Dias para recebimento de vendas	19	25	32	33	28	28	33	37	32	30	30	32	29	30.7	0.94	5-yrs	
Dias em estocagem	89	83	78	72	69	72	69	85	89	76	78	78	70.1	53	1.32	5-yrs	
Dias para pagamento de compras	26	23	21	21	21	21	21	23	21	19	22	21	18.2	30.6	0.59	5-yrs	
Ciclo Operacional (dias em estocagem + para	108	108	110	105	98	100	103	122	121	106	108	110	99	84			
Ciclo de Conversão em Caixa (ciclo operacio	82	85	89	84	77	79	82	99	100	87	86	89	81	53			
Lucratividade Operacional																	
Margem Bruta	0.431	0.428	0.418	0.424	0.423	0.421	0.408	0.407	0.415	0.415	0.419	0.413	41.33	26.19	1.58	5-yrs	
Margem Operacional	0.133	0.154	0.102	0.138	0.132	0.146	0.145	0.202	0.148	0.091	0.139	0.146	14.74	7.43	1.98	5-yrs	
Retorno sobre Vendas	0.075	0.055	0.051	0.076	0.068	0.078	0.077	0.116	0.079	0.045	0.072	0.079	8.03	4.14	1.94	5-yrs	
Retorno (EBIT) dos Ativos	0.160	0.188	0.127	0.180	0.166	0.191	0.189	0.240	0.181	0.127	0.175	0.186	10.09	6.2	1.63	5-yrs	
Retorno (CFFO) dos Ativos	0.222	0.266	0.235	0.350	0.291	0.290	0.116	0.097	0.121	0.211	0.220	0.167					
Retorno do Patrimônio Líquido	0.173	0.134	0.129	0.223	0.243	0.334	0.360	0.430	0.294	0.178	0.250	0.319	32.29	25.09	1.29	5-yrs	
Retorno do Capital Investido	0.247	0.288	0.194	0.288	0.246	0.283	0.283	0.348	0.262	0.173	0.261	0.270	17.28	9.81	1.76	5-yrs	
Lucro por Ação (LPA)	1.340	1.070	1.060	1.700	1.770	2.250	2.380	3.290	2.440	1.520	1.882	2.376					
Decomposição																	
Retorno dos Ativos (ROA)																	
Vendas Líquidas / Média Total dos Ativos	2.409	2.444	2.495	2.608	2.505	2.614	1.325	1.176	1.242	1.361	2.018	1.544	ND	ND	ND	ND	
EBIT / Vendas Líquidas	0.133	0.154	0.102	0.138	0.132	0.146	0.145	0.202	0.148	0.091	0.139	0.146	ND	ND	ND	ND	
= Du Pont ROA	0.320	0.377	0.255	0.361	0.331	0.383	0.192	0.238	0.183	0.123	0.276	0.224	ND	ND	ND	ND	
ROE																	
EBIT / Vendas Líquidas	0.133	0.154	0.102	0.138	0.132	0.146	0.145	0.202	0.148	0.091	0.139	0.146	ND	ND	ND	ND	
Vendas Líquidas / Média Total dos Ativos	2.409	2.444	2.495	2.608	2.505	2.614	1.325	1.176	1.242	1.361	2.018	1.544	ND	ND	ND	ND	
Média Total Ativos / Média Total Patr. Líq.	0.954	0.992	1.013	1.121	1.419	1.634	3.533	3.153	2.988	2.883	1.969	2.838	2.83	2.79	1.01	5-yrs	
EBT / EBIT	0.936	0.950	0.904	0.912	0.909	0.879	0.867	0.907	0.878	0.833	0.898	0.873	ND	ND	ND	ND	
EAT / EBT	0.605	0.378	0.553	0.605	0.569	0.607	0.612	0.632	0.612	0.603	0.578	0.613	ND	ND	ND	ND	
= Du Pont ROE	0.173	0.134	0.129	0.223	0.243	0.334	0.360	0.430	0.294	0.178	0.250	0.319	ND	ND	ND	ND	

ND = não disponível

HSY = Hershey Foods Corp.

TABELA 36

Índices Financeiros - Comparação com a Indústria							
	HSY	Indústria 049A	Relativo	WWY	CSG	NSRGY	Período
Liquidez							
Liquidez Corrente	1.62	1.38	1.17	3.24	0.9	1.18	5-anos
Liquidez Imediata	0.63	0.63	1	2.04	0.57	0.76	5-anos
Alavancagem (Solvência)							
Endividamento LP / Patrimônio Líquido	87.22	64.31	1.36	0	29.14	19.29	5-anos
Cobertura							
Times interest earned (EBIT)	7.74	4.93	1.57	99.99	6.95	5.83	5-anos
Eficiência Operacional							
Giro de Ativos	1.29	1.53	0.84	1.500	0.890	1.27	10-anos
Giro de Contas a Receber	29	30.7	0.94	36.000	47.9	47.5	5-anos
Giro de Estoques	70.1	53	1.32	102.100	68.4	74.4	5-anos
Giro de Contas a Pagar	18.2	30.8	0.59	33.4	67	64.5	5-anos
Ciclo Operacional (dias em estocagem + para r	99	84	ND	138	116	122	5-anos
Ciclo de Conversão em Caixa (ciclo operaciona	81	53	ND	105	49	57	5-anos
Lucratividade Operacional							
Margem Bruta	41.33	26.19	1.58	57.86	51.22	51.8	5-anos
Margem Operacional	14.74	7.43	1.98	21.63	21.25	11.21	5-anos
Retorno sobre Vendas	8.03	4.14	1.94	14.86	10.42	6.57	5-anos
Retorno (EBIT) dos Ativos	10.09	6.2	1.63	20.98	8.59	8.01	5-anos
Retorno (CFFO) dos Ativos							
Retorno do Patrimônio Líquido	32.29	25.09	1.29	28	21.65	19.47	5-anos
Retorno do Capital Investido	17.28	9.81	1.76	28.56	15.28	15.77	5-anos
Estabilidade - Lucro por Ação (3-anos)	1.06	3.48	0.3	0.27	1.88	1.53	3-anos
Média Total Ativos / Média Total Patr. Líq.	2.83	2.79	1.01	1.38	2.58	2.51	UAF
Decomposição							
ROE							
EBIT / Vendas Líquidas	9.14	ND	ND	21.75	17.7	11.88	UAF
Vendas Líquidas / Média Total dos Ativos	1.36	ND	ND	1.45	0.78	1.07	UAF
Média Total Ativos / Média Total Patr. Líq.	2.88	ND	ND	1.39	2.55	2.51	UAF
EBT / EBIT	0.82	ND	ND	1	0.83	0.87	UAF
EAT / EBT	60.3	ND	ND	68.83	70.36	72.29	UAF
= ROE Reportado	17.84	ND	ND	30.13	19.43	21.19	UAF
= ROE Ajustado	32.55	ND	ND	30.13	21.54	21.19	UAF
Taxa de Impostos							
do último ano fiscal	39.7	33.03	1.2	31.17	29.64	27.71	UAF
Mais alta dos últimos 10 anos	44.7	38.67	1.16	37.28	32.44	35.94	10-anos
Mais baixa dos últimos 10 anos	36.76	32.84	1.12	30.66	22.44	27.71	10-anos
Média dos últimos 10 anos	39.5	33.91	1.16	31.37	30.04	33.17	10-anos
% Investimentos de Capital / Receitas	3.51	2.93	1.2	7.48	4.33	4.26	UAF

ND = não disponível
UAF = último ano fiscal

HSY = Hershey Foods Corp.
WWY = Wm. Wrigley
CSG = Cadbury Schweppes
NSRGY = Nestlé

ANEXO 2 – A História da Hershey

Nascido em 1857 na parte central da Pensilvânia, Milton S. Hershey desde criança esteve envolvido com a produção de doces. Depois de diversos fracassos ele criou, em 1883, a Lancaster Caramel Company para produzir os caramelos “Hershey’s Cristal A”, que iriam “derreter na sua boca”. O Sr. Hershey finalmente tinha um negócio de sucesso.

Dez anos depois, o Sr. Hershey ficou fascinado por um maquinário alemão para a fabricação chocolates exposto em uma Exposição Internacional de Chicago. Ele logo instalou o maquinário de fazer chocolates em Lancaster e, em 1895, ele começou a vender caramelos cobertos de chocolates e outras novidades feitas com chocolate.

Já por volta de 1900, o Sr. Hershey decidiu se concentrar em chocolates – chocolate ao leite era considerado um item de luxo – era feito manualmente, caro e vendido somente em lojas especializadas. O Sr. Hershey estava confiante de que poderia produzir chocolates em grande escala e torná-los acessíveis para todos. Então ele vendeu a sua fábrica de caramelos por \$ 1 milhão, mas reteve o maquinário para a fabricação de chocolates e os direitos para fabricar chocolates.

O Sr. Hershey decidiu então estabelecer sua nova empresa em Derry Church, a vila em que nascera e onde havia um bom fornecimento de leite. Em 1903, Hershey começou a construir a fábrica, que ainda hoje é a maior planta de fabricação de chocolates do mundo.

Em 1905 a fábrica ficou pronta e Hershey começou a produzir o famoso “Hershey’s Milk Chocolate Bar” – o primeiro produto feito com chocolate a ser produzido em grande escala. Além disto, Hershey desenvolveu grande parte do maquinário necessário para fazer e embalar seus próprios produtos.

Conforme o negócio de chocolates crescia, Hershey se propôs a construir uma comunidade em que seus empregados poderiam ter vidas independentes. A comunidade proveria segurança, saúde, educação,

recreação, inúmeras igrejas, escolas, um hotel, um banco e uma loja. Em 1906, a vila de Derry Church foi rebatizada de Hershey.

Milton Hershey se casou com Catherine (Kitty) em 1898, eles nunca tiveram filhos e, em algum momento antes de 1909, eles perceberam que seu dinheiro estava se acumulando mais rápido do que podiam gastá-lo. Kitty sugeriu, então, que eles estabelecessem um lar para meninos desafortunados. Milton abraçou a idéia com afinco.

Em 15 de novembro de 1909, Milton e Catherine assinaram um documento que doava 486 acres de terra para a Hershey Trust Company, que seria utilizada “com o propósito de fundar e manter em perpetuidade uma instituição a ser conhecida como “Hershey Industrial School” (depois rebatizada de “Milton Hershey School”), a ser localizada no Condado de Derry para o benefício de meninos órfãos”.

Em 1918, Milton Hershey transferiu ações da Hershey Chocolate Company (avaliadas em 60 milhões) para o fundo. Além do Milton Hershey School Trust, Hershey também criou dois outros fundos – um para o benefício do sistema de escolas públicas e outro para a M.S. Hershey Foundation. Utilizando-se desses três fundos, Milton e Catherine Hershey destinaram o total de sua fortuna para o benefício das crianças e a comunidade que eles amavam.

Após a morte de Milton Hershey, a fábrica de chocolates continuou a prosperar e manteve sua forte posição no mercado de chocolates. Por volta dos anos 60, a Hershey era reconhecida como a fabricante no. 1 de chocolates na América.

Com o crescimento veio a expansão. Em 1963, a Hershey iniciou a construção de duas novas fábricas de chocolate. Expansão para a Hershey também significava procurar por aquisições, sendo que a primeira ocorreu naquele mesmo ano, com a compra da H.B. Reese Candy Company.

Enquanto a companhia estava envolvida em muitos desenvolvimentos dentro da Pensilvânia, a sua maior empreitada continuava a ser a indústria

alimentícia – e pela primeira vez comidas diversas de confeitos. Dentre suas aquisições destacaram-se duas fabricantes de massas, a San Giorgio Macaroni Inc. e a Delmonico Foods, Inc., em 1966. Devido às expansões para além do chocolate, a companhia mudou seu nome em 1968 para “Hershey Foods Corporation”.

Conforme os anos 70 se desenrolaram, mudanças na cultura americana forçaram a Hershey Foods Corporation a se modificar também. Antes dos anos 70, a companhia, alerta às palavras de seu fundador de que a qualidade de um produto é sua melhor promoção, se recusava a fazer publicidade.

Publicidade boca-a-boca tinha sido uma importante fonte de promoção para a Hershey durante grande parte de sua existência. Mas, na medida em que as pessoas se tornavam mais conscientes de sua saúde, a competição aumentou e o consumo de doces caiu, fazendo com que a influência da propaganda se tornasse um fator mais importante para o negócio de doces. Em 1970, a Mars tinha superado a Hershey como líder de venda de doces, provocando a Hershey a lançar uma campanha publicitária nacional. Em 19 de julho de 1970, a primeira propaganda da Hershey, um anúncio do tamanho de uma página da Calda Hershey (Hershey's Syrup), foi exibida em 114 jornais. Também naquele ano, de acordo com um contrato celebrado com a fabricante de doces britânica Rowntree Mackintosh, a Hershey se tornou a distribuidora americana da barra de wafer “KitKat”.

Sob a direção de seu presidente, William E. Dearden, que cresceu no orfanato de Milton Hershey, a Hershey adotou um plano de marketing agressivo em 1976 para reverter a queda de sua participação no mercado, introduzindo novos produtos e fazendo planos de diversificação, no sentido de diminuir a vulnerabilidade da empresa aos preços instáveis do cacau e do açúcar.

As maiores aquisições da Hershey nos anos 60 e 70 estão descritos abaixo:

(1977) 16% das ações da A.B. Marabou, uma fabricante de doces sueca

(1977) Y&S Candies, inc., a fabricante líder nacional de alçaçuz

(1978) Procino-Rossi Corporation (P&R)

(1979) Skinner Macaroni Company, para se juntar às suas demais marcas de massas.

(1979) Friendly Ice Cream Corporation, uma cadeia de restaurantes com 750 lojas com sede na Nova Inglaterra – Esta aquisição triplicou o número de empregados da folha de pagamentos da Hershey.

(1984) American Beauty, outra marca de massas, de Pillsbury – A Companhia criou o Hershey Pasta Group.

(1986) Dietrich Corporation, a fabricante do “5th Avenue Candy Bar”, balas “Luden’s Throat” e mentas “Mello”.

(1986) G&R Pasta Company, Inc., cuja marca “Pastamania” se tornou a oitava mais importante para o grupo de massas da Hershey.

(1987) As operações de doces e nozes da canadense Nabisco Brands.

(1988) Peter Paul/Cadbury, a subsidiária americana da fabricante de doces e bebidas britânica Cadbury Schweppes PLC – A maior aquisição até os dias de hoje (um negócio de \$ 300 milhões) em que a Hershey comprou os bens operacionais da companhia e os direitos de fabricar determinados produtos da companhia, incluindo “Peter Paul Mounds”, “Almond Joy Candy Bars” e “York Peppermint Patties” e produtos da Cadbury, tais como as barras de chocolate “Cadbury” e o “Cadbury’s Creme Eggs”, um doce especial para a Páscoa.

Observadores previram que as economias em escala da Hershey e renegociações com varejistas trariam uma crescente lucratividade às linhas recém adquiridas da Cadbury. Tal compra aumentou a participação da Hershey no mercado de doces de 35% para 44% e ajudou a Hershey a voltar ao topo do negócio de doces dos EUA. Simultaneamente, a Hershey decidiu vender a Friendly Ice Cream Corporation para se concentrar no negócio de doces.

O declínio no consumo de doces teve início após a Segunda Guerra Mundial, conforme a próspera América percebeu que sua cintura estava se expandindo de forma desconfortável, e se acelerou durante os anos 70, quando a febre por boa forma começou. Mas nos anos 80, tal tendência se reverteu. O consumo de doces aumentou de 16 libras per capita em 1980 para 19,5 libras em 1988, coincidentemente durante o mesmo período em que a Hershey reconquistou o topo do mercado americano de doces por meio das aquisições da Dietrich Corporation e da Peter Paul/Cadbury.

A rivalidade entre a Mars e a Hershey se reverteu em 1991, quando a participação da Mars no mercado de doces aumentou de 16,7% para 17,9%, enquanto que a participação da Hershey se manteve estável em 17%, de acordo com o Wall Street Journal. A Mars teve muito sucesso com o lançamento, em 1990, da sua pasta de amendoins "M&M's", que *took a toll no doce de pasta de amendoim número dois da Hershey, o "Reese's".

No início dos anos 90, a contínua competição acirrada com a Mars e a inflação baixa do período – ambos os quais tornaram o aumento de preços impraticável – pressionaram os rendimentos da Hershey e a companhia lutava para manter sua posição no mercado americano de doces por meio do aumento da oferta de seus confeitos feitos sem chocolate, lançando produtos feitos com chocolate, impulsionando seu negócio de massas e penetrando mercados estrangeiros.

ANEXO 3 – A História dos Concorrentes

Este anexo traz um resumo da história das empresas apresentadas e discutidas neste trabalho. Este histórico é relevante uma vez que a partir dele podemos entender a interação destes concorrentes no mercado – suas estratégias, fusões e aquisições.

A História da Mars

A Mars iniciou suas operações em 1911, como a Mar-O-Bar Company, um negócio de comidas para lanches fundado por Frank C. Marks de Tacoma, Washington, que fabricava uma variedade de doces de creme de manteiga em sua casa. Qualidade e valor eram as fundações de sua primeira fábrica de doces, que empregava 125 pessoas. Em 1920, Frank Mars mudou suas instalações para dependências maiores, em Mineápolis, onde as barras de chocolate “Snickers” (sem cobertura de chocolate) e “Milky Way” foram criadas. Com o rápido crescimento da companhia, a Mars procurava por instalações maiores e construiu uma nova planta no subúrbio de Chicago, em 1928. As vendas efetivamente quadruplicaram durante os anos difíceis da Depressão e novos produtos foram lançados, incluindo as barras de chocolate “Mars Almond Bar”, “Snickers Bar” (agora com cobertura de chocolate) e “3 Musketeers”.

Frank Mars contratou seu filho, Forrest E. Mars, para trabalhar em sua fábrica de doces após sua formatura de Yale, mas os dois tinham um relacionamento difícil. No início dos anos 30, Frank, deu à Forrest dinheiro e o direito de fabricar o chocolate “Milky Way” no exterior, e determinou que seu filho começasse seu próprio negócio no exterior. Ao se mudar para a Inglaterra, Forrest estabeleceu uma companhia de fabricação de doces e de comida enlatada para animais de estimação, que obteve grande sucesso.

Em 1940, Forrest Mars retornou aos Estados Unidos e fundou a M&M Limited em Newark, New Jersey, para fabricar doces de chocolate com uma capa de açúcar. Naquela época, as lojas reduziam seu estoque de chocolate

durante o verão devido à falta de ar-condicionado, e Forrest esperava capitalizar na construção única da M&M para vender doces durante todo o ano. Os doces de amendoim M&M's foram lançados em 1954, no mesmo ano em que o famoso slogan “o chocolate ao leite que derrete na sua boca – não na sua mão” foi utilizado pela primeira vez.

Os negócios de Frank Mars também estavam tendo grande sucesso. Em 1943, a Mars se aventurou pelo negócio de alimentos primários, que incluía uma vasta seleção de arroz, incluindo arroz integral, temperado, para ser cozido em um saco plástico, de cozimento rápido, instantâneo e congelado, bem como outros produtos. Por volta de 1952, a companhia de Frank Mars vendia a marca número um de arroz do país, adotando o nome de “Uncle Ben”, que atualmente é a marca líder de arroz em todo o mundo, vendido em mais de 100 países, com plantas de fabricação nos Estados Unidos, Austrália, Bélgica, Alemanha, Noruega e Reino Unido.

Em 1967, Forrest fundiu seu negócio com a Mars Company, de propriedade de seu pai, e assumiu a operação da nova companhia. Ele implementou um sistema igualitário radical na companhia, em que os trabalhadores eram chamados de associados e em que todos, do presidente até o funcionário no mais baixo nível da hierarquia, batiam cartão de ponto. As salas de escritório foram eliminadas e as mesas dispostas como um vagão de trens, com os mais altos executivos no centro, para facilitar a comunicação entre os indivíduos e as áreas funcionais. Altamente exigente, Forrest compensava seus associados com salários substancialmente mais altos do que aqueles praticados por empresas de tamanho similar.

Em 1968, a Mars, já então a maior empacotadora de comidas para cachorros no mundo, com subsidiárias na Europa, América do Sul e Austrália, adquiriu a Kal Kan Foods, Inc., uma fabricante de comidas para cachorros fundada em 1937, fornecedora de comidas para cachorros do exército dos EUA durante a Segunda Guerra Mundial. O desenvolvimento de novos produtos para cuidados com animais de estimação da Mars teve a ajuda da criação do Centro Waltham de Nutrição de Animais de Estimação (“Waltham

Center for Pet Nutrition”) no Reino Unido, que se tornou uma autoridade mundial em cuidado e nutrição de animais de estimação.

A Mars Electronics International (MEI) iniciou suas operações na Grã Bretanha em 1969 e expandiu para os Estados Unidos em 1972. A MEI foi responsável pelo lançamento de eletrônicos para a indústria de máquinas automáticas de vendas (“vending machines”), e atualmente possui milhões de máquinas com mecanismos de moedas instalados em todo o mundo. Adicionalmente às suas duas fábricas, a MEI possui escritórios de marketing e vendas em todo os Estados Unidos, Europa, Austrália e Oriente.

Forrest se aposentou da Mars em 1973. Seus filhos mais velhos, Forrest E. Mars Jr. e John Mars, assumiram a Mars como co-presidentes. Durante sua aposentadoria, Forrest começou um negócio de doces chamado Ethel M. Chocolates (em homenagem à sua mãe) para fabricar chocolates de luxo em caixas. Por volta de 1988, a Ethel M. Chocolates foi comprada pela Mars.

Apesar de sua cultura corporativa não ortodoxa, a Mars Company obteve sucesso. A Hershey Foods Corp. e a Mars, Inc. vem lutando uma batalha histórica para manter a posição de liderança no mercado de doces dos EUA, uma honra que é passada de uma para a outra. Em 1985, os analistas observaram que as duas companhias estavam empatadas, sendo que dentre as recentes marcas da Mars destacavam-se a “Bounty Bars”, “Combos”, “Holidays M&M’s”, “Kudos”, “Starburst”, “Skittles” e “Twix Cookie Bar”.

A Mars adicionou lanches congelados ao seu repertório, ao adquirir a Dove International em 1986. Outros produtos congelados da Mars incluem miniaturas de “Dove” e versões de sorvete dos chocolates “3 Musketeers”, “Milky Way” e “Snickers”.

Em 1988, a Hershey Foods Corp. ultrapassou a Mars como a maior fabricante de doces dos EUA quando adquiriu a divisão americana da Cadbury Schweppes. No entanto, a rivalidade entre a Mars e a Hershey se reverteu em 1991, quando a Mars lançou com sucesso a pasta de amendoim “M&M’s”, que

causou impacto sobre o doce de pasta de amendoim número dois da Hershey, o “Reese’s”. A Mars lançou 12 novos produtos em 1991, incluindo uma barra de chocolate amargo sob a marca “Dove”, “M&M’s” de menta e amêndoas, “Milky Way Dark” e “Peanut Butter Snickers”.

A Mars também explorou alternativas mais saudáveis de seus produtos tradicionais quando, em 1992, se tornou a primeira cliente do “caprenin” da Proctor and Gamble Co., uma pasta de cacau substituta e de baixas calorias. Ao introduzir o “Milky Way II”, a Mars se tornou a primeira fabricante a tentar ganhar ou manter consumidores preocupados com calorias e gordura.

Analistas têm questionado a futura estabilidade da Mars, particularmente devido à incapacidade reconhecida dos irmãos Mars de dividir o poder decisório com seus altos executivos que não carregam o nome da família. Também não está claro quem assumirá o controle da companhia uma vez que os irmãos Mars se aposentem. Por enquanto, no entanto, a companhia se mantém no topo das indústrias de doces, comidas para cães e gatos e de arroz. Com inúmeras marcas internacionalmente conhecidas, incluindo as permanentemente líderes, “Snickers”, “Kal Kan” e “Uncle Ben’s”, a Mars está desfrutando de sua receita única de sucesso.

A História da Kraft

A lenda da Kraft teve início em 1903, quando James L. Kraft começou a entregar queijo para as lojas de Chicago. Seus quatro irmãos se juntaram a ele, formando a J.L. Kraft & Bros. Company, em 1909. Por volta de 1914, a companhia havia aberto uma fábrica de queijos e estava vendendo queijos ao redor dos EUA. A Kraft desenvolveu o seu primeiro queijo misto pasteurizado no ano seguinte. A empresa lançou suas ações no mercado em 1924, e quatro anos depois se fundiu com a fabricante de requeijão Philadelphia e também criou o patê de queijo “Velveeta”.

Nas décadas que se seguiram, a Kraft se expandiu para mercados estrangeiros. Para diversificar, a Kraft se fundiu com a Dart Industries em

1980, sendo que as subsidiárias da Dart (incluindo a de pilhas Duracell) e a Kraft mantinham operações separadas. Com as vendas de produtos não alimentícios decaindo, a Dart & Kraft se separou em 1986. A Kraft manteve suas linhas originais e adicionou a Duracell (vendida em 1988); o restante se tornou a Premark International. A gigante do tabaco Philip Morris Companies comprou a Kraft em 1988 por \$12,9 bilhões. No ano seguinte, a Philip Morris uniu a Kraft com outra unidade, a General Foods.

A combinação de 1989 entre a Kraft e a General Foods (as unidades ainda eram operadas separadamente) resultou na maior fabricante de alimentos dos EUA, a Kraft General Foods. No início dos anos 90, a Kraft General Foods perdeu participação no mercado em áreas tais como vegetais congelados e carne processada. A companhia lançou produtos de carne “light” e deixou de fabricar aproximadamente 300 produtos alimentícios. Em 1993, a companhia comprou o negócio de cereais da RJR Nabisco (trigo em tiras) e vendeu seu negócio de sorvetes “Breyers” para a Unilever.

Para alinhar a gerência, a Philip Morris integrou a Kraft e a General Foods em 1995. Com o novo nome de Kraft Foods, a companhia vendeu seus negócios que obtinham margens menores, incluindo sua unidade de padaria e seu negócio de patês norte-americano. A Kraft comprou o negócio de pudins da Del Monte's em 1995 e a linha de secos e molhados da Taco Bell em 1996.

Decidida a comer de forma saudável, no início de 2000 a Kraft comprou a Boca Burger (produtos de soja) por aproximadamente \$100 milhões e a Balance Bar (barras substituidoras de refeições, misturas para bebidas e bebidas) por \$268 milhões.

Em junho de 2000, a controladora Philip Morris superou as ofertas da Danone e da Cabury Schweppes e comprou a Nabisco Holdings. A Philip Morris finalizou o negócio em dezembro daquele mesmo ano por \$18,9 bilhões (incluindo \$4 bilhões em dívidas) e começou a integrar tais operações à Kraft Foods e à Kraft Foods International. Em março de 2001, a Philip Morris criou uma “holding” para as novas operações alimentícias recém unificadas, a Kraft

Foods. A Kraft Foods passou a ter suas ações negociadas em bolsa em junho de 2001.

Em 2002, a Kraft Foods era parte em um acordo de \$9 bilhões relativo a uma ação judicial federal decorrente do uso de milho geneticamente modificado em suas “tortillas” para tacos. Ademais, a Kraft eliminou sete mil e quinhentos (7.500) empregos em 2002 como resultado da integração das operações da Nabisco, pagando \$373 milhões em verbas rescisórias e outros custos correlatos. A companhia também anunciou o fechamento da planta dos doces “Life Saver” em Holland, Michigan, e a produção do doce popular foi totalmente movida para o Canadá no verão de 2003.

A História da Wm Wrigley Jr.

William Wrigley Jr. começou sua carreira em 1889, com treze (13) anos de idade, no negócio de sabão da família. Após um ano, Wrigley foi promovido para o setor de vendas e, em 1891, Wrigley foi para Chicago para se estabelecer como um vendedor do sabão e outros produtos de seu pai.

Wrigley promovia seus produtos com prêmios gratuitos. Quando começou a oferecer gomas de mascar a seus clientes em 1892, recebeu inúmeros pedidos para vendê-los. Naquela época, “chicle” (uma base naturalmente doce para gomas da América Central) estava sendo importada para a indústria de borracha. Wrigley apostou na idéia de que “chicle” funcionaria como o ingrediente principal de gomas de mascar (chicletes).

Em 1898, ele realizou uma fusão com a Zeno, para formar a Wm. Wrigley, Jr. & Co. Por volta de 1910, o chiclete “Spearmint” era a marca líder nos EUA; Wrigley lançou o chiclete “Doublemint” quatro anos depois. A Companhia se expandiu para o Canadá em 1910, Austrália em 1915 e Reino Unido em 1927.

Por mais de 75 anos, Wrigley fabricou apenas os chicletes “Spearmint”, “Juicy Fruit” e “Doublemint”. Mas em 1974, Wrigley começou a sofrer

competição de chicletes feitos sem açúcar. Em um primeiro momento, a gerência se recusou a lançar chicletes sem açúcar e, ao invés disso, lançou o “Freedent”, para usuários de dentaduras. Mais tarde, a companhia lançou o “Big Red” (1975), o “Orbit” (sem açúcar, em 1977) e o “Hubba Bubba” (1978).

Três anos depois, a Wrigley lançou um novo chiclete sem açúcar, o “Extra”. A Wrigley estabeleceu operações na Europa e abriu uma nova fábrica na China em 1993. No ano seguinte, a Wrigley lançou o “Winterfresh”, seu primeiro chiclete novo com açúcar em quase vinte (20) anos. Em 1996, o novo chiclete perdia a liderança em popularidade nos EUA apenas para o “Doublemint”.

Em 1999, a Wrigley introduziu seu chiclete em forma de bola “Eclipse”, para combater o crescimento da popularidade de balas para hálito. Em março de 1999, quando seu pai faleceu, Bill foi nomeado presidente e CEO, a quarta geração no controle. Em 2000, a Companhia começou a testar chicletes contendo supressores de tosse, descongestionantes e branqueadores de dentes.

Em 2001, a companhia também acertou a compra da “Velamints”, uma marca de balas para hálito, da Ragold. A Wrigley também comprou bens selecionados, incluindo as plantas de fabricação do negócio de chicletes e doces da Gum Tech International, por \$25 milhões. Em 2001, também lançou um chiclete com anti-ácidos, o “Surpass”, as vendas do qual se provaram desapontantes. No entanto, com o lançamento de novos produtos naquele mesmo ano, tais como o “X_Cite”, uma mistura de bala e chiclete, e o chiclete branqueador de dentes “Orbit White”, as vendas dos novos produtos foram responsáveis por aproximadamente 20% do total das vendas da Wrigley em 2001.

A História da Cadbury Schweppes

A Cadbury Schweppes é o produto de uma fusão entre duas companhias britânicas valiosas: a Schweppes, a fabricante número um de

refrigerantes do mundo, e a Cadbury, uma fabricante de doces. A Schweppes iniciou suas operações em 1783, em Londres, onde o suíço Jacob Schweppes primeiro vendeu sua água mineral artificial. A companhia lançou a limonada em 1835 e água tônica e soda por volta de 1870. No início da década de 1880, a Schweppes se expandiu mundialmente e durante a década de 1960, diversificou seus negócios para produtos alimentícios. John Cadbury abriu uma loja de café e chá em Birmingham, Inglaterra, em 1824. Ele vendia cacau para beber, que se provou tão popular que, em 1831, ele começou a fazer cacau e estava produzindo quinze (15) variedades de chocolates por volta de 1841.

As companhias se fundiram em 1969. Sob o comando de Dominic Cadbury (bisneto do fundador John), a Cadbury Schweppes adquiriu a Peter Paul (“Mounds”, “Almond Joy”) em 1978, enquanto aumentava suas vendas de bebidas na Europa e na Ásia. Em 1982, adquiriu a fabricante de sucos e compotas de maçã (*applesauce*) Duffy-Mott.

A companhia vendeu seus negócios não relativos a doces e bebidas em 1986. Adquiriu então a Canada Dry, os direitos relativos ao refrigerante “Sunkist” e 34% da Dr. Pepper (reduzido para 18% quando a Dr. Pepper se fundiu com a Seven Up em 1988).

Fatigada pela predominância da Mars e da Hershey Foods nos EUA, a Cadbury Schweppes assinou um contrato de licenciamento com a Hershey em 1988, acabando com seu envolvimento direto com o mercado de doces dos EUA. A companhia adicionou ao seu portfólio as marcas “Orange Crush” e “Hires” em 1989, e adquiriu as fabricantes de doces Trebor e Bassett e as operações de refrigerantes sem cola da Source Perrier em 1990.

A Cadbury Schweppes comprou o restante da Dr. Pepper/Seven Up por \$2,5 bilhões em 1995, e se tornou a terceira maior companhia de refrigerantes do mundo. A Cadbury Schweppes e a empresa de investimento The Carlyle Group criaram a American Bottling por meio de aquisições em 1998. Em 1999, a Cadbury Schweppes e a Carlyle compraram a Dr. Pepper Bottling Company do Texas por \$691 milhões, combinando esta com a American Bottling para formar a Dr. Pepper/Seven Up Bottling Group.

Em 1999, a Cadbury Schweppes vendeu suas operações de bebidas em mais de 160 países (excluindo a Austrália, Europa Continental e os EUA) para a The Coca-Cola Company por \$973 milhões.

Em 2000, a companhia adquiriu a Snapple Beverage Group da Triarc Companies em um negócio estimado em \$1,45 bilhões. Decidindo continuar com as operações de refrigerantes na Austrália, naquele mês a Cadbury Schweppes também comprou a Pepsi Cola Bottlers Australia (uma joint-venture entre a Lion Nathan e a Pepsi Cola). Também comprou a maior fabricante de chicletes da França, Hollywood, por \$ 170 milhões, se tornando a quarta maior fabricante de doces do mundo.

Em junho de 2001, a companhia vendeu a divisão internacional da Royal Crown Cola para a canadense Cott Corp. por \$94 milhões. (A companhia manteve o negócio RC nos EUA, Canadá, Porto Rico e México). Se expandindo ainda mais no ramo de refrigerantes, a companhia acertou a compra do negócio de refrigerantes da Pernod Ricard (incluindo as marcas "Orangina" e "Yoo-Hoo") na Europa Continental, América do Norte e Austrália em setembro, por volta de \$640 milhões.

Em abril de 2002, a companhia comprou a Nantucket Allserve (Nantuck Nectars) da Ocean Spray Cranberries para impulsionar seu negócios de bebidas sem gás. Naquele mesmo ano, a companhia também comprou a fabricante de chicletes dinamarquesa "Dandy", impulsionando ainda mais seu status global de quarta maior fabricante de chicletes.

A História da Nestlé

Em 1843, Henri Nestlé comprou uma fábrica em Vevey, Suíça, que fabricava produtos que variavam desde óleos derivados de nozes até rum. Em 1867, ele desenvolveu um pó feito de leite de vaca e farinha de trigo como substituto do leite materno. Um ano antes, os americanos Charles e George Page tinham fundado a Anglo-Swiss Condensed Milk Company em Cham, Suíça, utilizando a tecnologia de enlatamento de leite de Gail Borden.

Em 1857, Nestlé vendeu sua companhia, então com negócios em dezesseis (16) países. Quando a Anglo-Swiss lançou uma comida para bebês feita à base de leite em 1878, os novos proprietários da Nestlé responderam ao lançar um produto de leite condensado. Em 1905, um ano após a Nestlé ter iniciado a venda de chocolates, as companhias puseram fim à sua rivalidade ao se fundir sob a marca “Nestlé”.

Afetada pelo fornecimento limitado de leite durante a Primeira Guerra Mundial, a companhia expandiu para regiões menos afetadas pela guerra, como os EUA. Em 1929, a companhia adquiriu a Cailler, a primeira companhia a produzir barras de chocolate em grande escala, e a Swiss General, a inventora do chocolate ao leite.

Um investimento em uma fábrica brasileira de leite condensado durante os anos 20 resultou em um dividendo inesperado, quando os plantadores de café brasileiros sugeriram que a companhia desenvolvesse um “cubo de café” solúvel em água. Lançado em 1938, o café instantâneo “Nescafé” se tornou rapidamente popular.

Outros produtos novos incluíam o “Crunch Bar” (1938), a mistura para leite “Quik” (1948) e o café instantâneo “Taster’s Choice” (1966). A Nestlé expandiu durante a década de 70 com aquisições tais como a vinícola Beringer Brothers (vendida em 1995), a Stouffer’s e a Libby’s.

Expandindo para além do setor alimentício em 1974, a Nestlé adquiriu uma participação de 49% na Gesparal, a “holding” que controla a empresa francesa de cosméticos “L’Oréal”. Também adquiriu a empresa farmacêutica Alcon Laboratories três anos depois.

Helmut Maucher foi nomeado chairman e Presidente em 1981. Ele começou a expandir a presença global da Nestlé. Críticos vinham há tempos acusando a Nestlé de prejudicar crianças em países em desenvolvimento por meio da promoção anti-ética de leite para crianças, e Maucher reconheceu o boicote então em curso ao se encontrar com os críticos e ao criar uma comissão para policiar a adesão às diretrizes da World Health Organization.

A Nestlé comprou a Carnation em 1985. Maucher duplicou o negócio de chocolates da companhia em 1988 com a compra da fabricante de chocolates do Reino Unido Rowntree (Kit Kat). Também na década de 80, a Nestlé adquiriu as massas Buitoni.

A companhia se expandiu durante os anos 90 com a compra dos doces “Butterfinger” e “Baby Ruth”, água “Source Perrier”, comida para animais de estimação “Alpo” e comidas mexicanas “Ortega”. O veterano Peter Brabeck-Letmathe sucedeu Maucher como presidente da companhia em 1997. Ele limpou a despensa da Nestlé ao vender negócios não essenciais (produtos derivados de tomate “Contadina”, e produtos de carne enlatados “Libby’s”) mas cresceu com a San Pellegrino (água mineral) e a Dalgety’s Spillers (comida para animais de estimação) em 1998.

Por volta de 1999, a começou a se desfazer de sua água engarrafada “Nestlé Pure Life”. A companhia também vendeu a marca “Findus” (peixes, vegetais) e suas marcas de café não instantâneos dos EUA. Naquele ano a Nestlé fundiu a sua unidade americana de sorvetes com as operações da Häagen-Dazs, da Pillsbury, para formar a Ice Cream Partners USA.

Em 2000, a Nestlé adquiriu a fabricante de comidas para lanches Power Bar. Em 2001, a Nestlé comprou a Ralston Purina por \$10,3 bilhões, se tornando a maior fabricante de comidas para animais de estimação do mundo. Para conseguir a aprovação do FTC, as companhias ajustaram a venda das marcas de comida para gatos “Meow Mix” e “Alley Cat” para a Hartz Mountain. Em um negócio que conferiu à Nestlé uma licença pelo prazo de 99 anos para utilizar a marca “Häagen-Dazs” nos EUA, a companhia concordou em pagar \$641 milhões para a General Mills (que comprou a Pillsbury da britânica Diageo) pela outra metade da Ice Cream Partners.

Em 2002, a Nestlé adquiriu a fabricante de sorvetes alemã Schoeller Holding Group e fundiu sua unidade americana de negócios de sorvete com a Grand Ice Cream Inc. da Dreyer. A Nestlé também comprou a fabricante americana de alimentos Chef America, fabricante dos produtos “Hot Pockets” e “Lean Pockets”. A Nestlé também realizou a cisão de sua subsidiária de

produtos para cuidados com os olhos Alcon Laboratories, mas manteve propriedade de 75% de tal empresa. A companhia mudou o nome de sua unidade de água de Perrier Vittel SA para Nestlé Waters e comprou a empresa de água engarrafada russa Saint Springs. Também naquele ano, a companhia vendeu o seu negócio de petiscos, a Food Ingredients Specialties (FIS), para a empresa suíça de petiscos Givaudan, e seu negócio de alimentos do Reino Unido e Irlanda para a Hicks, Muse, Tate & Furst.