

FLÁVIO MANUEL MEDEIROS LIMPO

**AVALIAÇÃO DA EMPRESA FÁBRICA ALIMENTOS GUADIANA, LDA.
COM BASE NO MODELO DO RENDIMENTO DOS FLUXOS DE CAIXA
ATUALIZADOS**



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

Faculdade de Economia

2022

FLÁVIO MANUEL MEDEIROS LIMPO

**AVALIAÇÃO DA EMPRESA FÁBRICA ALIMENTOS GUADIANA, LDA.
COM BASE NO MODELO DO RENDIMENTO DOS FLUXOS DE CAIXA
ATUALIZADOS**

Mestrado em Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professora Doutora Ana Isabel Martins

**Professora Adjunta da Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo da
Universidade do Algarve**



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

Faculdade de Economia

2022

AVALIAÇÃO DA EMPRESA FÁBRICA ALIMENTOS GUADIANA, LDA. COM
BASE NO MODELO DO RENDIMENTO DOS FLUXOS DE CAIXA
ATUALIZADOS

Declaração de autoria de trabalho

Declaro ser o autor deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Flávio Manuel Medeiros Limpo

Copyright de Flávio Manuel Medeiros Limpo

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

AGRADECIMENTOS

Venho por este meio expressar os meus sinceros agradecimentos, a todos aqueles que contribuíram para a finalização deste trabalho através da sua disponibilidade e acompanhamento prestado como também pela motivação transmitida.

À minha orientadora, Professora Ana Martins pela disponibilidade demonstrada, pela orientação prestada, pela motivação e pelo voto de confiança durante toda a realização deste estudo até à sua finalização.

A todos os professores que me acompanharam no meu percurso académico e partilharam os seus conhecimentos comigo, em especial ao Professor Luís Coelho por estar sempre disponível para ajudar.

Acima de tudo aos meus pais, que sempre investiram na minha formação e permitiram progredir com os meus estudos académicos, ao meu irmão e à minha namorada por toda a paciência, apoio, força, preocupação e por estarem presentes na minha vida.

À empresa e um agradecimento especial à Fátima Piçarra, pela sua disponibilidade, simpatia e por permitirem a realização deste estudo.

Aos meus amigos por me lembrarem constantemente do meu compromisso para com este estudo.

A todos aqueles que não referi, mas que contribuíram de certa forma.

RESUMO

Todo o território português é constituído na sua maioria por PME, que se caracteriza por esse mesmo facto num mercado com elevada concorrência onde existe uma clara necessidade de distinção entre elas para que possam subsistir. Definir estratégias eficientes e saber tirar o máximo proveito das vantagens competitivas é essencial para garantir o sucesso e a sustentabilidade de uma empresa.

Neste contexto, a avaliação de empresas acaba por representar um papel relevante ao permitir apurar o potencial das empresas para criar valor e definir um valor para que o melhor negócio possível seja realizado entre um vendedor e um potencial comprador.

O principal objetivo deste estudo foi avaliar uma pequena empresa no setor de fabricação de condimentos e temperos através do modelo do rendimento, pelos fluxos de caixa atualizados. As informações recolhidas sobre a empresa e o setor em que a mesma se insere, foram analisadas, e selecionadas as mais relevantes que em conjunto com os pressupostos definidos no processo de avaliação, permitiram aferir o valor final da empresa.

No final, é apresentado o resultado da avaliação da empresa, com base em duas abordagens, nomeadamente: a abordagem dos capitais totais e do capital próprio. O valor da empresa segundo a abordagem dos capitais totais é de 4.045.077€, e segundo a abordagem do capital próprio é de 2.867.090€. Em caso de uma eventual operação de capital, considera-se importante para a empresa deter conhecimento de técnicas e ferramentas que lhe possam ser úteis na perceção do seu valor intrínseco, de modo a deter uma base negocial.

Palavras-Chave: Avaliação de empresas, Fluxo de Caixa Atualizado, PME.

ABSTRACT

The Portuguese national territory is characterized in its vast majority by small and medium companies (SMC), which creates an environment of high competition between them and where a necessity to be different is demanded in order to survive in the market. It's important to define efficient strategies and to know how to take the maximum benefit of competitive advantages so that a company can achieve success and sustainability.

In this context, company valuations end up representing a very important role by allowing to determine companies' potential to generate value, and to define a value so that the best deal can be made between a seller and a potential buyer.

The main goal of this study is to value a small company that belongs to the manufacture of condiments and spices sector through discounted cash flow model. The data collected about the company and its sector, was analyzed and selected the most relevant ones that together with the assumptions made in the evaluation process, allowed to estimate the company's value.

In the end, the results from the evaluation of the company were presented, based in two different approaches, namely: the approach of equity and the approach of the firm. The company value through the approach of the firm is 4.045.077€, and the equity value approach is 2.867.090€. In the case of a future capital operation, it is considered important that the company has this technical knowledge and tools which may be useful in the perception of its fair value, in order to have a good negotiation basis.

Key-words: Evaluation of companies, Discounted Cash Flow, SMC

ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS.....	iv
RESUMO	v
ABSTRACT	vi
ÍNDICE DE FIGURAS.....	ix
ÍNDICE DE TABELAS.....	x
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xii
LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS	xiii
1 INTRODUÇÃO	1
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	3
2.1 Conceitos e princípios fundamentais da avaliação.....	3
2.2 Avaliação na ótica dos fluxos de caixa atualizados	5
2.2.1 Principais perspetivas de avaliação.....	5
2.2.2 Modelos de avaliação com base no rendimento - fluxos de caixa atualizados	7
2.2.3 Variáveis Fundamentais	11
2.2.4 Método dos Capitais Próprios	15
2.2.5 Método da Entidade	19
2.2.6 Valor Residual.....	24
2.2.7 Premissas dos modelos dos fluxos de caixa atualizados	26
2.2.8 Vantagens e limitações na avaliação pelos fluxos de caixa atualizados	28
3 METODOLOGIAS E PROVENIÊNCIAS DE INFORMAÇÃO.....	30
4 ESTUDO DE CASO	36
4.1 Apresentação da empresa.....	36
4.2 Análise do Setor	37
4.3 Análise Económico-financeira da empresa	39
4.4 Análise Externa e do Mercado	44
4.4.1 Principais Concorrentes	44
4.4.2 Análise PESTEL	45
4.4.3 5 Forças de Porter.....	48
4.4.4 Análise SWOT	50
4.4.5 O Marketing Mix.....	51
4.5 Principais pressupostos para os modelos de avaliação.....	54

4.5.1	Período de Análise	54
4.5.2	Pressupostos Fiscais	54
4.6	Pressupostos de Exploração	55
4.6.1	Pressupostos de Fundo de Maneio	61
4.6.2	Pressupostos de Investimento.....	62
4.6.3	Pressupostos de Financiamento.....	63
4.7	Resultado da Avaliação.....	64
4.8	Análise de Sensibilidade	68
5	CONCLUSÃO	71
5.1	Principais Conclusões	71
5.2	Limitações do estudo.....	72
5.3	Sugestões para trabalhos futuros	73
	Bibliografia	74
	ANEXOS	76
	Anexo 1: Demonstração de Resultados e Balanço histórico.....	76
	Anexo 2: Mapas Previsionais não constantes no texto	78

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 - Principais Métodos de Avaliação.....	6
Figura 2.2 - Submodelos do método dos fluxos de caixa atualizados	10
Figura 2.3 - Cálculo do <i>Free Cash Flow to Equity</i> – FCFE	16
Figura 2.4 - Cálculo Valor da Empresa em Crescimento	17
Figura 2.5 - Cálculo Valor da Empresa na Maturidade	18
Figura 2.6- Cálculo do <i>Free Cash Flow to Firm</i> a partir do Resultado Operacional Líquido de Imposto.....	20
Figura 2.7 - Cálculo do <i>Free Cash Flow to Firm</i> a partir do Resultado Líquido	20
Figura 2.8 - Cálculo do <i>Free Cash Flow to Firm</i> a partir do <i>Free Cash Flow to the Equity</i>	20
Figura 2.9 - Cálculo do Valor da Empresa em Crescimento	21
Figura 2.10 - Cálculo do Valor da Empresa na Maturidade	21
Figura 2.11 - Cálculo do Valor Atual Líquido Ajustado	22
Figura 4.1- Natalidade vs Mortalidade de empresas no setor.....	38
Figura 4.2 - Distribuição por localização da sede (NUTS III).....	39

ÍNDICE DE TABELAS

Quadro 3.1 - Métodos de previsão testados na evolução do Volume de Negócios.....	33
Quadro 4.1 - Rácios de Liquidez	40
Quadro 4.2 - Rácios de Estrutura.....	40
Quadro 4.3 - Rácios de Rendibilidade	41
Quadro 4.4 - Rácios de Atividade e Gestão.....	42
Quadro 4.5 - Análise de Equilíbrio Financeiro da Empresa	42
Quadro 4.6 - Análise de Equilíbrio Financeiro do Setor	43
Quadro 4.7 - Análise SWOT.....	50
Quadro 4.8 - Vendas de 2011 a 2021.....	55
Quadro 4.9 - Resultados da aplicação dos modelos de projeção de tendências	56
Quadro 4.10 - Projeção do volume de negócios	57
Quadro 4.11 - Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas	58
Quadro 4.12 - Previsão dos Fornecimentos e Serviços Externos	59
Quadro 4.13 - Previsão dos Gastos com o Pessoal	60
Quadro 4.14 - Prazo de recebimento, pagamentos e stockagem	61
Quadro 4.15 - Investimento em Fundo Maneio.....	62
Quadro 4.16 - Investimento em Ativos.....	62
Quadro 4.17 - Previsão do Plano Financeiro	64
Quadro 4.18 - Mapa de <i>Cash Flows</i> Operacionais	65

Quadro 4.19 - Valor da Empresa: Abordagem FCFF.....	67
Quadro 4.20 - Valor da Empresa: Abordagem FCFE.....	67
Quadro 4.21 - Valor da empresa com variação nos preços unitários	69
Quadro 4.22 - Valor da empresa com variação dos CMVMC.....	69
Quadro 4.23 - Valor da empresa com variação nos PMR e PMP.....	70

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1 - Modelo Polinomial	57
---------------------------------------	----

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

- APV - *Adjusted present value* ou Valor atual líquido ajustado
- ASAE - Autoridade de Segurança Alimentar e Económica
- CAE - Código de Atividade Económica
- CAPM - *Capital Asset Pricing Model*
- CMVMC - Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas
- CF - Custos Financeiros
- CFD - *Cash flows* descontados
- EVA - *Economic Value Added* ou Valor Económico Acrescentado
- FCFE - *Free cash flow to the equity*
- FCFF - *Free cash flow to the firm*
- FSE - Fornecimentos de serviços externos
- IES - Informação Empresarial Simplificada
- IFRS - *International Financial Reporting Standards*
- INE - Instituto Nacional de Estatística
- IRC - Imposto Sobre o Rendimento Coletivo
- IRS - Imposto Sobre o Rendimento de Pessoas Singulares
- IVA - Imposto Sobre o Valor Acrescentado
- k_e - Custo do capital próprio
- k_d - Custo do capital alheio
- VAL - Valor Atual líquido
- PIB - Produto Interno Bruto
- PME - Pequenas e médias empresas
- PMP - Prazo Médio de Pagamento
- PMR - Prazo Médio de Recebimento
- NUTS - Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos

WACC - *Weighted average cost of capital* ou Custo Médio Ponderado do Capital

1 INTRODUÇÃO

Em Portugal, segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE), em 2019 cerca de aproximadamente 99% do total das empresas representavam Pequenas e Médias Empresas (PME), o que significa que são estas empresas as principais criadoras de emprego e que impulsionam o crescimento económico no país. Face ao elevado contexto de incerteza, esta percentagem de empresas luta por alcançar uma posição eficiente e produtiva, investindo em produtos e serviços de qualidade num mercado que se revela bastante competitivo. Contudo, os métodos aplicados no processo de avaliação de empresas direcionam-se, essencialmente, para grandes empresas de capital aberto.

Os gestores desempenham o papel de avaliar as suas empresas realizando ao mesmo tempo comparações com empresas do mesmo setor. De tal modo, este *benchmark* permitirá obter vantagens competitivas, tomar decisões mais acertadas no seio da empresa e estabelecer estratégias bem definidas que permitam maximizar a criação de valor para os acionistas.

Segundo Damodaran (2007:15) “a avaliação desempenha um papel relevante em muitas áreas financeiras: finanças corporativas, fusões, aquisições e gestão de carteiras”. A aquisição de empresas, a entrada em bolsa de empresas, fusões e reestruturação de empresas no mundo dos negócios provocam alterações nas estruturas acionistas. Por isso, o processo de avaliação de uma empresa pode ser usado como ferramentas analíticas de gestão que permitem determinar o valor para o acionista.

O domínio destas ferramentas por partes dos gestores, permitem perceber o impacto que a informação pode ter a nível da criação de valor para os seus acionistas e ao mesmo tempo apoia a tomada de decisões a curto, médio e longo prazo.

Na realidade, os empresários das PME assumem que o valor da sua empresa corresponde ao que está registado na contabilidade, ou seja, ao seu valor patrimonial registado ao custo histórico. Por esse motivo, a importância da necessidade de os empresários terem conhecimentos de outros métodos e ferramentas que possam avaliar os seus negócios é cada vez maior.

Os investidores e proprietários deverão atribuir especial ênfase aos métodos de avaliação de PME, por forma a terem conhecimento do valor das suas empresas até porque com o surgimento da economia europeia e da globalização, as empresas têm a possibilidade de crescer mais com a hipótese de exportar, o que se reflete ainda num maior nível de concorrência. A existência de metodologias de avaliação de empresas não é um problema, mas sim o elevado número de metodologias aplicáveis a PME. A nível teórico, as abordagens aplicam-se de igual forma a todas as empresas, contudo a maior dificuldade decorre da informação disponível e necessária à respetiva aplicação.

O objetivo deste projeto visa conhecer os principais métodos de avaliação de empresas e avaliar uma PME do setor Fabricação de Condimentos e Temperos, através da aplicação prática do modelo com base no rendimento. A avaliação da empresa reporta-se ao final do ano 2021, tendo sido utilizado dados históricos de 2010 a 2021. A escolha deste estudo parte de o interesse desenvolvido na área de Avaliação de Empresas ao longo do percurso académico, assim como o objetivo de criar uma ferramenta de apoio à gestão da empresa, que ao mesmo tempo permite dar a conhecer o valor da mesma.

Este presente estudo encontra-se estruturado em 5 capítulos. Neste capítulo 1 é realizada a introdução ao tema abordado neste estudo. No capítulo 2 é feita a revisão de literatura, onde são abordados diferentes conceitos e princípios fundamentais afetos ao processo de avaliação de empresas, assim como os principais métodos de avaliação. É no capítulo 3 que se descreve a metodologia aplicada no estudo de caso e as diversas fontes de informação utilizadas. O estudo de caso é desenvolvido no capítulo 4, onde é realizada uma análise económico-financeira ao setor e à empresa, são definidos os vários pressupostos do processo de avaliação, apresentados os resultados obtidos através da aplicação do modelo de avaliação selecionado e no fim efetuada uma análise de sensibilidade e risco. O capítulo 5 apresenta as principais conclusões do estudo, as limitações encontradas, e sugestões para trabalhos futuros.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Conceitos e princípios fundamentais da avaliação

A avaliação de empresas é um tema que tem sido motivo de discussão ao longo dos anos e ainda hoje assim é em finanças. As *corporate finance* visam estudar a melhor forma de aumentar o valor da empresa, alterando a forma de financiamento, investimento da mesma ou através de decisões sobre política de dividendos. Segundo Damodoran (2007), compreender o que determina o valor de uma empresa, e como o estimar, parece ser um pré-requisito para tomar decisões sensatas.

O valor de uma empresa é diferente perante diferentes situações e contextos e também pode ser (geralmente é) diferente entre comprador e vendedor, e diferentes avaliadores são suscetíveis de atribuir diferentes valores para o mesmo conjunto de ativos.

Apresentam-se seguidamente alguns conceitos considerados essenciais para o processo de avaliação de uma empresa.

Due dilligence

O *Due dilligence* refere-se ao plano de pesquisa e recolha de informação contabilística e extra contabilística, com vista ao conhecimento da empresa objeto de avaliação. Deve-se obter informação sobre aspetos que tenham afetado, estejam a afetar ou possam vir a afetar a situação patrimonial ou o desempenho da empresa.

Valor e Preço

A noção de valor é considerada abstrata e subjetiva, existindo várias noções de valor. Para Costa (2002:3), no campo económico, “valor” pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base na sua utilidade (objetiva ou subjetiva), levando-se em conta a limitação relativa de sua riqueza e a possibilidade da troca do bem por uma quantidade maior ou menor de outros bens. Portanto, “valor” é uma relação. Por outro lado, “preço” é a expressão monetária desta relação.

Na bibliografia económico-financeira existem diversas noções de valor atribuídas a uma empresa, muitas vezes utilizados em conjunto. Destacam-se os seguintes:

Valor Intrínseco

Entende-se como um juízo, emitido por um analista financeiro, do valor de uma empresa, com base na perceção das características inerentes ao investimento, sem considerar a existência de um investidor específico.

Valor de Mercado

Segundo Costa (2008) é a estimativa do preço possível da venda dos bens e direitos no mercado, no estado em que se encontram. Representa um valor de troca perfeitamente realizável em termos reais.

Valor Fundamental

Trata-se do valor intrínseco atribuído a uma ação, determinado através da avaliação de variáveis fundamentais, tais como: dividendos, perspetivas de mercado, resultados, características de gestão ou estrutura financeira. Em comparação com a cotação em bolsa de uma ação, possibilita a tomada de decisões acerca da venda, manutenção ou compra da mesma.

Valor para o Investidor

O valor de uma empresa para um investidor específico tem em consideração as características próprias desse investidor. Por vezes é distinto do valor intrínseco, uma vez que as características de cada investidor são diferentes e o valor da empresa pode variar consoante os seus interesses e as suas expetativas.

Justo Valor

Segundo a *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 13, o conceito de justo valor é a quantia pela qual um ativo (tangível ou intangível) podia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transação em que não exista relacionamento entre elas.

A avaliação de empresas apresenta várias utilidades e Fernández (2007), aponta as principais razões para a realização da mesma:

1. Operações de compra e venda:
 - Para fixar um limite máximo para o comprador e um preço mínimo para o vendedor.
2. Avaliação de empresas cotadas:
 - Por exemplo, para atribuir o preço alvo e decidir sobre se comprar, segurar ou vender as ações.
3. Ofertas públicas:
 - Serve para justificar o preço que as ações são oferecidas ao público.
4. Heranças e testamentos:
 - Permite comparar o valor das ações com os ativos.
5. Sistemas de compensação (com base na criação de valor):
 - Quantificar o bónus recebido pelos executivos da empresa.
6. Identificar os *drivers* de valor:
 - Identificar e ordenar os fatores que mais contribuem para o valor da empresa.
7. Decisões estratégicas sobre a vida da empresa:
 - Decidir se fechar a empresa, vender, fundir ou reestruturar.
8. Planeamento estratégico:
 - Decidir que unidades do negócio se irão criar e quais terminar.

2.2 Avaliação na ótica dos fluxos de caixa atualizados

2.2.1 Principais perspetivas de avaliação

A literatura acadêmica na área das finanças evidência que existem variados modelos de avaliação de empresas. Aliás, é comum dizer que a dificuldade de avaliação de um ativo não está na inexistência de modelos de avaliação, mas sim no excesso e multiplicidade dos modelos que existem. Consoante o autor da avaliação, são utilizados diferentes modelos que podem ir dos mais simples aos mais sofisticados.

Na avaliação de empresas a escolha de um modelo a ser aplicado é tão essencial para se chegar a um valor aceitável quanto ao parecer de como aplicar o modelo (Damodaran, 2007).

Para Fernández (2013), os métodos de avaliação de uma empresa podem ser classificados em seis grandes grupos, conforme figura 2.1.

Figura 2.1 - Principais Métodos de Avaliação

MAIN VALUATION METHODS					
BALANCE SHEET	INCOME STATEMENT	MIXED (GOODWILL)	CASH FLOW DISCOUNTING	VALUE CREATION	OPTIONS
Book value Adjusted book value Liquidation value Substantial value	Multiples PER Sales P/EBITDA Other multiples	Classic Union of European Accounting Experts Abbreviated income Others	Equity cash flow Free cash flow Capital cash flow APV	EVA Economic profit Cash value added CFROI	Black and Scholes Investment option Expand the project Delay the investment Alternative uses

Fonte: Fernández, 2013

Existem muitos mais métodos embora na figura 2.1 apenas estejam apresentados os métodos considerados principais para cada categoria segundo Fernández (2013). Segundo Neves (2002) são os objetivos da avaliação que irão interferir na escolha dos modelos a aplicar, pois a avaliação pode ser feita com base em diversas óticas, nomeadamente:

- ❖ Avaliação patrimonial
- ❖ Avaliação comparativa com o mercado
- ❖ Avaliação pelo rendimento atualizado
- ❖ Avaliação pela teoria das opções reais
- ❖ Avaliação regulamentar
- ❖ Negociação (embora não constitua verdadeiramente uma técnica de avaliação, também pode ser encarada como uma perspetiva de estimar o valor)

Para Costa (2002) avaliar significa apurar ou estimar o valor de alguma coisa. Todavia, este valor é relativo e depende de vários fatores: quem está a avaliar (se é um comprador, se um vendedor, um analista “neutro”), as suas preferências, valores, interesses, objetivos pessoais, o contexto em que a avaliação está sendo feita (momento histórico, económico, político social, pessoal, etc.). Um ponto importante a ser levado em consideração é que o valor obtido por qualquer método de avaliação se altera de acordo com as novas informações que surjam sobre a empresa ou sobre o mercado. A existência de novas informações com o passar do tempo, faz com que a avaliação de uma empresa não seja “eterna” e necessita ser rapidamente atualizada para refletir as informações correntes do novo paradigma.

2.2.2 Modelos de avaliação com base no rendimento - fluxos de caixa atualizados

À luz das finanças e avaliação moderna, uma empresa vale pelo seu potencial de gerar riqueza no futuro, pelo que, não faz muito sentido estabelecer o valor da empresa via modelos históricos como, por exemplo, por via da ótica patrimonial.

O método dos *cash flows* atualizados ou descontados (CFD) surgiu em 1970, e desde então foi considerado como o melhor método de avaliação por Kaplan e Ruback (1995) e Fernández (2002). Desde então, este método tornou-se uma prática de avaliação e uma linguagem comum na área das finanças.

Kaplan e Ruback (1995) defendem que o método dos *cash flows* descontados tem um desempenho tão bom como o método dos múltiplos, e que o método dos múltiplos consegue adicionar poder explicativo às estimativas feitas com base no método dos CFD. Fernández (2002) aponta ainda os 10 métodos mais usados para avaliar empresas através dos *cash flows* descontados:

- 1) *Free cash flow discounted at the WACC;*
- 2) *Equity cash flows discounted at the required return on equity;*
- 3) *Capital cash flows discounted at the WACC before tax;*
- 4) *APV (adjusted present value);*

- 5) *The business's risk-adjusted free cash flows discounted at the required return on assets;*
- 6) *The business's risk-adjusted equity cash flows discounted at the required return on assets;*
- 7) *Economic profit discounted at the required return on equity;*
- 8) *EVA discounted at the WACC;*
- 9) *The risk-free rate-adjusted free cash flows discounted at the risk-free rate; and*
- 10) *The risk-free rate-adjusted equity cash flows discounted at the required return on assets*

Na sua opinião, todos os 10 métodos devem apresentar o mesmo resultado uma vez que todos eles analisam a mesma realidade através das mesmas hipóteses apenas diferindo nos *cash flows* tidos em conta no início da avaliação.

Uma das principais diferenças entre os variados modelos de *cash flow* atualizados ou descontados incide sobre as taxas de desconto dos mesmos e uma das razões para a controvérsia na avaliação é a suposição sobre a política de endividamento, nomeadamente, a forma como a empresa vai gerir a sua estrutura de capital de acordo com as futuras flutuações no valor dos ativos.

Diferentes abordagens

Por vezes verifica-se que o mesmo autor utiliza diferentes pontos de vista em trabalhos diferentes. A título de exemplo menciona-se o seguinte caso: Fernández (2002) considera o valor económico criado (*Economic Value Added* - EVA) como um método de criação de valor, colocando os *cash flows* atualizados numa categoria à parte, enquanto noutra situação (Fernández, 2006) considera o EVA na mesma categoria de métodos dos *cash flows* atualizados. Todavia, D'Orey (2014) cita que Holt *et al.* (1999) afirma que apesar da existência de uma grande variedade de métodos, todos eles podem ser reconciliados de forma a originarem o mesmo valor final.

Holt *et al.* (1999) mostram que o *Dividend Discount Model*, o EVA, e os *Cash Flows* Descontados através do WACC podem ser trabalhados para serem equivalentes e afirmam que se as estimativas de valor apenas residuais forem consideradas e se os *drivers* de valor forem assumidos para serem constantes, os múltiplos são versões mais simples do que os métodos de avaliação acima referidos. Damodaran (2002) apresenta uma possível solução a este problema de “*overload*” identificado por Holt *et al.* (1999), dividindo os *Cash Flows* Atualizados em três abordagens gerais, que poderiam reconciliar todos os outros modelos específicos:

- a. FCFE (*Free Cash Flow to Equity*) – avalia somente a parte patrimonial da empresa descontando todos os *cash flows* futuros para o património líquido - ou seja, o *cash flow* gerado pelas operações deduzidas de todas as obrigações relacionadas com despesas ocorridas, capital circulante ou necessidades em fundo de maneiio, outros investimentos, obrigações fiscais, juros e amortizações– com o custo esperado do capital próprio (k_e), que é o retorno exigido pelos detentores das ações ordinárias.

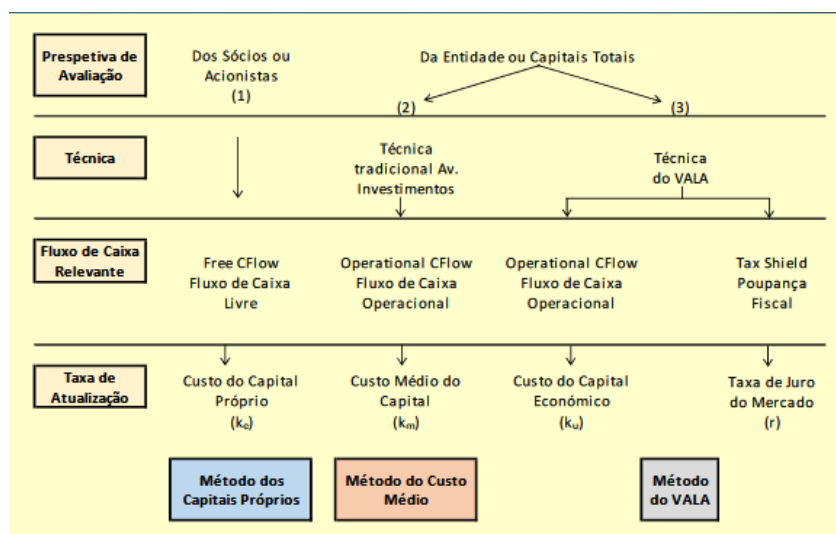
- b. FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) – avalia toda a empresa, não só os capitais próprios, como também as partes de propriedade de outras partes interessadas da empresa, ou seja, detentores de instrumentos de dívida, ao descontar todo o *free cash flow* futuro esperado para a empresa (FCFF) – ou seja, o *cash flow* gerado pelas operações deduzidos de todas as obrigações relacionadas com despesas operacionais, capital circulante ou fundo de maneiio necessário e despesas de capital, antes de qualquer pagamentos de juros, dividendos, ou qualquer outra saída a detentores de capital próprio – ao custo médio ponderado de capital (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC), que é o custo de cada fonte de financiamento da empresa ponderado pelo seu valor de mercado. Este método é conhecido como o método do FCFF ou WACC, que permite que o valor da dívida seja subtraído ao valor da empresa a fim de obter o valor patrimonial.

- c. APV (*Adjusted Present Value*) – em português Valor Atual Líquido Ajustado (VALA), que avalia cada parte da empresa em separado, como se fosse constituída por várias partes, sendo uma delas o valor da empresa desalavancada (V_u), ou seja,

o valor da empresa se fosse financiada totalmente por capitais próprios. Este valor pode ser calculado descontando todos os FCFE futuros esperados ao custo do capital económico (k_u), obtido a partir da desalavancagem de k_e . Posteriormente são consideradas outras partes, como por exemplo: o efeito da dívida sobre o valor seria considerado pela soma do valor presente de todos os benefícios fiscais futuros esperados e/ou subtraindo o valor presente dos custos de falência esperados; outras variáveis, tais como os valores de subsídios, também poderão ser incluídas no cálculo do APV.

Também Neves (2002) apresenta estes modelos, que coexistem no método dos *cash flows* atualizados, conforme se apresentam na figura 2.2.

Figura 2.2 - Submodelos do método dos fluxos de caixa atualizados



Fonte: Neves (2002:234)

Numa ótica de fluxos de caixa atualizados, o valor da empresa ou das ações da empresa, equivale ao valor atual dos *cash flows* ou fluxos de caixas futuros, atualizado ao custo do capital que reflita o risco associado aos mesmos. Tal como anteriormente referido, de entre os modelos de avaliação segundo os fluxos de caixa atualizados existem essencialmente 2 submodelos de avaliação que são, respetivamente: Método dos Capitais Próprios – mais utilizado por volta do ano de 1980 - e o Método dos Capitais Totais ou

da Entidade – adotado por volta do ano de 1986, que ganhou imediata adesão dos profissionais financeiros, tornando-se o mais usado. Este último pode ser obtido pelo custo médio do capital ou pelo valor atual líquido ajustado (VALA ou do inglês *Adjusted Present Value* - APV)).

2.2.3 Variáveis Fundamentais

Conforme apresentado anteriormente e de acordo com Damodaran (2000), estes modelos de avaliação tradicionais passam por estimar os ganhos e *cash flows* esperados para o futuro, e descontar os mesmos através de uma taxa de atualização ou desconto apropriada para chegar ao valor de um ativo ou empresa. Apresentam-se seguidamente as principais variáveis, consideradas as variáveis fundamentais, a incorporar nos modelos de avaliação de uma empresa, com base no rendimento pelos fluxos de caixa atualizados.

Cash Flow

O *cash flow* transmite-se na diferença entre as entradas de dinheiro (*cash-inflows*) e as saídas de dinheiro (*cash-outflows*) na empresa, o que torna esta variável um indicador de avaliação de desempenho financeiro e liquidez. O *cash flow* gerado pela atividade da empresa (*free cash flow*) é canalizado para os credores e acionistas. É importante mencionar que qualquer *free cash flow* se obtém a partir de resultados (RO ou RL), ajustados das rubricas não desembolsáveis da DR (depreciações e amortizações, provisões, imparidades, justo valor) e investimento necessário, quer em capital fixo, quer em fundo de maneo necessário para a atividade de exploração. A utilização dos resultados como base implica a inclusão dos rendimentos e principais gastos operacionais associados à exploração da empresa ou negócio.

Estrutura de Capital

Representada pelo rácio *Debt/Equity* (D/E), ou seja, Passivo/Capital Próprio, que tem impacto na taxa de desconto considerada face ao nível de risco financeiro, bem como na alavancagem financeira.

Taxa de Desconto ou atualização

É a taxa à qual os *cash flows* e o valor residual são atualizados à data de referência da avaliação (momento 0 ou momento atual), estimando-se assim o valor dos ativos da empresa. Normalmente recorre-se ao modelo “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM) para determinar o custo do capital próprio (k_e) e/ou ao custo médio ponderado do capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*), consoante o modelo a aplicar.

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

O custo médio ponderado do capital, como o próprio nome indica, corresponde à média ponderada do custo do capital próprio e do capital alheio, pelas quais é exigida uma remuneração. Para o cálculo do WACC é utilizada a fórmula representada pela expressão (1).

$$WACC = k_e \left(\frac{E}{E+D} \right) + k_d \left(\frac{D}{E+D} \right) (1 - t) \quad (1)$$

Onde:

- k_e : Custo do capital próprio
- k_d : Custo do capital alheio
- E : Valor do capital próprio (*Equity*)
- D : Valor da dívida (*Debt*)
- t : Taxa de imposto sobre o rendimento

Custo do Capital Próprio (k_e)

O modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é o modelo mais utilizado pelos analistas para obter o custo do capital próprio. Este modelo incorpora o risco diversificável que pode ser eliminado via diversificação da carteira e pelo risco não diversificável que é composto por fatores como inflação, contexto político, catástrofes naturais, entre outros fatores que não são suscetíveis de serem controlados pela empresa, incorporando assim o risco de mercado.

Para o cálculo do k_e é utilizada a fórmula representada pela expressão (2).

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2)$$

Onde:

- k_e : Custo do capital próprio
- R_f : taxa de juro isenta de risco
- R_m : taxa de rendimento esperado da carteira de mercado
- $R_m - R_f$: prémio de risco
- β : risco sistemático da empresa

Taxa de juro sem risco

As obrigações governamentais continuam a ser o instrumento financeiro mais próximo do conceito “sem risco” ou *risk-free*, sendo por isso a estimativa da taxa de juro sem risco obtida por aproximação à taxa de retorno das obrigações do governo.

Prémio de risco do mercado

Quando um investidor assume um determinado risco ao investir num ativo que não um ativo sem risco, o mesmo exige uma rendibilidade adicional pelo risco incorrido, conhecido como prémio de mercado. O prémio de mercado é a diferença entre o retorno esperado de uma carteira de mercado e a taxa de retorno de um ativo sem risco. Aquando da aplicação do modelo sobre ativos não cotados em bolsa é prática a aplicação de um prémio de risco adequado ao país que acolhe a empresa/negócio em avaliação.

Beta

A variável beta é parte integrante do cálculo do custo do capital próprio via modelo CAPM. Esta variável é um indicador que mede a sensibilidade da variação da cotação de um ativo em relação ao comportamento de uma carteira de mercado. Quanto maior o coeficiente desta variável maior é o risco de um ativo e pela teoria *trade-off risk/return*, maior será o retorno exigido pelos detentores de capital próprio de uma dada empresa.

As empresas cotadas em bolsa apresentam estimativas publicadas que permitem ter acesso ao beta da empresa, embora isso não seja possível para empresas não cotadas em bolsa. Damodaran todos os anos pública, na sua página pessoal, estimativas dos betas consoante cada setor. Por outro lado, Fernández e Bermejo (2009) defendem que o valor a usar para o beta deve ser sempre 1. O cálculo do beta para empresas não cotadas pode obter-se a partir do beta não alavancado do setor sendo posteriormente ajustado ao grau de endividamento da empresa e ao nível de incidência fiscal, conforme expressão (3):

$$\beta_L = \beta_u + \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E}\right) \quad (3)$$

Onde:

- β_L : Beta alavancado da empresa
- β_u : Beta não alavancado da empresa (sem dívida)
- t : taxa marginal de impostos sobre lucros
- $\frac{D}{E}$: rácio *debt to equity*

Taxa de crescimento

A taxa de crescimento de uma empresa é uma variável importante na avaliação de empresas, pois é a partir dela que conseguimos “determinar” os fluxos de caixa esperados nos anos futuros. Segundo Damodaran (2007) existem três formas de estimar a taxa de crescimento de uma empresa, são elas: pelo crescimento fundamental, pelo crescimento histórico, ou seja, com base na taxa de crescimento nos anos passados, e pelas estimativas dos analistas ou gestores financeiros.

Na fase de maturidade a taxa de crescimento deve ser similar à taxa de crescimento económico (taxa de crescimento da economia do país ou região), dado que não seria aceitável o pressuposto de um crescimento supranormal para um período indeterminado. Teoricamente a empresa superaria a economia algures no futuro, o que seria um pressuposto surrealista.

Damodaran (2002) apresenta algumas taxas de crescimento alternativas. Um dos conceitos apresentados corresponde à taxa de crescimento sustentável (g^*) que reflete o

crescimento possível a uma empresa (ou negócio) sem alterar a sua estrutura financeira, ou seja, o crescimento sustentado pelos resultados retidos.

Na aplicação deste conceito deve-se aplicar a taxa de crescimento sustentável adequada ao modelo de avaliação em estudo (FCFE/FCFF), de acordo com as fórmulas de cálculo constantes nas expressões seguintes.

- Modelo FCFE

$$g^* = RCP \times (1 - d) \quad (4)$$

Onde:

- g^* : taxa de crescimento sustentável
- RCP: rendibilidade do capital próprio
- d: taxa de distribuição de resultados, sendo (1 - d) a taxa de retenção dos resultados

- Modelo FCFF

$$g^* = REA' \times (1 - d) \quad (5)$$

Com REA' igual a:

$$REA' = \frac{RO (1 - t)}{Ativo}$$

Onde:

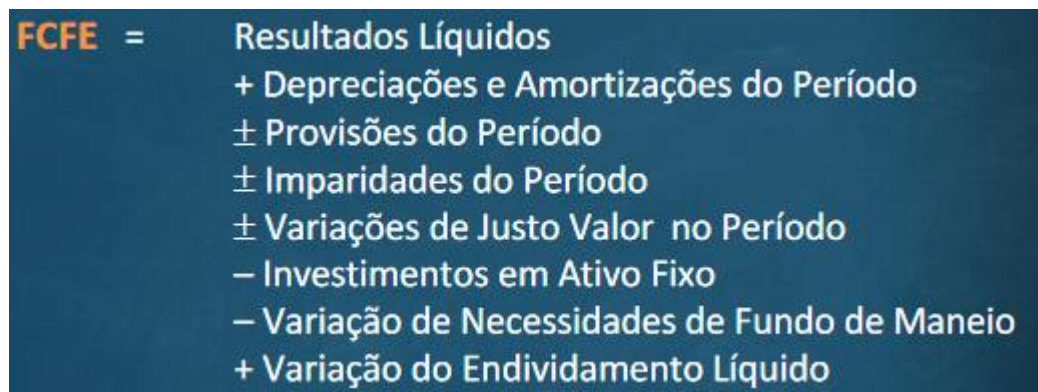
- g^* : taxa de crescimento sustentável
- REA': rendibilidade económica do ativo
- d: taxa de distribuição de resultados, sendo (1 - d) a taxa de retenção dos resultados
- RO: resultado operacional
- t: taxa de imposto sobre o rendimento

2.2.4 Método dos Capitais Próprios

Segundo este modelo, o valor atual dos fluxos de caixa do capital próprio representa o valor da empresa ou das ações da empresa, que também é designado por fluxo de caixa livre (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE), atualizado à taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas, ou seja, ao custo do capital próprio (k_e).

O FCFE representa, então, os *cash flows* residuais após o pagamento de juros, o cumprimento das obrigações financeiras e depois de cobrir as necessidades de investimento que possibilitam a conservação dos ativos atuais e a produção de novos ativos para o futuro, ou seja, representa os potenciais dividendos a distribuir, conforme cálculo expresso na figura 2.3.

Figura 2.3 - Cálculo do *Free Cash Flow to Equity* – FCFE



The image shows a dark blue rectangular box with white text. On the left, 'FCFE =' is written in orange. To the right, a list of items is shown with mathematical symbols: '+ Depreciações e Amortizações do Período', '± Provisões do Período', '± Imparidades do Período', '± Variações de Justo Valor no Período', '- Investimentos em Ativo Fixo', '- Variação de Necessidades de Fundo de Maneio', and '+ Variação do Endividamento Líquido'.

$$\text{FCFE} = \begin{aligned} & \text{Resultados Líquidos} \\ & + \text{Depreciações e Amortizações do Período} \\ & \pm \text{Provisões do Período} \\ & \pm \text{Imparidades do Período} \\ & \pm \text{Variações de Justo Valor no Período} \\ & - \text{Investimentos em Ativo Fixo} \\ & - \text{Variação de Necessidades de Fundo de Maneio} \\ & + \text{Variação do Endividamento Líquido} \end{aligned}$$

Fonte: Martins (2013)

Relativamente à variação do endividamento líquido:

- Caso se pretende modificar a estrutura de capital, considerar:

$$\Delta \text{Passivo} = \text{Passivo}_n - \text{Passivo}_{n-1}$$

- Caso se pretende manter a estrutura de capital, considerar para novos investimentos:

$$\text{Investimento Líquido} \times \text{Grau de Endividamento}$$

Sabendo que, neste caso, $\text{Investimento Líquido} = \text{Inv. Ativo Fixo} + \text{Inv. NFM} - \text{Depreciações e Amortizações}$.

Uma alternativa à fórmula de cálculo do FCFE apresentada na Figura 2.3 seria:

$$FCFE = FCFF + \Delta \text{Passivo Financeiro} - \text{Juros} (1 - t) \quad (6)$$

Onde:

- $FCFE = \text{Free Cash Flow to Equity}$
- $t = \text{taxa de imposto}$

Embora o *free cash flow to equity* represente os potenciais dividendos a distribuir, normalmente difere do valor dos dividendos distribuídos. Os fundamentos que podem justificar essas desigualdades são os seguintes:

- Procura de estabilidade
- Necessidade de Investimentos Futuros
- Gestão de Expetativas
- Fatores Fiscais
- Interesses dos Gestores

As empresas passam por diversas fases no seu ciclo de vida, desde o seu nascimento até à sua possível estabilização e “morte”. As empresas podem encontrar-se numa fase de crescimento acelerado ou supranormal, ou numa fase de maturidade com taxas de crescimento mais estáveis. O apuramento do valor da empresa deve ser ajustado ao ciclo de vida em que a empresa se encontra. O cálculo do valor deve ser realizado tendo em consideração duas fases, a Fase de Maturidade e a Fase de Crescimento:

I. Caso a empresa se encontre em Fase de Crescimento:

Figura 2.4 - Cálculo Valor da Empresa em Crescimento

$$V_0 = \sum \frac{FCFE_n}{(1 + k_e)^n} + \frac{FCFE_{n+1} (1 + k_e)^{-n}}{k_{en} - g_n}$$

Fonte: Martins (2013)

Onde:

- k_e : custo do Capital Próprio na fase de crescimento;
- k_{en} : custo do Capital Próprio na fase de maturidade;
- $FCFE_n$: *free cash flow to equity* para o acionista no ano n ;
- g_n : taxa de crescimento dos FCFE da empresa na maturidade;
- FCFE: Resultados Líquidos \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimento em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio + Variação do Endividamento Líquido.

A fórmula de cálculo em cima apresentada deve incluir as parcelas necessárias de acordo com os anos de crescimento supranormal esperados.

II. Caso a empresa se encontre em crescimento moderado e constante, ou seja, em fase de maturidade

Figura 2.5 - Cálculo Valor da Empresa na Maturidade

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n}$$

Fonte: Martins (2013)

Onde:

- k_e : custo do Capital Próprio;
- $FCFE_n$: *free cash flow to equity* para o acionista no ano n ;
- g_n : taxa de crescimento FCFE da empresa na maturidade;
- FCFE: Resultados Líquidos \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimento em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio + Variação do Endividamento Líquido.

Este último modelo, relativo à fase de maturidade, apresenta algumas limitações já que existe dificuldade em assumir um crescimento constante para um período infinito de

tempo; torna-se complicado estabelecer uma política de distribuição de dividendos para períodos longos; existe uma grande diversidade e volatilidade nos mercados financeiros; e quando a taxa de crescimento (g) é aproximadamente igual ao custo do capital próprio (k_e) o valor das ações tende para infinito, o que não faz sentido.

2.2.5 Método da Entidade

2.2.5.1 Pelo Custo Médio do Capital

De acordo com este modelo, o valor da empresa ou ações da empresa, corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa da empresa, também denominado de fluxo de caixa operacional (*Free Cash Flow to Firm* – FCFF), atualizado ao custo médio ponderado do capital (k_m) ou WACC.

Deste modo, os FCFF representam os *Cash Flows* residuais após cobrir as necessidades de investimento que possibilitam a conservação dos ativos atuais e a produção de novos ativos para o crescimento futuro, independentemente da forma de financiamento. O *Free Cash Flow to Firm* – FCFF – pode ser obtido através do Resultado Operacional Líquido de Imposto ou do Resultado Líquido ou ainda através do *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

Figura 2.6- Cálculo do Free Cash Flow to Firm a partir do Resultado Operacional Líquido de Imposto

FCFF = Resultados Operacionais Líquidos de Imposto
+ Depreciações e Amortizações do Período
± Provisões do Período
± Imparidades do Período
± Variações de Justo Valor no Período
- Investimentos em Ativo Fixo
- Variação de Necessidades de Fundo de Maneio

Fonte: Martins (2013)

Figura 2.7 - Cálculo do Free Cash Flow to Firm a partir do Resultado Líquido

FCFF = Resultado Líquido
+ Gastos Financeiros Líquidos de Imposto
+ Depreciações e Amortizações do Período
± Provisões, Imparidades e Justo Valor do Período
- Investimentos em Ativo Fixo
- Variação de Necessidades de Fundo de Maneio

Fonte: Martins (2013)

Figura 2.8 - Cálculo do Free Cash Flow to Firm a partir do Free Cash Flow to the Equity

FCFF = FCFE
+ Gastos Financeiros Líquidos de Imposto
- Variação do Endividamento Líquido

Fonte: Martins (2013)

Tal como no método do capital próprio, também neste modelo se deve aplicar o cálculo do valor da empresa ajustado ao ciclo de vida em que a mesma se encontra.

I. Se a empresa se encontrar em fase de crescimento, ou seja, com taxas de crescimento supranormais, temos de ter em conta duas fases de crescimento, a que caracteriza um crescimento supranormal seguida de uma outra, a fase de maturidade caracterizada pelo crescimento moderado.

Figura 2.9 - Cálculo do Valor da Empresa em Crescimento

$$V_0 = \sum \frac{FCFF_n}{(1 + k_m)^n} + \frac{FCFF_{n+1}}{k_{mn} - g_n} (1 + k_m)^{-n}$$

Fonte: Martins (2013)

Onde:

- k_m : custo médio ponderado do capital na fase de crescimento;
- k_{mn} : custo médio ponderado do capital na fase de maturidade;
- $FCFF_n$: *free cash flow to firm* para a empresa no ano n;
- g_n : taxa de crescimento FCFF da empresa na maturidade;
- FCFF: Resultados Operacionais Líquidos de Imposto \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimento em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio.

II. Se a empresa se encontrar em crescimento moderado e constante, deve usar o modelo com base numa renda perpétua e com taxa de crescimento constante na fase de maturidade:

Figura 2.10 - Cálculo do Valor da Empresa na Maturidade

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{k_m - g_n}$$

Fonte: Martins (2013)

Onde:

- k_m : custo médio ponderado do capital;

- $FCFF_n$: *free cash flow to firm* para a empresa no ano n ;
- g_n : taxa de crescimento FCFF da empresa na maturidade;
- FCFF: Resultados Operacionais Líquidos de Imposto \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimento em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio.

2.2.5.2 Pelo Valor Atual Líquido Ajustado (VALA)

Nem todas as empresas recorrem a endividamento para financiar a sua atividade, mas muitas o fazem. Para as que possuem endividamento, o modelo do VALA permite avaliar os custos (financeiros e o seu risco) e os benefícios (poupanças fiscais) decorrentes da dívida.

Figura 2.11 - Cálculo do Valor Atual Líquido Ajustado

$$\begin{aligned}
 VE_0 = & \text{Valor Empresa sem Endividamento } (V_0) \\
 & + \text{Benefícios Fiscais do Endividamento } (BF_0) \\
 & - \text{Custos do Endividamento } (C_0)
 \end{aligned}$$

Fonte: Martins (2013)

- **Valor da Empresa sem Endividamento**

O valor sem endividamento equivale ao valor dos fluxos de caixa da empresa, também designado por fluxo de caixa operacional (*Free Cash Flow to Firm* – FCFF), atualizado ao custo económico (k_u)

I. Se a empresa se encontrar em fase de crescimento, ou seja, com taxas de crescimento supranormais, temos de ter em conta duas fases de crescimento, a que caracteriza um crescimento supranormal seguida de uma outra, a fase de maturidade caracterizada pelo crescimento moderado. Deverá ser aplicada a fórmula presente na figura 2.9.

II. Se a empresa se encontrar em crescimento moderado e constante, deve usar o modelo com base numa renda perpétua e com taxa de crescimento constante na fase de maturidade, como na figura 2.10.

- **Benefícios Fiscais do Endividamento**

Após subtrair o endividamento ao valor da empresa, adicionam-se os benefícios fiscais do endividamento que são determinados através dos custos financeiros (CF), atualizados à taxa de juro de mercado (r) e pela taxa de imposto sobre o rendimento (t).

$$BF_0 = \sum \frac{\text{Custos financeiros}_t \times t}{(1+r)^n} \quad (7)$$

Considerando que os custos financeiros derivam diretamente do montante do endividamento no início do período ($Passivo_{n-1}$) e do custo do capital alheio (k_d):

$$BF_0 = \sum \frac{(Passivo_{n-1} \times k_d) \times t}{(1+r)^n} \quad (8)$$

De acordo com Neves (2002), analistas que se encontrem a avaliar empresas em fase de maturidade devem recorrer as seguintes hipóteses:

- Manter constante o rácio de endividamento porque o crescimento será financiado pela mesma estrutura de capitais. Esta hipótese introduz o conceito de taxa de crescimento sustentável, o que permite calcular o valor atual dos benefícios fiscais através da taxa de crescimento constante na fase de maturidade:

$$BF_0 = \frac{\text{Custos financeiros} \times t}{r - g} \quad (9)$$

- Manter constante o montante do endividamento, levando a que o crescimento futuro seja auto financiado. Assumindo que a taxa de juro e a taxa de impostos sobre lucros se mantêm inalteradas, temos:

$$BF_0 = \frac{\text{Custos financeiros}_1 \times t}{r} \quad (10)$$

- **Custo do Endividamento**

Como denotado na figura 2.11, ao valor da empresa sem endividamento temos de subtrair os custos do endividamento. Estes são calculados através dos custos financeiros (CF), atualizados à taxa de juro do mercado (r)

$$C_0 = \sum \frac{\text{custos financeiros}_n}{(1+r)^n} \quad (11)$$

Considerando que os custos financeiros derivam diretamente do montante do endividamento no início do período (Passivo_{n-1}) e do custo do capital alheio (k_d):

$$C_0 = \sum \frac{(\text{Passivo}_{n-1} \times k_d)_n}{(1+r)^n} \quad (12)$$

Segundo Neves (2002) a empresa ainda terá um acréscimo de valor no caso do custo do capital alheio (k_d) ser inferior à taxa de juro do mercado.

O método do VALA é aquele que melhor se adapta a empresas com grandes variações de endividamento, porque incorpora o valor criado pela dívida e reflete a variabilidade da estrutura de capital no horizonte previsional.

(Neves, 2002:242-243)

2.2.6 Valor Residual

Como já foi referido anteriormente, o valor da empresa corresponde ao VAL (Valor Atual Líquido). O valor residual é parte integrante do cálculo do VAL, e representa o valor dos investimentos no final do período para o qual as previsões das rúbricas foram realizadas

(normalmente é utilizado um horizonte temporal de 5 anos). Posto isto, o valor residual da empresa terá de ser atualizado para o “ano zero”, ou seja, o momento a que se pretende determinar o valor da empresa.

Valor Residual = VR Ativo Não Corrente + VR Necessidades Fundo de Maneio

- O valor residual do ativo não corrente corresponde ao valor de projetos, equipamentos, máquinas que representaram o investimento realizado no início do projeto.
- O valor residual das necessidades de fundo de maneio corresponde ao total investido em fundo de maneio durante o horizonte temporal em causa.

Independentemente da aplicação dos métodos de avaliação com base na abordagem do Capital Próprio (FCFE) ou do Capital Total (FCFF), são ainda consideradas duas abordagens que diferem na forma de cálculo do valor residual, que são elas: Abordagem de Liquidação e Abordagem de Perpetuidade.

2.2.6.1 Abordagem de Liquidação

Segundo esta abordagem o valor residual do ativo não corrente é assumido como o valor de mercado, realização ou venda dos mesmos, ou seja, corresponde ao valor que se obteria pela venda dos ativos não correntes no último ano de vida do projeto, líquido de imposto sobre eventuais mais-valias. Dada a dificuldade na estimativa por esta via, é prática corrente a utilização do valor líquido contabilístico dos ativos em causa, ou seja, o valor correspondente ao valor de aquisição dos ativos no início do projeto, deduzido das depreciações acumuladas desses ativos, no último ano de vida do projeto.

2.2.6.2 Abordagem de Perpetuidade

Segundo esta abordagem quando o crescimento e os fluxos operacionais estabilizam, a partir de um determinado ano n , o valor residual constitui o valor atual dos *cash-flows*

futuros segundo uma renda perpétua de crescimento constante, sendo o valor residual calculado através da expressão 13 (Neves, 2002).

$$VR_n = \frac{CF_n(1 + g)}{k - g} \quad (13)$$

Onde:

- VR_n : Valor residual da empresa no ano n
- CF_n : Fluxo de caixa gerado pela empresa durante o período n
- k : taxa de desconto adequada ao risco dos fluxos de caixa
- g : taxa de crescimento constante para a fase de maturidade

2.2.7 Premissas dos modelos dos fluxos de caixa atualizados

Tal como citado por Fernández (2002), as principais premissas consideradas por diversos autores na aplicação dos modelos de avaliação pelos *cash flows* atualizados são as seguintes:

- 1) Não existem custos com a alavancagem e que o risco de aumentos de dívida é igual ao risco do *free cash flow*;
- 2) Damodaran (1994) ao introduzir os custos com a alavancagem, assume que a relação entre o beta alavancado e o beta não alavancado é a seguinte:

$$\beta_L = \beta_u + D (1 - t)\beta_u / E \quad (14)$$

- 3) Método *Practitioners'*: para introduzir elevados custos de alavancagem, este método assume que a relação entre o beta alavancado e não alavancado é a seguinte:

$$\beta_L = \beta_u + D \beta_u / E \quad (15)$$

- 4) O valor criado pela alavancagem ou o valor da poupança fiscal (VTS) é o valor atual da poupança fiscal ($D K_d T$) atualizado à taxa de retorno exigida pelos acionistas numa empresa sem alavancagem (k_u).

$$VTS = PV(D K_d T; k_u) \quad (16)$$

- 5) O valor da poupança fiscal (VTS) é o valor atual da poupança fiscal descontado ao custo da dívida (k_d).

$$VTS = PV(D K_d T; k_d) \quad (17)$$

- 6) A taxa de desconto correta para a poupança fiscal ($D K_d T$) é o custo da dívida (k_d) no primeiro ano, e taxa de retorno exigida pelos acionistas numa empresa sem alavancagem (k_u)

- 7) O valor criado pela alavancagem ou o valor da poupança fiscal é zero.

- 8) *With-cost-of-leverage*, esta teoria assume que custo de alavancagem é o valor atual do diferencial de juros que a empresa paga sobre a taxa de juro sem risco.

- 9) O valor do benefício fiscal descontando o valor atual da poupança fiscal devido ao pagamento de juro de uma dívida sem risco ($T D R_f$) à taxa de juro sem risco (R_f):

$$VTS = PV(R_f; DT R_f) \quad (18)$$

Como argumentado em Fernández (2002) apenas 3 das premissas acima apresentadas estão corretas, são elas:

- ❖ Quando o nível de dívida é fixado, aplicam-se as premissas em 5) e 9), e a poupança fiscal deverá ser atualizada à taxa de juro da dívida.
- ❖ Se o rácio de alavancagem for fixado ao valor de mercado, aplica-se a premissa em 6).
- ❖ Se o rácio de alavancagem for fixado ao “*book value*” e a taxa de desconto para os aumentos esperados de dívida for k_u , aplicam-se a premissas em 1).

2.2.8 Vantagens e limitações na avaliação pelos fluxos de caixa atualizados

Monteiro (2012) aponta as seguintes limitações ou desvantagens relativamente à aplicação da avaliação pelos fluxos de caixa atualizados:

- 1) As medidas assentes no valor atual são mais complexas do que a simples soma dos *cash flows* futuros estimados não descontados;
- 2) Uma medida não descontada proporciona valores mais fiáveis do que uma medida de valor atual, já que esta obriga a algumas estimativas e qualquer medida baseada em estimativas é inerentemente imprecisa;
- 3) Os contabilistas podem obter diferentes conclusões sobre os montantes e os vencimentos dos *cash flows* futuros e diferentes ajustamentos considerados mais apropriados para lidar com a incerteza e o risco.

Ao nível das vantagens Monteiro (2012), destaca as seguintes:

- 1) A técnica do valor atual permite obter informação mais relevante na medida em que capta as diferenças económicas, ao nível do vencimento e da incerteza, dos *cash flows* futuros. O valor atual ajuda a distinguir elementos diferentes que poderiam parecer iguais;
- 2) O uso dos *cash flows* esperados pode estender a aplicação do valor atual a medidas para as quais era antes considerada inimaginável;
- 3) Os utilizadores das demonstrações financeiras precisam de uma medida que faça com que ativos diferentes pareçam diferentes.

Segundo Monteiro (2012), a nível académico e profissional, existe uma grande preocupação acerca da utilização da técnica dos *cash flows* esperados e o seu ajustamento ao risco, no que diz respeito à sua exequibilidade em algumas situações, nomeadamente quando não existem referências ao justo valor de outros ativos na economia.

3 METODOLOGIAS E PROVENIÊNCIAS DE INFORMAÇÃO

Neste capítulo é apresentada a metodologia utilizada no Estudo de Caso, o motivo da seleção e aplicação deste método de investigação e as diversas fases associadas ao desenvolvimento deste método, nomeadamente, a revisão de literatura tradicional acerca do tema, a definição dos objetivos do estudo e da avaliação, a recolha de informação, a análise da situação económico-financeira da empresa, a elaboração de um plano de marketing, a seleção dos modelos mais apropriados à empresa, a estimação das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação, o cálculo do valor da empresa segundo o modelo selecionado e a análise de sensibilidade e risco.

O desenvolvimento deste trabalho tem como principal objetivo avaliar a empresa Fábrica Alimentos Guadiana, Lda., que atua na área da fabricação de temperos e condimentos. Esta escolha derivou de uma certa paixão crescente que tem vindo a ser desenvolvida pela área de Avaliação de Empresas, contribuindo para tal as unidades curriculares frequentadas de Avaliação de Empresas e de Projetos de Investimento, e o intuito de querer fornecer um relatório com informação financeira e de gestão relevante, que apoie a empresa na sua gestão operacional e estratégica nos próximos anos. Na eventual oportunidade para concretizar uma nova operação de capital, considera-se importante para a empresa deter conhecimento de técnicas e ferramentas que lhe possam ser úteis na perceção do seu valor intrínseco, de modo a deter uma base negocial.

Segundo Yin (2001), a nível técnico, um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenómeno contemporâneo, dentro do seu contexto na vida real, principalmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto são claramente definidos. A investigação, em si, enfrenta uma situação única em termos técnicos, em que existirá um maior número de variáveis de interesse do que meros dados e, como resultado, resume-se a várias fontes de evidências, permitindo beneficiar de um desenvolvimento prévio de proposições teóricas, para conduzir a recolha e a análise de dados.

De forma a realizar a recolha de evidências, Yin (2001) destaca como principais fontes a documentação, os registos em arquivos, a realização de entrevistas, a simples observação direta, a observação participante e os artefactos físicos.

Para a elaboração e realização deste estudo de caso, a metodologia utilizada passa pela necessidade de realização das seguintes fases:

1) Revisão da Literatura Tradicional

Este projeto de pesquisa iniciou-se primeiramente através de uma revisão da bibliografia dos principais autores do tema abordado e de artigos científicos relacionados com a área de avaliação de empresas, de modo a obter conhecimento acerca dos vários modelos de avaliação existentes.

2) Definição dos objetivos do estudo e da avaliação

O principal objetivo deste projeto centra-se na avaliação de uma empresa do setor de produção alimentar, através da aplicação do modelo do rendimento pelo método dos fluxos de caixa atualizados, desenvolvendo um relatório que apoie a empresa na sua gestão operacional e estratégica nos próximos anos.

Identificam-se os seguintes objetivos específicos:

- ❖ Análise da evolução da situação económico-financeira da empresa através da análise das demonstrações financeiras históricas da empresa e caracterização da sua situação económico-financeira atual.
- ❖ Elaboração de um breve plano de marketing incluindo uma análise PESTEL, análise das 5 forças de Porter, análise SWOT e uma análise ao marketing-mix da empresa.
- ❖ Criação dos pressupostos para estimar variáveis necessárias à realização da avaliação da empresa.
- ❖ Aplicação do modelo supra referenciado, recorrendo ao auxílio de uma folha de cálculo base, com o intuito de obter o valor da empresa objeto de avaliação.
- ❖ Análise de sensibilidade e risco que permita à empresa a identificação de um intervalo de valores que sirvam de base de negociação para venda, para a potencial entrada de novos investidores, ou para apoio à gestão e tomada de decisões operacionais e políticas de investimento e financiamento.

3) Recolha de Informação

Foi feita uma abordagem à empresa acerca de uma eventual avaliação à mesma, cujo convite foi aceite. Após obter autorização para aceder a todas as informações consideradas relevantes acerca da empresa, calcularam-se as variáveis fundamentais para o apuramento do valor da empresa a partir dos dados históricos, nomeadamente informações constantes nas Informações Empresariais Simplificadas (IES) de 2016 a 2020. Também foi disponibilizado pela empresa um plano de marketing e alguns dados já apurados relativamente ao ano de 2021. A Diretora Executiva (*Chief Executive Officer* - CEO) da empresa forneceu ainda informações acerca do setor de atividade e plano estratégico da empresa por via de entrevistas pessoais. Adicionalmente, também foram recolhidas informações acerca do setor através da Central de Balanços do Banco de Portugal.

4) Análise da situação económico-financeira da empresa e elaboração de plano de marketing

Com base na informação recolhida acerca da empresa, foi realizada uma análise de um conjunto de indicadores económicos e financeiros referentes ao período de 2016 a 2020, assim como um breve plano de marketing, que permitiu aferir a situação atual da empresa e a sua capacidade para usar melhor os seus recursos disponíveis na sua *performance* futura.

5) Seleção dos modelos mais apropriados à empresa

O modelo selecionado, como já foi referido, foi o modelo com base no rendimento pelos do método dos fluxos de caixa atualizados, segundo as abordagens de avaliação dos capitais próprios e dos capitais totais, através da aplicação das fórmulas seguintes:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{i=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} \quad (19)$$

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{i=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + WACC)^t} \quad (20)$$

A revisão de literatura permitiu reconhecer os vários modelos existentes e permitiu verificar ao mesmo tempo que o método pelos fluxos de caixa atualizados é o mais adequado face à situação atual da empresa e à sua capacidade de crescimento.

6) Estimação das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação

Recorrendo aos dados recolhidos, foi realizada uma análise à evolução das vendas da empresa num intervalo de tempo entre 2011 a 2021, através da aplicação de modelos econométricos e de regressão, com o intuito de estimar as vendas e a sua capacidade de crescimento nos anos futuros. Não obstante, as vendas históricas apresentam valores muito irregulares ao longo dos anos, pelo que os resultados destes modelos se revelaram pouco explicativos, apresentando valores elevados para o indicador da média dos desvios absolutos (*Mean Absolute Deviation* - MAD).

O quadro 3.1 apresenta os modelos que foram testados para obter a evolução do volume de negócios da empresa.

Quadro 3.1 - Métodos de previsão testados na evolução do Volume de Negócios

Modelo Linear	$\hat{y}_i = b_0 + b_1x_1$
Modelo Quadrático	$\hat{y}_i = b_0 + b_1x_1 + b_2x_1^2$
Modelo Exponencial	$\log \hat{y}_i = \log b_0 + x_1 \log b_1$
Modelo Naïve	$\hat{y}_i = y_i - 1$
Modelo Polinomial	$\hat{y}_i = b_0 + b_1x_1 + b_2x_1^2 + \varepsilon_i$

Fonte: Elaborado pelo autor

Como alternativa ao uso dos modelos econométricos, os valores previsionais para as vendas nos anos de 2022 a 2026 foram obtidos aplicando taxas de crescimento que vão de acordo com o que seria o crescimento esperado da empresa nestes anos, tendo em

consideração o regresso à normalidade face aos tempos de pandemia, e o regresso à utilização da sua total capacidade. Para o ano 2022 foi aplicada uma taxa de crescimento de 10% às vendas finais de 2021, que já se encontravam disponíveis os respetivos valores reais, pelo facto de a incerteza ser ainda muito elevada para o ano de 2022.

Com o objetivo de obter o valor com base no rendimento, pelo modelo dos fluxos de caixa atualizados, foram definidos os diversos pressupostos e calculadas diversas variáveis fundamentais necessárias à elaboração dos vários mapas de apoio à avaliação.

Neste contexto, para o cálculo dos *cash flows*, foram aplicadas as fórmulas de cálculo anteriormente apresentadas na revisão de literatura, nomeadamente:

Capitais Próprios

$$\text{FCFE} = \text{Resultados Líquidos} + \text{Depreciações e Amortizações} \pm \text{Provisões} \pm \text{Imparidades} \\ \pm \text{Justo Valor} - \text{Investimento em Ativo Fixo} - \text{Variação de Necessidades de Fundo de} \\ \text{Maneio} + \text{Variação do Endividamento Líquido}$$

Capitais Totais

$$\text{FCFF} = \text{Resultados Operacionais Líquidos de Imposto} + \text{Depreciações e Amortizações} \\ \pm \text{Provisões} \pm \text{Imparidades} \pm \text{Justo Valor} - \text{Investimento em Ativo Fixo} - \text{Variação de} \\ \text{Necessidades de Fundo de Maneio}$$

7) Cálculo do valor da empresa segundo os modelos selecionados

O valor da empresa foi obtido com base nos modelos FCFE e FCFF, considerando o cálculo do valor residual através da abordagem da perpetuidade.

8) Análise de sensibilidade e risco

Foi elaborada uma análise de sensibilidade e risco para avaliar o impacto, no valor da empresa, de alterações em algumas variáveis consideradas críticas para a empresa. Foram simulados cenários mais otimistas e mais pessimistas, permitindo a criação de um intervalo de valores aceitáveis que poderão auxiliar no caso de uma eventual negociação.

9) Conclusões

A metodologia usada neste estudo, com o intuito de avaliar a PME, serve de base de avaliação a outras empresas, tendo em atenção as diferentes características dos setores. No entanto, os resultados obtidos neste estudo não deverão ser aplicados a outras empresas.

Como já foi referido anteriormente no capítulo 2, existe a possibilidade de diversos investigadores obterem resultados diferentes para a avaliação de uma mesma empresa devido à subjetividade relativa existente na definição de algumas premissas e parâmetros de avaliação.

4 ESTUDO DE CASO

O presente capítulo tem como finalidade descrever o contexto em que se insere a avaliação e a caracterização da empresa Fábrica Alimentos Guadiana, Lda., através de uma análise cuidada e criteriosa à mesma.

Foi aplicado o modelo dos *cash flows* atualizados, procedendo-se aos ajustamentos necessários adequados a uma PME na área da fabricação de temperos e condimentos. O processo de recolha de informação acerca da empresa e o setor em que se insere foi realizado com base na IES, um plano de marketing, outros documentos internos disponibilizados pela empresa, assim como entrevistas realizadas à diretora executiva da empresa. Foi ainda utilizado dados do setor retirados da Central de Balanços do site do Banco de Portugal.

De acordo com a revisão de literatura, o processo de avaliação deverá iniciar-se por via da elaboração de um diagnóstico e uma análise externa e interna à empresa e ao seu setor de atividade.

4.1 Apresentação da empresa

A empresa Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda., objeto de estudo neste projeto, insere-se no ramo da fabricação de temperos e condimentos e encontra-se no mercado há cerca de 39 anos, localizando-se na região do Alentejo, em Moura. A empresa é, normalmente, constituída por cerca de 18-22 trabalhadores. É uma empresa familiar com uma longa história, onde os seus sócios nortearam a sua atividade com o grande objetivo de aproveitar e valorizar os produtos locais, procurando estabelecer uma relação estreita com a produção agrícola da região através da comercialização, numa fase inicial, do tremoço, *pickles* e molho de piri-piri.

Com o decorrer dos anos notou-se uma alteração considerável nos hábitos alimentares dos portugueses, o que levou a empresa a acrescentar ao seu portfólio produtos como a maionese, *ketchup*, mostarda e o molho inglês. Estes produtos vieram a ser a rampa de lançamento para uma ampliação e modificação da estrutura da empresa, com a introdução

de nova tecnologia e linhas automáticas de fabrico mais avançadas, não esquecendo a implementação de normas higiénico-sanitárias e um controlo de qualidade rigoroso.

Sustentada pelas parcerias com as grandes superfícies, a empresa acompanhou o evoluir das marcas brancas, preenchendo um lugar importante junto dos seus clientes através da diferenciação e inovação. Para não ficar totalmente dependente das marcas brancas dos seus clientes das grandes superfícies, a Alimentos Guadiana criou a marca DONAH SARAH o que lhe permitiu ganhar posicionamento no mercado.

A empresa em estudo foi constituída em 1980, sob a forma jurídica de uma sociedade por quotas, possuindo um capital social no valor de 340.000€, onde os proprietários do capital exercem as funções de gestão e administração da empresa.

4.2 Análise do Setor

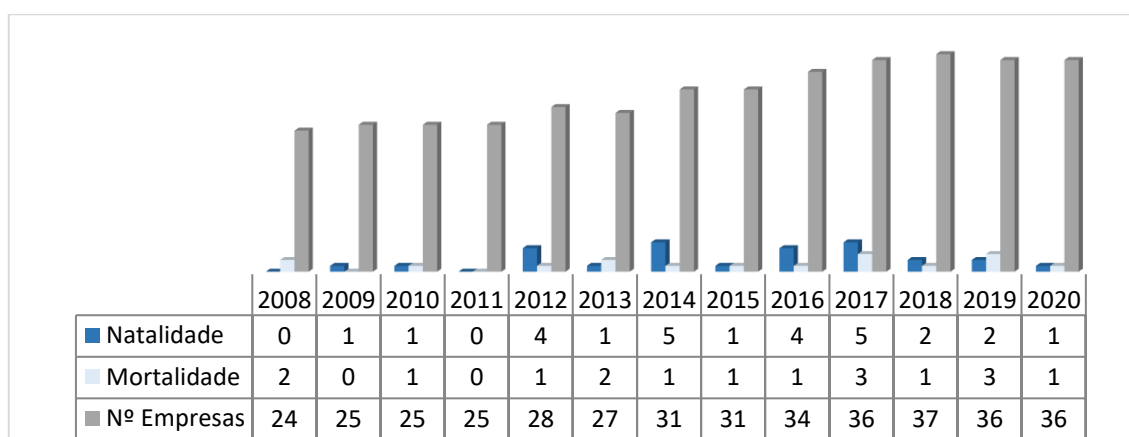
Após uma pesquisa exaustiva utilizando o Código de Atividade Económica (CAE) 10840 – Fabricação de Condimentos e Temperos, com o intuito de encontrar entidades com informação detalhada e fundamental acerca do setor, verificou-se que existe uma grande lacuna ao nível da informação pretendida, apenas encontrando-se informação generalizada acerca de empresas inseridas na secção de indústrias transformadoras. No entanto, foram utilizadas fontes, tais como a Central de Balanços do Banco de Portugal, de onde foram retirados alguns rácios e indicadores económicos e financeiros do setor, que são baseados em dados contabilísticos anuais e individuais das empresas, e o portal do INE, que forneceu informação relevante acerca da evolução do setor até 2019. Ambas as fontes de informação são consideradas credíveis e bastante úteis para o desenvolvimento deste estudo.

Segundo as Estatísticas da Produção Industrial do INE na edição de 2020, em 2019 o total das vendas de produtos e prestação de serviços na indústria transformadora atingiu 94,1 mil milhões de euros, representando um aumento nominal na ordem dos 2,7% face ao ano de 2018. As atividades relativas às indústrias alimentares contribuíram com um aumento significativo para o crescimento verificado no total da indústria na ordem dos +1,5p.p. Em 2019, o valor da produção industrial vendida no mercado nacional aumentou 2,2% onde, à semelhança de 2018, as indústrias alimentares apresentaram o maior volume de

vendas de produtos para o mercado nacional, com 9,3 milhões de euros, o que corresponde a 20% do total das vendas da indústria no mercado interno.

Através de dados retirados da Central de Balaços do Banco de Portugal, relativamente a empresas no setor da Fabricação de Condimentos e Temperos desde o período de 2008 até 2020, foi possível averiguar um crescimento do número de empresas presentes no setor, onde em 2008 apenas existam 24 empresas e no final do ano 2020 existiam 36 empresas. Como podemos constatar na figura 4.1, o setor em causa não aparenta ter sido drasticamente afetado pela crise financeira de 2007-2008, uma vez que se trata também de um setor com um número reduzido de empresas e com pouca correlação com a saúde económica do país, nem pelo surgimento da pandemia Covid-19 no ano de 2020, onde o nível de empresas existentes se manteve igual ao de 2019, tendo sido registado a mortalidade de uma empresa e o nascimento de uma outra.

Figura 4.1- Natalidade vs Mortalidade de empresas no setor



Fonte: Elaborado pelo autor

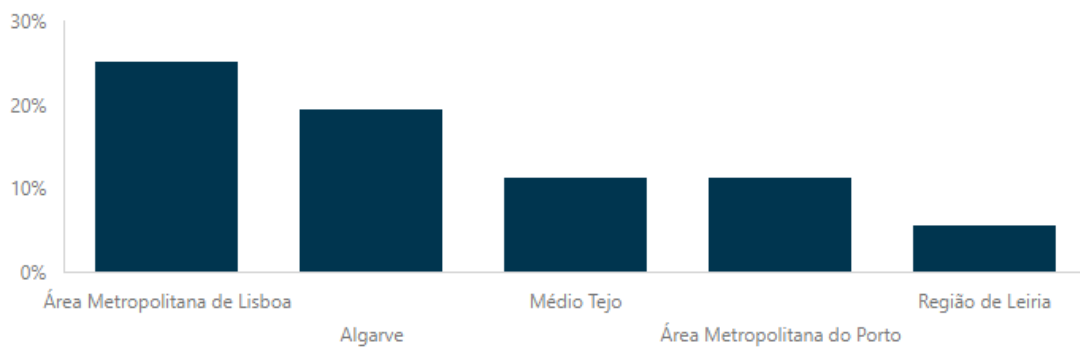
De acordo com a Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos (NUTS)¹, ao nível da localização das 36 empresas do setor da Fabricação de Condimentos e Temperos em 2020, por sub-região, é possível observar que 25% das empresas encontram-se na grande Área Metropolitana de Lisboa, 19,4% na região do Algarve, 11,1% na Área Metropolitana do Porto e Médio Tejo, 5,56% na região de Leiria, e as

¹ Disponível em: www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards (acedido em 5 de julho de 2021).

restantes empresas encontram-se distribuídas proporcionalmente pelas restantes sub-regiões. No que diz respeito à maturidade, 36,11% das empresas tem mais de 20 anos, representando cerca de 83,18% do volume de negócios, e outros 19,44% das empresas tem entre 11 e 20 anos de atividade, representando 15,80% do volume de negócios; 11,11% das empresas tem entre 6 e 10 anos e as restantes 33,33% tem até 5 anos, representando cada uma, respetivamente, 0,15% e 0,87% do volume de negócios.

No que diz respeito a compras e vendas verifica-se que o setor apresenta um maior volume de importações face às exportações, no entanto, o mercado interno é o seu alvo e é a ele que recorre com maior volume para obter recursos para a sua atividade.

Figura 4.2 - Distribuição por localização da sede (NUTS III)



Fonte: Banco de Portugal, Quadro do Setor 2019

4.3 Análise Económico-financeira da empresa

Foram utilizados os dados da empresa que constam na demonstração de resultados e balanços históricos, para proceder à análise dos rácios de estrutura, de rentabilidade, e de atividade e verificar se a empresa se encontra em equilíbrio financeiro através da análise do seu balanço funcional.

De modo a realizar uma melhor interpretação dos dados da empresa, foi utilizado como *benchmark* os dados que constam no Banco de Portugal relativos ao setor em que a empresa se insere, nos anos que dizem respeito ao período de análise.

De acordo com o quadro 4.1, a empresa apresenta um valor superior a 1 para o indicador de Liquidez Geral, o que significa que o valor dos ativos correntes é superior ao valor dos passivos correntes. Esta situação reflete baixo risco para os credores da empresa, dado que a realização dos ativos correntes em liquidez é suficiente para fazer face às dívidas de curto prazo e permanecer com alguma margem de segurança. O facto de existir uma grande diferença entre a Liquidez Geral e Reduzida permite concluir que os Inventários têm uma grande influência na liquidez da empresa.

Quadro 4.1 - Rácios de Liquidez

	2016	2017	2018	2019	2020
Empresa					
Liquidez Geral	126,04%	134,41%	225,48%	232,90%	389,82%
Liquidez Reduzida	81,04%	98,39%	189,93%	151,05%	305,97%
Setor					
Liquidez Geral	99,30%	115,70%	138,20%	153,60%	156,20%
Liquidez Reduzida	69,00%	78,80%	94,90%	108,10%	111,00%

Fonte: Elaborado pelo autor

O setor apresenta valores para estes indicadores inferiores à empresa, tal significa que a empresa apresenta maior capacidade que o setor no cumprimento dos compromissos de curto prazo.

Quadro 4.2 - Rácios de Estrutura

	2016	2017	2018	2019	2020
Empresa					
Autonomia Financeira	39,14%	45,54%	71,90%	69,37%	68,93%
Grau de Endividamento	60,86%	54,46%	28,10%	30,63%	31,07%
Solvabilidade	64,30%	83,63%	255,91%	226,51%	221,83%
Setor					
Autonomia Financeira	38,90%	40,80%	41,40%	40,50%	41,00%
Grau de Endividamento	61,10%	59,20%	58,60%	59,50%	59,00%
Solvabilidade	63,75%	68,74%	70,71%	68,22%	69,40%

Fonte: Elaborado pelo autor

No quadro 4.2 é possível constatar que a empresa no ano 2016 apresenta valores próximos dos mínimos aceitáveis no que diz respeito ao seu nível de autonomia face a terceiros. No entanto, no decorrer dos 4 anos a empresa evoluiu positivamente na sua solidez financeira, tornando-se mais robusta ao diminuir o valor do seu ativo financiado pelo passivo e,

consequentemente, aumentando o valor do seu capital próprio que financia o mesmo. Deste modo, a empresa tornou-se menos dependente de capitais alheios.

Contrariamente, o setor manteve os valores de autonomia financeira baixos e praticamente inalterados, assim como o seu grau de endividamento, o que coloca a empresa numa situação mais robusta, com um maior nível de autonomia face a terceiros do que o setor.

Em resultado do aumento do valor dos Capitais Próprios e diminuição do Passivo, a solvabilidade melhorou igualmente, o que demonstra que a empresa aumentou a sua capacidade para fazer face aos seus compromissos de médio/longo prazo, colocando-se numa situação que reflete baixo risco para os credores da empresa.

Esta situação é contrária à do setor, que reflete elevado risco para os credores do setor, dado que o capital próprio não é suficiente para fazer face às dívidas a pagar.

Quadro 4.3 - Rácios de Rendibilidade

	2016	2017	2018	2019	2020
Empresa					
ROE	1,04%	7,10%	10,24%	0,32%	0,30%
ROA	0,60%	4,09%	10,68%	0,39%	0,50%
Setor					
ROE	3,70%	6,80%	9,10%	7,80%	7,60%
ROA	6,20%	7,00%	7,60%	8,10%	7,90%

Fonte: Elaborado pelo autor

Relativamente aos dois principais indicadores de rendibilidade constantes no quadro 4.3: a rendibilidade financeira ou dos Capitais Próprios (*Return on Equity* – ROE) e a rendibilidade económica (*Return on Assets* – ROA) aumentou mais na empresa entre 2016 e 2018 do que no setor, sendo que em 2019 se verificou um declínio significativo na rendibilidade quer na empresa, quer no setor, demonstrando-se mais relevante na empresa. Esta degradação nos rácios pode ser explicada pela redução dos resultados (operacionais e líquidos) promovidos pela paragem e redução da atividade na empresa, consequência das remodelações que ainda hoje continuam nas instalações e da pandemia Covid-19, que provocaram falta de pessoal para trabalhar, cortes nos fornecimentos e cancelamentos de encomendas por parte de alguns clientes. Também a política de reforço

da autonomia financeira, com o aumento de capital próprio, contribuiu para a redução da rentabilidade financeira.

No que diz respeito aos rácios de atividade e gestão, constantes no quadro 4.4, o prazo médio de pagamento aos fornecedores é superior na empresa do que no setor, o que demonstra que a empresa leva mais tempo a pagar aos seus fornecedores do que o setor.

Quadro 4.4 - Rácios de Atividade e Gestão

	2016	2017	2018	2019	2020
Empresa					
PMP (dias)	387	95	36	139	106
PMR (dias)	179	52	37	84	105
Setor					
PMP (dias)	90	85	85	84	80
PMR (dias)	73	67	63	68	62

Fonte: Elaborado pelo autor

Também o prazo médio de recebimentos dos clientes na empresa é em média 91 dias, enquanto no setor é de 67 dias. Tal indica que a empresa recebe mais tarde dos seus clientes do que o setor e o facto de receber mais tarde implica, consequentemente, que a empresa pague mais tarde aos seus fornecedores por falta de disponibilidades.

Do ponto de vista do *cash-conversion-cycle*, a empresa esta a fazer uma boa gestão deste ciclo beneficiando desta que é a melhor forma de financiamento, ao estender os seus prazos de pagamento a fornecedores ao máximo, embora um prazo médio de recebimentos inferior ao atual fosse bom para a empresa e permitisse evitar problemas futuros com atrasos no pagamento aos fornecedores.

Quadro 4.5 - Análise de Equilíbrio Financeiro da Empresa

	2016	2017	2018	2019	2020
Empresa					
Unidades: Euros					
FM	283 703	310 319	447 144	336 731	640 841
CP	700 635	754 193	911 959	901 695	891 205
PNC	0	0	0	144 698	180 634

	2016	2017	2018	2019	2020
Empresa	Unidades: Euros				
ANC	416 932	443 874	464 815	709 662	430 998
NFM	224 361	217 128	247 956	247 419	614 391
NECESSIDADES	1 178 913	1 012 731	526 365	500 796	835 510
RECURSOS	954 552	795 603	278 409	253 377	221 119
TL	59 342	93 191	199 188	89 312	26 450
DISPONIBILIDADES	194 342	199 441	277 135	89 312	26 450
FINAC. CURTO PRAZO	135 000	106 250	77 948	0	0

Fonte: Elaborado pelo autor

O quadro 4.5 reflete o equilíbrio financeiro de tesouraria da empresa nos anos em estudo, demonstrando que a empresa apresenta, em todos os anos, um Fundo de Maneio superior às necessidades, promovendo uma Tesouraria Líquida positiva, o que demonstra que a liquidez das aplicações excede significativamente a exigibilidade das origens.

De acordo com estas condições e com um $PMR < PMP$, a empresa encontra-se numa situação confortável e com uma solvabilidade francamente favorável, existe margem de segurança para a empresa laborar, sem grandes pressões financeiras, uma vez que o capital permanente cobre totalmente o investimento em ativo não corrente, gerando ainda algum excedente para cobrir necessidades geradas na exploração/extraexploração.

Quadro 4.6 - Análise de Equilíbrio Financeiro do Setor

	2016	2017	2018	2019	2020
Setor	Unidades: Milhões de Euros				
FM	-0,40	7,10	15,20	20,40	23,40
NFM	16,00	16,70	16,30	18,50	19,20
TL	-16,40	-9,60	-1,00	1,80	4,20

Fonte: Elaborado pelo autor²

O setor encontra-se numa situação menos confortável do que a empresa, apresentando um Fundo de Maneio negativo em 2016 e Tesouraria Líquida negativa em 2016, 2017 e 2018,

² De acordo com os dados dos Quadros do Setor do Banco de Portugal de 2016-2020.

o que reflete uma maior dificuldade na utilização de capitais permanentes para financiar os ativos não correntes. Apesar do setor se encontrar em desequilíbrio financeiro no período de 2016 a 2018, onde maior parte das empresas estariam mais expostas a um eventual risco de falência, o setor tem vindo a recuperar apresentando-se a partir de 2019 em equilíbrio financeiro e, portanto, numa situação semelhante à da empresa em estudo.

4.4 Análise Externa e do Mercado

4.4.1 Principais Concorrentes

Os principais concorrentes da Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. são os seguintes:

- F. Lima S.A. (Marca SAVORA)
- Comtemp Companhia dos Temperos, Lda. (Marca CRISTAL)
- Auchan Portugal Hipermercados, S.A. (Marca JUMBO)
- Sabor Plus Aditivos Alimentares, Lda.
- Cooplecnorte

Atualmente a empresa possui uma parceria com um dos seus clientes que permite a colocação de todos os seus produtos marca DONA SARAH nas grandes superfícies nacionais: Continente, Intermarché, Auchan e Leclerc, colocando os seus produtos também nos Açores e Madeira. A empresa pretende continuar a manter como mercado alvo as grandes superfícies, devido ao grande volume e quantidade de encomendas e à forma de distribuição aplicada.

Embora em relação à concorrência nacional a empresa encontra-se em desvantagem devido à sua localização no interior do país e longe dos grandes operadores de logística. No que diz respeito à concorrência estrangeira, a empresa encontra-se em vantagem tendo em consideração a sua política de preços e proximidade ao cliente nacional, com uma boa rotação de stocks, sem necessidade de armazenagem em grande escala.

A empresa apresenta uma boa relação preço/qualidade dos produtos comercializados, que é reconhecida pelo mercado, sendo de realçar a sua capacidade para cumprir

escrupulosamente prazos de entrega muito curtos e a atenção que dedica a todos os clientes através de melhoria de receitas e fórmulas dos produtos.

4.4.2 Análise PESTEL

- Fatores Políticos e Económicos

É possível afirmar que Portugal tem passado por uma fase político-económico instável, devido à crise internacional financeira que surgiu em 2007 e se fez sentir até meados de 2012, com a atuação da Troika no país e o governo vendo-se forçado a aplicar medidas de austeridade para responder à crise. Na verdade, os efeitos da crise ainda hoje se encontram bem presentes no país, embora se tenha registado um período de crescimento económico entre 2012 e 2018.

De acordo com o Banco de Portugal, entre 2018 e 2019 verificou-se um abrandamento do crescimento económico que se tinha vindo a registar nos anos anteriores com o PIB a cair 0,4% em 2019 face ao ano de 2018, com o consumo privado a apresentar uma variação negativa de 0,6% em 2019 face ao ano de 2018 e as exportações a registarem uma quebra durante o ano de 2018. Já a taxa de desemprego manteve-se praticamente inalterada entre o período de 2018 e 2019. Estes dados espelham alguma preocupação relativamente ao desempenho económico do país, devido a sinais de arrefecimento do crescimento.

No ano de 2020, com o surgimento da pandemia Covid-19, os confinamentos provocaram uma paralisação na economia a nível nacional e mundial, com o PIB de Portugal a cair - 8,4%, com o consumo privado a apresentar uma variação negativa de 7,1%, as exportações a caírem na ordem dos -18,6% e com a taxa de desemprego a subir para os 7%.

Contudo, o desenvolvimento do Alentejo, em termos económicos, tem vindo a crescer, particularmente nos setores da agricultura e das indústrias agroalimentares, os quais representam uma elevada fatia na estrutura económica da região do Alentejo, quer pela sua importância no perfil da região, quer na estrutura total do emprego regional.

Esta região possui um potencial de afirmação competitiva, destacando-se os setores do agronegócio, onde o tecido empresarial é marcado pelas micro e pequenas empresas, que se caracterizam essencialmente por empresas constituídas em nome individual, com uma

gestão de nível familiar e vocacionada para os mercados locais e regionais, onde a maior parte dos produtores apresentam elevado nível de *know-how* e estão presentes na atividade há longos anos.

O aumento de investimento privado e público na região é visível e torna-se fator importante para o seu desenvolvimento e diversificação económica, criando condições para uma nova posição do Alentejo no âmbito das relações económicas à escala internacional.

- Fatores Socioculturais

A sociedade sofreu muitas alterações com o passar do tempo já que ocorreram muitas mudanças a todos os níveis, desde alterações nos padrões de emprego, aumento da valorização da educação e da formação profissional, redução do número de pessoas no núcleo familiar, assim como a preocupação com a alimentação e a saúde. Todas estas mudanças provocam alterações no estilo de vida das pessoas.

Os consumidores estão cada vez mais informados e demonstram uma crescente preocupação com a qualidade dos produtos alimentares associada à saúde e às preferências por alimentos mais saudáveis e seguros. O mesmo tem demonstrado uma maior tendência para novos produtos e novas formas de alimentação, mais equilibrada e diversificada, assim como uma tendência para valorizar o consumo de produtos confeccionados de modo tradicional. Todos estes fatores constituem oportunidades de inovação e diferenciação para as empresas, visto que podem permitir o desenvolvimento de novos ingredientes, alimentos nutricionais mais equilibrados, novas embalagens com novas funcionalidades e mais ecológicas, produtos de fácil consumo e fácil associação a outros produtos.

É fácil constatar que cada vez mais existe tendência para alimentos mais saudáveis e com características específicas, como é o caso da procura por alimentos “*light*” e “*diet*” e por alimentos que contenham outras características, como o caso das sementes.

- Fatores Tecnológicos

Num mundo moderno, a inovação é indispensável à viabilidade e ao êxito da economia moderna. O mercado apresenta uma inovação constante na alimentação devido às exigências cada vez maiores por parte dos clientes relativamente às características dos produtos que consomem, o que faz com que a tecnologia desempenhe um papel importante e que a mesma se encontre em permanente desenvolvimento.

O setor dos temperos e dos molhos ainda se revela muito tradicional e de baixo nível de investimento em investigação. Apesar do incentivo às tecnologias disponibilizado através do programa Portugal 2020, destinado às PME, verifica-se uma baixa taxa de adesão por parte das empresas do setor a este programa. Apenas as empresas de maior dimensão, de fabrico e produção industrial, utilizam equipamentos mais evoluídos em termos de tecnologia de produção.

O surgimento da internet permitiu chegar aos clientes mais facilmente, servindo como meio de divulgação da empresa e dos seus produtos, e permitindo uma maior facilidade de comunicação com o público-alvo.

Atualmente, as redes sociais permitem às empresas desenvolver estratégias de comunicação junto dos seus clientes, sendo a plataforma Facebook a rede social mais utilizada. Face a esta modernização, é crucial que as empresas se adaptem às novas tecnologias, com o intuito de explorar novos nichos, fomentando a modernização e tentando erradicar hábitos e culturas enraizados.

- Fatores Ambientais

As alterações climáticas e a preocupação com o meio ambiente são temas muito discutidos atualmente, tornando fundamental que a empresa respeite, valorize e desenvolva processos amigos do ambiente, procurando, ao mesmo tempo, dar especial atenção a um estilo de vida mais saudável.

O setor dos temperos e condimentos constitui atividades que apresentam uma elevada interação com o ambiente cujo impacto deve ser quantificado de modo tornar os processos eficientes tanto a nível ambiental como económico. Deste modo, é fulcral a adoção de uma adequada gestão ambiental que permita por um lado reduzir o consumo de materiais

e energia, reduzindo os gases efeitos de estufa e, conseqüentemente, o aquecimento global, e por outro lado permita à empresa obter benefícios económicos.

Relativamente ao setor onde a empresa se insere, a prevenção da contaminação e a gestão de resíduos são um problema ambiental e económico. No entanto, esta ameaça pode ser vista como uma oportunidade com base nas premissas de que os resíduos podem ser usados como recursos e de que a sustentabilidade e a competitividade económica estão intimamente relacionadas.

- Fatores Legais

O setor da indústria alimentar encontra-se amplamente legislado, revelando-se um dos setores mais regulamentados em Portugal. Este facto deriva da crescente preocupação pela proteção dos interesses do consumidor e pelo cumprimento de práticas legais, quer a nível nacional, quer a nível internacional, de géneros alimentícios.

Por se tratar de uma indústria que está diretamente relacionada com a saúde e bem-estar dos consumidores, encontra-se fortemente submetido a exigências ao nível de normas, regras de segurança e higiene alimentar, ambiental e funcional. No ano de 2017 foi tornada obrigatória a presença da tabela nutricional em todos os produtos alimentares, forçando a empresa a fazer alterações na sua atividade a nível de rotulagem.

Em Portugal, a Autoridade de Segurança Alimentar e Económica (ASAE) é o organismo fiscalizador que se assegura que todas as normas são cumpridas, possuindo a autoridade para aplicar coimas ou até mesmo encerrar empresas temporariamente.

4.4.3 5 Forças de Porter

- Ameaça de produtos substitutos

Esta ameaça encontra-se bem patente no mercado onde a empresa se insere. Existem variados produtos substitutos face aos produtos que a empresa apresenta, o que faz variar a relação preço/rendimento, obrigando a empresa a aumentar o seu nível de diferenciação dos seus produtos e a sua qualidade.

- Poder negocial dos clientes

A Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. trabalha com grandes empresas, possuindo todas elas um grande poder sob os seus fornecedores devido à sua influência no mercado e ao elevado volume de encomendas, representado assim uma grande fatia do volume de vendas da empresa. Assim, é de realçar o grande poder de negociação destes grandes clientes.

- Poder negocial dos fornecedores

A empresa trabalha com vários fornecedores regionais, muitos deles vendem 100% da matéria produzida, fazendo com que a empresa tenha um grande poder sob os seus fornecedores. No entanto, a Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. trabalha com um enorme grau de confiança com os seus fornecedores e é do seu interesse que estes se mantenham “saudáveis”, a todos os níveis, para garantir uma boa qualidade no seu produto e, conseqüentemente, no produto final.

- Ameaça de novos concorrentes

A empresa Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. já se encontra inserida no mercado há muito tempo e, portanto, qualquer novo concorrente tem de investir muito para conseguir ganhar quota de mercado, o que não é fácil uma vez que os clientes deste mercado são difíceis de atingir e exigem a máxima qualidade possível do mercado. Por sua vez, as políticas em vigor na indústria alimentar criam muitas barreiras à entrada e exigem muito capital. Face à existência de muita concorrência e muitos produtos semelhantes, o acesso aos canais de distribuição deste produto exige notoriedade de marca e muito desenvolvimento na sua gama.

- Rivalidade da Indústria

Esta indústria tem crescido ano após ano o que permite a todos os concorrentes lutarem por uma maior quota de mercado. Posto isto, a concorrência neste mercado é algo que a empresa tenta combater, encontrando-se sempre em constante desenvolvimento.

A vasta gama de produtos da Fábrica Alimentos Guadiana, Lda. permite-a, assim, destacar-se mais facilmente dos seus concorrentes através do seu grau de diferenciação. A empresa adquiriu recentemente a certificação FSSC22000, onde apenas 14 empresas a detêm em Portugal e não são do mesmo ramo que a empresa. Posto isto, a empresa adquiriu uma enorme vantagem face à sua a concorrência.

4.4.4 Análise SWOT

Para proceder à elaboração de uma análise SWOT é necessário recolher, previamente, um conjunto de informação relacionado com os fatores internos e externos da empresa, de forma a identificar a vantagem competitiva da empresa juntamente com a sua esfera competitiva, assim como as competências centrais da empresa.

Este processo permite identificar e combinar os pontos fortes e fracos da fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. com as oportunidades e ameaças identificadas no seu meio envolvente, com o objetivo principal de definir medidas adequadas que permitam à empresa obter um crescimento robusto e sustentável.

Quadro 4.7 - Análise SWOT

STRENGTHS	WEAKNESSES
<ul style="list-style-type: none"> • Vasto conhecimento especializado na confeção de condimentos • N.º de certificações • Utilização de produtos da região • Fortes relações com parceiros de negócios • Notoriedade da empresa • Originalidade dos produtos • Competências ao nível de I&D • Qualidade dos processos e procedimentos 	<ul style="list-style-type: none"> • Reduzida dimensão da empresa • Inexistência de estratégia de marketing • Imagem pouco desenvolvida • Estratégia de comunicação inexistente • N.º reduzido de intermediários com peso no volume de vendas da empresa • <i>Know-how</i> da empresa demasiado descentralizado
OPPORTUNITIES	THREATS
<ul style="list-style-type: none"> • Aumento do poder de compra • Crescente procura de produtos de qualidade 	<ul style="list-style-type: none"> • Clima de instabilidade económica no país

<ul style="list-style-type: none"> • Procura por produtos alentejanos tradicionais • Crescimento/importância das redes sociais • Consumidores diversificados • Aumento da procura por parte do mercado externo 	<ul style="list-style-type: none"> • Setor amplamente regulado e legislado • Procura de produtos saudáveis/<i>diet/light</i> • Surgimento de novos processos e novas tendências • Fortes exigências legais • Elevada diversificação de produtos na indústria
--	---

Fonte: Elaborado pelo autor

4.4.5 O Marketing Mix

Os 4 P's do marketing são os fatores base de qualquer estratégia de marketing, com o potencial de influenciar em larga escala o processo de decisão de compra dos consumidores.

- Preço

No que diz respeito à Fábrica de Alimentos do Guadiana, Lda. os preços praticados atualmente não permitem obter margens de lucro significativas, pelo que as diminuições dos mesmos não podem ser equacionadas.

Os preços praticados pela empresa têm em conta o custo das matérias-primas (leite), os custos de outras matérias essenciais, os custos com a mão-de-obra, os preços praticados pelos concorrentes e a margem de lucro, que varia em função do tipo de cliente (direto ou intermediário) e das quantidades adquiridas.

A empresa já é conhecida pelos seus preços competitivos associados a produtos com qualidade, pelo que é uma característica que pretende manter. No entanto, o aumento do preço de venda dos produtos deverá ser uma hipótese a considerar de forma a permanecer numa margem suficiente para que se consiga, por um lado, aumentar a margem de lucro e por outro oferecer preços competitivos relativamente aos seus concorrentes.

Para a determinação do preço de venda, devem ser considerados:

- Os preços praticados pelos concorrentes mais próximos;
- O preço que os clientes estão dispostos a pagar pelos produtos;
- Os custos de produção, distribuição, com colaboradores e com publicidade.

- Promoção e comunicação

Dentre as várias ações de promoção e marketing que serão adotadas pela Fábrica de Alimentos do Guadiana, Lda. destacam-se as seguintes:

- Divulgação da marca em locais em que se concentre o público-alvo;
- Elaboração de portfólio que chame a atenção do público para os produtos comercializados pela empresa;
- Visitas de apresentação a clientes potenciais convidando-os para conhecer a Fábrica de Alimentos do Guadiana, Lda.;
- Anúncios em pequenos jornais locais;
- Divulgação nas redes sociais na Internet onde serão partilhadas fotografias e conteúdos relacionados com a empresa e os seus produtos, divulgando atividades e outras informações pertinentes, assim como publicitando novos produtos. Este é o meio mais acessível e económico para a publicidade, divulgação e comunicação dos produtos para com os clientes atuais e potenciais clientes;
- Patrocínio e participação em feiras e exposições de especialidade, dedicadas à temática agroalimentar e tradicional, de forma a dar a conhecer a sua gama de produtos, as suas características e a forma de produção dos mesmos. Aproveitar para dar a provar o produto e informar acerca das diversas formas de como se pode consumir, conseguindo levar o cliente a experimentar um produto que até então não conhecia;
- Oferecer descontos de quantidade para estimular um maior retorno e construir relações *win-to-win* com os clientes.

- Distribuição

Para atingir os objetivos propostos, existe a necessidade de chegar a novos pontos de venda. Para tal, a empresa deve começar por alargar o seu número de intermediários e procurar grossistas que coloquem os seus produtos noutras zonas geográficas onde ainda não opera, sugerindo-se a entrada em outros grandes *players* de mercado tais como Aldi e Lidl.

A empresa deverá promover a distribuição através do canal Horeca, permitindo dar maior visibilidade aos produtos da empresa ao associar os produtos à gastronomia praticada na região. Deste modo, a empresa colocará os seus produtos em restaurantes e hotéis da região que comuniquem tradição e qualidade, iniciando a sua colocação em Reguengos de Monsaraz e Évora, grandes afluentes no turismo e tradição.

A empresa também deverá colocar os seus produtos em pequenas lojas de retalho especializado, uma vez que se verifica que a presença da marca se encontra pouco presente na região envolvente, permitindo aumentar os pontos de venda onde os produtos da empresa se encontram.

Seguindo estas sugestões, a empresa passa a desenvolver uma estratégia de multicanais com a presença nos seguintes canais de distribuição:

- Retalho tradicional;
- Retalho moderno;
- Grossista;
- Canal Horeca;
- Lojas especializadas;
- Venda direta.

- Produto

Relativamente à variável produto, a empresa deve continuar a apostar na conceção de produtos tradicionais, de qualidade e 100% portugueses. Para tal é importante que mantenha os seus fornecedores regionais e nacionais de matéria-prima de qualidade e possivelmente que alargue os seus fornecedores ao nível de outras matérias necessárias.

De modo a diversificar o seu portefólio de produtos, a empresa deve apostar na conceção e lançamento de novos produtos que satisfaçam as necessidades e gostos dos

consumidores. Como tal, a empresa pretende juntar uma gama de produtos que focalize a imagem da saúde, como produtos “*diet*” e “*light*”.

No que diz respeito à rotulagem dos produtos, a empresa apresenta um rótulo para cada produto, identificado pela cor, pelo nome e composição do produto, política esta que deverá manter nos próximos produtos de forma a facilitar a associação dos produtos à marca.

4.5 Principais pressupostos para os modelos de avaliação

4.5.1 Período de Análise

A avaliação da empresa Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. teve por base a informação explícita da sua estratégia, considerando aquilo que são os seus objetivos e perspetivas futuras, assim como a expectativa de crescimento futuro através da análise do seu histórico de atividade entre os anos de 2011 a 2021. A análise dos dados históricos permitiu observar a evolução do volume de negócios, as práticas de gestão e as obrigações assumidas pela empresa.

Foi considerado um período de 5 anos para a projeção dos fluxos, nomeadamente de 2022 a 2026, tendo sido estimadas todas as variáveis e definidos os pressupostos necessários à estimação dos fluxos de caixa, considerando as abordagens de capital próprio e do capital total. Foi usada como base de trabalho a folha de Excel Estudo de Viabilidade disponibilizada pela UA1g CRIA, tendo sido esta adaptada aos dados da empresa em estudo.

4.5.2 Pressupostos Fiscais

No que diz respeito aos pressupostos fiscais, foram considerados os seguintes:

- ❖ O Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC): foi aplicada uma taxa de 21%, de acordo com a legislação em vigor em 2020.

- ❖ A Derrama Municipal de Moura aplicada foi de 1,5% (taxa máxima), de acordo com o Ofício Circulado n.º 20218/2020 - 02/19 – DSIRC.
- ❖ Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA): foi considerado uma taxa de 23% (IVA a liquidar e dedutível), de acordo com as taxas legais em vigor.

4.6 Pressupostos de Exploração

Volume de Negócios

A previsão do volume de negócios foi realizada, numa primeira fase, através da aplicação de vários modelos para a projeção de tendências, nomeadamente usando a regressão linear, quadrática, exponencial, naïve e polinomial, através dos 11 anos de dados históricos das vendas, apresentados no quadro 4.8.

Quadro 4.8 - Vendas de 2011 a 2021

	Vendas
2011	1 627 395,17 €
2012	1 607 230,77 €
2013	1 541 415,47 €
2014	1 128 168,23 €
2015	642 406,04 €
2016	1 308 295,54 €
2017	3 746 416,55 €
2018	3 128 514,56 €
2019	932 080,86 €
2020	1 128 786,77 €
2021	876 176,93 €

Fonte: Elaborado pelo autor

O histórico de 11 anos demonstram grandes oscilações no valor das vendas ao longo dos anos, que por sua vez refletem uma grande variação também nas taxas de crescimento. A atividade da empresa tem estado condicionada devido a não estar a utilizar a sua capacidade total e devido a pandemia Covid-19, como já referido anteriormente, o que se reflete no decréscimo do volume de negócios a partir de 2019. Consequentemente, após

aplicações dos modelos de projeções foi possível verificar que o modelo polinomial apresentava um maior poder explicativo como demonstrado no quadro 4.9.

Quadro 4.9 - Resultados da aplicação dos modelos de projeção de tendências

Modelos	Linear	Quadrático	Exponencial	Naïve	Polinomial
MAD	485 061	699 998	593 491	735 265	452 836
R	1,23%	29,73%	12,72%	33,59%	80,79%
R ²	0,02%	8,84%	1,62%	11,28%	65,27%

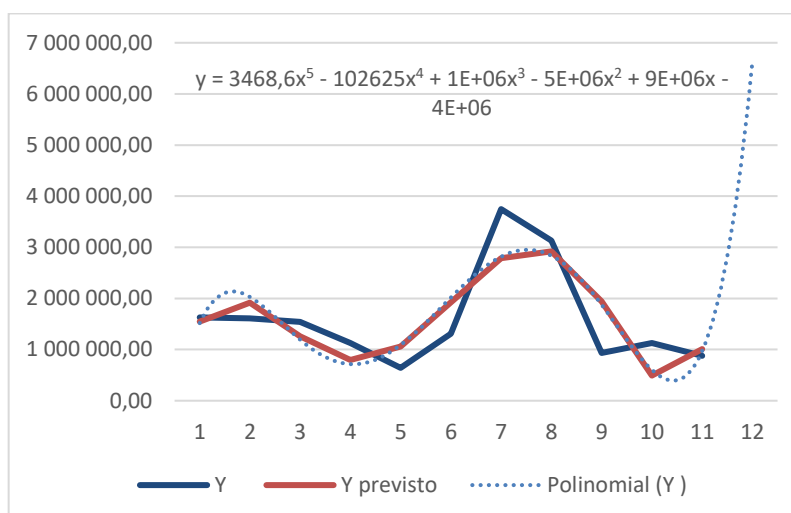
Fonte: Elaborado pelo autor

No entanto, este modelo acabou por não ser usado devido ao facto dos valores obtidos para o volume de negócios previsionais em 2022 serem demasiado desproporcionais como demonstra o gráfico 4.1.

Como alternativa, optou-se por aplicar uma taxa de crescimento de 10% ao valor das vendas reais (já conhecidas à data) do ano de 2021 que foi disponibilizado pela empresa, isto porque o objetivo da empresa passa por aumentar a faturação, sendo que a mesma pretendia crescer a uma taxa de 10% ao ano, de acordo com o plano e ações a implementar que fazem parte da sua estratégia para o período de 2020 a 2024.

No entanto, apesar da incerteza relativa à pandemia, espera-se um retorno à normalidade que será seguido por fortes taxas de crescimento, quer na empresa quer na economia, em consequência de uma forte recuperação na atividade económica face à regressão económica verificada durante a pandemia e o regresso à utilização da sua total capacidade já no ano de 2022, pelo que foram aplicadas as taxas de crescimento constantes na figura 4.10.

Gráfico 4.1 - Modelo Polinomial



Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 4.10 - Projeção do volume de negócios

(Euros)

VENDAS	2022	2023	2024	2025	2026
Produto A	963 795	1 376 299	1 824 972	2 047 619	2 193 000
Quantidades vendidas	1 396 804	1 955 526	2 542 183	2 796 402	2 936 222
Taxa de crescimento das unidades vendidas		40,00%	30,00%	10,00%	5,00%
Preço Unitário (líquido de IVA)	1	1	1	1	1
Taxa de IVA	23%	23%	23%	23%	23%
IVA das vendas	221 673	316 549	419 744	470 952	504 390

Fonte: Elaborado pelo autor

A empresa apresenta vários produtos, todos eles semelhantes apesar de estarem disponíveis em diferentes tamanhos (conteúdo) no que diz respeito a embalagens. O preço de venda unitário dos produtos difere pouco entre si tendo em conta as diferentes embalagens, pelo que foi calculado um preço médio de todos estes produtos no valor de 0,69€ (valor que no quadro 4.10 aparece arredondado para 1€, devido à impossibilidade de ajuste das casas decimais), e tido em consideração apenas um produto na folha de cálculo de avaliação da empresa.

Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas

A empresa espera que a sua margem bruta de contribuição seja no mínimo igual ou superior à média praticada entre os anos de 2016 a 2020, período em que foi realizada a análise económico-financeira, sendo essa média de 38,17%³. Existe sem dúvida uma grande influência por parte do CMVMC na margem bruta, pelo que deverá ser colocada em prática uma boa gestão para diminuir a sua influência. O facto de a empresa estar focada numa estratégia de aumento da sua faturação, conjuntamente com uma eventual subida nos preços de venda unitário, poderá afetar positivamente a margem bruta, reduzindo o peso do CMVMC.

Quadro 4.11 - Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas

(Euros)

CMVMC	% DAS VENDAS	IVA	2022	2023	2024	2025	2026
Produto A	62%	23%	595 914	850 966	1 128 380	1 266 043	1 355 932
Produto B			0	0	0	0	0
Produto C			0	0	0	0	0
Produto D			0	0	0	0	0
TOTAL CMVMC			595 914	850 966	1 128 380	1 266 043	1 355 932
IVA			137 060	195 722	259 527	291 190	311 864
TOTAL CMVMC + IVA			732 975	1 046 688	1 387 908	1 557 233	1 667 796

Fonte: Elaborado pelo autor

Fornecimento e serviços externos

Os Fornecimentos e Serviços Externos (FSE) são em grande parte gastos fixos. Relativamente aos gastos variáveis, estes são constituídos por combustíveis, transportes de mercadorias e deslocações e estadas. Em consequência das novas adaptações à pandemia Covid-19, espera-se que a rubrica de deslocações e estadias se mantenham semelhante, mesmo perante o aumento da atividade, tendo em conta que a maioria das reuniões com clientes agora é, na sua maioria, realizada em modo remoto; espera-se que

³ Informação obtida pelo autor através do cálculo da média da percentagem do CMVMC sobre as Vendas.

a rúbrica de combustíveis aumente como consequência da inflação e da atual crise nos combustíveis decorrente da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, da política atual da OPEC⁴ e de um aumento previsto do transporte de mercadorias pelo aumento da atividade. Apresentam-se os gastos estimados no quadro 4.12, tendo por base os gastos médios históricos no período de 2016 a 2021, à exceção da rúbrica de subcontratos onde se enquadravam contratações de trabalho temporário e as quais não se esperam que ocorram no período de análise.

Quadro 4.12 - Previsão dos Fornecimentos e Serviços Externos

(Euros)

	% GASTOS FIXOS	IVA	2022	2023	2024	2025	2026
Taxa de crescimento				5,00%	5,00%	3,00%	3,00%
Trabalhos especializados	100%	23%	40 971	43 019	45 170	46 525	47 921
Publicidade e propaganda	100%	23%	1 015	1 065	1 119	1 152	1 187
Vigilância e segurança	100%	23%	226	237	249	257	264
Honorários	100%	23%	896	941	988	1 018	1 049
Comissões	100%	23%	75	78	82	85	87
Conservação e reparação	100%	23%	36 397	38 216	40 127	41 331	42 571
Ferramentas Ut. desgaste rápido	100%	23%	8 457	8 880	9 324	9 604	9 892
Livros e documentação técnica	100%	23%	0	0	0	0	0
Material de escritório	100%	23%	2 771	2 910	3 055	3 147	3 241
Artigos para oferta	100%	23%	699	734	771	794	817
Eletricidade	100%	23%	18 118	19 024	19 975	20 574	21 191
Combustíveis	100%	23%	36 376	38 194	40 104	41 307	42 546
Água	100%	23%	0	0	0	0	0
Deslocações e Estadas	100%	23%	5 362	5 630	5 912	6 089	6 272
Transportes de pessoal	100%	23%	0	0	0	0	0
Transportes de mercadorias	100%	23%	2 714	2 850	2 993	3 082	3 175
Rendas e alugueres	100%	23%	1 133	1 190	1 249	1 287	1 325
Comunicação	100%	23%	5 151	5 409	5 679	5 850	6 025
Seguros	100%	23%	2 797	2 937	3 084	3 177	3 272
Royalties	100%	23%	0	0	0	0	0
Contencioso e notariado	100%	23%	373	392	411	424	436
Despesas de representação	100%	23%	176	184	194	199	205
Limpeza, higiene e conforto	100%	23%	14 125	14 832	15 573	16 040	16 522
Outros serviços	100%	23%	3 653	3 835	4 027	4 148	4 272
TOTAL FSE			181 485	190 559	200 087	206 089	212 272

Fonte: Elaborado pelo autor

⁴ Organization of the Petroleum Exporting Countries (2022) OPEC Monthly Oil Market Report. Disponível em www.opec.org/opec_web/en/publications/338.htm (acedido em 16 de fevereiro de 2022).

Gastos com o pessoal

A empresa prevê manter o quadro de pessoal atual, não se antevendo necessidade de realizar novas contratações no futuro.

Relativamente aos encargos sociais foram considerados os seguintes: a taxa de retenção para a segurança social relativa aos trabalhadores e órgãos sociais é de 23,75% por parte da empresa e 11% por parte dos trabalhadores; uma taxa média de 7% relativamente ao IRS; para seguros de acidentes, medicina no trabalho e formação foi assumida uma taxa constante de 1% para os anos em estudo. O quadro 4.13 apresenta o orçamento de gastos com o pessoal.

Quadro 4.13 - Previsão dos Gastos com o Pessoal

(Euros)

	2022	2023	2024	2025	2026
Remunerações					
Administração / Direção	23 800	24 276	24 762	25 257	25 762
Expedição	22 400	22 848	23 305	23 771	24 246
Produção / Operacional	95 200	97 104	99 046	101 027	103 048
Qualidade	13 300	13 566	13 837	14 114	14 396
Higienização	19 740	20 135	20 537	20 948	21 367
Aprovisionamento	10 500	10 710	10 924	11 143	11 366
Pesagem	9 870	10 067	10 269	10 474	10 684
TOTAL DE REMUNERAÇÕES	194 810	198 706	202 680	206 734	210 869
Outros Gastos					
Segurança Social					
Órgãos Sociais	5 653	5 766	5 881	5 998	6 118
Pessoal	40 615	41 427	42 256	43 101	43 963
Seguros Acidentes de Trabalho	1 948	1 987	2 027	2 067	2 109
Subsídio Alimentação	892	910	928	947	966
Formação	0	0	0	0	0
Outros Gastos com Pessoal	0	0	0	0	0
TOTAL DE OUTROS GASTOS	49 107	50 090	51 091	52 113	53 155
TOTAL GASTOS COM PESSOAL	243 917	248 796	253 772	258 847	264 024

RETENÇÃO DE IMPOSTOS

(Euros)

	2022	2023	2024	2025	2026
Segurança Social	21 429	21 858	22 295	22 741	23 196
IRS	13 637	13 909	14 188	14 471	14 761

Fonte: Elaborado pelo autor

4.6.1 Pressupostos de Fundo de Maneio

A gestão do *cash-conversion-cycle* é uma das melhores formas de financiamento com efeito determinante na liquidez operacional e naquilo que é a capacidade da empresa em fazer face aos seus compromissos de curto prazo. Por esse mesmo motivo, o fundo de maneio necessário é parte integrante no cálculo do *cash-flow*.

A empresa espera conseguir alcançar os prazos objetivos definidos no quadro 4.14.

Quadro 4.14 - Prazo de recebimento, pagamentos e stockagem

Prazo médio de Recebimento (dias)	60
Prazo médio de Pagamento (dias)	60
Prazo médio de Stockagem (dias)	90

Fonte: Elaborado pelo autor

Estado e outros entes públicos

Para o cálculo desta rúbrica teve-se por base os pressupostos assumidos para o IVA, isto é, foi feito o apuramento com base no valor de IVA a liquidar à taxa de 23% sobre as vendas e um IVA dedutível à taxa de 23% relativamente a gastos operacionais e de investimento, e os pressupostos já mencionados para as contribuições para a Segurança Social, retenções na fonte de IRS e IRC.

Investimento em fundo de maneio

De acordo com os pressupostos acima definidos, é possível verificar um aumento das necessidades de fundo de maneio o que se reflete num maior investimento total por parte da empresa. É de realçar que está a ser feita a avaliação de uma empresa já existente e não um projeto a iniciar para o qual esta folha de avaliação foi concebida e, por esse motivo, o valor do fundo de maneio necessário no ano pré-exploração não considera valores para os recursos cíclicos nem para a rúbrica de clientes. Consequentemente, o valor do fundo de maneio necessário pré-exploração foi ajustado através da rúbrica de

Reserva de Segurança de Tesouraria de modo a obter um valor semelhante ao fundo de manei necessário histórico.

Quadro 4.15 - Investimento em Fundo Maneio

(Euros)

Rubricas	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026
NECESSIDADES CÍCLICAS						
Reserva de Segurança de Tesouraria	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000
Inventários	148 979	212 741	282 095	316 511	338 983	338 983
Cientes		197 578	282 141	374 119	419 762	449 565
EOEP	9 848					
TOTAL DAS NECESSIDADES	183 827	435 319	589 236	715 630	783 745	813 548
RECURSOS CÍCLICOS						
Fornecedores		172 438	227 730	279 391	306 394	321 482
EOEP	0	10 534	16 290	22 558	25 657	27 619
TOTAL DOS RECURSOS	0	182 972	244 020	301 949	332 051	349 101
FUNDO DE MANEIO NECESSÁRIO	183 827	252 347	345 217	413 681	451 694	464 447
INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO	183 827	68 521	92 870	68 464	38 014	12 753

Fonte: Elaborado pelo autor

4.6.2 Pressupostos de Investimento

A empresa investiu em 2021 em diversos Ativos Fixos Tangíveis diretamente relacionados com a atividade da empresa, à exceção de mobiliário para o refeitório incluído nas instalações, e na aquisição de um Ativo Intangível referente a uma certificação de segurança alimentar. No quadro 4.16 encontram-se representados os valores investidos em Ativos não Correntes em 2021 no valor de 107.925€.

Quadro 4.16 - Investimento em Ativos

Descrição	Taxa de IVA (quando dedutível)	Quantidade	Valor de Aquisição	Valor de Investimento	Ano de Aquisição	Taxa de Depreciação
Ativos Fixos Tangíveis				105 472		
Terrenos e recursos naturais				0		
Ed. e outras construções				58 288		
Renovação instalações	23%	1	58 288	58 288	Pré-Exploração	5,00%
				0	Pré-Exploração	
Equipamento básico				28 370		
Equipamento A	23%	1	1 976	1 976	Pré-Exploração	10,00%

Descrição	Taxa de IVA (quando dedutível)	Quantidade	Valor de Aquisição	Valor de Investimento	Ano de Aquisição	Taxa de Depreciação
Equipamento B	23%	1	21 600	21 600	Pré-Exploração	10,00%
Equipamento C	23%	1	2 840	2 840	Pré-Exploração	10,00%
Equipamento D	23%	1	1 954	1 954	Pré-Exploração	10,00%
Equipamento de transporte				0		
Equipamento administrativo				314		
Aquisição de Mobiliário	23%	1	314	314	Pré-Exploração	12,50%
Equipamentos biológicos				0		
Outros				18 500		
Portas Automáticas	23%	1	18 500	18 500	Pré-Exploração	10,00%
Ativos Intangíveis				2 453		
<i>Goodwill (externo)</i>				0		
Proj. desenvolvimento				0		
Programas de computador				0		
Propriedade Industrial				0		
Outros				2 453		
Certificação FSSC 22000	23%	1	2 453	2 453	Pré-Exploração	33,33%
TOTAL				107 925		

Fonte: Elaborado pelo autor

4.6.3 Pressupostos de Financiamento

A empresa aplica a política de não distribuição de dividendos, sendo que todos os lucros que foram obtidos com o decorrer dos anos foram direcionados para o autofinanciamento da empresa. A empresa não pretende alterar esta política nos próximos anos.

Plano Financeiro

A empresa tem sido financiada essencialmente através dos resultados gerados pelo negócio, dando primazia a uma política de retenção de resultados, por financiamentos bancários e pelos seus sócios. Não existe qualquer intenção de contrair mais financiamentos bancários de médio e longo prazo, e os que existem atualmente serão liquidados até 2026.

Para o cálculo da taxa de juro previsional cobrada nos empréstimos bancários, foi considerado o valor do *spread* 1,2% contratado atualmente entre a empresa e os seus

principais bancos, adicionado da taxa de Euribor a 12 meses de -0,499%⁵ em vigor em janeiro de 2022.

Quadro 4.17 - Previsão do Plano Financeiro

	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026
ORIGENS DE FUNDOS						
Meios Libertos Brutos	0	-57 522	85 979	242 733	316 640	360 772
Capital Social (entrada de fundos)	35 000	0	0	0	0	0
Incentivos não reembolsáveis	14 000	0	0	0	0	0
Incentivos Reembolsáveis	0	0	0	0	0	0
Empréstimo de Sócios	0	0	0	0	0	0
Leasing	0	0	0	0	0	0
Financiamento Bancário	250 000	0	0	0	0	0
Proveitos Financeiros	36	0	0	0	449	1 635
Total das Origens	299 036	-57 522	85 979	242 733	317 089	362 407
APLICAÇÕES DE FUNDOS						
Inv. Capital Fixo	107 925	0	0	0	0	0
Inv Fundo de Maneio	183 827	68 521	92 870	68 464	38 014	12 753
Imposto sobre os Lucros		0	0	0	51 187	69 643
Pagamento de Dividendos		0	0	0	0	0
Reembolso de Emp. de Sócios						
Reembolso de Incentivos	0	0	0	0	0	0
Reembolso dos Leasings	0	0	0	0	0	0
Reembolso dos Financiam. Bancários	-1 065	23 239	41 386	41 689	41 994	42 301
Encargos Financeiros	1 065	12 614	16 909	7 876	915	608
Total das Aplicações	291 752	104 373	151 164	118 029	132 109	125 305
Saldo de Tesouraria Anual	7 285	-161 895	-65 185	124 704	184 980	237 102
Saldo de Tesouraria Acumulado	7 285	-154 610	-219 796	-95 091	89 889	326 991

Fonte: Elaborado pelo autor

4.7 Resultado da Avaliação

Este subcapítulo expressa o objetivo principal deste estudo que é o apuramento do valor da empresa Fábrica de Alimentos Guadiana, Lda. através da aplicação dos métodos do *Free Cash Flow to Firm* e *to Equity*.

⁵ Disponível em: <https://www.euribor-rates.eu/pt/taxas-euribor-actuais/4/euribor-taxa-12-meses/> (acedido em 20 de fevereiro de 2022).

Após a definição dos pressupostos de avaliação conforme descritos anteriormente, foram elaborados um conjunto de mapas que permitiram chegar às demonstrações financeiras previsionais para o período de 2022 a 2026. A elaboração destes mapas permitiram realizar a previsão dos *free cash flows* gerados pela empresa, sendo posteriormente estimado o custo do capital (WACC) e o valor residual da empresa, através de uma abordagem de perpetuidade.

No quadro 4.18 é possível verificar que a empresa espera gerar fluxos de caixa operacionais positivos apenas a partir de 2024. Face à significativa perda de rendimentos e resultados dos últimos anos, será necessário algum tempo para que a empresa consiga recuperar a sua atividade a níveis similares aos momentos pré pandemia. A reposição dos níveis normais de necessidades de fundo de maneo também irão exigir maior esforço de investimento nos próximos anos. Note-se, contudo, que já se esperam meios libertos positivos em 2023.

Quadro 4.18 - Mapa de Cash Flows Operacionais

	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026
Meios Libertos do Projeto						
Resultados Operacionais (EBIT) x (1-IRC)	0	-50 284	60 929	182 414	240 242	274 445
Depreciações e amortizações	0	8 458	8 458	8 458	7 641	7 641
Provisões do exercício	0	0	0	0	0	0
Incentivos não Reembolsáveis	0	-1 097	-1 097	-1 097	-991	-991
	0	-42 923	68 290	189 775	246 892	281 094
Investim./Desinvest. em Fundo Maneio						
Fundo de Maneio	-183 827	-68 521	-92 870	-68 464	-38 014	-12 753
Investim./Desinvest. em Capital Fixo						
Capital Fixo	-107 925	0	0	0	0	0
Free cash-flow	-291 752	-111 444	-24 580	121 311	208 878	268 341
Cash-flow Acumulado	-291 752	-403 195	-427 775	-306 464	-97 586	170 755

Fonte: Elaborado pelo autor

Para obtenção do valor residual da empresa, foi aplicado o modelo de Gordon onde foi assumido que a partir de 2027 a empresa entraria numa fase de maturidade. Como no longo prazo não se espera que uma empresa possa vir a crescer a uma taxa superior à taxa de crescimento da economia, foi assumido que a taxa de crescimento a partir do ano 2027 será similar à taxa de crescimento esperada para a economia portuguesa. De acordo com uma publicação da OECD (2012), espera-se que o crescimento da economia portuguesa

para o período de 2011 a 2060 seja de 1,4%. Este valor tem sido alvo de muitas revisões nos últimos tempos, face à incerteza promovida pela tensão económica mundial, gerada pela situação de guerra entre a Rússia e a Ucrânia. O forte impacto inicial sentido nas bolsas e mercados, nos finais de fevereiro, acabou por ser atenuado com alguma expectativa de resolução do conflito, estando, neste momento, numa situação de impasse, pelo que se considerou de manter as previsões deste estudo.

Para o cálculo do custo do capital próprio foi aplicado o modelo do CAPM, para posterior utilização como taxa de atualização no método do Capital Próprio e para utilização no cálculo do custo do capital (WACC) no método dos Capitais Totais. De acordo com as informações apresentadas na base de dados da página eletrónica do Damodaran, o beta do setor⁶ (*Food Processing*) na Europa, no início de janeiro de 2022 é de 0,71. A taxa de juro sem risco das Obrigações do Tesouro⁷ a 10 anos foi de 0,58% em janeiro de 2022, e o prémio de risco do mercado português⁸ foi de 6,12%. Através do modelo do CAPM, o valor obtido para o custo do capital do próprio foi de 7,05%.

O valor do custo médio ponderado do capital, ao longo do período de análise, foi obtido através da aplicação da fórmula (1), presente no capítulo 2.

Valor da empresa – Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

O valor estimado através da abordagem dos capitais totais é de 4.045.077€. A empresa acaba por ser prejudicada pela fase de recuperação em que se encontra, pelo que grande parte do valor obtido se deve à perpetuidade a partir de 2027, no entanto, beneficia do efeito de alavanca financeira até 2026, o que confere também um benefício fiscal.

⁶ Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (acedido em 26 de fevereiro de 2022).

⁷ Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099464> (acedido em 26 de fevereiro de 2022).

⁸ Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xlsx> (acedido em 26 de fevereiro de 2022).

Quadro 4.19 - Valor da Empresa: Abordagem FCFE

(Euros)

	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Free Cash Flow to Firm	-291 752	-111 444	-24 580	121 311	208 878	268 341	5 286 537
WACC (Weighted Average Cost of Capital)	1%	3%	4%	4%	6%	7%	7%
Fator de Atualização	1	1,03	1,06	1,11	1,17	1,25	1,33
Cash Flows Atualizados	-291 752	-108 470	-23 097	109 327	177 920	214 525	3 966 624
Cash Flows Atualizados Acumulados	-291 752	-400 222	-423 319	-313 992	-136 072	78 454	4 045 077

Valor Atual Líquido (VAL)	4 045 077
Taxa Interna de Rendibilidade (TIR)	62%
Pay Back Period	4 Anos e 4 Meses

Fonte: Elaborado pelo autor

Valor da empresa – Free Cash Flow to Equity (FCFE)

O valor estimado através da abordagem dos capitais próprios é de 2.867.090€. Importante realçar novamente que o efeito perpetuidade explica em grande parte o valor da empresa, não obstante, a empresa consegue gerar potenciais resultados bastante satisfatórios para remunerar o proprietário.

Quadro 4.20 - Valor da Empresa: Abordagem FCFE

(Euros)

	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Free Cash Flow to Equity	-39 621	-122 069	-49 057	87 499	167 800	226 648	4 068 062
Taxa de Atualização	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%
Fator de Atualização	1	1,07	1,15	1,23	1,31	1,41	1,5
Cash Flows Atualizados	-39 621	-114 031	-42 809	71 326	127 777	161 225	2 703 223
Cash Flows Atualizados Acumulados	-39 621	-153 652	-196 461	-125 135	2 642	163 867	2 867 090

Valor Atual Líquido (VAL)	2 867 090
Taxa Interna de Rendibilidade (TIR)	91%
Pay Back Period	3 Anos e 0 Meses

Fonte: Elaborado pelo autor

4.8 Análise de Sensibilidade

A avaliação de empresas assenta da definição de pressupostos, no entanto, estes pressupostos podem não se verificar no futuro (geralmente não se verificam de forma precisa) e, conseqüentemente, alteram o valor estimado para uma empresa.

Face à atual conjuntura económica e financeira que se vive, não só em Portugal e na Europa, mas também no mundo inteiro, nunca antes surgiu tanta incerteza derivada de momentos sem precedentes na história que estamos a viver atualmente e que, por isso, dificultam ainda mais as já normalmente difíceis previsões futuras. A análise de sensibilidade permite estimar o impacto no valor da empresa das variações que possam ocorrer no futuro, através da alteração de uma ou mais variáveis fundamentais, permanecendo tudo o resto constante (Neves, 2002).

Neste contexto apresentam-se simulações mais otimistas e mais pessimistas, com variações de variáveis consideradas fundamentais nesta empresa, nomeadamente: o volume de negócios, os gastos com CMVMC e as condições de exploração, nomeadamente as políticas de crédito refletidas nos PMR e PMP.

Variação no Volume de Negócios

Para a simulação da variação esperada no volume de negócios acredita-se que será sempre uma situação mais otimista. É esperada uma recuperação gradual dos níveis de atividade pré pandemia, podendo ocorrer a um ritmo mais lento ou mais acelerado, mas ainda assim de aumento dos rendimentos.

Se a empresa registar um aumento de 10% no seu volume de negócios em 2022, tal irá originar um aumento de 23% do VAL pelo modelo do FCFF e 32% pelo modelo FCFE. Neste cenário, a empresa apresentaria um valor de 4.956.157€ pelo FCFF e de 3.770.369€ pelo FCFE.

Por outro lado, no caso de um aumento de 5% no seu volume de negócios em 2022 o valor da empresa seria de 4.508.431€ pelo FCFF e de 3.318.659€ pelo FCFE. O quadro 4.21 apresenta estes cenários.

Quadro 4.21 - Valor da empresa com variação nos preços unitários

Variação dos Preços Unitários	Valor da empresa FCFF	Valor da empresa FCFE
Aumento de 10%		
Valor Residual: Perpetuidade	4 956 157,00 €	3 770 369,00 €
Aumento de 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	4 508 431,00 €	3 318 659,00 €

Fonte: Elaborado pelo autor

Variação nos Gastos

No caso do CMVMC há maior incerteza quanto à evolução dos mesmos. A estratégia da empresa passa por reduzir o peso dos mesmos na margem bruta, mas a atual situação económica mundial não garante as melhores condições para conseguir tal efeito. Desta forma, as simulações incluem um cenário mais otimista (redução do CMVMC) e outro mais pessimista (aumento do CMVMC).

No caso de o CMVMC aumentar 5%, o valor da empresa irá diminuir 20% pelo modelo FCFF e diminuir significativamente 41% pelo modelo FCFE face ao cenário base. Por outro lado, uma diminuição de 5% no CMVMC irá criar um impacto positivo mais significativo no valor da empresa, com um aumento de 32% através do modelo FCFF e de 44% no FCFE. Apresenta-se os valores obtidos no quadro 4.22.

Estes resultados refletem o peso muito significativo desta variável nas contas e na atividade operacional da empresa.

Quadro 4.22 - Valor da empresa com variação dos CMVMC

Variação CMVMC	Valor da empresa FCFF	Valor da empresa FCFE
Aumento de 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	3 231 749,00 €	1 704 738,00 €
Diminuição 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	5 353 894,00 €	4 121 972,00 €

Fonte: Elaborado pelo autor

Variaco no Fundo Maneio

As grandes discrepncias entre os rcios da empresa e a mdia do setor, levou a ponderar-se a redefinio das polticas comerciais, em termos de crdito obtido/concedido dos fornecedores e aos clientes, respetivamente. Sendo tambm variveis que condicionam significativamente as necessidades em fundo de maneio, que constituem investimentos significativos nos prximos anos, apresentam-se simulaes com alteraes nos PMR e PMP.

Se a empresa diminuir o seu prazo de recebimento em 30 dias e aumentar em 30 dias o prazo de pagamentos aos seus fornecedores, o valor da empresa ir aumentar em ambos os modelos. Contrariamente  situao acima, se a empresa aumentar o seu prazo de recebimento em 30 dias e diminuir o prazo de pagamentos aos seus fornecedores em 30 dias, o valor da empresa ir diminuir nos dois modelos. No entanto, a diminuio provocada no  to significativa como o aumento do valor gerado na primeira situao, conforme podemos verificar no quadro 4.23.

Quadro 4.23 - Valor da empresa com variao nos PMR e PMP

Variaco PMR e PMP	Valor da empresa FCFF	Valor da empresa FCFE
PMR=30 e PMP= 90		
Valor Residual: Perpetuidade	4 945 046,00 €	3 441 851,00 €
PMR=90 e PMP=30		
Valor Residual: Perpetuidade	3 776 671,00 €	2 463 368,00 €

Fonte: Elaborado pelo autor

5 CONCLUSÃO

5.1 Principais Conclusões

Para grandes investidores e proprietários de empresas, a avaliação de empresas revela-se uma área de especial relevância uma vez que permite apurar o valor e a capacidade de as mesmas gerarem riqueza num futuro próximo.

Primeiramente é necessário definir o objetivo do processo de avaliação, para posteriormente definir os parâmetros e escolher os modelos de avaliação que sejam os mais adequados ao objetivo definido. Neste estudo de caso em particular, foi tido em consideração o modelo com base no rendimento por se adequar mais à fase em que a empresa se encontra, isto é, numa fase de crescimento dos seus negócios e expansão da sua atividade a novos segmentos de mercado e porque se pretende obter um valor que reflita a capacidade da empresa em gerar rendimento futuro.

Atualmente as empresas necessitam de estar em constante mudança para se reinventarem e adaptarem as novas exigências do mercado. A empresa encontra-se em fase de recuperação devido à crise pandémica, e num momento de expansão de atividade e de capacidade produtiva, derivado dos novos investimentos efetuados recentemente. A recuperação espera-se rápida e forte, sendo que a empresa está focada no lançamento de novos produtos que se direcionam num diferente segmento de mercado face aos atuais já trabalhados, o que permitirá expandir o seu volume de negócios ao adaptar-se as necessidades dos seus clientes. Espera-se um incremento no rendimento, onde o novo investimento permitirá tornar a produção mais eficiente, mantendo ao mesmo tempo uma boa relação qualidade/preço.

A revisão de literatura permitiu validar a existência de diferentes métodos de avaliação, que originam um problema devido à sua vasta diversidade e noções de valor, e que obriga o analista a realizar uma seleção cuidada do modelo a aplicar com base nas características da empresa.

Aplicar estes modelos a PME torna-se geralmente uma tarefa difícil, uma vez que os mesmos são de mais fácil utilização em empresas com capital aberto, ou seja, que estão cotadas em bolsa. Isto deve-se ao facto de nas empresas de capital aberto a disponibilidade

de informação é grande e pública, o que não é o caso das empresas não cotadas em bolsa. A nível teórico os modelos são semelhantes para grandes, médias e pequenas empresas, mas a falta de informação financeira específica limita o uso destas metodologias.

O valor estimado para a empresa tendo por base o método do *Free Cash Flow to the Firm* foi de 4.045.077€, considerando uma abordagem de perpetuidade dos *cash flows* no cálculo do valor residual. O valor residual é de 3.966.624€, o que representa uma grande parte do valor da empresa. O valor estimado através do método do *Free Cash Flow to Equity* foi de 2.867.090€, considerando a perpetuidade dos *cash flows* no valor residual, que representa um valor de 2.703.223€.

Estes valores acima obtidos podem servir como intervalo de negociação numa eventual venda futura, assim como valores de referência para a entrada de novo capital na empresa. Não obstante, os valores estimados estão sujeitos a alguma subjetividade no que diz respeito aos pressupostos definidos no processo de avaliação, nomeadamente a estimativas como as taxas de juro e de impostos, volume de negócios, investimentos, estrutura dos gastos, funcionamento operacional da empresa, estratégia da empresa, entre outras.

Em suma, a maior parte do valor da empresa é constituída pelo valor residual. Em termos de comparação, para apurar o peso desta variável e verificar as diferenças entre as abordagens, foi apurado o valor da empresa tendo em consideração o valor de liquidação. Foi possível verificar uma divergência bastante significativa. Como a liquidação da empresa não é um objetivo dos sócios, sendo esta também uma empresa familiar ao longo de gerações, a abordagem que apurar o valor residual através da perpetuidade dos fluxos considera-se a mais adequada.

5.2 Limitações do estudo

Com o decorrer deste trabalho foram várias as limitações encontradas, contudo foi possível realizar uma avaliação com um nível credível e fiável. O primeiro desafio foi claramente a obtenção de informação necessária e válida à realização do estudo. Tratando-se este estudo de uma PME, as suas informações disponíveis resumem-se às demonstrações históricas. Embora o *site* do Banco de Portugal tenha disponíveis alguns

dados sobre o setor, as informações relativas ao setor e à concorrência revelaram-se insuficientes, o que dificultou a estimativa de algumas variáveis fundamentais, nomeadamente a taxa de crescimento esperada para os fluxos e o valor residual.

Com o intuito de obter a taxa de crescimento esperada, foram utilizados os valores históricos do volume de negócios. Os diversos modelos econométricos e de projeção de tendências testados apresentaram-se pouco satisfatórios à exceção do modelo polinomial, porém, este modelo apresentava um valor muito irregular para o primeiro ano de previsão, o que acabou por justificar também a sua não utilização. Face à fase que a empresa estava a passar, relativamente à pandemia e retorno à sua máxima capacidade produtiva, foram aplicadas taxas de crescimento que melhor se adequam à recuperação da empresa, tendo em conta o grande contexto de incerteza.

Para o cálculo do valor residual foi considerado a abordagem de perpetuidade dos fluxos de caixa. Contudo, a expectativa de que a empresa funcione eternamente não é uma realidade, o que revela que o uso desta premissa não seja totalmente correto. A própria empresa está a realizar novos ciclos de investimento, o que não impede que o volte a fazer num futuro próximo.

A própria folha de avaliação utilizada no estudo apresentou algumas limitações pelo facto de estar bloqueada a alterações e não ser flexível, o que deixa pouca margem para adaptações a diferentes situações. Esta mesma folha foi desenvolvida com o intuito de avaliar projetos e não para realizar uma avaliação a uma empresa já existente, e por isso algumas rúbricas tiveram de ser ajustadas através de outras.

5.3 Sugestões para trabalhos futuros

O contributo para o valor referente à existência da marca DONA SARAH! não foi avaliado neste estudo de avaliação da empresa, pelo que seria interessante conseguir apurar o valor real desta marca, valor este que não é captado através do método dos fluxos de caixa atualizados, através de uma abordagem tradicional de avaliação de empresas. Seria necessário a aplicação de modelos específicos para o apuramento do valor da marca e o respetivo peso no valor total da empresa.

Bibliografia

- Costa, R. (2002). Medidas eficazes de aumento de valor nas organizações. Disponível em www.uni.pt/ (acedido em 6 de outubro de 2020).
- Costa, R. (2008). Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. Disponível em: www.uniweb.pt/uniweb/uniweb-site.nsf/WP-avaliacao.pdf (acedido em 9 outubro de 2020).
- Damodaran, Aswath (1994). *Damodaran on Valuation*, John Wiley and Sons, New York.
- Damodaran, Aswath (2000). *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business.
- Damodaran, Aswath (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*, 2nd Edition, New York, John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath (2007). *Damodaran Valuation Set*, New York, John Wiley & Sons.
- D'Orey, Frederico (2014). *Avaliação de Empresas - Estudo de Caso*, Universidade Católica Portuguesa.
- Fernández, P. (2002). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories*, IESE Business School Working Paper. N.º 451, University of Navarra.
- Fernández, P. (2005). *Financial Literature About Discounted Cash Flow Valuation*. IESE Business School Working Paper N.º 606, University of Navarra.
- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuation*, IESE Business School Working Paper N.º 449, University of Navarra.
- Fernández, P. & Bermejo, V. J. (2009). *$\beta = 1$ Does a better job than calculated betas*, IESE Business School Working Paper N.º 825, University of Navarra.
- Fernández, P. (2013). *Company valuation methods*, IESE Business School November, 23.
- Instituto Nacional de Estatística (2019). Estatísticas da Produção Industrial, Edição 2020. Publicação anual do INE. Centro de documentação do INE. Disponível em: www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_main (acedido em 8 de agosto de 2021).
- Kaplan, S. and R. Ruback (1995). "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, Vol 50, N.º 4, September.
- Martins, Ana (2013). *Avaliação de Empresas, Manual de Formação, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas*, Lisboa, setembro 2013.

- Monteiro, Marta Sofia Santos (2012). *Avaliação de Empresas – Aplicação do Método dos Fluxo de Caixa a uma PME*, Estudo de Caso, Universidade Portucalense.
- Neves, João Carvalho das (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*, McGraw Hill.
- OECD (2012). *Looking to 2060: Long-term global growth prospects*, Economic Policy Papers, n.º3, OECD publishing.
- IFRS (2012) IFRS 13 *Fair Value Measurement*, IFRS Foundation. Disponível em: <https://ifrs.org/-/media/feature/supporting-implementation/ifrs-13/education-ifrs-13-eng.pdf> (acedido em 14 de julho de 2020).
- Yin, Robert K. (2001). *Estudo Caso: Planejamento e Métodos*, 2.^a Edição. Porto Alegre, Bookman.
- Holt, W., Young, M., Sullivan, P., & Nokhasteh, A. (1999). *All roads lead to Rome: an integrated approach to valuation models*”, Goldman Sachs Investment Research.

ANEXOS

Anexo 1: Demonstração de Resultados e Balanço histórico

Figura 1 – Demonstração de Resultados Histórica

Rendimentos e Gastos	2016	2017	2018	2019	2020
Vendas Serviços Emprestados	1 308 295,54	3 746 416,55	3 128 514,56	932 080,86	1 128 786,77
Subsídios Exploração					
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos					
Variação nos inventários da produção	66 909,22				
Trabalhos para a própria entidade					
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	773 387,70	2 804 087,95	2 089 674,12	462 907,99	662 728,15
Fornecimentos e serviços externos	246 668,36	512 652,60	509 527,07	132 762,87	134 187,74
Gastos com o pessoal	243 801,07	237 290,23	251 210,79	290 404,02	284 349,73
Imparidade de inventários (perdas/reversões)					
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)					
Provisões (aumentos/reduções)					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)					
Outras imparidades (perdas/reversões) / Imparidades (perdas/reversões) (utilização exclusiva pelas pequenas entidades e microentidades)					
Aumentos/reduções de justo valor					
Outros rendimentos e ganhos	125,88	15 477,18	38 219,80	21 089,99	28 880,24
Outros gastos e perdas	4 616,97	18 398,48	54 683,16	4 644,03	5 217,31
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	106 856,54	189 464,47	261 639,22	62 451,94	71 184,08
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	96 114,29	121 675,69	126 158,76	57 391,35	64 705,33
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)					
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	10 742,25	67 788,78	135 480,46	5 060,59	6 478,75
Juros e rendimentos similares obtidos	645,42				
Juros e gastos similares suportados	3 009,20	3 244,16	2 430,00	1 023,78	2 681,59
Resultado antes de impostos	8 378,47	64 544,62	133 050,46	4 036,81	3 797,16
Imposto sobre o rendimento do período	1 104,78	10 986,43	39 684,49	1 148,30	1 135,56
Resultado líquido do período	7 273,69	53 558,19	93 365,97	2 888,51	2 661,60

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 2 – Balanço Histórico

	2016	2017	2018	2019
ATIVO				
Ativo não corrente	416 931,66	443 873,79	464 815,34	709 662,39
Ativos fixos tangíveis	416 931,66	443 671,18	427 149,90	654 165,68
Propriedades de investimento				
Goodwill				
Ativos intangíveis			36 838,67	53956,5
Ativos biológicos				
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial				
Participações financeiras - outros métodos				
Acionistas/sócios				
Outros ativos financeiros		202,61	826,77	1540,21
Ativos por impostos diferidos				
Investimentos financeiros				
Ativo corrente	1 373 255,16	1 212 172,33	803 500,71	590 108,29
Inventários	490 326,66	324 852,46	126 661,79	207 393,48
Ativos biológicos				
Clientes	651 387,34	539 186,79	322 690,44	216 668,13
Adiantamentos a fornecedores				
Estado e outros entes públicos	34 660,30	117 716,07	44 037,24	43 758,55
Acionistas/sócios				
Outras contas a receber	2 538,62	30 975,97	32 975,97	32 975,97
Diferimentos				
Ativos financeiros detidos para negociação		158 965,44	161 473,11	3 513,90
Outros ativos financeiros				
Ativos não correntes detidos para venda				
Outros ativos correntes				
Caixa e depósitos bancários	194 342,24	40 475,60	115662,16	85 798,26
TOTAL DO ATIVO	1 790 186,82	1 656 046,12	1 268 316,05	1 299 770,68
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO				
CAPITAL PRÓPRIO				
Capital realizado	340 000,00	340 000,00	340 000,00	340 000,00
Ações (quotas) próprias				
Outros instrumentos de capital próprio	192 600,00	192 600,00	192 600,00	192 600,00
Prêmios de emissão				
Reservas legais	7 770,07	7 770,07	7 770,07	12 438,37
Outras reservas	30 644,15	30 644,15	30 644,15	30 644,15
Resultados transitados	118 486,20	125 759,89	179 318,08	268 015,75
Ajustamentos em ativos financeiros				
Excedentes de revalorização	3 860,47	3 860,47	3 860,47	3 860,47
Outras variações no capital próprio			64 400,40	51 248,06
Resultado líquido do período	7 273,69	53 558,19	93 365,97	2 888,51
Dividendos antecipados				
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	700 634,58	754 192,77	911 959,14	901 695,31
PASSIVO				
Passivo não corrente				144 698,25
Provisões				
Financiamentos obtidos				144 698,25
Responsabilidades por benefícios pós-emprego				
Passivos por impostos diferidos				
Outras contas a pagar				
Passivo corrente	1 089 552,24	901 853,35	356 356,91	253 377,12
Fornecedores	832 181,98	736 739,84	209 917,66	179 324,14
Adiantamentos de clientes				
Estado e outros entes públicos	14 646,83	18 790,49	28 961,78	18 089,93
Acionistas/sócios	117 000,00			
Financiamentos obtidos	18 000,00	106 250,26	77 947,67	
Outras contas a pagar	98 642,97	30 992,30	39 529,80	55 963,05
Diferimentos	9 080,46	9 080,46		
Passivos financeiros detidos para negociação				
Outros passivos financeiros				
Passivos não correntes detidos para venda				
Outros passivos correntes				
TOTAL DO PASSIVO	1 089 552,24	901 853,35	356 356,91	398 075,37
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO	1 790 186,82	1 656 046,12	1 268 316,05	1 299 770,68

Fonte: Elaborado pelo autor

Anexo 2: Mapas Previsionais não constantes no texto

Figura 1 – Investimento e Depreciações

(Euros)

Rubricas	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026
Ativos Fixos Tangíveis						
Terrenos e recursos naturais		0	0	0	0	0
Edifícios e outras construções		2 914	2 914	2 914	2 914	2 914
Equipamento básico		2 837	2 837	2 837	2 837	2 837
Equipamento de transporte		0	0	0	0	0
Equipamento administrativo		39	39	39	39	39
Equipamentos biológicos		0	0	0	0	0
Outros		1 850	1 850	1 850	1 850	1 850
Total Ativos Fixos Tangíveis	0	7 641	7 641	7 641	7 641	7 641
Ativos Intangíveis						
Goodwill (externo)		0	0	0	0	0
Projetos de desenvolvimento		0	0	0	0	0
Programas de computador		0	0	0	0	0
Propriedade Industrial		0	0	0	0	0
Outros		818	818	818	0	0
Total Ativos Intangíveis	0	818	818	818	0	0
Total de Depreciações e Amortizações	0	8 458	8 458	8 458	7 641	7 641

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 2 – Demonstração de Resultados Previsionais

(Euros)

Rubricas	Pré- Exploração	2022	2023	2024	2025	2026
Vendas e serviços prestados		963 794,76	1 376 298,92	1 824 972,36	2 047 618,99	2 192 999,94
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC		-595 914,30	-850 965,62	-1 128 380,41	-1 266 042,82	-1 355 931,86
Fornecimento e serviços externos		-181 484,56	-190 558,79	-200 086,73	-206 089,33	-212 272,01
Gastos com o pessoal		-243 917,47	-248 795,81	-253 771,73	-258 847,17	-264 024,11
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)						
Provisões (aumentos/reduções)						
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	0	1 097,21	1 097,21	1 097,21	991,15	991,14
Outros gastos e perdas						
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	0	-56 424,36	87 075,90	243 830,70	317 630,82	361 763,10
Gastos/reversões de depreciação e amortização	0	-8 458,31	-8 458,31	-8 458,31	-7 640,67	-7 640,65
Imparidade de ativos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	0	-64 882,66	78 617,60	235 372,39	309 990,15	354 122,45
Juros e rendimentos similares obtidos	36,42	0	0	0	449,44	1 634,95
Juros e gastos similares suportados	-1 065,12	-12 613,54	-16 908,52	-7 876,49	-915,16	-607,98
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	-1 028,70	-77 496,20	61 709,07	227 495,91	309 524,43	355 149,42
Imposto sobre o rendimento do período	0	0	0	-51 186,58	-69 643,00	-79 908,62
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	-1 028,70	-77 496,20	61 709,07	176 309,33	239 881,43	275 240,80
Dividendos	0	0	0	0	0	0
RESULTADO LÍQUIDO RETIDO	-1 028,70	-77 496,20	61 709,07	176 309,33	239 881,43	275 240,80

Fonte: Elaborado pelo autor

Figura 3 – Balanço Previsional

(Euros)

Rubricas	Pré-Exploração	2022	2023	2024	2025	2026
ATIVO						
Ativo Não Corrente	107 925,00	99 466,69	91 008,38	82 550,07	74 909,40	67 268,75
Ativos fixos tangíveis	105 472,00	97 831,35	90 190,70	82 550,05	74 909,40	67 268,75
Propriedades de investimento						
Ativos Intangíveis	2 453,00	1 635,34	817,68	0,02	0	0
Investimentos financeiros						
Ativo corrente	191 111,42	435 319,33	589 236,38	715 630,04	873 633,62	1 140 538,68
Inventários	148 978,58	212 741,41	282 095,10	316 510,71	338 982,97	338 982,97
Clientes	0	197 577,93	282 141,28	374 119,33	419 761,89	449 564,99
Estado e Outros Entes Públicos	9 847,97	0	0	0	0	0
Acionistas/sócios						
Outros Ativos Correntes						
Diferimentos						
Caixa e depósitos bancários	32 284,88	25 000,00	25 000,00	25 000,00	114 888,76	351 990,73
TOTAL ATIVO	299 036,42	534 786,02	680 244,76	798 180,12	948 543,02	1 207 807,43
CAPITAL PRÓPRIO						
Capital realizado	35 000,00	35 000,00	35 000,00	35 000,00	35 000,00	35 000,00
Ações (quotas próprias)						
Outros instrumentos de capital próprio	14 000,00	12 902,79	11 805,58	10 708,37	9 717,23	8 726,08
Reservas						
Resultados transitados		-1 028,70	-78 524,90	-16 815,83	159 493,50	399 374,93
Excedentes de revalorização						
Outras variações no capital próprio						
Resultado líquido do período	-1 028,70	-77 496,20	61 709,07	176 309,33	239 881,43	275 240,80
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	47 971,30	-30 622,11	29 989,75	205 201,87	444 092,16	718 341,82
PASSIVO						
Passivo não corrente	227 825,79	186 439,76	144 751,01	102 757,32	60 456,45	42 739,89
Provisões						
Acionistas/sócios	0	0	0	0	0	0
Financiamentos obtidos	227 825,79	186 439,76	144 751,01	102 757,32	60 456,45	42 739,89
Outras Contas a pagar	0	0	0	0	0	0
Passivo corrente	23 239,34	378 968,37	505 504,00	490 220,93	443 994,41	446 725,72
Fornecedores	0	172 438,15	227 730,01	279 390,96	306 393,90	321 481,79
Estado e Outros Entes Públicos	0	10 534,06	16 289,68	73 745,07	95 299,64	107 527,37
Acionistas/sócios						
Financiamentos Obtidos	23 239,34	195 996,16	261 484,30	137 084,89	42 300,87	17 716,56
Outras contas a pagar	0	0	0	0	0	0
TOTAL PASSIVO	251 065,12	565 408,13	650 255,01	592 978,24	504 450,86	489 465,61
TOTAL PASSIVO + CAPITAIS PRÓPRIOS	299 036,42	534 786,02	680 244,76	798 180,12	948 543,02	1 207 807,43

Fonte: Elaborado pelo autor