

DANIELA FILIPA GAMITO JUSTINO

RELATÓRIO DE ESTÁGIO NO GRUPO ALGARVE PARTNERS - ANÁLISE DA  
VIABILIDADE ECONÓMICA E FINANCEIRA DA FUSÃO ENTRE EMPRESAS  
DE SERVIÇOS FINANCEIROS



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

Faculdade de Economia

2024

DANIELA FILIPA GAMITO JUSTINO

RELATÓRIO DE ESTÁGIO NO GRUPO ALGARVE PARTNERS - ANÁLISE DA  
VIABILIDADE ECONÓMICA E FINANCEIRA DA FUSÃO ENTRE EMPRESAS  
DE SERVIÇOS FINANCEIROS

Mestrado em Finanças

Trabalho efetuado sob a orientação de:  
Professor Doutor Luís Serra Coelho  
Professor Catedrático na Faculdade de Economia da  
Universidade do Algarve

Supervisor na Entidade de Acolhimento:  
Dr. António Castel-Branco



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

Faculdade de Economia

2024

**RELATÓRIO DE ESTÁGIO NO GRUPO ALGARVE PARTNERS  
- ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÓMICA E FINANCEIRA  
DA FUSÃO ENTRE EMPRESAS DE SERVIÇOS FINANCEIROS**

Declaração de Autoria do Trabalho

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

Daniela Filipa Gamito Justino

.....

© Copyright: Daniela Filipa Gamito Justino

A Universidade do Algarve reserva para si o direito, em conformidade com o disposto no Código do Direito de Autor e dos Direitos Conexos, de arquivar, reproduzir e publicar a obra, independentemente do meio utilizado, bem como de a divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição para fins meramente educacionais ou de investigação e não comerciais, conquanto seja dado o devido crédito ao autor e editor respetivos.

## RESUMO

Este trabalho final foi realizado no âmbito do Mestrado em Finanças, na modalidade de Relatório de Estágio, integrando um Estudo de Caso. O estágio teve como principal objetivo avaliar a fusão entre duas empresas prestadoras de serviços financeiros, sendo a avaliação de empresas o foco central deste estudo.

A avaliação de empresas é um processo subjetivo, no qual o valor depende das expectativas do analista e da metodologia utilizada. Embora não haja um valor exato, a avaliação é fundamental tanto a nível interno como a nível externo. Entre os métodos mais utilizados destacam-se os cash-flows atualizados, a análise de múltiplos e as opções reais. No caso específico deste relatório, a fusão foi avaliada com base no método dos cash-flows atualizados, dada a sua robustez e capacidade de estimar o valor presente de fluxos de caixa futuros.

A fusão entre empresas envolve a análise das sinergias geradas pela integração das operações, como a redução de custos e o aumento de eficiência. Durante o estágio, foi conduzida uma análise de sensibilidade e risco para prever o impacto de variações em fatores chave, como o volume de negócios e os custos operacionais, no valor da nova entidade e identificar vulnerabilidades no processo de fusão.

O relatório pretende, assim, apresentar uma avaliação detalhada da fusão, aplicada ao contexto prático do estágio, utilizando metodologias amplamente reconhecidas na área financeira.

Palavras-chave: Fusões, Projetos de Investimento, Cash-Flow Atualizados, Avaliação de Empresas

## ABSTRACT

This final project was carried out as part of the Master's in Finance, in the form of an Internship Report, integrating a Case Study. The internship's main objective was to evaluate the merger between two financial service providers, with the company valuation process being the central focus of this study.

Company valuation is a subjective process, where the value depends on the analyst's expectations and the methodology used. Although there is no exact value, valuation is essential both internally and externally. Among the most commonly used methods are discounted cash flows, multiples analysis, and real options. In the specific case of this report, the merger was evaluated based on the discounted cash flow method, due to its robustness and ability to estimate the present value of future cash flows.

The merger between companies involves analyzing the synergies generated by the integration of operations, such as cost reduction and increased efficiency. During the internship, a sensitivity and risk analysis was conducted to predict the impact of variations in key factors, such as business volume and operational costs, on the value of the new entity and to identify vulnerabilities in the merger process.

Thus, the report aims to present a detailed evaluation of the merger, applied to the practical context of the internship, using widely recognized methodologies in the financial field.

Keywords: Mergers, Investment Projects, Discounted Cash Flows, Company Valuation

## ÍNDICE GERAL

	Página
ÍNDICE DE TABELAS .....	viii
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	ix
LISTA DE ABREVIATURAS .....	x
1 – INTRODUÇÃO .....	1
2 - REVISÃO DE LITERATURA .....	3
2.1 - Fusões e Aquisições .....	3
2.1.1 - Tipos de fusão .....	3
2.1.2 - Diferentes Processos .....	4
2.1.3 - Crescimento Orgânico vs. Inorgânico .....	4
2.1.4 - Sinergias.....	5
2.1.5 - Criação de Valor.....	5
2.1.6 – Risco Associado .....	6
2.1.7 - Eliminação da Concorrência.....	7
2.2 - Projetos de investimento .....	9
2.2.1 – Conceitos e princípios da avaliação .....	9
2.2.2 – Tipos de avaliação.....	11
2.2.3 – Técnica de avaliação com base nos cash-flows – vantagens e limitações .....	15
2.2.4 – Indicadores financeiros .....	17
2.2.5 – Financiamento: Capital Próprio e Capital Alheio.....	21
2.2.6 – Medidores de risco .....	22
2.2.7 – WACC e Rolling WACC .....	24
2.2.8 – CAPM .....	26
2.2.9 – Fatores de desconto .....	27
2.3 – Análise de sensibilidade e risco.....	29
3 – Metodologias e fontes de dados.....	31
4 – Estágio e estudo de caso .....	33
4.1 – Apresentação da empresa de acolhimento.....	33
4.2 – Estudo de caso .....	34
4.3 – Enquadramento do setor.....	35
4.4 – Demonstrações financeiras históricas.....	38

4.5 – Modelo de avaliação .....	41
4.5.1 – Período de análise .....	41
4.5.2 Pressupostos.....	42
4.5.3 – Demonstrações financeiras previsionais .....	43
4.5.4 – Avaliação.....	48
4.5.5 – Análise de sensibilidade e risco.....	51
5- Principais conclusões .....	56
6 – Limitações de estudo .....	57
7 – Sugestões para trabalhos futuros.....	58
Referências bibliográficas.....	59
Anexos .....	62

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1. Rácios de análise financeira Empresa A .....	38
Tabela 2.- Rácios de análise financeira Empresa B.....	39
Tabela 3. ROE e ROA Empresa A .....	40
Tabela 4.ROE e ROA Empresa A .....	40
Tabela 5. Mapa de OPEX .....	44
Tabela 6. Mapa de Revenue de Clientes contratados .....	45
Tabela 7. Mapa de Previsão de novos clientes .....	45
Tabela 8. Rácios de análise financeira Empresa AB .....	47
Tabela 9. Determinação de Free Cash-Flow para Empresa AB .....	48
Tabela 10. Custo do Capital Próprio.....	49
Tabela 11. Custo do Capital Alheio.....	49
Tabela 12. Custo do Rolling WACC .....	50
Tabela 13. Fator de Desconto .....	50
Tabela 14. Determinação dos Discounted Free Cash-Flow.....	50
Tabela 15. VAL e TIR .....	51
Tabela 16. Cenário Normal.....	51
Tabela 17. Cenário +15% Preços.....	52
Tabela 18. Cenário -15% Preços.....	53
Tabela 19. Cenário +15% FSE e OPEX .....	53
Tabela 20. Cenário +15d PMR .....	54
Tabela 21. Cenário +15d PMP.....	55

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. Evolução do Volume de Negócios (%).....	36
2. Distribuição Geográfica das Empresas com CAE 69200.....	37

## LISTA DE ABREVIATURAS

- CAE – Código de Atividade Económica
- CAGR - *Compound Annual Growth Rate*
- CAPEX - *Capital Expenditure*
- CAPM – *Capital Asset Pricing Model*
- DCF - *Discounted Cash Flow*
- EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*
- EY - *Ernst & Young*
- FSE - Fornecimento e Serviços Externos
- INE - Instituto Nacional de Estatística
- IRC - Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
- IVA - Imposto sobre Valor Acrescentado
- OPEX - *Operational Expenditure*
- PME – Pequenas e Médias Empresas
- PMP - Prazo Médio de Pagamento
- PMR - Prazo Médio de Recebimento
- PwC – *PricewaterhouseCoopers*
- ROA - *Return on Assets*
- ROE - *Return on Equity*
- ROI – *Return On Investment*
- TIR – Taxa Interna de Rentabilidade
- VAL – Valor Atual Líquido
- WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

## 1 – INTRODUÇÃO

O presente trabalho final de Mestrado, na modalidade de relatório de estágio, faz parte integrante do Mestrado em Finanças. Este relatório visa abordar, de forma detalhada, as atividades desenvolvidas durante o estágio na empresa Cazulu Algarve Partners. O estágio teve uma duração de 640 horas, de outubro de 2023 a fevereiro de 2024, e foi realizado no departamento financeiro da empresa. A escolha do tema deste relatório reflete o meu interesse pela avaliação de empresas, sendo também uma área de importância prática para a Cazulu Algarve Partners.

O foco do estágio foi a avaliação da fusão entre duas empresas do setor financeiro, um processo que implicou a análise financeira detalhada de ambas as entidades. A fusão de empresas exige uma abordagem estruturada, sendo a avaliação de empresas um passo fundamental para a tomada de decisões informadas, quer pelos gestores, quer pelos potenciais investidores. Como referenciado por Damodaran (2006), a compreensão dos modelos de avaliação e do valor de uma empresa é essencial para definir estratégias que maximizem a criação de valor para os acionistas e explorem vantagens competitivas.

A avaliação de empresas é particularmente desafiante no contexto de pequenas e médias empresas (PME), devido à multiplicidade de metodologias aplicáveis e à dificuldade em obter informação financeira completa e detalhada. No entanto, a avaliação rigorosa destas empresas é crucial, tanto para processos de fusão, como para outras operações, tais como reestruturações, aquisições ou entrada em mercados de capitais. Neste caso, o estágio proporcionou a oportunidade de aplicar, de forma prática, o método dos cash-flows atualizados, que se destaca pela sua capacidade de estimar o valor presente dos fluxos de caixa futuros, considerando as sinergias geradas pela fusão.

Durante o estágio, a análise financeira das empresas envolveu a caracterização da sua situação económico-financeira através do estudo das demonstrações financeiras históricas.

Um dos principais desafios deste projeto foi estabelecer pressupostos fiáveis para a avaliação das empresas. Estes pressupostos incluíram estimativas sobre o crescimento futuro, a rentabilidade e as sinergias esperadas, que resultariam da integração das operações das duas empresas. Uma vez definidos os pressupostos e desenvolvido o plano previsional económico-financeiro e de tesouraria, procedeu-se à aplicação do modelo dos cash-flows atualizados, permitindo, assim, estimar o valor da nova entidade resultante da

fusão.

A análise de sensibilidade foi igualmente essencial para o processo de avaliação, dado que permitiu prever como variações em fatores-chave, como o volume de negócios e os custos operacionais, poderiam impactar o valor da empresa. A simulação de cenários mais otimistas e mais pessimistas ajudou a estabelecer um intervalo de valores para a empresa, proporcionando uma visão mais abrangente dos possíveis resultados da fusão. Além disso, a análise de risco foi realizada para identificar vulnerabilidades, tais como dificuldades na integração das equipas e culturas empresariais, bem como o risco de perda de clientes importantes.

Desta forma, este relatório visa consolidar as metodologias de análise e avaliação aplicadas ao longo do estágio, com foco na fusão de empresas, apresentando uma aplicação prática dos conceitos estudados durante o mestrado. Através da experiência na Algarve Partners, foi possível aprofundar o conhecimento sobre a avaliação de projetos de investimento e desenvolver competências no uso de ferramentas financeiras aplicadas a processos de fusão e aquisição, com destaque para as PME. O estudo aqui apresentado tem, portanto, uma vertente científica, mas também uma forte componente prática, resultante da experiência direta com a avaliação de uma fusão real.

Este relatório de estágio encontra-se dividido em 7 temáticas principais. Inicia no presente capítulo, a Introdução, onde abordo o tema deste projeto, o seu principal objetivo, o que a investigação empírica analisou e as principais conclusões retiradas. De seguida procedi à Revisão de Literatura, onde os temas fusão, Projetos de Investimento, Análise de Sensibilidade e Risco são detalhados através de citações de autores e especialistas na área. Posteriormente, foi especificada qual a Metodologia que teve por base este relatório e a fonte de alguns dados aqui presentes. Por fim, foi realizado um capítulo para as Principais Conclusões que retirei com este estágio e relatório. Foi acrescentado, ainda, outros dois capítulos onde exploro as limitações do estudo e deixo algumas sugestões para trabalhos futuros.

## 2 - REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 - Fusões e Aquisições

#### 2.1.1 - Tipos de fusão

A fusão é um processo complexo e estratégico que envolve a combinação de duas ou mais empresas numa única entidade jurídica, resultando na absorção de uma ou mais empresas que deixam de existir como entidades independentes (Brealey, Myers e Allen, 2011). Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2010), a fusão é uma transação que visa criar sinergias, aumentar a participação de mercado ou alcançar outras metas estratégicas. Jensen e Ruback (1983) destacam que, nesta transação, as empresas concordam em combinar os seus ativos e operações, resultando numa única organização. Damodaran (2002) acrescenta que o objetivo da fusão é melhorar a competitividade e a eficiência operacional, enquanto Weston, Chung e Siu (1998) enfatizam a maximização do valor para os acionistas e o fortalecimento da posição competitiva.

Entre os tipos de fusões, podemos destacar cinco categorias principais. A fusão horizontal ocorre entre empresas que competem no mesmo setor e oferecem produtos ou serviços semelhantes, procurando aumentar a participação de mercado e reduzir a concorrência (Andrade, Mitchell e Stafford, 2001). Já a fusão vertical envolve empresas em diferentes estágios da cadeia produtiva, como fornecedores e distribuidores, com o objetivo de melhorar a coordenação e reduzir custos de transação (Perry e Porter, 1985). A fusão conglomerada, por outro lado, ocorre entre empresas de setores distintos, visando diversificação e minimização de riscos (Gaughan, 2007). A fusão de expansão de mercado dá-se entre empresas que vendem produtos semelhantes, mas atuam em mercados geográficos diferentes, com o objetivo de expandir a sua presença (Caves, 1989). A fusão de expansão de produto envolve empresas que oferecem produtos diferentes, mas relacionados, visando diversificar a linha de produtos (Capron e Mitchell, 1998).

No caso particular deste projeto, ocorreu uma fusão horizontal, pois ambas as empresas prestam serviços semelhantes, estando inseridas no mesmo setor.

### 2.1.2 - Diferentes Processos

O processo de fusão envolve várias etapas cruciais. O primeiro passo é o planejamento estratégico, que inclui a definição clara dos objetivos da fusão, que é essencial para o sucesso do processo (Gaughan, 2007). A análise de viabilidade inclui *due diligence*, um passo crítico para identificar riscos e oportunidades (Howson, 2003), e a avaliação precisa das empresas envolvidas para estabelecer um preço justo (Damodaran, 2002).

Na fase de negociação e estruturação, os termos da transação devem ser negociados com base nas necessidades de ambas as partes (Reed e Lajoux, 1998). A análise regulamentar e a aprovação incluem a conformidade com regulamentações *antitrust* (Weston, Mitchell e Mulherin, 2004) e a aprovação dos acionistas, que valida a decisão da administração (Bruner, 2004).

A integração e implementação eficazes são fundamentais para realizar as sinergias esperadas (Haspeslagh e Jemison, 1991) e para garantir uma comunicação clara com todas as partes interessadas (Schweiger e DeNisi, 1991). A conclusão da transação envolve a documentação legal (Reed e Lajoux, 1998) e a transferência eficiente de ativos e passivos (Howson, 2003). Finalmente, a integração contínua pós-fusão é vital para abordar questões emergentes (Haspeslagh e Jemison, 1991) e para a avaliação de desempenho contínua (Bruner, 2004).

### 2.1.3 - Crescimento Orgânico vs. Inorgânico

O crescimento orgânico refere-se ao aumento das receitas e da escala operacional de uma empresa através de melhorias internas, como a expansão de produtos e o aumento de vendas. Drucker (1985) menciona que o crescimento orgânico é frequentemente o resultado de inovação contínua. Por outro lado, o crescimento inorgânico envolve a expansão através de fusões, aquisições e *joint ventures*. Mintzberg (1994) argumenta que fusões e aquisições são estratégias eficazes para obter recursos que seriam custosos para desenvolver internamente. Enquanto o crescimento orgânico é considerado mais sustentável a longo prazo, o

crescimento inorgânico pode proporcionar benefícios rápidos, mas também pode acarretar riscos significativos, como problemas de integração e cultura organizacional.

No caso particular deste projeto, como é a fusão de duas empresas, trata-se de um processo inorgânico.

#### 2.1.4 - Sinergias

As sinergias resultantes de fusões podem ser divididas em várias categorias. As sinergias de custo, ou operacionais, surgem da redução de custos decorrente da fusão, incluindo economias de escala e eficiência na produção (Lynch, 1989). Sinergias de receita ocorrem quando a fusão resulta no aumento de vendas (Porter, 1985). As sinergias de investimento permitem investimentos mais eficientes em áreas críticas (Brealey e Myers, 2003). Por último, as sinergias de gestão surgem quando a fusão resulta numa equipa de gestão mais eficaz (Rappaport, 1986).

#### 2.1.5 - Criação de Valor

A fusão de empresas pode gerar diversas formas de criação de valor. Primeiramente, as economias de escala resultam da combinação de duas empresas, permitindo a redução de custos unitários ao aumentar o volume de produção. Aswath Damodaran destaca que "economias de escala podem ser alcançadas através da fusão, permitindo que a empresa combinada produza em maior volume a um custo mais baixo" (Damodaran, 2014). Além disso, as sinergias operacionais são ganhos de eficiência que surgem da otimização da produção, distribuição e administração. Donald DePamphilis observa que "as sinergias operacionais podem proporcionar uma redução significativa nos custos e aumentar a eficiência" (DePamphilis, 2015). Outro aspeto relevante é o acesso a novos mercados, que permite que as empresas entrem em novas áreas geográficas ou de produtos,

ampliando a base de clientes. Michael Porter argumenta que "fusões e aquisições podem ser uma estratégia eficaz para entrar rapidamente em novos mercados sem enfrentar as barreiras de entrada tradicionais" (Porter, 1980).

A diversificação de produtos e serviços é outro resultado positivo da fusão, pois pode levar a uma oferta mais ampla, diminuindo a dependência de um único produto ou mercado. Gaughan menciona que "a diversificação através de fusões pode mitigar riscos e estabilizar fluxos de receita" (Gaughan, 2010). As sinergias financeiras também desempenham um papel importante, pois incluem melhores condições de financiamento e maior acesso a capital. Koller, Goedhart e Wessels discutem que "as fusões podem resultar em menores custos de capital e melhor aproveitamento de oportunidades fiscais" (Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Além disso, a fusão pode fortalecer a capacidade de inovação, unindo as capacidades de pesquisa e desenvolvimento das duas empresas. Richard A. Brealey e Stewart C. Myers afirmam que "a fusão pode aumentar a capacidade de inovação, combinando os recursos e talentos de ambas as empresas" (Brealey & Myers, 2003). Por fim, o aumento do poder de mercado é uma consequência significativa da fusão, que pode proporcionar maior influência sobre preços e condições de mercado. Alfred Rappaport sugere que "o aumento do poder de mercado pode resultar em margens de lucro mais altas e maior competitividade" (Rappaport, 1986).

#### 2.1.6 – Risco Associado

A fusão de empresas também acarreta riscos significativos. A integração cultural pode ser um desafio, uma vez que diferenças culturais podem levar a conflitos internos, reduzindo a moral dos funcionários e dificultando a fusão. Mark L. Sirower menciona que "a falta de compatibilidade cultural pode minar os benefícios esperados da fusão" (Sirower, 1997). A integração operacional, por sua vez, pode ser complexa e dispendiosa, resultando em interrupções e ineficiências. Henry Mintzberg argumenta que "as dificuldades na integração operacional são frequentemente subestimadas, resultando em custos adicionais e perda de valor" (Mintzberg, 1994). Outro risco é a superestimação das sinergias, uma vez que as

economias de escala e o aumento de receita podem não se concretizar conforme o esperado. Michael E. Porter adverte que "sinergias esperadas muitas vezes falham em concretizar-se, levando a decepções significativas" (Porter, 1980).

O endividamento excessivo é outro problema crítico que pode surgir, já que o financiamento para a fusão pode aumentar significativamente a dívida, comprometendo a saúde financeira da empresa combinada. Koller, Goedhart e Wessels destacam que "o endividamento excessivo pode colocar uma pressão enorme sobre a empresa combinada, limitando a sua flexibilidade financeira" (Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Além disso, a perda de clientes é uma preocupação, pois a incerteza gerada pela fusão pode resultar na insatisfação dos clientes e, conseqüentemente, na perda de negócios. Gaughan menciona que "a incerteza e a perturbação causadas pela fusão podem resultar na perda de clientes valiosos" (Gaughan, 2010).

Outro risco envolve questões de regulamentação e conformidade, uma vez que fusões podem enfrentar obstáculos regulatórios, como questões *antitrust*, que podem atrasar ou impedir a transação. Brealey e Myers explicam que "os desafios regulatórios podem adicionar complexidade e custo significativos às fusões" (Brealey & Myers, 2003). A perda de talentos também é uma preocupação, pois a incerteza pode levar à saída de funcionários-chave, prejudicando a continuidade dos negócios. Rappaport sugere que "a perda de talentos críticos durante uma fusão pode ser um golpe significativo para a empresa combinada" (Rappaport, 1986). Por fim, o impacto na qualidade e no serviço pode ser um risco real, pois a integração pode desviar o foco das operações diárias, resultando numa queda na qualidade dos produtos ou serviços. Sirower destaca que "a distração e a complexidade da integração podem levar à deterioração da qualidade e do serviço ao cliente" (Sirower, 1997).

#### 2.1.7 - Eliminação da Concorrência

A fusão de empresas pode levar à eliminação da concorrência de diversas maneiras. A concentração de mercado é uma consequência direta da aquisição de concorrentes, que aumenta a participação de mercado e reduz o número de

competidores. Jonathan B. Baker observa que "a concentração de mercado resultante de fusões pode levar a uma menor rivalidade competitiva e a um aumento do poder de mercado das empresas envolvidas" (Baker, 2019). As economias de escala obtidas através das fusões também podem dificultar a sobrevivência de concorrentes menores, uma vez que reduzem os custos unitários e aumentam a eficiência. Porter destaca que "as economias de escala obtidas através de fusões podem criar barreiras significativas à entrada para novos concorrentes" (Porter, 1980).

A aquisição de tecnologias e patentes é outro aspeto relevante, pois ao adquirir empresas inovadoras, uma empresa pode controlar tecnologias exclusivas, limitando a capacidade dos concorrentes de competir no mesmo nível tecnológico. DePamphilis afirma que "a aquisição de ativos tecnológicos pode proporcionar uma vantagem competitiva sustentável ao restringir o acesso dos concorrentes a inovações críticas" (DePamphilis, 2015). O acesso a recursos e canais de distribuição também pode ser garantido através de fusões, dificultando a operação dos concorrentes. Brealey e Myers discutem que "a integração vertical através de fusões pode limitar o acesso dos concorrentes a fornecedores e distribuidores vitais" (Brealey & Myers, 2003).

Além disso, as fusões podem ser utilizadas para eliminar concorrentes agressivos, que dificultam a manutenção de preços altos e margens de lucro robustas. Rappaport sugere que "a eliminação de concorrentes agressivos através de fusões pode estabilizar os preços e melhorar a rentabilidade" (Rappaport, 1986). É importante, no entanto, considerar as implicações legais e regulatórias dessas ações. As leis *antitrust* visam impedir que fusões resultem em monopólios ou práticas anticompetitivas. Baker enfatiza que "os reguladores examinam de perto as fusões para garantir que não resultem em concentrações de mercado excessivas que possam prejudicar a concorrência" (Baker, 2019). A avaliação do impacto no consumidor é outro aspeto que os reguladores analisam para proteger os interesses dos consumidores. Michael E. S. Frankel discute que "a avaliação regulatória das fusões inclui uma análise detalhada de como a transação afetará os consumidores" (Frankel, 2017). Para obter aprovação regulatória, as empresas podem ser obrigadas a vender ativos ou aceitar restrições para mitigar preocupações *antitrust*. Koller, Goedhart e Wessels mencionam que "os compromissos e remédios impostos pelos reguladores podem ser necessários para garantir que a fusão não

reduza a concorrência de forma significativa" (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

## 2.2 - Projetos de investimento

### 2.2.1 – Conceitos e princípios da avaliação

Os projetos de investimento podem ser amplamente definidos como a aplicação de capital em atividades com a expectativa de gerar retornos futuros, sejam eles de natureza financeira, social ou operacional. Trata-se de um processo de alocação de recursos significativos, que pode envolver capital monetário, tempo e esforço, direcionados a um projeto com a perspectiva de proporcionar benefícios ao longo de um período preestabelecido. Esses projetos são essenciais para a expansão, modernização ou substituição de ativos dentro de uma organização, sendo fundamentais para a manutenção da sua competitividade e geração de valor no longo prazo.

De acordo com Assaf Neto (2010), "os projetos de investimento representam decisões estratégicas de longo prazo, geralmente relacionadas à expansão, substituição ou modernização de ativos, em que o processo decisivo é fortemente dependente de análises financeiras detalhadas que permitem prever a geração de valor". Nesse sentido, um projeto de investimento exige uma abordagem metódica que envolva a análise da sua viabilidade econômica e financeira, a fim de assegurar que os recursos aplicados possam gerar retornos adequados para a organização.

Gitman (2012) complementa essa definição ao salientar que "um projeto de investimento envolve necessariamente a análise de viabilidade financeira, na qual os fluxos de caixa futuros esperados são projetados e comparados com o montante do investimento inicial. A decisão de aceitação do projeto deve basear-se na expectativa de que os retornos futuros superem o custo de capital, levando em consideração o risco inerente às incertezas do futuro". Noutras palavras, o sucesso de um projeto de investimento depende diretamente da capacidade de gerar fluxos de caixa que superem os custos envolvidos na sua implementação, além de considerar os riscos associados ao cenário econômico e ao ambiente operacional da empresa.

Além disso, Damodaran (2004) sugere que "um projeto de investimento é essencialmente uma decisão estratégica que envolve a alocação de capital em ativos que produzirão fluxos de caixa no futuro. A avaliação de um projeto deve considerar não apenas os retornos financeiros esperados, mas também os riscos e as incertezas associadas ao negócio". Essa visão reforça a importância de se realizar uma análise abrangente, que vá além da simples mensuração de retorno financeiro, incorporando também uma avaliação crítica dos riscos operacionais e de mercado, bem como a incerteza que permeia qualquer projeção futura de fluxos de caixa.

A literatura especializada destaca, ainda, que os projetos de investimento requerem uma análise criteriosa de métricas financeiras amplamente utilizadas para a avaliação da viabilidade e do retorno esperado de tais investimentos. Entre as métricas mais comumente utilizadas, encontram-se o Valor Atual Líquido (VAL), a Taxa Interna de Retorno (TIR) e o *Payback period*.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) explicam que "o objetivo de qualquer projeto de investimento é aumentar o valor da empresa, o que implica que o retorno gerado pelo projeto deve ser superior ao custo de oportunidade do capital investido". Dessa forma, a escolha e execução de projetos de investimento estão diretamente relacionadas à criação de valor para os acionistas, sendo que o retorno esperado deve compensar não apenas os custos envolvidos na sua implementação, mas também o risco do capital comprometido. A consideração do custo de oportunidade é, portanto, um fator chave nesse processo, uma vez que o capital investido num projeto poderia, teoricamente, ser aplicado em alternativas de investimento igualmente promissoras.

Entretanto, é relevante destacar que a avaliação de projetos de investimento nem sempre se limita às métricas financeiras quantitativas. Além de considerações numéricas e projeções de fluxo de caixa, também é comum que fatores qualitativos desempenhem um papel significativo na tomada de decisão. Benefícios estratégicos de longo prazo, como a entrada em novos mercados, a diversificação de produtos e serviços, ou a aquisição de novas tecnologias e capacidades, são elementos que podem não ser capturados de forma imediata em análises financeiras tradicionais, mas que são fundamentais para o crescimento e a sustentabilidade da empresa num cenário competitivo. Conforme observado por Kaplan e Norton (1992), "projetos que envolvem a introdução de novas tecnologias ou a penetração em novos mercados muitas vezes

geram retornos estratégicos que ultrapassam os benefícios financeiros de curto prazo, promovendo a sustentabilidade e a competitividade no longo prazo". Assim, a consideração desses aspectos qualitativos pode influenciar de forma decisiva na aceitação de um projeto de investimento, mesmo que os retornos financeiros imediatos não sejam tão evidentes.

### 2.2.2 – Tipos de avaliação

Existem diversos métodos de avaliação de empresas, e a escolha apropriada do modelo a ser utilizado constitui um dos principais desafios nesse processo. Entre os vários modelos amplamente discutidos na literatura económico-financeira, destacam-se os seguintes:

- *balance sheet,*
- *income statement,*
- *mixed (goodwill),*
- *discounted cash flow,*
- *value creation,*
- *options.*

Cada um desses métodos tem as suas características específicas e pode ser mais adequado para determinados tipos de empresas ou contextos económicos. A seleção de qual método adotar depende de uma análise criteriosa de múltiplos fatores, como o contexto de operação da empresa, a estratégia de longo prazo, a capacidade de geração de caixa e os riscos associados ao negócio. A fim de realizar uma avaliação robusta e fundamentada, algumas táticas decisivas devem ser seguidas.

A primeira dessas táticas consiste na compreensão do contexto em que a empresa opera. Esse passo inicial é fundamental para garantir uma avaliação eficaz e alinhada às condições específicas do negócio avaliado. A análise do setor, o estágio do ciclo de vida da empresa e as condições económicas gerais são variáveis fundamentais nesse processo. Portanto, é necessária uma investigação detalhada

do ambiente competitivo e das tendências setoriais que influenciam diretamente a capacidade de criação de valor da empresa. Empresas que atuam em setores com elevada taxa de crescimento costumam apresentar melhores oportunidades de expansão e maior potencial de criação de valor. Por outro lado, negócios em setores em declínio enfrentam desafios mais complexos, exigindo, por vezes, estratégias de saída ou reestruturação para preservar o valor da organização. Damodaran (2002) observa que “o ambiente competitivo e as condições do setor impactam diretamente o valor de mercado de uma empresa. Negócios em setores em rápida expansão têm maior probabilidade de gerar fluxos de caixa futuros positivos e crescentes”, o que indica a necessidade de uma análise setorial profunda para orientar o processo de avaliação.

Outro aspecto fundamental dessa análise inicial está relacionado ao ciclo de vida da empresa. Empresas em diferentes estágios de desenvolvimento requerem abordagens distintas para a avaliação. *Startups* ou empresas em fase de crescimento enfrentam níveis mais elevados de incerteza e volatilidade nos seus fluxos de caixa, o que requer uma avaliação baseada em expectativas futuras, considerando o potencial de crescimento e o desenvolvimento projetado. Em contrapartida, empresas maduras tendem a apresentar fluxos de caixa mais estáveis e previsíveis, permitindo que sejam avaliadas com base no seu desempenho atual e em métricas financeiras mais consolidadas. Conforme Damodaran (2009) observa, “a fase do ciclo de vida de uma empresa influencia a maneira como ela deve ser avaliada. Empresas jovens com potencial de crescimento precisam de ser avaliadas com base em expectativas futuras, enquanto empresas maduras podem ser avaliadas com base no desempenho atual”.

Além da análise setorial e do ciclo de vida da empresa, as condições económicas gerais desempenham um papel preponderante na escolha do método de avaliação. A conjuntura macroeconómica, caracterizada por variáveis como taxas de juros, inflação, políticas monetárias e fiscais, e o crescimento económico global ou regional, afeta diretamente o custo de capital da empresa e, por consequência, o valor presente dos fluxos de caixa futuros. Fernández (2007) afirma que “fatores macroeconómicos, como a política monetária e fiscal, influenciam o custo de capital e o valor presente dos fluxos de caixa futuros, sendo essenciais para a tomada de decisão em processos de avaliação”. Portanto, a compreensão detalhada das condições económicas e o seu impacto no negócio é

imprescindível para realizar uma avaliação precisa e fundamentada.

A segunda tática decisiva refere-se à análise da estratégia da empresa. Compreender a estratégia empresarial de longo prazo é crucial, pois afeta diretamente o valor da empresa, especialmente no que concerne ao seu posicionamento competitivo, à inovação e à capacidade de expansão. Empresas que possuem uma estratégia bem definida e clara de crescimento futuro, seja por meio da entrada em novos mercados, desenvolvimento de novos produtos ou aquisição de novas tecnologias, tendem a ser mais valiosas e a apresentar melhores perspectivas de longo prazo. Porter (1996) argumenta que “a estratégia competitiva de uma empresa deve ser levada em consideração na avaliação, pois determina a capacidade da empresa de manter uma vantagem sustentável no mercado”, o que reforça a importância de considerar a visão de longo prazo na avaliação do negócio.

Além disso, o investimento em inovação e a capacidade de adaptação da empresa às mudanças do mercado são fatores cruciais para a criação de valor sustentável ao longo do tempo. Empresas que se mostram proativas na inovação ou que conseguem responder rapidamente às alterações nas condições de mercado geralmente apresentam uma maior probabilidade de sucesso e de criação de valor. Drucker (1999) observa que “a inovação é um fator determinante do valor de uma empresa, especialmente em setores dinâmicos. Empresas que se adaptam mais rapidamente tendem a gerar valor ao longo do tempo”. A avaliação, portanto, deve levar em consideração o nível de inovação da empresa e a sua capacidade de se manter competitiva e relevante no mercado a longo prazo.

A terceira tática decisiva relevante no processo de avaliação de empresas envolve a qualidade da gestão. A capacidade da equipa de gestão de implementar as estratégias de forma eficaz, maximizar os recursos disponíveis e promover o crescimento sustentável do negócio influencia diretamente a performance financeira e o valor da empresa. Uma gestão competente, com um histórico comprovado de sucesso na execução de planos estratégicos, tende a gerar maior confiança entre os investidores e demais partes interessadas. Brealey, Myers e Allen (2014) reforçam essa ideia ao afirmarem que “a equipa de gestão tem um papel fundamental na geração de valor. A confiança dos investidores na capacidade de gestão de atingir os objetivos estratégicos afeta as expectativas em relação ao crescimento da empresa”. A qualidade da equipa de gestão também é

um fator relevante, visto que empresas com boas práticas de gestão são mais transparentes e tendem a ser vistas de forma mais favorável pelos investidores. Shleifer e Vishny (1997) destacam que “a equipa de gestão protege os direitos dos acionistas e garante que a administração aja no melhor interesse dos investidores, o que pode aumentar o valor de mercado da empresa”.

A quarta tática consiste na avaliação da capacidade de geração de caixa da empresa, um dos aspetos mais críticos para determinar o seu valor. A habilidade de transformar receitas em fluxo de caixa positivo de forma consistente, bem como a capacidade de sustentar esses fluxos ao longo do tempo, são elementos essenciais para a avaliação do valor de uma empresa. Segundo Damodaran (2002), “a previsibilidade e a estabilidade dos fluxos de caixa futuros são a base para uma avaliação sólida. Empresas com fluxos de caixa voláteis tendem a ter um valor menor, a menos que tenham alto potencial de crescimento”. Dessa forma, a geração de caixa e o potencial de crescimento da empresa devem ser analisados em conjunto para determinar o seu valor futuro de maneira realista e fundamentada.

A última tática decisiva relevante no processo de avaliação é a análise dos riscos associados à empresa. Todos os tipos de riscos, sejam eles operacionais, financeiros ou de mercado, devem ser adequadamente considerados e mitigados durante o processo de avaliação. Empresas com altos níveis de risco operacional, como aquelas que operam em setores com custos fixos elevados ou alta sensibilidade a mudanças de mercado, precisam ser avaliadas com maior cautela. Damodaran (2009) reforça que “o risco operacional afeta diretamente o valor de uma empresa, pois impacta a previsibilidade dos fluxos de caixa e a capacidade da empresa de manter a sua rentabilidade”. Além disso, empresas com altos níveis de alavancagem financeira enfrentam riscos financeiros mais acentuados, uma vez que o endividamento elevado pode amplificar tanto os retornos quanto os riscos de insolvência. Brealey, Myers e Allen (2014) afirmam que “a estrutura de capital e o nível de alavancagem influenciam significativamente o valor de uma empresa, especialmente em períodos de incerteza económica”.

### 2.2.3 – Técnica de avaliação com base nos cash-flows – vantagens e limitações

A análise com base nos cash-flows é amplamente reconhecida como uma das principais metodologias para avaliação de empresas, projetos ou ativos financeiros. Esta técnica fundamenta-se no princípio de que o valor de um ativo é equivalente ao valor presente dos fluxos de caixa futuros que ele gera, ajustados por uma taxa de desconto apropriada, a qual reflete o risco associado a esses fluxos. Esta abordagem é essencial nas decisões de investimento, fusões e aquisições, bem como no planejamento estratégico, uma vez que proporciona uma estimativa detalhada do valor intrínseco de um ativo.

Esta análise parte da premissa de que o dinheiro tem um valor temporal — ou seja, uma determinada quantia de dinheiro hoje vale mais do que a mesma quantia no futuro, devido à capacidade de gerar retorno ao longo do tempo. Para calcular o valor de um ativo ou projeto, os cash-flows futuros são estimados e, em seguida, descontados para o presente, utilizando uma taxa de desconto apropriada, geralmente baseada no custo de capital da empresa ou no risco associado ao ativo.

Conforme destaca Damodaran (2002), "o valor de um ativo pode ser considerado o valor presente dos cash-flows futuros que ele gera, descontados a uma taxa de retorno que reflete o risco desses fluxos". Este conceito é fundamental para a avaliação de ativos, uma vez que procura capturar o valor intrínseco de um ativo, levando em consideração tanto os cash-flows positivos quanto os negativos ao longo do tempo.

O processo de cálculo dessa análise envolve quatro etapas principais:

1. Estimativa dos cash-flows futuros: O primeiro passo consiste em projetar os cash-flows livres que a empresa ou o projeto deve gerar ao longo de um período determinado. Os cash-flows livres correspondem ao montante de capital que a empresa pode gerar após subtrair os custos operacionais e os investimentos necessários para manter o crescimento. De acordo com Brealey, Myers e Allen (2014), "os cash-flows livres refletem o montante que a empresa pode devolver aos investidores sem comprometer as suas operações futuras."
2. Definição do período de projeção: O período de projeção geralmente cobre os anos de crescimento ou maturidade do negócio. Após esse período, é calculado

um valor residual ou terminal para representar o valor dos cash-flows que serão gerados indefinidamente. Esse valor terminal é, com frequência, calculado com base no método da perpetuidade, que assume um crescimento constante nos cash-flows após o período de projeção.

3. Determinação da taxa de desconto: A taxa de desconto é geralmente representada pelo custo médio ponderado de capital (WACC), que considera tanto o custo da dívida quanto o custo do capital próprio, ajustados pelo risco do negócio. O WACC é utilizado para refletir o retorno exigido pelos investidores em relação ao risco percebido. Damodaran (2002) observa que "a taxa de desconto deve refletir o risco dos cash-flows e a estrutura de capital da empresa. Taxas mais elevadas implicam um risco maior, o que reduz o valor presente dos fluxos futuros."
4. Cálculo do valor presente dos cash-flows: Finalmente, os cash-flows projetados são descontados para o presente utilizando a fórmula de valor presente. O somatório desses valores resulta na avaliação final do ativo. Fernández (2007) ressalta que "a fórmula básica da análise com base nos cash-flows é simples, mas sua precisão depende da qualidade das projeções de cash-flows e da escolha correta da taxa de desconto."

A análise com base nos cash-flows oferece várias vantagens que a tornam uma ferramenta amplamente utilizada na avaliação de empresas e ativos. Uma das principais vantagens dessa abordagem é que ela incorpora o conceito de valor temporal do dinheiro, ajustando os cash-flows futuros para o presente e permitindo uma avaliação mais precisa. Brealey, Myers e Allen (2014) afirmam que "a análise com base nos cash-flows captura a relação entre o risco e o retorno ao utilizar uma taxa de desconto ajustada ao risco, tornando-se uma das abordagens mais robustas.". Além disso, esta metodologia permite ajustar as projeções de cash-flows e as taxas de desconto para diferentes cenários, como variações no crescimento econômico ou mudanças na estrutura de capital da empresa. Damodaran (2002) observa que "o modelo de análise com base nos cash-flows pode ser adaptado para diferentes contextos de risco, taxas de crescimento e estruturas de financiamento, oferecendo uma análise personalizada para cada ativo.". Ao enfatizar os cash-flows livres, esta abordagem concentra-se nos elementos mais importantes para a criação de valor para os acionistas. Copeland, Koller e Murrin (2000) argumentam que "os cash-flows livres são a métrica mais direta da capacidade de uma empresa de gerar valor para seus acionistas, razão pela qual estão no centro dessa análise."

Apesar das suas inúmeras vantagens, a análise com base nos cash-flows apresenta algumas limitações que devem ser consideradas. A precisão desta análise depende diretamente da qualidade das projeções de cash-flows e da escolha da taxa de desconto. Damodaran (2002) observa que "pequenas mudanças nas projeções de crescimento ou na taxa de desconto podem ter um impacto significativo no valor final do ativo." Isso implica que, se as estimativas forem imprecisas ou excessivamente otimistas, a avaliação poderá ser distorcida. Empresas em setores voláteis ou em estágio inicial enfrentam desafios ao projetar cash-flows futuros com precisão. Fernández (2007) destaca que "para empresas com alto grau de incerteza nos cash-flows futuros, esta abordagem pode ser menos eficaz, devido ao aumento dos riscos de projeções imprecisas.". Além disso, embora o conceito seja simples, a sua implementação prática pode ser complexa, especialmente ao estimar variáveis como o WACC e o crescimento de longo prazo. Brealey, Myers e Allen (2014) apontam que "o cálculo do WACC e a projeção de cash-flows detalhados ao longo de um período extenso podem ser tarefas complexas, especialmente para empresas com estruturas de capital diversificadas."

#### 2.2.4 – Indicadores financeiros

##### Valor Atual Líquido (VAL)

O Valor Atual Líquido (VAL) é amplamente reconhecido como um dos métodos mais eficazes e utilizados na avaliação de projetos de investimento. O VAL está baseado no princípio financeiro de que os fluxos de caixa futuros de um projeto ou investimento devem ser trazidos ao valor presente, de forma a comparar esses fluxos com o custo inicial do investimento. Esse método permite determinar com precisão o valor adicional que um projeto pode gerar para uma empresa, após considerar o custo de capital e os riscos associados aos fluxos de caixa futuros.

A metodologia do VAL consiste em calcular o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados a uma taxa de desconto que reflete o custo de capital da empresa ou do projeto em questão. Esta taxa de desconto é frequentemente o Custo Médio

Ponderado de Capital (WACC, na sigla em inglês), que leva em consideração o custo da dívida e do capital próprio da empresa. Segundo Damodaran (2004), o Valor Atual Líquido "é a diferença entre o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados e o custo inicial do investimento. Um VAL positivo indica que o projeto gera um retorno superior ao custo de capital e, portanto, deve ser aceite".

O método do VAL é considerado uma das ferramentas mais robustas para a tomada de decisões de investimento, uma vez que mede diretamente o impacto de um projeto no aumento do valor da empresa. Ross, Westerfield e Jaffe (2002) observam que "o VAL é o melhor indicador do valor que um projeto pode adicionar a uma organização, pois reflete o retorno ajustado pelo risco, além de levar em conta o valor temporal do dinheiro".

A fórmula do Valor Atual Líquido pode ser expressa da seguinte forma:

$$VAL = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} - I_0$$

(1)

Onde:

- $R_t$  = Fluxo de caixa no período  $t$
- $i$  = Taxa de desconto (ou taxa mínima de atratividade)
- $t$  = Período (normalmente em anos)
- $I_0$  = Investimento inicial
- $n$  = Vida útil do projeto (número total de períodos)

A análise dos resultados do VAL é feita de acordo com as seguintes diretrizes:

- $VAL > 0$ : O projeto gera valor e deve ser aceite, uma vez que o retorno esperado supera o custo de capital.
- $VAL < 0$ : O projeto destrói valor e deve ser rejeitado, pois o retorno esperado é inferior ao custo de capital.
- $VAL = 0$ : O projeto cobre exatamente o custo de capital, não gerando valor adicional e, portanto, pode não ser atrativo em termos económicos.

## Taxa Interna de Retorno (TIR)

A Taxa Interna de Retorno (TIR) é amplamente utilizada em análise de projetos de investimento como uma métrica de avaliação que mede a taxa de retorno gerada por um projeto com base nos fluxos de caixa esperados. A TIR é definida como a taxa de desconto que faz com que o Valor Atual Líquido (VAL) de um projeto seja igual a zero. Em termos práticos, é a taxa que iguala o valor presente dos fluxos de caixa futuros com o investimento inicial. Esta taxa reflete o retorno percentual esperado do projeto ao longo do seu ciclo de vida.

De acordo com Gitman (2012), a TIR "é particularmente útil, pois oferece uma taxa de retorno específica para o projeto, facilitando comparações diretas com o custo de capital da empresa ou com outras alternativas de investimento." Em termos de tomada de decisão, o critério básico para a aceitação de um projeto é que a Taxa Interna de Retorno seja superior ao custo de capital da organização. Isso implica que o projeto está a gerar um retorno acima do custo de oportunidade dos recursos, sendo, portanto, viável em termos económicos.

A TIR oferece vantagens significativas em termos de sua aplicabilidade prática, principalmente porque fornece uma medida intuitiva de rentabilidade em termos percentuais. Essa característica torna-a especialmente atraente para gestores que procuram comparar diretamente diferentes projetos de investimento ou avaliar o retorno esperado em relação ao custo de capital da empresa. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), "a TIR é uma das ferramentas mais utilizadas, pois resume o retorno económico do projeto numa única métrica, permitindo que os gestores tomem decisões de forma mais eficiente."

A Taxa Interna de Retorno é calculada por meio de interações numéricas que encontram a taxa de desconto que torna o VAL igual a 0 de um projeto. A equação que define a TIR é expressa da seguinte maneira:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + TIR)^t} - I_0$$

(2)

Onde:

$R_t$  = Fluxo de caixa no período  $t$

TIR = Taxa Interna de Rentabilidade

$t$  = Período (anos)

$I_0$  = Investimento inicial

$n$  = Vida útil do projeto

A interpretação da TIR é simples, pois se a TIR for maior do que o custo de capital da empresa, o projeto é considerado economicamente viável e deve ser aceite. Caso contrário, se a TIR for menor que o custo de capital, o projeto deve ser rejeitado. A TIR pode ser comparada diretamente com a taxa mínima de atratividade exigida pela empresa, fornecendo uma medida clara de sua capacidade de gerar valor acima do custo de oportunidade.

Payback

O Período de Payback é uma métrica amplamente utilizada na avaliação de projetos de investimento, pois mede o tempo necessário para que os fluxos de caixa gerados pelo projeto cubram o valor do investimento inicial. O Payback é um indicador simples e direto, que oferece uma visão clara da liquidez de um projeto, sendo particularmente útil em situações onde a recuperação rápida do capital investido é uma prioridade. No entanto, a sua simplicidade também traz limitações, especialmente em relação à consideração do valor do dinheiro no tempo e à capacidade de refletir a rentabilidade a longo prazo.

O Payback calcula o período de tempo necessário para que os fluxos de caixa acumulados igualem o valor do investimento inicial, sem levar em consideração o valor do dinheiro no tempo. Este método é particularmente adequado para medir a liquidez de um projeto, ou seja, a rapidez com que o capital investido é recuperado. A sua principal vantagem é a simplicidade, pois requer apenas a divisão do investimento inicial pelos fluxos de caixa anuais esperados.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o Payback "é uma ferramenta útil para medir a liquidez de um projeto, uma vez que revela a rapidez com que o investimento inicial será recuperado. No entanto, este método ignora a rentabilidade total do projeto, bem como o risco associado, já que não leva em consideração os fluxos de caixa gerados após o período de payback".

A fórmula para calcular o Payback Simples é expressa da seguinte maneira:

$$\text{Período de Payback} = \frac{\text{Investimento Inicial}}{\text{Fluxo de Caixa Anual Médio}} \quad (3)$$

Onde:

- Investimento Inicial representa o valor do capital investido no início do projeto;
- Fluxo de Caixa Anual corresponde aos fluxos de caixa gerados pelo projeto em cada período.

### 2.2.5 – Financiamento: Capital Próprio e Capital Alheio

Os mecanismos de financiamento de um projeto de investimento referem-se às diferentes formas através das quais uma organização, seja ela uma empresa, entidade pública ou outra instituição, obtém os recursos financeiros necessários para planejar, iniciar, executar e finalizar um projeto. A escolha dos métodos de financiamento apropriados tem um impacto direto na viabilidade e no sucesso do projeto, influenciando tanto a estrutura de capital da empresa quanto o seu custo de capital e perfil de risco.

De modo geral, os financiamentos podem ser categorizados em dois tipos principais: capital próprio e capital alheio, cada um com as suas características, vantagens e desvantagens. A combinação de fontes de financiamento, conhecida como estrutura de capital, deve ser cuidadosamente planeada, de forma a otimizar o retorno sobre o investimento (ROI) e minimizar os custos de financiamento e os riscos financeiros associados. Como Damodaran (2001) salienta, "a estrutura de capital ideal é aquela que minimiza o custo médio ponderado do capital e maximiza o valor da empresa".

O financiamento por meio de capital próprio refere-se aos recursos que são obtidos diretamente pelos acionistas ou proprietários da empresa. Esta forma de financiamento é particularmente importante, uma vez que não gera obrigações de pagamento fixo (como os juros da dívida), mas implica a diluição da propriedade, caso sejam emitidas novas ações. Como observa Ross, Westerfield e Jaffe (2002), "o uso de capital próprio tende a reduzir a alavancagem financeira de uma empresa, diminuindo o risco de falência em períodos de dificuldades financeiras, mas também pode resultar numa diluição dos lucros por ação".

A vantagem do capital próprio reside no facto de não envolver reembolsos regulares ou fixos, como ocorre com a dívida, o que pode ser benéfico para empresas que enfrentam incertezas nos seus fluxos de caixa. No entanto, como a propriedade da empresa é partilhada entre os investidores, a rentabilidade para os acionistas pode ser reduzida, principalmente quando o projeto financiado resulta em margens de lucro mais baixas.

O financiamento por capital alheio envolve a captação de recursos por meio de dívidas, como empréstimos bancários, emissão de obrigações ou outros instrumentos de dívida. Este tipo de financiamento é geralmente menos oneroso do que o capital próprio, uma vez que os encargos financeiros sobre a dívida (juros) são dedutíveis do ponto de vista fiscal, conforme salienta Gitman (2012). No entanto, o uso de dívida aumenta o risco financeiro da empresa, devido às obrigações de pagamento regulares, independentemente do desempenho do projeto.

Para um projeto de investimento, a utilização de dívida pode ser vantajosa quando as condições de mercado oferecem taxas de juro favoráveis e quando a empresa tem um fluxo de caixa previsível para suportar os reembolsos. Contudo, como aponta Assaf Neto (2010), "o excesso de endividamento pode sobrecarregar a empresa, especialmente se o projeto não gerar fluxos de caixa suficientes para cobrir os encargos financeiros, levando a um aumento no risco de insolvência".

Existem, ainda, os instrumentos híbridos que combinam características de capital próprio e de dívida. Estes instrumentos oferecem uma solução intermediária para empresas que desejam evitar a diluição significativa de capital próprio, mas também não querem assumir grandes quantidades de dívida.

#### 2.2.6 – Medidores de risco

O conceito de beta é de extrema importância na análise de risco dentro do campo das finanças, especialmente quando se utiliza o Capital Asset Pricing Model (CAPM) para determinar o custo do capital próprio. O beta, na sua essência, mede a sensibilidade do retorno de um ativo em relação ao retorno do mercado, refletindo o risco associado a esse ativo. Para uma análise mais aprofundada, o beta pode ser classificado em três categorias principais: *beta levered*, *beta unlevered* e *beta relevered*.

O *beta levered*, ou beta alavancado, é uma medida que incorpora os efeitos da alavancagem financeira sobre o risco de um ativo ou empresa. Isso significa que o *beta levered* considera tanto o risco operacional quanto o risco financeiro, que surge da utilização de dívida na estrutura de capital da empresa. A alavancagem aumenta o risco percebido pelos acionistas, já que, em situações de volatilidade de mercado, a dívida pode amplificar tanto os ganhos quanto as perdas.

De acordo com Damodaran (2002), “o *beta levered* reflete o risco total do ativo, incluindo o impacto da estrutura de capital da empresa. Quando uma empresa utiliza dívida, o beta aumenta devido ao risco adicional que os acionistas enfrentam.” Assim, o *beta levered* é fundamental para investidores que desejam entender o risco total associado ao investimento numa empresa que recorre à alavancagem financeira.

$$\beta_L = \beta_U \times \left( 1 + \frac{D}{E} \times (1 - T) \right)$$

(4)

onde  $T$  é a taxa de imposto,  $D$  é a dívida e  $E$  é o capital próprio.

Em contraste, o *beta unlevered*, ou beta desalavancado, mede o risco de um ativo ou empresa sem considerar os efeitos da alavancagem financeira. Esta métrica representa o risco operacional puro do negócio, fornecendo uma base para comparações mais justas entre empresas que operam em diferentes estruturas de capital. O *beta unlevered* é particularmente útil ao analisar empresas em setores distintos ou ao realizar avaliações em cenários de investimento que não envolvem a consideração das dívidas da empresa.

Koller, Goedhart e Wessels (2010) afirmam que “o *beta unlevered* é importante para avaliar a verdadeira exposição ao risco de uma empresa, pois remove o efeito da dívida e permite uma análise comparativa mais justa entre empresas com diferentes níveis de alavancagem.” Esta abordagem permite uma compreensão mais clara da natureza do risco associado ao negócio em si, independentemente das decisões de financiamento adotadas.

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \frac{D}{E} \times (1 - T)}$$

(5)

Por fim, o *beta relevered* é o *beta unlevered* ajustado para refletir a estrutura de capital de uma empresa específica. Este ajuste é feito quando se procura estimar o beta de uma empresa que está a ser financiada com uma certa proporção de dívida e capital próprio. O *beta relevered* é especialmente relevante em situações em que a empresa altera a sua estrutura de capital, por exemplo, através de um aumento ou redução da alavancagem financeira.

Segundo Fernández (2007), “o processo de alavancar o beta é crucial para determinar o custo do capital próprio de uma empresa após uma mudança na sua estrutura de capital, permitindo que os analistas ajustem as suas estimativas de risco de acordo com as novas condições de alavancagem.” Isso implica que o *beta relevered* fornece uma visão ajustada e mais precisa do risco, alinhada com a nova realidade financeira da empresa.

A fórmula do *beta relevered* é semelhante à do *beta levered*, ajustando o *beta unlevered* para a nova estrutura de capital.

### 2.2.7 – WACC e Rolling WACC

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e o Rolling WACC são conceitos essenciais na avaliação financeira, particularmente na análise de investimentos e na determinação do custo de capital de uma empresa. Estes indicadores desempenham um papel crucial na formação de decisões estratégicas e na avaliação da viabilidade de projetos financeiros.

O WACC é definido como a média ponderada dos custos de capital da dívida e do capital próprio de uma empresa. Esta taxa representa o retorno mínimo que a empresa deve gerar para satisfazer as expectativas dos seus investidores e credores. O WACC é frequentemente utilizado como a taxa de desconto em técnicas de avaliação com base nos Cash-Flows.

A fórmula do WACC é expressa da seguinte forma:

$$WACC = \left( \frac{E}{E + D} \times r_e \right) + \left( \frac{D}{E + D} \times r_d \times (1 - T) \right)$$

(6)

onde:

- E = valor de mercado do capital próprio;
- D = valor de mercado da dívida;
- V = E+D (valor total da empresa);
- $r_e$  = custo do capital próprio;
- $r_d$  = custo da dívida;
- T = taxa de imposto.

O WACC é uma medida fundamental porque fornece uma visão clara do custo total do capital que a empresa precisa de gerar para ser financeiramente viável. Esta métrica é uma ferramenta crucial para investidores e analistas financeiros na avaliação da viabilidade de investimentos, permitindo uma comparação mais precisa entre diferentes oportunidades de capital.

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2014), “o WACC é utilizado como a taxa de desconto nas análises de avaliação, representando a taxa mínima de retorno que uma empresa deve atingir para satisfazer os seus investidores.” Isso significa que qualquer projeto ou investimento que não alcance o WACC pode ser considerado uma má alocação de capital, uma vez que não atende às expectativas de retorno dos investidores.

O Rolling WACC é uma versão adaptada do WACC, que é recalculada periodicamente para refletir as mudanças nas condições do mercado, na estrutura de capital da empresa ou nas taxas de juros. Esta abordagem permite que os analistas ajustem continuamente a taxa de desconto com base em informações mais recentes e relevantes.

O cálculo do Rolling WACC pode ser realizado de maneira semelhante ao WACC tradicional. No entanto, a diferença reside no facto de que o Rolling WACC é atualizado

com uma frequência predefinida (por exemplo, mensal ou trimestral), o que permite capturar alterações nas taxas de mercado ou na estrutura de capital da empresa. Essa atualização contínua assegura que a taxa de desconto permaneça alinhada com as condições económicas vigentes.

### 2.2.8 – CAPM

O Capital Asset Pricing Model (CAPM) é um dos modelos mais fundamentais na teoria financeira, estabelecendo uma relação direta entre o risco e o retorno esperado de um ativo. Este modelo é amplamente utilizado para estimar o custo do capital próprio e serve como uma ferramenta valiosa para investidores e analistas na tomada de decisões sobre a alocação de recursos financeiros.

O CAPM propõe que o retorno esperado de um ativo é igual ao retorno livre de risco, acrescido de um prémio por risco que é proporcional ao risco sistemático do ativo, que é medido pelo coeficiente beta ( $\beta$ ). Este modelo sugere que os investidores exigem um retorno maior por ativos que apresentam maior risco sistemático em comparação com ativos menos arriscados.

A fórmula do CAPM é expressa da seguinte maneira:

$$r_e = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f) \tag{7}$$

onde:

- $r_e$  = Retorno esperado (custo do capital próprio)
- $r_f$  = Taxa livre de risco (exemplo: obrigações do tesouro)
- $\beta_L$  = Beta alavancado do ativo, que mede o risco sistemático em relação ao mercado
- $r_m$  = Retorno esperado do mercado
- $(r_m - r_f)$  = Prémio de risco de mercado, ou seja, o retorno adicional que os investidores esperam ao investir no mercado em vez de em ativos livres de risco.

O CAPM baseia-se numa série de pressupostos que sustentam a sua lógica e aplicabilidade. Os principais pressupostos incluem que a premissa de que os mercados financeiros refletem toda a informação disponível nos preços dos ativos, levando a uma alocação eficiente de recursos; Os investidores são considerados racionais, procurando maximizar as suas utilidades pessoais e apresentando aversão ao risco; A suposição de que não existem oportunidades de arbitragem que permitam aos investidores obter retornos superiores sem a incorporação de risco.

O CAPM implica que o único tipo de risco que deve ser compensado pelo retorno esperado é o risco sistemático (não diversificável), que é medido pelo beta. Esta lógica sugere que os investidores não precisam de se preocupar com os riscos específicos de empresas, pois esses riscos podem ser mitigados através de uma adequada estratégia de diversificação.

De acordo com Sharpe (1964), “o CAPM fornece uma maneira lógica e consistente de avaliar o retorno esperado de um ativo, considerando o seu risco sistemático em relação ao mercado.” Essa afirmação reforça a importância do modelo na formulação de expectativas sobre retornos de ativos financeiros.

### 2.2.9 – Fatores de desconto

O fator de desconto é uma ferramenta fundamental na avaliação financeira, amplamente utilizada para calcular o valor presente de fluxos de caixa futuros. Este conceito é fundamental na teoria financeira, refletindo o princípio do valor do dinheiro no tempo. Em termos simples, um montante de dinheiro recebido hoje possui um valor superior ao mesmo montante recebido no futuro, devido ao seu potencial de geração de rendimentos.

O fator de desconto é uma métrica utilizada para trazer fluxos de caixa futuros ao seu valor presente. Este cálculo considera uma taxa de desconto, que geralmente reflete o custo do capital ou a taxa de retorno exigida pelos investidores. O uso desse fator permite que analistas financeiros quantifiquem o

impacto do tempo e do risco na avaliação de investimentos.

A fórmula do fator de desconto é expressa da seguinte maneira:

$$\text{Fator de Desconto} = \frac{1}{(1 + i)^t} \quad (8)$$

onde:

- $i$  = taxa de desconto (ou custo do capital);
- $t$  = número de períodos até o recebimento do fluxo de caixa futuro.

Esta fórmula evidencia como o valor de um fluxo de caixa futuro diminui à medida que se considera a taxa de desconto e o número de períodos até o seu recebimento.

A utilização do fator de desconto é crucial em análises de investimentos, pois proporciona uma maneira sistemática de avaliar se um investimento específico gerará retornos suficientes para justificar o risco assumido. O conceito está intimamente ligado à ideia de que fluxos de caixa futuros possuem um valor inferior aos fluxos de caixa presentes, em virtude de fatores como inflação, risco e a oportunidade de investimento.

Damodaran (2002) afirma que “o valor do dinheiro no tempo é um princípio fundamental da teoria financeira, e o fator de desconto é a ferramenta que permite aos analistas quantificá-lo.” Esta citação ressalta a relevância do fator de desconto na compreensão do valor dos investimentos.

Apesar da sua utilidade, o fator de desconto não está isento de críticas. A principal crítica reside na dependência da escolha da taxa de desconto, que pode ser subjetiva e variar significativamente de acordo com o analista. Uma taxa de desconto excessivamente alta pode resultar na subestimação do valor de um investimento, enquanto uma taxa muito baixa pode superestimar seu valor.

Koller, Goedhart e Wessels (2010) afirmam que “a escolha da taxa de desconto é crítica e deve refletir com precisão o risco associado ao fluxo de caixa projetado; uma seleção inadequada pode distorcer os resultados da avaliação.” Este aviso destaca a

necessidade de uma análise cuidadosa ao determinar a taxa de desconto a ser utilizada, pois esta é fundamental para a precisão dos resultados.

### 2.3 – Análise de sensibilidade e risco

A análise de sensibilidade e risco é uma ferramenta crítica na avaliação de projetos e empresas, permitindo a compreensão de como variações em diferentes variáveis podem impactar o valor e a viabilidade de um investimento. Essa abordagem é essencial para a tomada de decisões informadas em ambientes financeiros incertos.

A análise de risco envolve a identificação e avaliação das incertezas que podem afetar o sucesso de um projeto. Esta prática é vital para gestores, pois ajuda-os a prever possíveis mudanças nas condições de mercado e as suas consequências. Sharpe e Gupta (2018) afirmam que “a análise de risco permite que as empresas se preparem para diferentes cenários, identificando as variáveis que mais influenciam os resultados financeiros.” Este conceito enfatiza a importância de uma abordagem sistemática para entender e gerenciar os riscos associados a um projeto.

A análise de risco é abrangente e pode envolver a avaliação de riscos financeiros, operacionais e de mercado. Esta análise permite que os gestores identifiquem e priorizem riscos, implementando estratégias de mitigação adequadas. Um processo robusto de análise de risco pode contribuir para a resiliência da organização diante de incertezas e volatilidades.

A análise de sensibilidade é um subgrupo da análise de risco que mede a reação do valor de um projeto ou investimento a alterações em variáveis específicas. Esta análise concentra-se em compreender como pequenas mudanças em variáveis críticas, como receitas, custos e taxa de desconto, afetam a rentabilidade. Koller, Goedhart e Wessels (2010) indicam que “a análise de sensibilidade fornece *insights* sobre a robustez das premissas de um projeto, ajudando a identificar quais variáveis são mais críticas para o

seu sucesso.” Este tipo de análise permite que os gestores avaliem a vulnerabilidade de um projeto a flutuações nas suposições subjacentes.

A análise de sensibilidade é particularmente útil na avaliação de projetos de investimento, pois fornece uma visão clara sobre quais as variáveis devem ser monitoradas de perto e, potencialmente, ajustadas para maximizar o retorno esperado.

A execução da análise de risco e sensibilidade envolve várias etapas. O primeiro passo consiste em identificar as variáveis mais relevantes para o projeto em análise. Isso pode incluir, mas não se limita a receitas, custos operacionais, taxas de juros e condições económicas gerais. Em seguida, devem ser definidos cenários que incluem variações otimistas e pessimistas das variáveis identificadas. A consideração de uma gama ampla de possíveis resultados é crucial para uma avaliação abrangente do risco. Utiliza-se um modelo financeiro, frequentemente um modelo de fluxo de caixa atualizado, para calcular como é que as mudanças nas variáveis impactam o valor presente do projeto. Os resultados obtidos devem ser analisados para determinar como é que o valor do projeto se altera em resposta às variações nas variáveis. Esta análise é fundamental para identificar quais as variáveis têm o maior impacto sobre a rentabilidade e o risco associado ao projeto. Finalmente, os resultados devem ser interpretados de maneira a informar as decisões estratégicas. Com base na análise, os gestores podem desenvolver estratégias para mitigar riscos e otimizar o desempenho do projeto. A interpretação adequada dos dados obtidos permite que a organização se prepare melhor para enfrentar incertezas e aproveite as oportunidades.

### 3 – Metodologias e fontes de dados

O principal objetivo deste relatório de estágio foi a avaliação do valor resultante da fusão entre duas empresas prestadoras de serviços financeiros. Para assegurar a confidencialidade dos dados e facilitar a utilização de valores reais, as entidades envolvidas serão referidas como Empresa A, Empresa B e Empresa AB, sendo esta última a nova entidade resultante da fusão entre a Empresa A e a Empresa B.

A metodologia empregada neste estudo foi cuidadosamente estruturada para responder às exigências específicas do processo de apuramento do valor das empresas. Este processo é particularmente complexo e relevante, dado o impacto significativo que a fusão pode ter nas operações e no desempenho financeiro das entidades envolvidas. Assim, o processo metodológico foi dividido em várias etapas, com o foco na obtenção de uma análise precisa e coerente tanto das empresas individualmente quanto da nova entidade resultante. Na Empresa AB, foi realizada, igualmente, a avaliação da empresa.

A primeira etapa consistiu na revisão bibliográfica da literatura financeira, onde foram identificados e selecionados os principais autores e estudos relevantes ao tema. Essa revisão foi fundamental para extrair informações pertinentes de diversos artigos académicos e livros, abordando temas como os diferentes tipos de fusões, os conceitos e princípios subjacentes à avaliação de empresas, e a definição e aplicação da análise de sensibilidade e risco.

Na sequência, foram estabelecidos os objetivos que desejávamos alcançar com este estudo de caso. A análise da situação económico-financeira das Empresas A e B foi realizada com base nas demonstrações financeiras históricas, o que nos permitiu uma compreensão detalhada das operações de cada entidade antes da fusão. Além disso, foram definidos os pressupostos necessários para a análise e realização da avaliação da Empresa AB. Para essa avaliação, optou-se pelo método dos fluxos de caixa atualizados, que é amplamente utilizado na prática financeira para estimar o valor presente dos fluxos de caixa futuros.

Utilizando os dados das demonstrações financeiras históricas, indicadores financeiros extraídos do Banco de Portugal e previsões fornecidas pela administração das

empresas, avançou-se para uma análise aprofundada da situação da Empresa AB. Este processo teve como objetivo estimar os fluxos de caixa futuros com a maior credibilidade possível, permitindo uma projeção mais precisa das expectativas de desempenho financeiro da nova empresa resultante.

Concluída a análise financeira, foi realizada uma análise de sensibilidade e risco. Esta análise foi fundamental para simular diferentes cenários - otimistas e pessimistas - de modo a estabelecer um intervalo de valores relevantes para a avaliação, levando em consideração aspetos como potenciais variações no desempenho financeiro, mudanças nas condições de mercado e outros fatores críticos que poderiam impactar o valor das empresas.

## 4 – Estágio e estudo de caso

### 4.1 – Apresentação da empresa de acolhimento

Algarve Partners é um grupo económico que desenvolve a sua atividade nas áreas da construção civil, do desenvolvimento e promoção de imobiliário, bem como da aquacultura e pescas.

A empresa Cazulu Algarve Partners (pertencente ao grupo económico Algarve Partners), foi constituída a 30 de março de 2016, em Vale de Coitos, Odiáxere, no concelho de Lagos. A sua atividade principal consiste em prestar serviços administrativos, nomeadamente: receção, planeamento financeiro, arquivo de expediente e faturas, serviços de pessoal e correio. Além disso, realiza a supervisão e gestão de outras unidades do grupo ou empresa, abrangendo os domínios do planeamento estratégico e organizacional, bem como na tomada de decisões.

Os serviços incluem, também, a prestação de assistência administrativa pelas sedes sociais às empresas do grupo, atividades de consultoria, orientação e apoio operacional em matérias de relações públicas e comunicação, marketing, planeamento, organização, controlo, informação e gestão.

A Cazulu Algarve Partners oferece serviços relacionados com a reorganização de empresas, gestão financeira, estratégias de compensação pela cessação de vínculo laboral, consultoria sobre segurança e higiene no trabalho, conceção de programas contabilísticos e processos de controlo orçamental, definição de objetivos e políticas de marketing, e gestão de recursos humanos, incluindo processos de recrutamento, seleção e formação.

Além disso, presta atividades de apoio à gestão e administração de empresas, consultoria económica e financeira, consultoria de negócios e consultoria fiscal, bem como serviços de gestão financeira, contabilidade e auditoria. A empresa realiza ainda atividades de *reporting*, *procurement* e gestão de incentivos, além de representação nas relações com investidores.

Por fim, a Cazulu Algarve Partners oferece serviços de apoio a empresas com vista a garantir a conformidade (*compliance*), bem como serviços de desenvolvimento de negócios e mercados e serviços de contratação.

## 4.2 – Estudo de caso

Durante o estágio na empresa Cazulu Algarve Partners, iniciado no início de novembro de 2023 e concluído em fevereiro de 2024, com um total de 640 horas, tive a oportunidade de integrar uma série de atividades relacionadas à área financeira. O estágio focou-se em várias tarefas cruciais, como a elaboração de estudos de viabilidade económica e financeira, a realização de análises de mercado, consultas de mercado, bem como a participação em processos de candidatura a fundos comunitários.

O ponto central do meu relatório de estágio será a análise da fusão entre a Empresa A e a Empresa B, ambas especializadas na prestação de serviços financeiros. Esta fusão representou um desafio significativo, pois fui incumbida de realizar um estudo aprofundado da viabilidade dessa operação. Para isso, comecei com a análise detalhada das demonstrações financeiras históricas de ambas as empresas, com o objetivo de compreender melhor a sua situação atual, identificar áreas de melhoria e avaliar quais os processos que já eram vantajosos e poderiam ser mantidos ou otimizados na nova entidade resultante da fusão.

Além disso, um dos maiores desafios ao longo deste processo foi a determinação do valor da empresa resultante da fusão, denominada Empresa AB. Para tal, tive o privilégio de contar com o apoio de uma equipa altamente capacitada e sempre disponível, que me forneceu os dados necessários, ajudou a esclarecer dúvidas e orientou-me ao longo de todas as fases do estudo. Este apoio foi fundamental para que eu pudesse desenvolver uma análise independente e chegar a conclusões fundamentadas sobre o valor da nova entidade e as implicações da fusão.

A fusão das empresas envolveu um processo de avaliação rigoroso, onde foram analisados vários fatores, incluindo o cash flow atualizado, a sinergia entre as duas entidades e o impacto das economias de escala. Assim, o estudo de viabilidade e as projeções financeiras serviram como base para a decisão estratégica de avançar com a fusão.

### 4.3 – Enquadramento do setor

A empresa AB é semelhante às empresas com o Código de Atividade Económica (CAE) 69200 – Contabilidade, auditoria e consultoria fiscal. Este código de atividade enquadra as empresas que oferecem os seguintes serviços:

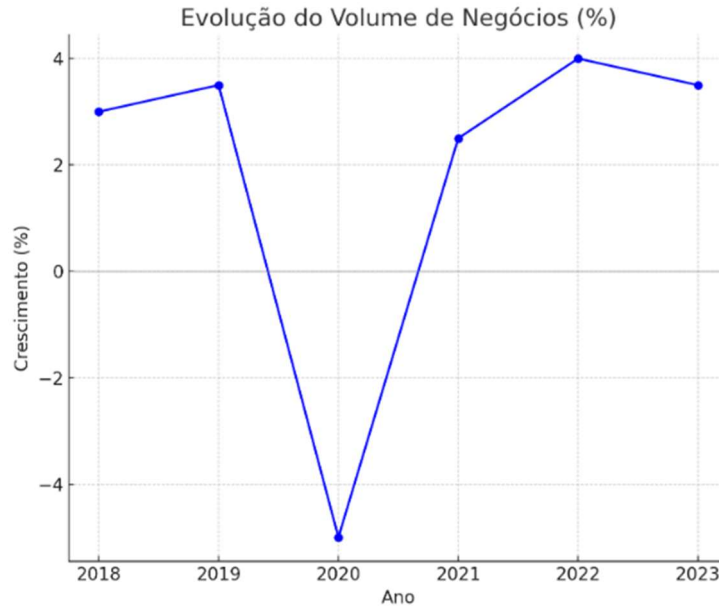
- **Contabilidade:** Serviços que incluem o registo, análise e comunicação de informações financeiras. Estas empresas são responsáveis pela elaboração de demonstrações financeiras, pelo acompanhamento das contas de empresas, e pelo controlo e gestão de orçamentos.
- **Auditoria:** Avaliação independente das demonstrações financeiras de uma organização. A auditoria pode ser externa (realizada por entidades terceiras) ou interna (realizada dentro da própria empresa). A função principal é garantir que as demonstrações financeiras estão corretas e em conformidade com os princípios contabilísticos, além de avaliar o controlo interno das empresas.
- **Consultoria Fiscal:** Inclui aconselhamento em matérias fiscais e tributárias, com foco no cumprimento das obrigações fiscais, planeamento fiscal, e otimização da carga tributária. Também abrange o apoio a clientes em questões relacionadas com a legislação fiscal, no tratamento de processos de contencioso tributário, e na análise das implicações fiscais de decisões estratégicas.

De acordo com o Banco de Portugal, o setor de serviços, onde se enquadra o CAE 69200, tem registado uma evolução estável no volume de negócios ao longo dos últimos anos, apesar das perturbações causadas pela pandemia de COVID-19. O setor tem sido impulsionado pela necessidade crescente de cumprimento de regulamentações, tanto fiscais quanto contabilísticas, e pela procura por serviços de consultoria estratégica.

Entre 2018 e 2023, o volume de negócios das empresas deste setor teve uma taxa de crescimento anual média (CAGR) de aproximadamente 2% a 4%, dependendo da subsecção analisada. No entanto, durante 2020, o setor sofreu uma queda temporária de cerca de 5% no volume de negócios, especialmente devido à suspensão de alguns contratos de consultoria e à menor atividade económica geral. A partir de 2021, houve uma recuperação significativa, com o setor a beneficiar da retoma económica e da

crecente procura por serviços fiscais devido à complexidade dos regimes de apoio às empresas.

### 1. Evolução do Volume de Negócios (%)

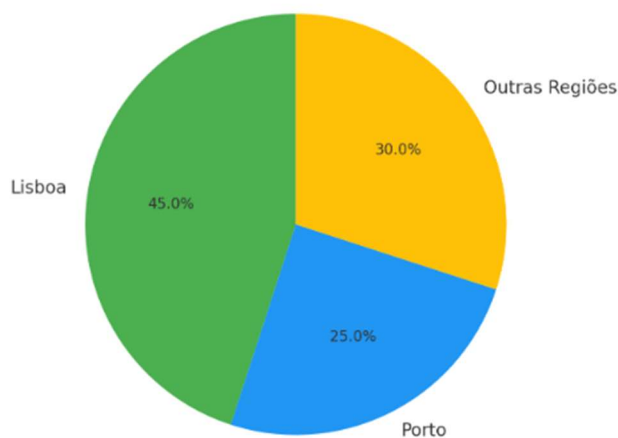


Fonte: Elaborado pelo autor

As empresas com o CAE 69200 estão distribuídas de forma heterogénea pelo país, com uma forte concentração nas áreas metropolitanas de Lisboa e Porto, onde se localiza a maior parte das empresas e serviços financeiros. Segundo os dados mais recentes do Banco de Portugal e do Instituto Nacional de Estatística (INE), cerca de 45% das empresas do setor estão localizadas na Área Metropolitana de Lisboa. A capital concentra um elevado número de empresas de auditoria e consultoria fiscal, especialmente devido à presença das grandes multinacionais, como as Big Four (Deloitte, PwC, EY e KPMG). Aproximadamente 25% das empresas deste setor situam-se na Área Metropolitana do Porto, sendo uma região onde se destacam também empresas de contabilidade e consultoria financeira para as PME. As restantes empresas estão dispersas por outras áreas do país, como Braga, Aveiro, e Faro, mas com menor concentração. As regiões do interior de Portugal têm uma presença muito mais reduzida neste setor, refletindo as disparidades económicas regionais.

## 2. Distribuição Geográfica das Empresas com CAE 69200

Distribuição Geográfica das Empresas (CAE 69200)



Fonte: Elaborado pelo autor

A estrutura empresarial do setor de contabilidade, auditoria e consultoria fiscal é dominada por PMEs, sendo a maioria micro e pequenas empresas que operam em nichos de mercado locais e regionais. Segundo os dados de 2022 do Banco de Portugal:

- **Microempresas (até 10 empregados):** Representam cerca de 75% das empresas no setor, focando-se sobretudo em serviços de contabilidade para pequenos negócios e consultoria fiscal local.
- **Pequenas Empresas (entre 10 e 50 empregados):** Estas empresas constituem cerca de 20% do total e têm uma presença regional mais forte, oferecendo também serviços de auditoria e consultoria mais especializados.
- **Médias Empresas (entre 50 e 250 empregados):** Representam cerca de 4% do total, com uma oferta diversificada de serviços e uma carteira de clientes mais ampla, muitas vezes a operar em várias regiões do país.
- **Grandes Empresas:** Estas são em menor número, representando menos de 1% das empresas do setor, mas concentram a maior parte do volume de negócios. Aqui incluem-se as grandes multinacionais (Big Four) que prestam serviços a grandes corporações e multinacionais em Portugal.

No caso em concreto do Algarve, o setor de contabilidade, auditoria e consultoria fiscal é composto predominantemente por PMEs, com uma concentração geográfica nas principais cidades e zonas turísticas. A região beneficia de uma procura estável por serviços fiscais, especialmente relacionados com o turismo, imobiliário e expatriados. No entanto, enfrenta desafios específicos, como a sazonalidade e a concorrência interna entre pequenas empresas. A digitalização e a diversificação de serviços emergem como oportunidades de crescimento para as empresas que conseguirem inovar no atendimento às necessidades fiscais dos seus clientes.

#### 4.4 – Demonstrações financeiras históricas

Para proceder à análise dos dados históricos, foi-me disponibilizada as Demonstrações de Resultados e os Balanços, dos anos 2021 e 2022, de ambas as empresas. Para analisar as demonstrações financeiras, efetuaram-se os rácios de estrutura e de rendibilidade da empresas.

*Tabela 1. Rácios de análise financeira Empresa A*

<b>Empresa A</b>	2021	2022
Autonomia Financeira	66,54%	75,68%
Solvabilidade	298,83%	411,19%
Grau de Endividamento	50,29%	32,13%

Fonte: Elaborado pelo autor

A Autonomia Financeira da Empresa A aumentou de 66,54% em 2021 para 75,68% em 2022. Este indicador mostra a proporção de capital próprio em relação ao capital total da empresa, ou seja, quanto é que a empresa depende dos seus próprios recursos para financiar as suas atividades. Um valor mais elevado indica uma menor dependência de capitais alheios. Esse aumento sugere que a empresa se tornou menos dependente de financiamento externo em 2022, reforçando sua estabilidade financeira.

O Índice de Solvabilidade também apresentou uma evolução positiva, passando de 298,83% em 2021 para 411,19% em 2022. Este índice mede a capacidade da empresa de pagar as suas dívidas de longo prazo com seus ativos totais. Quanto maior for o valor,

melhor é a saúde financeira da empresa. O crescimento desse indicador revela que a Empresa A está cada vez mais apta a honrar as suas obrigações financeiras de longo prazo, com um aumento expressivo na sua segurança financeira.

Já o Grau de Endividamento diminuiu de 50,29% em 2021 para 32,13% em 2022, o que reflete uma redução na proporção de dívidas em relação ao capital próprio. Um grau de endividamento mais baixo significa que a empresa está menos exposta a riscos financeiros relacionados à dívida. Esta queda significativa demonstra que a Empresa A conseguiu reduzir a sua dependência de capital alheio, tornando-se mais sólida e resiliente financeiramente.

*Tabela 2.- Rácios de análise financeira Empresa B*

<b>Empresa B</b>	2021	2022
Autonomia Financeira	67,32%	66,54%
Solvabilidade	306,02%	298,83%
Grau de Endividamento	175,82%	57,70%

Fonte: Elaborado pelo autor

A Autonomia Financeira da Empresa B teve uma ligeira queda, passando de 67,32% em 2021 para 66,54% em 2022. Este indicador reflete a proporção de capital próprio em relação ao total do ativo, mostrando o quanto a empresa depende de financiamento próprio e de capital alheio. Embora a redução seja mínima, indica que a empresa se tornou um pouco mais dependente de capitais alheios em 2022. Contudo, o valor ainda é relativamente saudável, sinalizando que a maior parte dos seus ativos ainda é financiada com capital próprio.

O Índice de Solvabilidade também apresentou uma ligeira queda, de 306,02% em 2021 para 298,83% em 2022. Este indicador mede a capacidade de a empresa cobrir as suas dívidas com os ativos totais. Apesar da redução, o valor permanece relativamente elevado, sugerindo que a Empresa B continua numa posição confortável para cumprir as suas obrigações de longo prazo. No entanto, a pequena queda pode ser um sinal de alerta para uma gestão mais cuidadosa, a fim de evitar uma deterioração adicional.

O ponto mais notável na análise financeira da Empresa B é a redução drástica no Grau de Endividamento, que passou de 175,82% em 2021 para 57,70% em 2022. Uma queda significativa como esta indica que a empresa reduziu substancialmente a sua dependência de capital alheio. Em 2021, a empresa tinha um grau de endividamento

bastante elevado, o que representava um risco financeiro considerável. A redução para um valor de 57,70% em 2022 mostra que a Empresa B conseguiu reestruturar as suas finanças, diminuindo o seu passivo e fortalecendo a sua posição financeira.

*Tabela 3. ROE e ROA Empresa A*

<b>Empresa A</b>	2021	2022
ROE	-1,02%	23,08%
ROA	-0,68%	17,47%

Fonte: Elaborado pelo autor

Em 2021, a Empresa A apresentou um ROE negativo de -1,02%, o que indica que a empresa estava a gerar prejuízo em relação ao capital investido pelos acionistas. Este resultado negativo revela que, nesse ano, a empresa não foi capaz de proporcionar retorno para os seus acionistas. No entanto, em 2022, a empresa recuperou, com o ROE a apresentar valores de 23,08%. Este valor significa que, para cada euro investido pelos acionistas, a empresa gerou um retorno de 23%. Esta mudança indica uma gestão eficaz que conseguiu reverter o cenário negativo. O aumento significativo no ROE demonstra um uso mais eficiente do capital próprio e uma forte recuperação da empresa.

O ROA da Empresa A segue uma trajetória similar ao ROE. Em 2021, o ROA foi de -0,68%, indicando que a empresa não estava a conseguir gerar lucros a partir dos seus ativos e, na verdade, estava a registar prejuízo. Porém, em 2022, o ROA aumentou para 17,47%, refletindo uma melhoria significativa na utilização dos ativos da empresa. Isto significa que, para cada euro investido em ativos, a empresa gerou aproximadamente 17,5% de retorno, evidenciando uma recuperação notável.

*Tabela 4. ROE e ROA Empresa B*

<b>Empresa B</b>	2021	2022
ROE	5,19%	-1,02%
ROA	3,50%	-0,68%

Fonte: Elaborado pelo autor

Em 2021, a Empresa B teve um ROE de 5,19%, indicando que a empresa conseguiu gerar um retorno de aproximadamente 5,2% para cada euro investido pelos acionistas. Este nível de rentabilidade, embora não extremamente elevado, é positivo e

sugere que, nesse ano, a empresa estava a conseguir proporcionar um retorno adequado aos investidores, gerando lucros a partir de seu capital próprio. No entanto, em 2022, o ROE diminuiu para -1,02%, revelando que a empresa entrou em prejuízo e não foi capaz de gerar qualquer retorno positivo para os seus acionistas.

O ROA da Empresa B também seguiu uma tendência similar ao ROE. Em 2021, o ROA foi de 3,50%, o que significa que a empresa conseguia gerar aproximadamente 3,5% de retorno sobre seus ativos totais. Isto indica que a empresa estava a utilizar os seus recursos de forma eficiente, gerando lucros com base nos ativos que possuía. Contudo, em 2022, o ROA diminuiu para -0,68%, o que significa que a empresa passou a operar com prejuízo em relação aos seus ativos. Um ROA negativo demonstra que os ativos da empresa não estavam a ser utilizados de forma eficiente, e a operação da empresa não conseguia gerar lucros suficientes para cobrir os seus gastos.

## 4.5 – Modelo de avaliação

### 4.5.1 – Período de análise

A avaliação das empresas A foi conduzida com base no desempenho da sua atividade entre 2021 e 2022, no que toca à empresa B a avaliação da empresa compreende-se entre os anos de 2021 e 2022, o que possibilitou analisar o crescimento do volume de negócios e as práticas de gestão adotadas ao longo desse período de ambas as empresas.

Para a projeção dos fluxos de caixa, foi estabelecido um horizonte temporal de cinco anos, abrangendo o período de outubro de 2024 a 2029. Com base nas abordagens tanto de capital próprio quanto de capital total, foram calculadas as variáveis e estabelecidos os pressupostos essenciais para a estimativa dos fluxos de caixa futuros.

#### 4.5.2 Pressupostos

##### Pressupostos Fiscais:

De acordo com a legislação fiscal em vigor no ano de 2023, adotaram-se os seguintes pressupostos fiscais para a realização deste projeto de fusão:

- Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA): Considerou-se a taxa geral de 23%, aplicável à maioria das operações de prestação de serviços.
- Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas (IRC): Para os primeiros 50.000€ de matéria coletável, aplicou-se uma taxa reduzida de 17%. A partir deste montante, a matéria coletável fica sujeita à taxa de 21%.
- Inflação: Foi assumida uma taxa de inflação anual de 2%, baseada nas previsões macroeconómicas para o ano em questão.
- Impostos de Segurança Social:
  - Para o trabalhador, a contribuição à Segurança Social é de 11%.
  - Para a empresa, a contribuição patronal é de 23,75%.
- Taxas de Depreciação:
  - Edifício (escritório): Vida útil estimada de 50 anos, com uma taxa de depreciação anual de 2%.
  - Hardware: Vida útil de 5 anos, com depreciação de 20% ao ano.
  - Equipamento de Escritório: Vida útil de 8 anos, com uma depreciação anual de 13%.

##### - Pressupostos de avaliação

A dívida bancária e o capital injetado na empresa por parte dos sócios eliminam a percepção de período de investimento na demonstração de fluxo de caixa previsionais. É por este motivo que o Free Cash-Flow da demonstração de fluxos de caixa difere do Free Cash-Flow apresentado na avaliação. Na avaliação da empresa, o Free Cash-Flow resume-se à subtração do resultado operacional descontado de impostos e de non cash events da demonstração de resultados (que neste caso não existe), pelas variações de fundo de manuseio e do Capex.

#### 4.5.3 – Demonstrações financeiras previsionais

O modelo financeiro foi desenvolvido com base em dados reais da Empresa A e da Empresa B. Para realizar as projeções aqui apresentadas, ou seja, a demonstração de resultados, balanço e demonstração de fluxos de caixa foi necessário começar por determinar os inputs/pressupostos.

Inicialmente comecei por apresentar os serviços oferecidos, estes serviços foram definidos pelos sócios da empresa durante sucessivas reuniões onde se debateram as necessidades do mercado atual.

De seguida foram definidos os recursos necessários para a concretização do plano de vendas o que deu origem ao mapa de despesas operacionais. Todos os valores apresentados neste mapa foram calculados por mim, com base em dados reais da contabilidade da Empresa A. É evidente que tiveram de sofrer alguma adaptação, daí ter determinado uma variável para cada tipo de despesa que me permitisse variar cada despesa com base em cada momento de evolução da empresa.

Tabela 5. Mapa de OPEX

	Year					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>OPEX</b>	<b>13 003 €</b>	<b>52 011 €</b>	<b>52 011 €</b>	<b>52 011 €</b>	<b>52 011 €</b>	<b>52 011 €</b>
Software	1 850 €	7 401 €	7 401 €	7 401 €	7 401 €	7 401 €
Accounting ERP	1 814 €	7 257 €	7 257 €	7 257 €	7 257 €	7 257 €
Module   Assets	104 €	415 €	415 €	415 €	415 €	415 €
Module   Management Accounting	81 €	324 €	324 €	324 €	324 €	324 €
Module   Treasury/Banks	52 €	208 €	208 €	208 €	208 €	208 €
Module   Treasury/Current accounting	35 €	139 €	139 €	139 €	139 €	139 €
Module   Logistics - Purchases	52 €	208 €	208 €	208 €	208 €	208 €
Module   Logistics - Stocks	55 €	222 €	222 €	222 €	222 €	222 €
Module   Logistics - Sales	55 €	222 €	222 €	222 €	222 €	222 €
Module   Human Resources	137 €	550 €	550 €	550 €	550 €	550 €
Module   Api Standard Edition	111 €	443 €	443 €	443 €	443 €	443 €
Module   Pex advanced	85 €	340 €	340 €	340 €	340 €	340 €
Module   Personal data manager	83 €	332 €	332 €	332 €	332 €	332 €
Module   Office extensions	199 €	798 €	798 €	798 €	798 €	798 €
Contract   Primavera	562 €	2 249 €	2 249 €	2 249 €	2 249 €	2 249 €
Contract   25 Technical support (25Hours)	202 €	809 €	809 €	809 €	809 €	809 €
Microsoft office	36 €	144 €	144 €	144 €	144 €	144 €
Communication	4 182 €	16 727 €	16 727 €	16 727 €	16 727 €	16 727 €
Servers	657 €	2 627 €	2 627 €	2 627 €	2 627 €	2 627 €
Remote desktop	117 €	467 €	467 €	467 €	467 €	467 €
Servers subscription	461 €	1 844 €	1 844 €	1 844 €	1 844 €	1 844 €
Computing and storage	419 €	1 677 €	1 677 €	1 677 €	1 677 €	1 677 €
Networks and ip's	42 €	167 €	167 €	167 €	167 €	167 €
Software subscription licenses	79 €	316 €	316 €	316 €	316 €	316 €
Internet + Voice + Vpn + Housing	3 525 €	14 100 €	14 100 €	14 100 €	14 100 €	14 100 €
Office materials per # staff	513 €	2 223 €	3 306 €	4 161 €	4 845 €	5 529 €
Administration support	2 511 €	10 044 €	10 044 €	10 044 €	10 044 €	10 044 €
Car leasing	1 470 €	5 880 €	5 880 €	5 880 €	5 880 €	5 880 €
Gas	270 €	1 080 €	1 080 €	1 080 €	1 080 €	1 080 €
Car insurance	321 €	1 284 €	1 284 €	1 284 €	1 284 €	1 284 €
Representation Expenses	450 €	1 800 €	1 800 €	1 800 €	1 800 €	1 800 €
Marketing	625 €	2 500 €	2 500 €	2 500 €	2 500 €	2 500 €
Energy & Water	1 604 €	6 416 €	6 416 €	6 416 €	6 416 €	6 416 €
Cleaning services	536 €	2 143 €	2 143 €	2 143 €	2 143 €	2 143 €
Other (safety margin)	1 182 €	4 728 €	4 728 €	4 728 €	4 728 €	4 728 €

Fonte: Elaborado pelo autor

Posteriormente procedi à definição das variáveis macroeconómicas e de tesouraria que impactam todas as demonstrações financeiras e consequentemente a respetiva análise.

Depois parti para o plano de vendas previsional. Alguns clientes têm origem da Empresa A (o nome destes clientes nunca me foi fornecido por forma a guardar sigilo profissional) e outros clientes têm origem da empresa Empresa B. Após algumas reuniões para perceber que clientes iriam continuar a trabalhar connosco, da parte das duas empresas, pude desenvolver a seguinte tabela de vendas. É de notar que estes são os clientes que vêm do passado das empresas, com a fusão surgem os novos serviços e foi necessário realizar uma previsão de vendas originada por esses serviços, que com a experiência dos sócios, permitiu-nos desenvolver a seguinte tabela.

*Tabela 6. Mapa de Revenue de Clientes contratados*

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Empresa A. Hired Clients revenue	30 099 €	120 398 €	120 398 €	120 398 €	120 398 €	120 398 €
Empresa B. Hired Clients revenue	72 600 €	290 400 €	290 400 €	290 400 €	290 400 €	290 400 €

Fonte: Elaborado pelo autor

Como é possível observar na tabela seguinte, há muitas combinações possíveis de realizar já que os clientes podem enquadrar-se em diferentes patamares no que toca aos diferentes serviços oferecidos, contudo defini 4 tipos de clientes que representam a média e com o apoio da equipa determinámos uma previsão.

*Tabela 7. Mapa de Previsão de novos clientes*

Clients & revenue forecast		Avg. Monthly fee	#New Clients per year					
Client grades			2024	2025	2026	2027	2028	2029
D	Accounting	207 €						
	Without <=3K Purchase Documents or <=3M€ in Sales	207 €	2	3	3	3	4	
C	Accounting + Human Resources	882 €						
	With analytics <=3K Purchase Documents or <=3M€ in Sales	414 €						
	From 5 to 10 Workers	468 €	2	1	1	1		
B	Accounting + Human Resources + Treasury	2 815 €						
	With analytics <=6K Purchase Documents or <=6M€ in Sales	1 448 €						
	From 5 to 10 Workers	468 €						
	<=4160 payments	899 €						
A	Accounting + Human Resources + Treasury + Finance	7 159 €						
	With analytics <=9K Purchase Documents or <=9M€ in Sales	4 137 €	1	1	1	1		
	From 10 to 50 Workers	1 170 €						
	<=4160 payments	899 €						
	<=640 project hours	953 €						

Fonte: Elaborado pelo autor

Partindo para os custos e começando pelos gastos com o pessoal, comecei por perceber que pessoas iriam continuar a trabalhar na empresa após a fusão das empresas e a recolher dados sobre as respetivas remunerações e funções. Percebi que os trabalhadores que já estão contratados vão ficar focados em prestar serviços para os clientes que estão atualmente contratados. Como referi anteriormente, vamos ter uma gama de serviços para dar resposta a novos clientes, e como tal será necessário também contratar novos trabalhadores para as diferentes áreas, sendo assim os gastos com pessoal têm duas componentes: pessoal que já está contratado e pessoal que será necessário contratar para responder aos aumentos de serviços prestados algo que pode ser verificado na demonstração de resultados (Anexo 6).

Após a conclusão da previsão do custo do staff, procedi à contabilização das despesas operacionais. Software, comunicação, materiais de escritório, gastos de apoio à administração, marketing, energia e água, limpeza e outros foram os gastos estimados e imprescindíveis ao normal funcionamento da atividade da empresa, é importante salientar que aumentos no número de trabalhadores geram também aumentos destas despesas operacionais.

Definidos os gastos passei para o desenvolvimento da componente capital alheio. Foram-me fornecidos dados com base em simulações de dívida bancária efetuadas junto de bancos. Esta dívida servirá como forma de aquisição de um escritório na região de Lagos, que permita desenvolver a operação da empresa.

Por último, e antes de realizar as demonstrações financeiras previsionais, desenvolvi o mapa de CapEx (Capital Expenditure). Onde apresento a compra do imóvel que se encontra no alvo dos sócios e toda a compra de hardware que também aumenta cada vez que se prevê a contratação de um novo funcionário. Para além do investimento, desenvolvi também o mapa de depreciações conforme as tabelas oficiais de depreciações de contabilidade sobre estes ativos fixos.

Nas demonstrações financeiras compostas por demonstração de resultados, balanço e demonstração de fluxos de caixa é possível perceber que a empresa tem uma expectativa de crescimento acentuado. Com um resultado líquido médio de 11% entre 2024 e 2029 e um EBITDA crescente anualmente a uma média de 4% é esperado que a empresa termine o ano de 2029 com um free cash-flow acumulado de 261 561€. Tendo

capacidade mais que suficiente para pagar a dívida bancária e gerar riqueza para os acionistas.

Numa análise mais profunda podemos apresentar os seguintes dados:

*Tabela 8. Rácios de análise financeira Empresa AB*

<b>Empresa AB</b>	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Autonomia Financeira	17,67%	20,22%	28,45%	45,79%	67,70%	86,30%
Solvabilidade	121,46%	125,34%	139,77%	184,48%	309,57%	730,09%
Grau de Endividamento	465,99%	394,57%	251,44%	118,38%	47,72%	15,87%

<b>Empresa AB</b>	2024	2025	2026	2027	2028	2029
ROE	7,87%	14,32%	30,26%	42,49%	41,85%	37,56%
ROA	1,39%	2,90%	8,61%	19,46%	28,33%	32,42%

Fonte: Elaborado pelo autor

A autonomia financeira da Empresa AB apresenta uma trajetória de crescimento constante ao longo dos anos, começando em 17,67% em 2024 e atingindo 86,30% em 2029. Esse aumento indica que a empresa está progressivamente a utilizar mais recursos próprios para financiar as suas operações, o que reflete uma maior independência de capitais alheios.

A solvabilidade, que mede a capacidade da empresa de cumprir as suas obrigações com base nos seus ativos, também apresenta um crescimento consistente. Em 2024, o índice é de 121,46%, e em 2029 atinge 730,09%. Este crescimento sugere que a empresa está a melhorar a sua capacidade de pagar as suas dívidas, o que é um sinal positivo de fortalecimento financeiro.

O grau de endividamento da Empresa AB, que começou elevado em 2024 com um valor de 465,99%, vai diminuindo gradualmente até atingir 15,87% em 2029. Isto demonstra uma redução significativa da dependência de capital alheio, o que está alinhado com o aumento da autonomia financeira e da solvabilidade. A empresa passa a estar num processo de liquidação de dívida, o que aumenta a sua estabilidade financeira a longo prazo.

O retorno sobre o capital próprio (ROE) apresenta uma tendência de crescimento forte de 2024 (7,87%) até 2027 (42,49%), com um pequeno declínio em 2028 e 2029, quando atinge 37,56%. Isto indica que a rentabilidade dos capitais próprios investidos na empresa aumentou significativamente até 2027, mas pode haver algum impacto no retorno nos últimos anos, embora o índice permaneça alto.

O retorno sobre os ativos (ROA) também segue uma trajetória ascendente, passando de 1,39% em 2024 para 32,42% em 2029. Este aumento reflete uma melhoria na eficiência com que a empresa está a utilizar os seus ativos para gerar lucro. Em particular, o crescimento acelerado de 2026 em diante sugere que a empresa se está a tornar mais eficaz na sua operação e a aproveitar ao máximo os seus ativos.

#### 4.5.4 – Avaliação

A avaliação da empresa foi realizada através do método dos *Discounted Cash Flows* (DCF). Este método parte do pressuposto de que o valor de um ativo é equivalente ao valor presente dos fluxos de caixa futuros gerados pelo mesmo, descontados a uma taxa que reflete o risco e o retorno associados.

##### 1) Determinação dos Free Cash Flows

Os fluxos de caixa obtidos pelo modelo apenas refletem o desenvolvimento da tesouraria do negócio, deste modo, e para garantir a independência entre o Free Cash-Flow e uma determinada estrutura financeira, calculei os seguintes Free Cash-Flows para a avaliação:

*Tabela 9. Determinação de Free Cash-Flow para Empresa AB*

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Resultados Operacionais (EBIT) x (1-t)	€7 601	€24 039	€46 225	€95 963	€154 002	€215 874
Amortizações & Depreciações & Other Non-Cash events da DR	€0	€7 189	€8 357	€10 322	€12 923	€16 162
Δ Fundo Maneio (-)	(€11 324)	(€419)	(€7 250)	(€6 005)	(€6 218)	(€6 544)
CAPEX (-)	(€351 500)	(€1 165)	(€8 155)	(€11 650)	(€15 145)	(€18 640)
<b>Free cash-flow</b>	<b>(€355 222)</b>	<b>€29 644</b>	<b>€39 177</b>	<b>€88 630</b>	<b>€145 563</b>	<b>€206 852</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Deste modo, os fluxos de caixa utilizados para a avaliação do ativo não incluem o impacto da entrada de capital alheio nem de capital próprio para o financiamento do investimento no novo imóvel de escritórios.

##### 2) Determinação da Taxa de Desconto

Para este efeito, recorreu-se ao *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) como taxa de atualização. O WACC permite estimar uma taxa que satisfaça as expectativas de retorno dos investidores e credores em relação ao ativo, ponderando tanto o custo do capital próprio quanto o custo do capital alheio.

O primeiro passo consistiu na determinação do custo do capital próprio (*Cost of Equity*), através da aplicação do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Este

modelo calcula o retorno esperado pelos acionistas. Para o cálculo da *Risk-Free Rate*, utilizei a taxa de retorno das Obrigações do Tesouro de Portugal a 10 anos, fixada em 2,88%. Relativamente ao cálculo do *beta*, e considerando que a estrutura de capital variaria ao longo do período de análise, optei pelo cálculo de um *Beta Relevered*, que ajusta o rácio de capital próprio/capital alheio em cada ano. Para obter o *beta levered*, consulte as publicações de Damodaran, considerando o setor de *Financial Services* na Europa, que apresentou um valor de 1,02x. Posteriormente, aplicando a seguinte fórmula

$$\beta_L = \beta_U \times \left( 1 + \frac{D}{E} \times (1 - T) \right) \quad (9)$$

pude obter o *beta relevered* para cada ano.

Com a *Risk-Free Rate* e a medida de risco (*beta*) determinadas, restou calcular a taxa de retorno do mercado, que foi obtida também através dos dados de Damodaran para o referido setor, fixada em 6,35%.

Aplicando a fórmula do CAPM, obtive as seguintes taxas de custo de capital próprio ao longo dos seis anos:

*Tabela 10. Custo do Capital Próprio*

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
CAPM = Cost of Equity = ke	15,46%	13,87%	10,69%	7,73%	6,16%	5,46%

Fonte: Elaborado pelo autor

Em seguida, para o cálculo do custo do capital alheio (*Cost of Debt*), considerei a taxa de juro da dívida contratada que foi de 5%, e a taxa de imposto (IRC), fixada em 25%. Assim, o custo da dívida resultante foi o seguinte:

*Tabela 11. Custo do Capital Alheio*

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Cost of Debt = kd	3,95%	3,95%	3,95%	3,95%	3,95%	3,95%

Fonte: Elaborado pelo autor

Finalmente, procedi ao cálculo do *Rolling WACC*. A única diferença para o cálculo do WACC é que este varia ano após ano, pois a estrutura da empresa também varia, dando assim o seguinte resultado:

Tabela 12. Custo do Rolling WACC

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Rolling WACC	5,98%	5,96%	5,87%	5,68%	5,45%	5,25%

Fonte: Elaborado pelo autor

Para obter o fator de desconto, utilizei a fórmula:

$$\text{Fator de Desconto} = \frac{1}{(1 + i)^t}$$

(10)

Tabela 13. Fator de Desconto

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Fator de desconto	0,94	0,89	0,84	0,80	0,77	0,74

Fonte: Elaborado pelo autor

### 3) Desconto dos Fluxos de Caixa Futuros à Taxa de Desconto

Para descontar os *free cash flows*, é necessário multiplicar os *free cash flows* pela taxa de desconto:

Tabela 14. Determinação dos Discounted Free Cash-Flow

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Free cash-flow	(€355 222)	€29 281	€37 623	€83 387	€134 252	€187 132
Factor de desconto	0,944	0,891	0,843	0,801	0,767	0,735
Discounted Free cash-flow	(€335 168)	€26 405	€33 017	€71 050	€111 649	€152 177

Fonte: Elaborado pelo autor

#### 4) Avaliação por meio do VAL e Taxa Interna de Rentabilidade

*Tabela 15. VAL e TIR*

VAL	59 132 €
TIR	7,71%

Fonte: Elaborado pelo autor

Um Valor Atual Líquido (VAL) de 59.132€ indica que o projeto ou investimento é lucrativo, gerando um retorno adicional de 59.132€, além de cobrir o investimento inicial. Este resultado sugere que o projeto é viável, desde que o VAL seja superior ao investimento necessário e atenda às expectativas do investidor.

A Taxa Interna de Rentabilidade (TIR) calculada foi de 7,71% o que indica que o projeto oferece um retorno de 7,71% ao ano. Se esta TIR for superior ao custo de capital, o projeto é considerado viável. No entanto, caso o custo de capital ultrapasse os 7,71%, o projeto deixará de ser atrativo.

#### 4.5.5 – Análise de sensibilidade e risco

*Tabela 16. Cenário Normal*

CENÁRIO	Ano 2024	Ano 2025	Ano 2026	Ano 2027	Ano 2028	Ano 2029	TOTAL
<b>Normal</b>							
Volume Negócios	€102 699	€422 812	€560 860	€717 870	€870 768	€1 030 875	€3 705 884
Gastos	€93 078	€385 193	€493 990	€586 077	€662 905	€741 455	€2 962 696
EBITDA	€9 622	€37 619	€66 870	€131 794	€207 863	€289 420	€743 187
Margem Ebitda	9,37%	8,90%	11,92%	18,36%	23,87%	28,08%	16,75%
Free Cash Flow	(€355 222)	€29 281	€37 623	€83 387	€134 252	€187 132	€116 453
VAL	€59 132						€59 132
TIR	7,71%						7,71%

Fonte: Elaborado pelo autor

## Aumento de 15% nos preços

Com um aumento de preços de 15%, a empresa atinge um patamar de conforto económico-financeiro e liquidez significativamente mais favorável do que o cenário normal. Observa-se que a maior parte das despesas da empresa são fixas, já que as rubricas FSE e Opex (Despesas Operacionais) permanecem constantes.

Esse ajuste de preços resulta num aumento na margem de EBITDA, de 16,75% para 27,61%. Como consequência, espera-se que o free cash flow no final de 2029 seja superior em 470.669€.

Em relação à avaliação do projeto, o Valor Atual Líquido (VAL) é superior em 347.200€, tornando o projeto muito atrativo do ponto de vista de criação de valor para os investidores. Isso significa que o projeto gera um valor adicional de 406.332€ em relação ao investimento inicial, o que representa um retorno anual de 33.58%.

*Tabela 17. Cenário +15% Preços*

CENÁRIO	Ano 2024	Ano 2025	Ano 2026	Ano 2027	Ano 2028	Ano 2029	TOTAL	VAR FACE A NORMAL
<b>+15%Prices</b>								
Volume Negócios	€118 104	€486 234	€644 989	€825 551	€1 001 383	€1 185 506	€4 261 766	15%
Gastos	€93 078	€385 193	€493 990	€586 077	€662 905	€741 455	€2 962 696	0%
EBITDA	€25 027	€101 040	€150 999	€239 474	€338 478	€444 051	€1 299 070	75%
Margem Ebitda	21,19%	20,78%	23,41%	29,01%	33,80%	37,46%	27,61%	65%
Free Cash Flow	(€345 620)	€79 664	€104 517	€172 770	€247 789	€328 001	€587 122	404%
VAL	€406 332						€406 332	587%
TIR	33,58%						33,58%	336%

Fonte: Elaborado pelo autor

## Redução de 15% nos preços

Uma redução de 15% nos preços praticados pela empresa coloca-a numa situação económico-financeira muito débil. Embora o EBITDA acumulado durante o período de análise seja positivo, os free cash flows revelam que o negócio não tem capacidade de gerar retorno para os acionistas nesse intervalo temporal.

Esse impacto negativo é refletido na avaliação da empresa, indicando que o negócio não apenas não gera dinheiro após o investimento inicial, mas também destrói

valor, totalizando uma perda de 286.454€. Além disso, a análise da TIR demonstra que, por cada euro investido no projeto, há um retorno negativo de cerca de 22,5 cêntimos.

*Tabela 18. Cenário -15% Preços*

CENÁRIO	Ano 2024	Ano 2025	Ano 2026	Ano 2027	Ano 2028	Ano 2029	TOTAL	VAR FACE A NORMAL
<b>-15%Prices</b>								
Volume Negócios	€87 295	€359 390	€476 731	€610 190	€740 153	€876 243	€3 150 001	-15%
Gastos	€93 078	€385 193	€493 990	€586 077	€662 905	€741 455	€2 962 696	0%
EBITDA	(€5 783)	(€25 803)	(€17 259)	€24 113	€77 248	€134 789	€187 305	-75%
Margem Ebitda	-6,62%	-7,18%	-3,62%	3,95%	10,44%	15,38%	2,06%	-88%
Free Cash Flow	(€364 825)	(€20 376)	(€26 162)	€4 490	€43 337	€85 702	(€277 835)	-339%
VAL	(€286 454)						(€286 454)	-584%
TIR	-22,43%						-22,43%	-391%

Fonte: Elaborado pelo autor

### **Aumento de 15% nos gastos operacionais**

A empresa demonstra uma alta sensibilidade a aumentos nos preços dos fornecimentos e serviços externos e nas despesas operacionais. Mesmo com uma margem média de EBITDA de 12,66%, um aumento de 15% nessas variáveis resulta num cenário em que a empresa não gera valor para os investidores; na verdade, ela destrói valor.

Caso os custos tenham sido mal estimados ou se os mesmos estiverem adequadamente calculados, mas enfrentarem esse aumento no futuro, a empresa pode alcançar uma situação crítica, resultando numa perda de 24.975€ para os acionistas.

No que toca a taxa interna de rentabilidade é possível afirmar que embora positiva é insuficiente para cobrir o custo do capital. O projeto é efetivamente destruidor de valor.

*Tabela 19. Cenário +15% FSE e OPEX*

CENÁRIO	Ano 2024	Ano 2025	Ano 2026	Ano 2027	Ano 2028	Ano 2029	TOTAL	VAR FACE A NORMAL
<b>+15%FSE e Opex</b>								
Volume Negócios	€102 699	€422 812	€560 860	€717 870	€870 768	€1 030 875	€3 705 884	0%
Gastos	€98 928	€409 061	€518 326	€610 881	€688 177	€767 195	€3 092 566	4%
EBITDA	€3 772	€13 751	€42 534	€106 990	€182 591	€263 680	€613 317	-17%
Margem Ebitda	3,67%	3,25%	7,58%	14,90%	20,97%	25,58%	12,66%	-24%
Free Cash Flow	(€359 844)	€10 788	€19 952	€69 035	€125 598	€186 517	€52 046	-55%
VAL	(€24 975)						(€24 975)	-142%
TIR	3,36%						3,36%	-56%

Fonte: Elaborado pelo autor

## Aumento do prazo medio de recebimentos em 15 dias

A variação no prazo médio de recebimentos não afeta diretamente as rubricas da demonstração de resultados, pois o seu impacto reflete-se apenas na ótica da tesouraria. Com o aumento dos prazos de recebimento, a exigência de fundo de manuseio torna-se superior, uma vez que a empresa demora mais a receber o dinheiro das vendas, enquanto o prazo para pagamento aos fornecedores permanece o mesmo. Como resultado, o esforço de tesouraria é aumentado.

Nesse contexto, o free cash flow acumulado durante esse período é cerca de 6300€ inferior ao cenário normal. Não significa que a empresa o tenha perdido, significa que a rubrica “Clientes” do ativo corrente sofreu um aumento. Em termos de avaliação, essa situação tem um impacto negativo, uma vez que os free cash flows durante o período de análise são inferiores. O mesmo efeito está refletido no VAL que sofreu uma redução de 64% e a TIR que reduziu em 10%.

Tabela 20. Cenário +15d PMR

CENÁRIO	Ano 2024	Ano 2025	Ano 2026	Ano 2027	Ano 2028	Ano 2029	TOTAL	VAR FACE A NORMAL
<b>+15d PMR</b>								
Volume Negócios	€102 699	€422 812	€560 860	€717 870	€870 768	€1 030 875	€3 705 884	0%
Gastos	€93 078	€385 193	€493 990	€586 077	€662 905	€741 455	€2 962 696	0%
EBITDA	€9 622	€37 619	€66 870	€131 794	€207 863	€289 420	€743 187	0%
Margem Ebitda	9,37%	8,90%	11,92%	18,36%	23,87%	28,08%	16,75%	0%
Free Cash Flow	(€372 339)	€29 091	€31 694	€82 447	€139 165	€200 125	€110 184	-5%
VAL	€21 370						€21 370	-64%
TIR	6,90%						6,90%	-10%

Fonte: Elaborado pelo autor

## Aumento do prazo medio de pagamentos em 15 dias

Assim como na variação dos prazos médios de recebimento, os prazos médios de pagamento influenciam apenas a demonstração de fluxos de caixa. Neste caso, um aumento de 15 dias no prazo médio de pagamentos proporciona à tesouraria uma folga significativa, já que a empresa recebe dos seus clientes num período muito mais curto do que paga aos fornecedores. Com essa dilatação no prazo de pagamento, a empresa consegue acumular um free cash flow superior.

Conseqüentemente, o aumento dos free cash flows resulta numa maior valorização do projeto. Isso permite afirmar que, além do investimento inicial, o projeto gera 61.460€, o que representa uma remuneração de capital de 10,09% ao ano e 31% superior face ao cenário normal.

*Tabela 21. Cenário +15d PMP*

CENÁRIO	Ano 2024	Ano 2025	Ano 2026	Ano 2027	Ano 2028	Ano 2029	TOTAL	VAR FACE A NORMAL
<b>+15d PMP</b>								
Volume Negócios	€102 699	€422 812	€560 860	€717 870	€870 768	€1 030 875	€3 705 884	0%
Gastos	€93 078	€385 193	€493 990	€586 077	€662 905	€741 455	€2 962 696	0%
EBITDA	€9 622	€37 619	€66 870	€131 794	€207 863	€289 420	€743 187	0%
Margem Ebitda	9,37%	8,90%	11,92%	18,36%	23,87%	28,08%	16,75%	0%
Free Cash Flow	(€353 023)	€29 697	€39 280	€88 705	€145 639	€206 929	€157 227	35%
VAL	€61 460						€61 460	4%
TIR	10,09%						10,09%	31%

Fonte: Elaborado pelo autor

## 5- Principais conclusões

Este relatório de estágio é o reflexo de um percurso de muita aprendizagem, mas também de muito trabalho. O trabalho desenvolvido ao longo das 640 horas foi uma forma de consolidar conceitos importantes aprendidos ao longo do meu percurso académico.

Com este estágio curricular, veio o desafio de avaliar a viabilidade da fusão entre duas empresas prestadoras de serviços financeiros. Para realizar este projeto, começou-se pela análise de cada empresa, Empresa A e Empresa B, individualmente, para posteriormente proceder à avaliação da fusão destas duas empresas. A avaliação de empresas desempenha um papel crucial na administração, tanto para os acionistas quanto para potenciais investidores, uma vez que visa estimar o valor e a capacidade das empresas de gerar riqueza no futuro. Primeiramente, é fundamental definir o propósito da avaliação, seguido pelos pressupostos. Após esta etapa, escolhem-se os modelos de avaliação mais adequados, levando em consideração os objetivos traçados e a realidade económica e financeira da empresa em questão.

A revisão da literatura revelou uma grande variedade de métodos de avaliação, exigindo, assim, uma análise cuidadosa e criteriosa, optando pelos que melhor se ajustem às características e à realidade da empresa. Teoricamente, os modelos são similares para todas as empresas, independentemente da sua dimensão. No entanto, para as pequenas e médias empresas (PMEs), a aplicação desses métodos é mais desafiadora devido à escassez de informações financeiras disponíveis.

Para dar resposta ao objetivo proposto, optou-se pelo método dos Cash-Flow atualizados. Utilizando o método dos Cash-Flows atualizados, chegou-se a um VAL de 59.132€, ou seja, quer isto dizer que a fusão entre as duas empresas, que deu resultado à empresa AB, é um projeto lucrativo, embora com um retorno bastante baixo.

Os valores apresentados são valores estimados, podendo servir como referência para negociações numa possível venda futura ou para a entrada de novo capital, por exemplo. Contudo, é importante ressaltar que os resultados obtidos são subjetivos, pois dependem dos pressupostos definidos durante a avaliação, entre outros fatores.

## 6 – Limitações de estudo

Apesar de ter conseguido atingir o objetivo inicialmente proposto com este projeto, encontrei algumas dificuldades ao longo do processo.

Uma das principais dificuldades foi determinar os pressupostos e atribuir valores adequados aos mesmos. Sendo este um projeto de fusão de empresas, foi necessário entender as necessidades e especificidades de duas entidades distintas, o que exigiu uma análise mais complexa. A fusão implica não apenas a análise de cada empresa individualmente, mas também a antecipação de como a combinação de ambas afetaria diversas áreas.

A falta de uma maior diversidade de dados históricos das duas empresas também representou uma dificuldade significativa. Ao dispor de poucas demonstrações financeiras, a análise foi limitada, o que dificultou a identificação de tendências e a projeção de cenários futuros com maior precisão. A ausência de dados de um período mais longo impediu uma avaliação mais robusta do desempenho passado das empresas, o que poderia ter contribuído para uma análise financeira mais detalhada e fundamentada. Com uma enorme quantidade de literatura existente, foi desafiante identificar e filtrar as fontes mais relevantes para o caso específico deste projeto. O processo de escolher estudos que abordassem diretamente as problemáticas encontradas e que pudessem contribuir para uma análise sólida e fundamentada foi um trabalho difícil.

## 7 – Sugestões para trabalhos futuros

A minha sugestão para trabalhos futuros seria a realização de um estudo pós-fusão que analisasse os valores económico-financeiros reais da empresa resultante da fusão, comparando-os com as projeções realizadas durante o processo de avaliação da fusão. Este estudo permitiria verificar se os valores estimados, como o Volume de Negócios, EBITDA, Free Cash Flow e TIR, estão alinhados com os resultados efetivamente obtidos, ou se ocorreram desvios significativos.

## Referências bibliográficas

- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) 'New Evidence and Perspectives on Mergers', *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 103-120.
- Ansoff, H. I. (1965) *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*. New York: McGraw-Hill.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2003) *Principles of Corporate Finance*. 7th edn. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bruner, R. F. & Perella, J. R. (2004) *Applied Mergers and Acquisitions*. New York: John Wiley & Sons.
- Capron, L. & Mitchell, W. (1998) 'Bilateral Resource Redeployment and Capabilities Improvement Following Horizontal Acquisitions', *Industrial and Corporate Change*, 7(3), pp. 453-484.
- Caves, R. E. (1989) 'Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight', *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), pp. 151-174.
- Collins, J. (2001) *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap... and Others Don't*. New York: HarperBusiness.
- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
- Drucker, P. F. (1985) *Innovation and Entrepreneurship: Practice and Principles*. New York: Harper & Row.
- Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
- Haspeslagh, P. C. & Jemison, D. B. (1991) *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: Free Press.
- Howson, P. (2003) *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisition*. Aldershot: Gower Publishing, Ltd.
- Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983) 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence', *The Journal of Financial Economics*, 11(1-4), pp. 5-50.
- Lynch, P. (1989) *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*. New York: Simon & Schuster.
- Mintzberg, H. (1994) *The Rise and Fall of Strategic Planning*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and*

- Competitors*. New York: Free Press.
- Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press.
- Reed, S. F. & Lajoux, A. R. (1998) *The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide*. New York: McGraw-Hill.
- Schweiger, D. M. & DeNisi, A. S. (1991) 'Communication with Employees Following a Merger: A Longitudinal Field Experiment', *Academy of Management Journal*, 34(1), pp. 110-135.
- Weston, J. F., Chung, K. S. & Siu, J. A. (1997) *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Weston, J. F., Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. (2004) *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.
- Baker, J. B. (2019) *The Antitrust Paradigm: Restoring a Competitive Economy*. Cambridge: Harvard University Press.
- Damodaran, A. (2014) *Corporate Finance: Theory and Practice*. New York: John Wiley & Sons.
- DePamphilis, D. (2015) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. San Diego: Academic Press.
- Frankel, M. E. S. (2017) *Mergers and Acquisitions Basics: All the Key Terms You Need to Know*. New York: AMACOM.
- Gaughan, P. A. (2010) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring*. 6th edn. New York: Wiley.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th edn. New York: Wiley.
- Mintzberg, H. (1994) *The Rise and Fall of Strategic Planning*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Porter, M. E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press.
- Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press.
- Sirower, M. L. (1997) *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: Free Press.
- Assaf Neto, A. (2010) *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.

Gitman, L. J. (2012) *Principles of Managerial Finance*. 13th edn. Boston: Pearson Education.

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (2002) *Corporate Finance*. 6th edn. New York: McGraw-Hill Education.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2014) *Principles of Corporate Finance*. 11th edn. New York: McGraw-Hill Education.

Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd edn. New York: Wiley Finance.

Damodaran, A. (2009) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. Upper Saddle River: Pearson.

Fernández, P. (2007) *Valuation and Common Sense*. 3rd edn. Barcelona: IESE Business School.

Sharpe, W. F. (1964) 'Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk', *The Journal of Finance*, 19(3), pp. 425-442.

Sharpe, W. F. & Gupta, A. (2018) 'Risk Management in the Investment Process', *The Journal of Portfolio Management*, 44(1), pp. 10-20.

Banco de Portugal. (2023). *Central de Balanços: Análise setorial e regional*. <https://www.bportugal.pt> (acedido em: 26/08/2024)

Deloitte. (2023). *Relatório Anual sobre o setor de Contabilidade e Auditoria em Portugal*. <https://www2.deloitte.com/pt> (acedido em: 26/08/2024)

Instituto Nacional de Estatística (INE). (2023). *Estatísticas da Demografia Empresarial e Comércio e Serviços*. <https://www.ine.pt> (acedido em: 26/08/2024)

Ordem dos Contabilistas Certificados (OCC). (2023). *Estudos e Publicações: A Profissão de Contabilista*. <https://www.occ.pt> (acedido em: 26/08/2024)

Associação Portuguesa de Empresas de Contabilidade, Auditoria e Gestão (APOTEC). (2023). *Tendências no Setor de Contabilidade*. <https://www.apotec.pt> (acedido em: 26/08/2024)

Associação Empresarial da Região do Algarve (NERA). (2023). *Relatório Económico da Região do Algarve*. <https://www.nera.pt> (acedido em: 26/08/2024)

PORDATA. (2023). *Empresas por setor de atividade - Contabilidade e auditoria (CAE 69200)*. Fundação Francisco Manuel dos Santos. <https://www.pordata.pt> (acedido em: 26/08/2024)

## Anexos

### Anexo 1 – Demonstração Financeira Histórica Empresa A

<b>Empresa A   P&amp;L</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Vendas	- 1	- 1
Serviços	77 3791	87 2281
Outros rendimentos e ganhos	101	2671
Volume Vendas	77 389	87 496
<b>CMVMC</b>		
Margem Bruta	77 389	87 496
FSE	11 2061	12 3611
Gastos Pessoal	56 9071	64 5381
Outros ganhos e perdas	6571	6 4911
Ganhos por aumentos de justo valor		
Perdas por reduções de justo valor		
Total Custos Operacionais	68 769	83 390
<b>EBITDA</b>	<b>8 620</b>	<b>4 105</b>
Depreciação e amortização	5 0331	3 0921
<b>Resultados Operacional</b>	<b>3 587</b>	<b>1 014</b>
Juros, dividendos e outros rendimentos similares		
Gastos e perdas de financiamento		
<b>Resultado antes imposto</b>	<b>3 587</b>	<b>1 014</b>
Imposto	- 1 1611	- 1 4841
<b>Resultado líquido</b>	<b>2 427</b>	<b>- 470</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

### Anexo 2 – Balanço Histórico Empresa A

<b>Empresa A   Balance Sheet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Ativo não corrente	5 5851	5 0701
Ativo Corrente	63 8151	64 4431
Inventários		
Clientes	22 8831	38 8181
Mercadorias em Transitó		
Estados e outros entes públicos		
Accionistas/sócios		
Adiantamentos ao Pessoal		
Outras contas a receber		
Diferimentos	541	2761
Outros activos Correntes	4 1401	4 3271
Caixa e depósitos bancários	36 7381	21 0221
Total Ativo	69 399	69 513
Capital Próprio	46 721	46 251
Passivo não corrente		
Passivo Corrente	22 6781	23 2621
Fornecedores	5741	1 0361
Remunerações a pagar		
Estado e outros entes públicos	8 3231	9 1791
Accionistas/sócios		
Financiamentos obtidos		
Diferimentos		
Outras contas a pagar		
Outros passivos correntes	13 7811	13 0471
Passivo	22 678	23 262

Fonte: Elaborado pelo autor

### Anexo 3 – Demonstração Financeira Histórica Empresa B

Empresa B   P&L		2021	2022
Vendas e serviços prestados		540 6381	757 1001
Subsídios à Exploração			3 1151
Fornecimentos e serviços externos		- 337 9471	- 313 5511
Gastos com o pessoal		- 180 8791	- 194 3111
Outras imparidades (perdas/reversões)		36 2111	36 2111
Outros rendimentos		5 0751	4 7681
Outros gastos		- 7961	- 6821
<b>Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos</b>		<b>62 301</b>	<b>292 650</b>
Gastos/reversões de depreciação e de amortização		- 43 7561	- 40 3721
<b>Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)</b>		<b>18 545</b>	<b>252 279</b>
Juros e gastos similares suportados		- 1	-
<b>Resultado antes de impostos</b>		<b>18 545</b>	<b>252 279</b>
Imposto sobre o rendimento do período		- 8 2541	- 18 9451
<b>Resultado líquido do período</b>		<b>10 292</b>	<b>233 334</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

### Anexo 4 – Balanço Histórico Empresa A

Empresa B   Balance Sheet		2021	2022
RUBRICAS			
<b>Ativo não corrente</b>			
Ativos fixos tangíveis		23 922,36	13 883,62
Investimentos financeiros		756,44	1 402,27
Créditos e outros ativos não correntes ( <i>Impostos Diferidos</i> )		44 990,51	29 057,50
<b>Ativo corrente</b>			
Inventários		11 243,27	11 243,27
Clientes		80 972,32	493 424,82
Estado e outros entes públicos		3 996,12	
Outros créditos a receber		212 088,34	307 542,75
Diferimentos		527,08	1 715,22
Caixa e depósitos bancários		16 323,51	25 541,54
<b>Total ativo</b>		<b>394 819,95</b>	<b>883 840,99</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>			
<b>Capital próprio</b>			
Capital subscrito		5 000,00	5 000,00
Outros instrumentos capital próprio		1 025 753,40	1 035 753,40
Resultados transitados		-837 902,38	-654 276,67
Resultado líquido do período		10 291,76	173 993,05
<b>Total do capital próprio</b>		<b>143 142,78</b>	<b>560 469,78</b>
<b>Passivo</b>			
<b>Passivo não corrente</b>			
<b>Passivo corrente</b>			
Fornecedores		6 565,53	8 335,44
Estado e outros entes públicos		4 307,61	25 800,61
Outros passivos correntes		240 804,03	289 235,16
<b>Total do passivo</b>		<b>251 677,17</b>	<b>323 371,21</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>		<b>394 819,95</b>	<b>883 840,99</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

### Anexo 5: Pressupostos para criação dos cenários da análise de sensibilidade

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<i>Acumulative Inflation Rate</i>	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%	10,00%
<i>Prices variation</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Fse cost variation</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Staff cost variation</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Opex variation</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Other costs variation</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PMR (Dias)	15	50%				
PMP (Dias)	30	100%				

Fonte: Elaborado pelo autor

## Anexo 6: Demonstração de Resultados Previsionais da Empresa AB

P&L	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Revenue	102 699	422 812	560 860	717 870	870 768	1 030 875
Empresa A. Actual Clients	30 099	122 806	125 214	127 622	130 030	132 438
Empresa B. Actual Clients	72 600	296 208	302 016	307 824	313 632	319 440
New Services Clients	-	-	-	-	-	-
Accounting	-	3 798	70 997	150 975	230 233	314 368
Human Resources	-	-	28 466	58 770	87 166	116 572
Treasury	-	-	25 244	51 458	75 731	100 867
Financial Analysis	-	-	8 923	21 221	33 977	47 190
Specialized Services	39 000	159 120	162 240	165 360	168 480	171 600
Consultant A	19 500	79 560	81 120	82 680	84 240	85 800
Consultant B	19 500	79 560	81 120	82 680	84 240	85 800
Staff	34 269	155 008	258 180	344 841	416 393	489 640
Allocated to all	-	-	-	-	-	-
Management	5 677	23 163	23 617	24 071	24 525	24 980
Empresa A e B Actual Staff	-	-	-	-	-	-
Accounting	28 591	116 653	118 940	121 228	123 515	125 802
New Services Staff	-	-	-	-	-	-
Accounting	-	15 192	36 144	42 102	58 982	81 920
Human Resources	-	-	35 035	65 466	90 956	98 816
Treasury	-	-	26 927	50 315	69 906	90 187
Financial Analysis	-	-	17 517	41 660	48 510	67 936
OPEX	15 627	54 003	56 173	58 145	59 966	61 815
Software	1 850	7 549	7 697	7 845	7 993	8 141
Comunication	4 182	17 062	17 396	17 731	18 065	18 400
Office materials	513	2 267	3 438	4 411	5 233	6 082
Administration support	2 511	10 245	10 446	10 647	10 848	11 048
Marketing	625	2 550	2 600	2 650	2 700	2 750
Energy & Water	1 604	6 544	6 673	6 801	6 929	7 058
Cleaning services	536	2 186	2 228	2 271	2 314	2 357
Other (safety margin)	1 182	4 823	4 917	5 012	5 107	5 201
Bank expenses	2 624	778	778	778	778	778
Other	4 182	17 062	17 396	17 731	18 065	18 400
<b>EBITDA</b>	<b>9 622</b>	<b>37 619</b>	<b>66 870</b>	<b>131 794</b>	<b>207 863</b>	<b>289 420</b>
<i>in % of revenue</i>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>18%</b>	<b>24%</b>	<b>28%</b>
Depreciation	-	7 189	8 357	10 322	12 923	16 162
<b>EBIT</b>	<b>9 622</b>	<b>30 429</b>	<b>58 513</b>	<b>121 472</b>	<b>194 940</b>	<b>273 258</b>
Interest	4 050	16 175	15 323	13 203	9 844	6 068
<b>EBT</b>	<b>5 572</b>	<b>14 254</b>	<b>43 190</b>	<b>108 269</b>	<b>185 096</b>	<b>267 190</b>
Taxes	-	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>5 572</b>	<b>11 831</b>	<b>35 848</b>	<b>87 532</b>	<b>148 226</b>	<b>213 080</b>
<i>in % of revenue</i>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

## Anexo 7: Balanço Previsional da Empresa AB

Balance Sheet	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Assets</b>	<b>400 565</b>	<b>408 530</b>	<b>416 278</b>	<b>449 821</b>	<b>523 227</b>	<b>657 323</b>
Non current	351 500	345 476	345 273	346 602	348 823	351 301
Tangible fixed assets	351 500	345 476	345 273	346 602	348 823	351 301
Office building	-	344 470	337 440	330 410	323 380	316 350
Investments in course	351 500	-	-	-	-	-
Hardware	-	757	5 874	12 015	18 646	25 232
Basic Equipment	-	249	1 959	4 177	6 798	9 720
Intangible fixed assets	-	-	-	-	-	-
Current	49 065	63 054	71 004	103 220	174 404	306 021
Accounts receivable	17 117	17 670	25 153	31 336	37 734	44 460
State	-	-	-	-	-	-
Cash	31 948	45 384	45 851	71 884	136 670	261 561
<b>Equity</b>	<b>70 772</b>	<b>82 603</b>	<b>118 451</b>	<b>205 983</b>	<b>354 209</b>	<b>567 289</b>
Capital stock	64 800	64 800	64 800	64 800	64 800	64 800
Partner Empresa A						
Partner Empresa B						
Legal reserves	400	400	400	400	400	400
Retained earnings	2 905	18 950	56 062	150 969	308 821	532 213
Net income	2 667	- 1 547	- 2 812	- 10 186	- 19 812	- 30 124
<b>Liabilities</b>	<b>329 793</b>	<b>325 927</b>	<b>297 827</b>	<b>243 838</b>	<b>169 018</b>	<b>90 034</b>
Non current	324 000	320 000	291 667	237 500	162 500	83 333
Financing	324 000	320 000	291 667	237 500	162 500	83 333
Current	5 793	5 927	6 160	6 338	6 518	6 700
Accounts payable	5 793	5 927	6 160	6 338	6 518	6 700
State	-	-	-	-	-	-
<b>Equity + Liabilities</b>	<b>400 565</b>	<b>408 530</b>	<b>416 278</b>	<b>449 821</b>	<b>523 227</b>	<b>657 323</b>
Check	-	-	0	0	0	0

Fonte: Elaborado pelo autor

## Anexo 8: Mapa de Cash-Flow da Empresa AB

Cashflow	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Initial cash	-	31 948	45 384	45 851	71 884	136 670
<b>Operating cashflow</b>	<b>- 1 702</b>	<b>34 776</b>	<b>52 278</b>	<b>105 052</b>	<b>164 775</b>	<b>228 766</b>
Clients	102 699	422 812	560 860	717 870	870 768	1 030 875
Staff	- 34 269	- 155 008	- 258 180	- 344 841	- 416 393	- 489 640
Suppliers	- 54 627	- 213 123	- 218 413	- 223 505	- 228 446	- 233 415
Other	- 4 182	- 17 062	- 17 396	- 17 731	- 18 065	- 18 400
Taxes	-	- 2 423	- 7 342	- 20 736	- 36 870	- 54 110
Income tax						
V.A.T						
Net working capital	- 11 324	- 419	- 7 250	- 6 005	- 6 218	- 6 544
<b>Investment Cashflow</b>	<b>- 351 500</b>	<b>- 1 165</b>	<b>- 8 155</b>	<b>- 11 650</b>	<b>- 15 145</b>	<b>- 18 640</b>
CAPEX	- 351 500	- 1 165	- 8 155	- 11 650	- 15 145	- 18 640
<b>Financing cashflow</b>	<b>385 150</b>	<b>- 20 175</b>	<b>- 43 656</b>	<b>- 67 370</b>	<b>- 84 844</b>	<b>- 85 234</b>
Bank loan	324 000	-	-	-	-	-
Bank loan amortization	-	- 4 000	- 28 333	- 54 167	- 75 000	- 79 167
Interest	- 4 050	- 16 175	- 15 323	- 13 203	- 9 844	- 6 068
Equity	65 200	-	-	-	-	-
<b>Free cashflow</b>	<b>31 948</b>	<b>13 436</b>	<b>467</b>	<b>26 033</b>	<b>64 787</b>	<b>124 891</b>
<b>Final Cash</b>	<b>31 948</b>	<b>45 384</b>	<b>45 851</b>	<b>71 884</b>	<b>136 670</b>	<b>261 561</b>

Fonte: Elaborado pelo autor