



**AVALIAÇÃO DE UMA PME DO SETOR DOS CITRINOS COM BASE
NO MODELO DO RENDIMENTO DOS FLUXOS DE CAIXA
ATUALIZADOS**

Filipa José Camacho Tavares

Projeto para obtenção do Grau de Mestre em

Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professora Doutora ANA ISABEL MARTINS

Setembro 2016

AVALIAÇÃO DE UMA PME DO SETOR DOS CITRINOS COM BASE
NO MODELO DO RENDIMENTO DOS FLUXOS DE CAIXA
ATUALIZADOS

Declaração de autoria de 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 incluídas.

Filipa José Camacho Tavares

Copyright de Filipa José Camacho Tavares

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

AGRADECIMENTOS

A conclusão deste trabalho foi possível através da disponibilidade de todos os que contribuíram, a quem eu quero remeter os meus sinceros agradecimentos.

À minha orientadora, Professora Doutora Ana Isabel Martins, pela disponibilidade, orientação e motivação durante os vários meses deste Projeto até à sua conclusão.

Ao meu irmão que sempre motivou a estudar no ensino superior e à minha prima Cláudia Sofia por nunca deixar de insistir para acabar o mestrado. Aos meus pais agradeço acima de tudo por me proporcionarem e contribuírem para poder prosseguir com o meu caminho académico.

E a todas as pessoas que de uma forma ou de outra me ajudaram nesta fase tão importante, o meu sincero agradecimento.

À empresa que permitiu que fizesse o Projeto de Avaliação através da cedência dos dados utilizados e que irá usufruir das conclusões do estudo.

RESUMO

Em Portugal as PME reinam na sua maioria num mercado com elevada concorrência, sendo necessário saber destacar-se entre todas elas principalmente no mesmo setor. Para isso é necessário adotar estratégias eficientes de forma a garantir o sucesso e sustentabilidade no mercado em que a empresa opera.

A avaliação de empresas é uma área de estudo muito importante, uma vez que revela a capacidade das empresas na criação de valor ou na destruição do mesmo, e a origem dessa capacidade encontra-se na boa ou má gestão dos ativos que as empresas possuem.

O primordial objetivo deste estudo foi avaliar uma empresa do setor da venda de Citrinos através do modelo do rendimento. Os dados recolhidos sobre a empresa e o seu setor foram selecionados e analisados os mais relevantes para o procedimento de avaliação. Os pressupostos foram definidos no processo de avaliação com a finalidade de obter uma estimativa do valor da empresa.

No final é apresentado o resultado da avaliação da empresa, com base em duas abordagens, designadamente: a abordagem do capital próprio e dos capitais totais. O valor da empresa segundo a abordagem do capital próprio é de 5.660.198€, e segundo a abordagem dos capitais totais é de 6.078.628€. Os resultados poderão ser utilizados como base de negociação para venda, ou para a entrada de novos investimentos por alguém exterior à empresa, também poderá também ser utilizado como ferramenta para melhor gerir as questões operacionais, políticas de investimento e de financiamento da empresa.

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

ABSTRACT

In Portugal the SMC reign mostly and in a market with high competition, it is necessary to know stand out among all of them mainly in the same sector. For this it is necessary to adopt effective strategies to ensure success and sustainability in the market where the company operate.

The valuation of companies is a very important area matter as it reveals the ability of companies to create or destruct value, and the origin of this capacity is in the good or bad management of the assets that companies have.

The primary objective of this study was to evaluate a company from the sector that sells citrus fruit through Discounted Cash Flows models. The data collected about the company and its sector were selected and analysed the most relevant for the assessment procedure. The assumptions were defined in the evaluation process in order to obtain an estimate of the company's value.

Finally, we present the results of the evaluation of the company, based on two different approaches, namely: the approach of the equity and the approach of the firm. The companies value through the equity approach is 5.660.198€, and the value of the firm (total capital) approach is 6.078.628€. The results could be used as a basis for negotiation for sale, or for the entry of new investments by someone outside the company, it may also be used as a tool to better manage operations, or politics of investment and financing.

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

Índice

AGRADECIMENTOS	2
RESUMO.....	3
ABSTRACT	4
LISTA DE FIGURAS	7
LISTA DE QUADROS	8
LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS	11
1 Introdução.....	12
2 Metodologia e Proveniências de Informação	16
3 Principais abordagens de avaliação	22
3.1 Conceitos e princípios fundamentais dos processos de avaliação	22
Due diligence.....	24
Valor.....	24
Valor Intrínseco e Valor de Mercado.....	25
Valor Fundamental.....	25
Valor para o Investidor	25
Justo Valor.....	26
3.2 Principais modelos de avaliação de empresas.....	26
3.2.1 Avaliação na Ótica dos Fluxos de Caixa Atualizados	27
3.2.2 Método de avaliação dos capitais próprios	28
3.2.3 Método de avaliação dos Capitais Totais.....	30
3.2.4 Estimativas dos parâmetros de avaliação.....	32

3.2.5	Custo de oportunidade do capital.....	33
3.2.6	Valor Residual	35
4	Estudo de Caso	37
4.1	Apresentação da empresa	37
4.2	Análise do setor	38
4.3	Análise da situação económico-financeira da empresa.....	42
4.4	Principais pressupostos para os modelos de avaliação	46
4.4.1	Período de análise	46
4.4.2	Pressupostos de investimentos	46
4.4.3	Pressupostos de exploração.....	47
4.4.4	Pressupostos de Fundo de Maneio	55
4.4.5	Pressupostos Fiscais.....	57
4.4.6	Pressupostos de financiamento	57
4.5	Resultado da avaliação	58
4.6	Análise de sensibilidade.....	61
5	Conclusão	64
	Limitações do estudo.....	65
	Sugestões para trabalhos futuros	66
6	Bibliografia.....	68

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Esquema dos submodelos do Método dos Fluxos de Caixa Atualizados	27
Figura 2 - Modelo do CAPM - Custo do Capital Próprio	33
Figura 3 - Produção de laranja.....	38
Figura 4 – Utilização dos vários modelos para previsão das vendas.....	49
Figura 5 – Modelo Potencial	49

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Modelos aplicados ao estudo do crescimento do valor da empresa.....	20
Quadro 2 - Taxa de Crescimento Esperada	32
Quadro 3 - Produção de Citrinos - Laranja e Tangerina.....	39
Quadro 4 - Produção das Laranjas e Tangerinas – NUTS II.....	40
Quadro 5 - Quadro de Caracterização do Setor 2012-2013.....	41
Quadro 6 - Distribuição das empresas geograficamente	41
Quadro 7 – Indicadores de Liquidez.....	42
Quadro 8 – Indicadores Financeiros	43
Quadro 9 – Indicadores Económico-Financeiros	43
Quadro 10 – Ciclo Financeiro de Exploração	44
Quadro 11- Equilíbrio Financeiro da P.M.E.....	45
Quadro 12 - Equilíbrio Financeiro do Setor	45
Quadro 13 - Investimentos em A.F.T.	47
Quadro 14 – Vendas de 2004 a 2014.....	48
Quadro 15 - Vendas – Mercado Nacional – Taxas de crescimento para os anos previsionais.....	50
Quadro 16 - Vendas – Mercado Exportações – Taxas de crescimento para os anos previsionais.....	50

Quadro 17– Plano de Vendas de Produtos - Nacional.....	51
Quadro 18 – Plano de Vendas Produtos - Exportações.....	51
Quadro 19 – Preços de venda unitários – Produtos - Nacionais.....	52
Quadro 20 – Preços de venda unitários – Produtos - Exportações.....	52
Quadro 21 – Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC) - Nacional.....	53
Quadro 22- Custo das Mercadorias e Matérias Consumidas (CMVMC) - Exportações	53
Quadro 23 - Previsão dos Fornecimentos e Serviços Externos.....	54
Quadro 24 - Previsão dos Gastos com o Pessoal.....	55
Quadro 25 - Prazos de recebimento, pagamento e stock.....	55
Quadro 26- Contribuições - Segurança Social	56
Quadro 27 - Investimento em Fundo Maneio.....	56
Quadro 28 - Previsão do Plano Financeiro.....	58
Quadro 29 - Mapa de Cash Flows Operacionais	59
Quadro 30 - Cálculo do WACC - Custo Médio Ponderado do Capital.....	60
Quadro 31 - Valor da empresa: Abordagem FCFF	60
Quadro 32 - Valor da empresa: Abordagem FCFE	61
Quadro 33 – Valor da empresa com variação dos preços unitários a nível nacional e exportações.....	62

Quadro 34 – Valor da empresa com variação dos CMVMC..... 62

Quadro 35 – Valor da empresa com a variação do Prémio de Risco 63

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

- C.A.E. – Código de Atividade Económica
- C.M.V.M.C. – Custo das Matérias Vendidas e Matérias Consumidas
- D.S.I.R.C. – Direção de Serviços do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
- FCFE – *Free Cash Flow to Equity*
- FCFF – *Free Cash Flow to Firm*
- F.S.E. – Fornecimentos e Serviços Externos
- I.E.S. – Informação Empresarial Simplificada
- I.N.E. – Instituto Nacional de Estatística
- I.R.C. - Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
- I.R.S. - Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
- I.V.A. – Imposto sobre o Valor Acrescentado
- k_e - *Cost of Equity* – Custo do Capital
- k_m – Custo médio do Capital Total
- N.F.M. – Necessidades de Fundo de Maneio
- P.M.E. – Pequenas e Médias Empresas
- P.M.P. – Prazo Médio de Pagamento
- P.M.R. – Prazo Médio de Recebimento
- P.O.C. – Plano Oficial de Contabilidade
- S.M.C. – *Small and Medium Companies*
- T.O.C. – Técnico Oficial de Contas
- VALA – Valor Atual Líquido Ajustado
- NUTS – Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos
- B.M.W. - Bavarian Motor Works
- W.A.C.C. – *Weighted Average Cost of Capital* – Custo Médio Ponderado do Capital.
- RAJI – Resultado Antes de Juros e Impostos

1 Introdução

Num mercado competitivo e cheio de incerteza é necessário as empresas procurarem uma posição mais eficiente e investirem em produtos e serviços de qualidade. Os gestores deverão desempenhar o seu papel avaliando as suas empresas em comparação às empresas do mesmo setor, sendo que deste modo se obtém informações valiosas que lhes permite obter vantagens competitivas e maximizar a criação de valor para os acionistas.

Em Portugal, em 2010 e segundo o INE, as Pequenas e Médias Empresas (PME) representavam mais de 90% do total das empresas e eram responsáveis por cerca de dois terços do volume de negócios do setor empresarial português. Mas apesar da sua maioria numérica, os métodos existentes para proceder a avaliação de empresas centraliza-se principalmente em avaliar grandes empresas cotadas na Bolsa de Valores.

No seio empresarial, os processos de aquisição, fusão ou reestruturação causam geralmente alterações significativas nas estruturas acionistas. Desta forma, o valor para o acionista é determinado quando se avalia uma empresa, podendo os resultados da avaliação ser utilizados como importantes ferramentas analíticas de gestão.

A avaliação é cada vez mais importante nas decisões a curto, médio e longo prazo, dando um apoio ao gestor na tomada das suas decisões e permitindo que o gestor tenha a perceção do impacto que a informação tem a nível da criação de valor para os seus acionistas.

Segundo Bastardo e Gomes (1996: 101) “O objetivo de uma avaliação é determinar o valor da empresa, tendo em conta a sua situação particular.”

Nas PME os empresários pensam que o valor da sua empresa corresponde ao que está contabilizado, i.e. ao seu valor patrimonial registado ao custo histórico. Mas o valor da sua empresa é variável tendo em conta vários fatores interiores e exteriores à empresa, e os empresários deverão estar informados dos vários métodos e ferramentas existentes que permitem avaliar os seus negócios.

Devido à globalização, o aumento da concorrência foi emergente entre as PME, uma vez que a possibilidade de exportar aumenta as possibilidades de crescimento das empresas que não se ficaram apenas pelas vendas nacionais. Com a globalização houve um grande crescimento de fusões e aquisições de empresas com o objetivo de acrescentar clientes internacionais à sua carteira de clientes nacionais.

Segundo Martins, Menezes e Bernhoeft (1999: 45) afirmam que “os impactos da globalização acabam afetando mais negativamente as empresas familiares (...) por suas características peculiares”. Isto verifica-se devido essencialmente à dificuldade de separação da relação empresa/família, da resistência à mudança por motivos emocionais, conflitos de interesses, entre outros.

Neste contexto, os investidores ou proprietários deverão dar importância aos métodos de avaliação de PME porque necessitam ter conhecimento do valor das empresas, principalmente tendo em conta a economia europeia e a globalização. Poucas metodologias de avaliação de empresas têm enfoque nas PME. Teoricamente as condutas e as abordagens de avaliação são as mesmas para todas as empresas, independentemente do seu tamanho, mas na prática, a informação disponível é limitada para as PME. Como consequência, as metodologias aplicáveis são também limitadas.

O objetivo deste projeto consiste em avaliar uma PME do setor da Cultura dos Citrinos, de acordo com o seu Código de Atividade Económica (CAE), através da abordagem com base no rendimento. A escolha do tema foi impulsionada pela frequência às aulas de Análise e Avaliação de Empresas que despertou o interesse no tema e pelo facto de ter encontrado, através de uma empresa de contabilidade, uma empresa em elevado crescimento, a qual o TOC permitiu que fosse feita a avaliação da mesma, com o objetivo de vir a poder utilizar o resultado do estudo como ferramenta de gestão da empresa cliente num futuro próximo e para a própria empresa usufruir dos valores para a entrada de novos sócios. Considera-se importante haver uma preocupação por parte do TOC saber orientar as empresas clientes na gestão dos seus gastos e recursos, uma vez que lidam diretamente com os seus valores reais e atividade diária através dos documentos utilizados para a contabilidade.

Por motivos de confidencialidade o nome real da empresa foi substituído por Laranja & Companhia, Lda. A avaliação da empresa reporta-se ao final do ano 2014.

A seleção e aplicação do método de investigação e as fases associadas ao desenvolvimento do estudo são as seguintes: a revisão da bibliografia principal sobre a avaliação de empresas, a definição de objetivos de estudo e da avaliação, a recolha de informação, análise à situação económico-financeira da empresa e do setor, a seleção dos modelos adequados à empresa, a estimação das variáveis e fixação de parâmetros de avaliação, o cálculo do valor da empresa segundo o método de avaliação escolhido e por fim uma análise sobre o risco.

O presente estudo engloba cinco capítulos, que compõem o corpo do trabalho e que em termos gerais envolve os seguintes pontos: a metodologia aplicada, as proveniências da informação utilizada, as principais abordagens de avaliação e por fim o estudo de caso.

Neste contexto, o estudo está organizado da seguinte forma: é feita a introdução ao tema do estudo no capítulo 1. O segundo capítulo esclarece onde foram adquiridos os dados para a realização do presente estudo e a metodologia aplicada ao mesmo. O terceiro capítulo inclui os conceitos e princípios fundamentais dos processos de avaliação e os principais modelos de avaliação de empresas existentes. O estudo de caso é explorado no quarto capítulo, onde se insere a análise do setor e da empresa no que diz respeito a rácios, vários pressupostos operacionais e financeiros, os resultados obtidos dos vários modelos e por fim uma análise da sensibilidade das variações nos valores finais. O capítulo 5 resume as principais conclusões, limitações e sugestões para trabalhos futuros.

2 Metodologia e Proveniências de Informação

Descreve-se neste capítulo a metodologia utilizada no Estudo de Caso e as fontes de informação utilizada.

O estudo de caso trata-se de uma abordagem metodológica de investigação particularmente adequada quando procuramos compreender, explorar ou relatar acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão conjuntamente envolvidos diversos fatores.

Yin (1994:13) define “estudo de caso” com base nas características do fenómeno em estudo e com base num conjunto de características associadas ao processo de recolha de dados e às estratégias de análise dos mesmos.

A elaboração e concretização deste estudo de caso passou por diversas fases, nomeadamente:

1) Revisão da bibliografia principal

O percurso deste projeto iniciou-se numa primeira etapa, pela revisão da bibliografia dos principais autores do tema abordado e de artigos científicos da área de avaliação de empresas. Foi permitido, através deste projeto, ter conhecimento de uma variedade de modelos de avaliação utilizados para avaliar PME em geral e foram também selecionadas e recolhidas diversas informações e dados estatísticos do setor dos citrinos. Desta revisão verificou-se que o modelo com base no rendimento, pelo método dos fluxos de caixa atualizados, seria o modelo mais adequado para aplicar à empresa a ser avaliada.

2) Definição dos objetivos do estudo e da avaliação

Constitui objetivo geral do estudo, a avaliação de uma empresa do setor dos citrinos, com o objetivo de conhecer um valor base de negociação numa eventual entrada de novos potenciais investidores ou sócios.

Constituem objetivos mais específicos, os seguintes:

- ❖ Analisar os dados históricos da empresa e caracterizar a sua situação económico-financeira atual, bem como o seu posicionamento no setor.
- ❖ Com base no histórico, criar pressupostos para a estimativa de diversas variáveis fundamentais a fim de permitir a previsão dos principais indicadores necessários aos vários modelos de avaliação.
- ❖ Testar vários modelos e de acordo com a especificidade da empresa e dos dados, selecionar o modelo que se considere mais adequado.
- ❖ Ajustar uma folha de cálculo base para a articulação das várias variáveis e mapas de forma a apurar o valor da empresa segundo diversas perspetivas.
- ❖ Apurar o(s) valor(es) da empresa, segundo várias perspetivas, através do modelo com base no rendimento – método dos fluxos de caixa atualizados.

3) Recolha de informação

Em virtude de me encontrar na fase de conclusão do mestrado a trabalhar num gabinete de contabilidade, foi pedido ao Técnico Oficial de Contas da empresa em estudo a possibilidade de realizar a avaliação dessa empresa, uma vez que era a que apresentava maior crescimento nos últimos anos. Foi assinado um documento de autorização para poder utilizar os dados e informações necessárias para a realização do Projeto.

Em termos gerais foram utilizados dados e Demonstrações Financeiras de 2004 a 2014, a informação constante na Informação Empresarial Simplificada (IES) e algumas informações adicionais, que não estão disponíveis nas demonstrações financeiras, adquiridas através do TOC. Adicionalmente as informações sobre o setor dos citrinos foram obtidas através da Central de Balanços do Banco de Portugal.

Os dados mais antigos apenas serviram para o estudo de previsão de tendências das vendas da empresa avaliada, sendo o período de 11 anos um período suficientemente alargado, de acordo com o recomendado para este tipo de estudo. Para a análise económico financeira da empresa foram utilizados os dados mais recentes nomeadamente o período entre 2010 e 2013.

4) Análise da situação económico-financeira da empresa

A análise económico-financeira foi realizada apenas com base nas demonstrações financeiras de 2010 a 2013, por uma lado devido à implementação do novo Sistema de Normalização Contabilística em 2010 que, de alguma forma, inviabiliza a comparação direta de algumas rubricas relativamente a anos anteriores, e por outro lado pelo período de informação relativo ao setor disponibilizado pelo Banco de Portugal. Foram calculados vários indicadores económicos e financeiros, consoante a informação do setor, que permitiram perceber a situação atual da empresa e das possibilidades de utilizar melhor os recursos disponíveis no seu desempenho futuro.

5) Seleção dos modelos mais adequados à empresa

Com base na teoria sobre a avaliação de empresas e os vários modelos existentes foram testados aqueles que tinham os dados necessários para ser possível o seu cálculo e foi escolhido o mais adequado tendo em conta a sua situação atual e o seu potencial de crescimento.

O método selecionado foi o modelo com base no rendimento, pelo método dos fluxos de caixa atualizados, de acordo com a perspetiva de um dos principais autores desta temática: Damodaran (2012). As fórmulas de cálculo para o apuramento do valor, utilizadas nas abordagens de avaliação dos capitais próprios e capitais totais (ou entidade) são as seguintes:

(1) Método dos Capitais Próprios

$$\text{Valor Empresa} = \sum \frac{\text{FCFE}_{n-}}{(1 + k_e)^n} \rightarrow \infty \quad (1)$$

(2) Método dos Capitais Totais ou da Entidade (pelo Custo Médio)

$$\text{Valor Empresa} = \sum \frac{\text{FCFF}_{n-}}{(1 + k_m)^n} \rightarrow \infty \quad (2)$$

Segundo estas perspectivas e em termos gerais, o valor de uma empresa constitui o valor atual de uma renda perpétua, de crescimento constante, do somatório dos fluxos de caixa atualizados a uma taxa de atualização que reflita o risco associado aos mesmos. Matematicamente: são calculados os fluxos de caixa estimados para os anos seguintes, com base em taxas de crescimento esperadas (obtidas pelo estudo ao potencial do setor) e atualizados ao custo do capital associado aos mesmos. Ao valor dos fluxos referente ao último período estimado dá-se a designação habitual de “Valor Residual”. Para cada uma destas abordagens foram consideradas duas metodologias de cálculo do valor residual, nomeadamente:

- ❖ Valor Patrimonial ou de Liquidação, que corresponde ao Valor Líquido Contabilístico dos Ativos não Correntes no final de determinado período (abordagem geralmente utilizada na área de estudo da análise dos projetos de investimento);
- ❖ Valor de Continuidade, que corresponde ao valor da perpetuidade dos fluxos de caixa ou Cash-Flows a partir de determinado período, calculado segundo uma renda perpétua de crescimento constante (abordagem considerada mais apropriada na área de estudo de avaliação de empresas).

6) Estimação das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação

Foi feito inicialmente uma análise à evolução das vendas da empresa nos últimos 11 anos, através da aplicação de diversos modelos econométricos e de regressão, a fim de estimar as vendas e seu potencial crescimento para os próximos anos.

Os modelos testados para determinar o crescimento que melhor se adequa à empresa e que determina os valores futuros estimados para a variável “Vendas” foram os constantes no Quadro 1.

Quadro 1- Modelos aplicados ao estudo do crescimento do valor da empresa

<i>Modelo Linear</i>	$y_i = b_0 + b_1 x_i$
<i>Modelo Exponencial</i>	$y_i = b_0 b_1^{x_i}$
<i>Modelo Logarítmico</i>	$\log y_i = \log b_0 + \log b_1 x_i$
<i>Modelo Polinomial</i>	$y_i = b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + E_i$
<i>Modelo Potencial</i>	$y = ax^b$

Fonte: Elaborado pela autora.

Os valores e fatores considerados para os cálculos efetuados com os modelos acima foram os seguintes: as vendas nacionais, exportações e fatores relacionados com a sazonalidade.

Foram calculadas posteriormente e estimadas as diversas variáveis necessárias e fundamentais para a aplicação do modelo com base no rendimento, essencialmente com o objetivo de apurar os fluxos de caixa segundo a perspectiva do capital próprio e do capital total, de acordo com as seguintes fórmulas de cálculo:

Fluxo de Caixa dos Capitais Próprios: FCFE = Resultados Líquidos \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimentos em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio + Variação do Endividamento Líquido.¹

Fluxo de Caixa dos Capitais Totais: FCFE = Resultados Operacionais Líquidos de Imposto \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimentos em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio.²

7) Cálculo do valor e análise de resultados com criação de cenários

Após o apuramento do valor da empresa com base nas diferentes perspectivas, são analisados os resultados e criados diversos cenários mais otimistas e pessimistas de forma a criar um intervalo de valores aceitáveis para uma eventual negociação com terceiros.

8) Conclusões

A metodologia utilizada para a avaliação da PME em estudo serve de base de avaliação a outras empresas, em particular no setor de vendas de frutas de qualquer tipo. A aplicação dos resultados obtidos a outras empresas poderá não ser adequada devido às especificidades típicas de cada setor de atividade.

Devido à subjetividade afeta à definição de algumas premissas e parâmetros de avaliação, os valores de algumas variáveis ficam condicionados, podendo ser obtidas uma variedade de resultados diferentes. A obtenção dos dados e a credibilidade dos mesmos são também condicionantes que afetam a aplicação da metodologia, para que outros investigadores possam chegar exatamente aos mesmos valores.

¹ Fonte: Martins, Ana (2014)

² Fonte: Martins, Ana (2014)

3 Principais abordagens de avaliação

Este capítulo apresenta-se organizado em três subpontos: o primeiro refere-se às diversas noções de valor e aos princípios dos processos de avaliação, o segundo apresenta os principais métodos de avaliação de empresas existentes e em terceiro e último lugar uma introdução ao método dos Fluxos de Caixa Atualizados pelo método do capital total e do capital próprio.

3.1 Conceitos e princípios fundamentais dos processos de avaliação

Num processo de avaliação há uma diversidade de objetivos para a sua execução, mas devido à subjetividade nas noções de valor e nos parâmetros de avaliação torna-se difícil mensurar o valor de uma empresa. A definição de valor da empresa depende sempre da vontade do comprador, e do que ele estiver disposto a pagar, e por sua vez o vendedor que recebe se concorda com o valor a ser pago pela empresa.

O objetivo da avaliação deverá ser previamente delimitado num processo de avaliação, para que este possa ser orientado com o máximo de objetividade. É necessário garantir a qualidade da avaliação para apurar o justo valor da empresa, sendo isto possível através de uma maior focalização no processo de avaliação do que no resultado final.

Existem vários motivos fundamentais que servem de base para uma avaliação de uma empresa, tais como: liquidação, fusões, aquisições e cisões, avaliação de estratégias, reestruturação, entre outros.

Os analistas devem procurar os melhores e mais adequados modelos à empresa a ser avaliada, adquirindo o máximo de informação de forma legal e gerar as melhores estimativas a partir de elementos de grande relevância.

As premissas em que assentam a avaliação devem ter em conta o enquadramento das mesmas, ou seja, «o conjunto de circunstâncias em que se realiza a avaliação» (Neves, 2002: 7). Existem essencialmente quatro premissas que devem ser consideradas, segundo o autor:

Princípio da continuidade: que considera a continuidade da empresa com duração ilimitada, sendo que desta forma se entende que a empresa não tem intenção, nem necessidade, de entrar em liquidação, nem de reduzir significativamente o volume das suas operações. Sendo que esta é avaliada como uma entidade viável.

Nível de controlo de Capital Social: este fator é muito importante na determinação do valor da participação em causa. O nível de controlo depende do poder nas tomadas de decisões, sendo este um fator determinante no valor da empresa porque faz com que este varie de acordo com a posição do investidor na estrutura acionista da mesma. Um investidor maioritário que controla uma empresa faz com que a mesma tenha um valor superior, relativamente a um investidor minoritário, sem poder de decisão, que devido a decisões de gestão alheias, influenciam o investimento e a rendibilidade do seu capital.

Grau de liquidez: esta premissa tem muita influência na avaliação dos ativos, uma vez que os investidores dão preferência a elevados níveis de liquidez, dando a possibilidade de converter os investimentos em dinheiro.

Propósitos da avaliação: o método de avaliação e o valor estimado de uma empresa são influenciados através do propósito da avaliação. A avaliação para quem vende é diferente para quem compra, sendo que para quando a intenção é de venda os critérios tendem a ser mais otimistas, o que não ocorre numa compra, uma vez que é preferível para o comprador pagar menos.

Segundo Damodaran (2005, p.11), existem basicamente três abordagens para a avaliação:

1- Avaliação dos Fluxos de Caixa Atualizados – que relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de benefícios futuros esperados relativos àquele ativo;

2- Avaliação Relativa de Mercado – que estima o valor de um ativo focando na atribuição de preços aos ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contabilístico ou vendas;

3- Avaliação de direitos contingentes – que utiliza modelos de atribuição de preços a opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

Due diligence

Entende-se por *due diligence* o plano de pesquisa e recolha de informação relevante dos recursos, com vista ao conhecimento da empresa objeto de avaliação, eles são os ativos, passivos, tecnologia, pessoal, informação sobre clientes, oportunidades e riscos de negócio, concorrência, entre outros. Após a recolha de informação é necessário selecionar as técnicas a utilizar, isto só será possível concretizar após os objetivos e o objeto da avaliação estarem definidos.

A noção de valor é normalmente considerada abstrata e subjetiva, existindo inúmeras noções de valor. São seguidamente citadas algumas noções de valor segundo vários autores da área de avaliação de empresas:

Valor

Segundo Neves (2002) a avaliação de empresas é o processo pelo qual se pretende determinar o valor de qualquer entidade cujo intuito seja o exercício de uma atividade económica.

Para Costa (2002: 3), no campo económico, “valor” é a apreciação feita por um indivíduo num dado tempo e espaço, da importância de um bem, com base na sua utilidade, objetiva ou subjetiva, levando-se em conta a limitação relativa de sua riqueza e a possibilidade da troca do bem por uma quantidade maior ou menor de outros bens. Portanto, “valor” é uma relação, enquanto que o “preço” é a expressão monetária desta relação.

Valor Intrínseco e Valor de Mercado

Entende-se por valor intrínseco um juízo emitido por um analista financeiro, do valor de uma empresa, com base na percepção das características inerentes ao investimento, sem considerar a existência de um investidor específico. Tenderá a confundir-se com o valor de mercado quando diferentes analistas e investidores atribuem o mesmo valor intrínseco a uma empresa.

O valor de mercado consiste na “estimativa do preço possível da venda dos bens e direitos do mercado, no estado em que se encontram” segundo Costa (2008). É o valor de troca pelo qual um bem pode ser transacionado em mercado. O valor de mercado de uma empresa deve ter como suposição um ambiente de mercado normal, de forma a revelar a aptidão da empresa gerar rendimento.

Valor Fundamental

O valor fundamental é o valor intrínseco atribuído a uma ação, determinado através da avaliação de variáveis significativas como: dividendos, perspectivas de mercado, resultados, características de gestão ou estrutura financeira. A comparação do valor fundamental de uma ação com a sua cotação possibilita a tomada de decisões de investimento: alienação, manutenção ou compra.

Valor para o Investidor

O valor de uma empresa para um investidor específico tem em consideração as variáveis próprias desse investidor. Geralmente é distinto do valor intrínseco, dado que este tem em consideração variáveis específicas que dizem respeito ao investidor. Para o investidor o valor da empresa poderá variar consoante o seu interesse e as suas expectativas.

É claro que o *investment value* tende a distanciar-se do valor intrínseco ou fundamental de uma empresa, uma vez que o *investment value* varia de investidor para investidor devido às suas características que acrescentam mais incógnitas ao valor a apurar da empresa.

Justo Valor

Segundo o Decreto-lei nº 158/2009, de 13 de Julho, o conceito de Justo Valor “é a quantia pela qual um bem (ou serviço) poderia ser trocado, entre um comprador conhecedor e interessado e um vendedor nas mesmas condições, numa transação ao seu alcance.”

3.2 Principais modelos de avaliação de empresas

A literatura na área das Finanças evidencia que existem vários modelos de avaliação de empresas. A dificuldade na avaliação de um ativo não está na inexistência de modelos de avaliação, mas sim no excesso e multiplicidade de modelos existentes. Na avaliação de empresas a escolha de um modelo a ser aplicado é tão essencial para se chegar a um valor aceitável quanto ao parecer de como aplicar o modelo (Damodaran, 2007).

Neves (2002) refere que a seleção dos modelos a aplicar deve ser ajustada aos objetivos da avaliação, que pode ser feita segundo diversas óticas, nomeadamente:

- ❖ Avaliação patrimonial
- ❖ Avaliação comparativa com o mercado
- ❖ Avaliação pelo rendimento atualizado no qual existem submodelos tais como: dos resultados, dos cash-flows e dos dividendos.
- ❖ Avaliação pela teoria das opções reais
- ❖ Avaliação regulamentar
- ❖ Negociação (embora não constitua verdadeiramente uma técnica de avaliação, também pode ser encarada como uma perspetiva de estimar o valor)

O valor é subjetivo porque o seu resultado final depende muito de quem está a avaliar, nomeadamente: comprador, vendedor ou analista. Depende das preferências, valores, interesses, objetivos pessoais do avaliador e do contexto em que a avaliação está a ser realizada. A maior dificuldade em medir o valor de uma empresa ou bem é precisamente a existência de uma elevada subjetividade na avaliação da informação e na definição dos parâmetros.

3.2.1 Avaliação na Ótica dos Fluxos de Caixa Atualizados

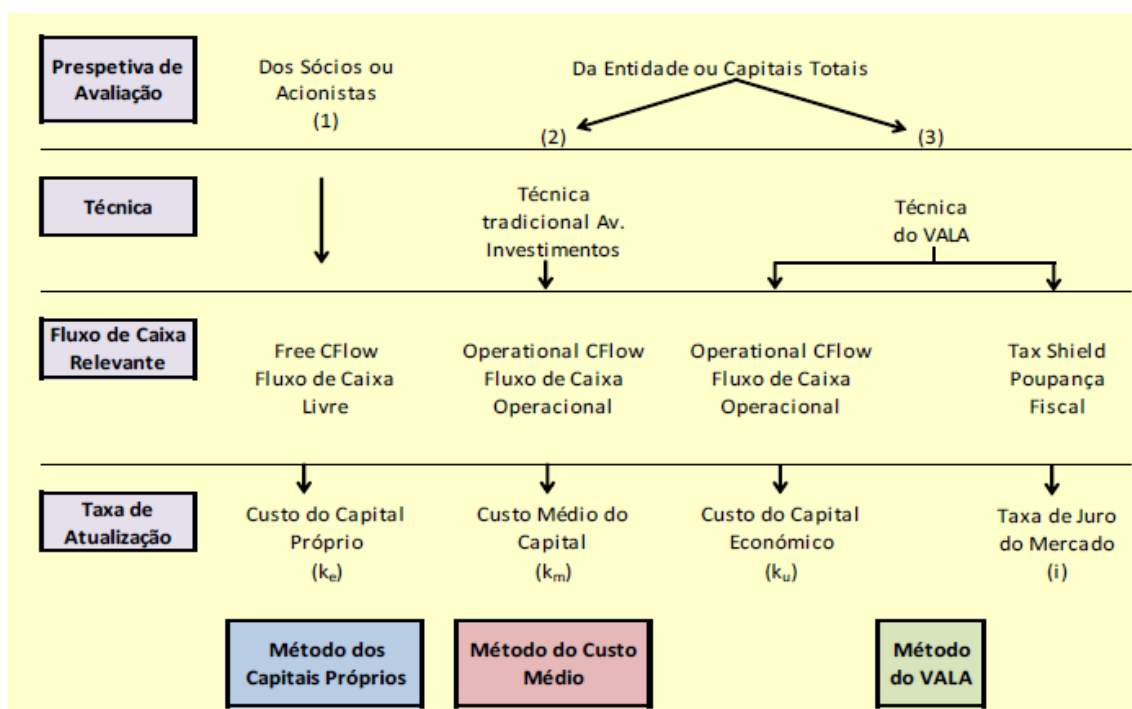
De entre os modelos de avaliação através dos Fluxos de Caixa Atualizados existem essencialmente 2 submodelos de avaliação, nomeadamente: Método dos Capitais Próprios e o Método dos Capitais Totais ou da Entidade (que pode ser obtido pelo Custo Médio do Capital ou pelo Valor Atual Líquido Ajustado (VALA)).

Segundo a ótica dos fluxos de caixa atualizados, o valor da empresa ou das ações da empresa, equivale ao valor atual dos *cash flows* ou fluxos de caixa futuros, atualizado ao custo de capital que reflita o risco associado aos mesmos.

Nos termos da teoria financeira moderna, não faz sentido estabelecer o valor da empresa em modelos históricos (como a ótica patrimonial por exemplo), pois uma empresa vale pela sua potencialidade de gerar riqueza no futuro.

Neves (2002) apresenta os vários modelos que coexistem no Método dos Cash-Flows ou Fluxos de Caixa, segundo um esquema apresentado na figura 1.

Figura 1- Esquema dos submodelos do Método dos Fluxos de Caixa Atualizados



Fonte: Neves (2002; 234)

3.2.2 Método de avaliação dos capitais próprios

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

As empresas passam por diversas fases no seu ciclo de vida. Segundo Damodaran (2007) elas podem encontrar-se numa fase de crescimento acelerado ou supranormal ou em fase de maturidade com taxas de crescimento mais estáveis. O apuramento do valor deve ser ajustado ao ciclo de vida em que a empresa se encontra, de acordo com as seguintes fórmulas de cálculo:

- 1) Empresas em fase de maturidade:

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n} \quad (3)$$

Onde:

- ❖ k_e : custo do Capital Próprio;
- ❖ $FCFE_t$: fluxo de caixa livre para o acionista no ano t ;
- ❖ g_n : taxa de crescimento dos FCFE por tempo indeterminado;
- ❖ FCFE: Resultados Líquidos \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimentos em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio + Variação do Endividamento Líquido.

O modelo apresenta algumas limitações, tais como a dificuldade em assumir um crescimento constante para um período infinito; quando g é aproximadamente igual ao custo do capital próprio o valor das ações tende para infinito; a dificuldade em definir uma política de distribuição de dividendos para períodos longos e a existência de uma diversidade e volatilidade no mercado financeiro.

2) Empresas em fase de crescimento:

$$V_0 = \sum \frac{FCFE_{n-}}{(1 + k_e)^n} + \frac{FCFE_{n+1-}}{k_{en} - g_n} (1 + k_e)^{-n} \quad (4)$$

Onde:

- ❖ k_e : custo do Capital Próprio na fase de crescimento;
- ❖ k_{en} : custo do Capital Próprio na fase de maturidade;
- ❖ $FCFE_t$: fluxo de caixa livre para o acionista no ano t ;
- ❖ g_n : taxa de crescimento dos FCFE por tempo indeterminado;
- ❖ FCFE: Resultados Líquidos \pm Depreciações e Amortizações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor $-$ Investimentos em Ativo Fixo $-$ Variação de Necessidades de Fundo de Maneio $+ Variação do Endividamento Líquido.$

Nota: No caso de empresas em fase de crescimento a fórmula de cálculo deve incluir as parcelas necessárias de acordo com os anos de crescimento supranormal esperado.

3.2.3 Método de avaliação dos Capitais Totais

Segundo esta perspectiva, o valor da empresa ou ações da empresa, corresponde ao valor atual dos fluxos de caixa da empresa, também denominado de fluxo de caixa operacional (*Free Cash Flow to Firm* – FCFF), atualizado ao custo médio ponderado do capital (k_m). Também para este modelo se deve ajustar o cálculo do valor ao ciclo de vida em que a empresa se encontra.

1) Empresa em fase de Maturidade:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{k_m - g_n} \quad (5)$$

Onde:

- ❖ k_m : custo médio ponderado do capital;
- ❖ $FCFF_t$: fluxo de caixa livre para a empresa no ano t ;
- ❖ g_n : taxa de crescimento dos FCFF por tempo indeterminado;
- ❖ FCFF: Resultados Operacionais Líquidos de Imposto \pm Depreciações \pm Provisões \pm Imparidades \pm Justo Valor – Investimentos em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio.

2) Empresa em fase de crescimento:

$$V_0 = \sum \frac{FCFF_{n-}}{(1 + k_m)^n} + \frac{FCFF_{n+1-}}{k_{mn} - g_n} (1 + k_m)^{-n} \quad (6)$$

Onde:

- ❖ k_m : custo médio ponderado do capital na fase de crescimento;
- ❖ k_{mn} : custo médio ponderado do capital na fase de maturidade;
- ❖ g_n : taxa de crescimento dos FCFF por tempo indeterminado;
- ❖ FCFF_t: fluxo de caixa livre para a empresa no ano t;
- ❖ FCFF: Resultados Operacionais Líquidos de Imposto ± Depreciações ± Provisões ± Imparidades ± Justo Valor – Investimentos em Ativo Fixo – Variação de Necessidades de Fundo de Maneio.

Desta forma, o FCFF é calculado com base nos resultados gerados pela atividade operacional da empresa após impostos, deduzidas as necessidades de investimento em capital fixo e em fundo de maneo.

3.2.4 Estimativas dos parâmetros de avaliação

3.2.4.1 Taxas de crescimento dos fluxos

Segundo Damodaran (2007) uma das variáveis mais importantes para determinar os fluxos de caixa esperados no futuro são as taxas de crescimento. Existem três meios de estimar a taxa de crescimento de uma empresa, designadamente: pelo crescimento fundamental, pelo crescimento histórico e pelas estimativas dos analistas ou gestores. A taxa de crescimento pode ser calculada através das seguintes expressões:

Quadro 2 - Taxa de Crescimento Esperada

<i>Taxa de Reinvestimento</i>	Despesas de capital – Depreciação + Variação das Necessidades de Fundo de Maneio / RAJI (1- taxa de imposto)
<i>Retorno sobre o capital</i>	RAJI (1-taxa de imposto) / Capital investido
<i>Taxa de Crescimento Esperada</i>	Taxa de reinvestimento x Retorno sobre Capital

Fonte: Damodaran (2007).

3.2.5 Custo de oportunidade do capital

k_e : custo do capital próprio (*cost of equity*)

O modelo mais utilizado pelos analistas financeiros para estimar o custo do capital próprio é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sendo este sobejamente utilizado na aplicação de diversos modelos e técnicas de análise na teoria financeira. O risco global da empresa afeta principalmente a riqueza dos sócios que a detêm e neste modelo é incluído o risco diversificável que pode ser eliminado através da diversificação da carteira e pelo risco não diversificável que é composto por fatores diversos, tais como a inflação, contexto político, entre outros. Não sendo estes controláveis pela empresa, estes fatores incorporam o risco de mercado.

Segundo o modelo do CAPM, o custo do capital próprio é calculado com base na fórmula constante na figura 2.

Figura 2 - Modelo do CAPM - Custo do Capital Próprio

O diagrama apresenta a fórmula do CAPM em um retângulo branco sobre um fundo azul escuro. Abaixo da fórmula, há uma lista de definições para as variáveis utilizadas, também em um fundo azul escuro. À direita do diagrama, há o número (7) indicando a equação.

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

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

(7)

Fonte: Martins, Ana 2014

Taxa de juro sem risco

A estimativa da taxa de juro sem risco é feita por aproximação à taxa de retorno das obrigações do governo. Nos dias de hoje a instabilidade é alta no que diz respeito às obrigações, o que pode ser posto em causa a ligação de uma taxa à outra, uma vez que o risco está implícito em diversos países mas teoricamente as obrigações estatais continuam a ser o instrumento financeiro mais próximo do conceito *risk-free*.

Prémio de risco do mercado

O prémio de risco corresponde à diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa de retorno de um investimento sem risco. Ou seja, o investidor quando assume um determinado risco obtém uma rendibilidade adicional, que é o prémio.

Beta da empresa

O fator Beta é um indicador do risco sistemático de um ativo, usado no cálculo do custo do capital próprio. É determinado pela correlação entre o retorno de uma carteira de mercado diversificada com o retorno de uma ação. Quanto maior for este coeficiente maior é o risco de um ativo e, naturalmente, maior será o retorno exigido pelos detentores do capital próprio de uma dada empresa.

Segundo Damodaran (2004) existem três metodologias para estimar os betas: através dos dados contabilísticos, a partir das características fundamentais do investimento e através dos dados históricos dos preços de mercado dos ativos.

As empresas cotadas em bolsa têm estimativas publicadas que permitem ter acesso ao Beta da empresa, o mesmo não acontece às empresas que não pertencem à limitada bolsa de mercado. Então para essas o cálculo do risco sistemático faz-se a partir do beta não alavancado do setor sendo este ajustado ao grau de endividamento da empresa, segundo a fórmula (8):

$$\beta_L = \beta_u + \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right] \quad (8)$$

Onde:

β_L = Beta alavancado das ações da empresa

β_u = Beta não alavancado da empresa (sem dívida)

t = Taxa marginal de impostos sobre lucros

$\frac{D}{E}$ = Razão da dívida/ valor de mercado do capital próprio

k_m (custo médio ponderado do capital) ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

O custo do capital total corresponde à média ponderada dos custos das fontes de financiamento da empresa, sendo estas fontes constituídas pelo capital alheio e próprio, pelas quais é exigida a remuneração. A estimação do custo do capital total é feito através da fórmula (9) abaixo designada:

$$WACC = Ke \left(\frac{E}{E+D} \right) + Kd \left(\frac{D}{E+D} \right) (1 - T) \quad (9)$$

Onde:

Ke = Custo do capital próprio

Kd = Custo do capital alheio (dívida)

E = Valor do capital Próprio (*Equity*)

D = Valor da dívida (*Debt*)

T = Taxa de imposto sobre os lucros

Segundo Damodaran (2007) a abordagem acima é a mais utilizada para estimar o custo do capital total, embora existam outras formas de cálculo na teoria financeira.

3.2.6 Valor Residual

O valor residual reflete o valor da empresa no final do período para o qual se fizeram as previsões, sendo necessário atualiza-lo para o momento a que se pretende referir o valor da empresa. Neves (2002) refere que para o cálculo do valor residual é frequente assumir a continuidade da empresa por tempo indeterminado. Quando é esperado uma estabilização do crescimento e da operacionalidade da empresa, a partir de um determinado ano n , o valor residual constitui o valor atual de uma renda perpétua de crescimento constante é calculado através da seguinte expressão (10):

$$VRn = \frac{CFn (1 + g)}{k - g} \quad (10)$$

Onde:

VRn = Valor Residual da empresa no ano n

CFn = Fluxo de caixa gerado pela empresa durante o período n

k = taxa de desconto adequada ao risco dos fluxos de caixa

g = taxa de crescimento constante para a fase de maturidade

Valor Patrimonial

Quando se pretende determinar o valor de liquidação de uma empresa, em casos de situação de falência, existência de ativos inoperacionais, obsoletos ou fora de uso, deve-se utilizar os métodos patrimoniais de avaliação. Ou seja, quando há interesse nos ativos de uma empresa e não no potencial desta gerar resultados futuros. Contudo, na área de análise de projetos de investimento, este método é utilizado de forma regular dado que se pretende avaliar a viabilidade do investimento dentro de um determinado período de tempo limitado.

4 Estudo de Caso

Neste ponto é descrito o contexto em que se insere a avaliação e a caracterização da empresa em estudo. É introduzida também a situação histórica e atual da empresa e as principais suposições assumidas para o processo de avaliação e para o apuramento dos valores estimados nos diversos mapas de apoio.

Será realizada a aplicação prática de um modelo de avaliação de empresas ajustado a uma PME do setor dos citrinos. A recolha de informação sobre a empresa foi efetuada com base nas demonstrações financeiras, IES e outros documentos internos disponibilizados pela empresa. Os dados sobre o setor foram retirados da Central de Balanços do *site* do Banco de Portugal.

É recomendado e necessário iniciar o processo de avaliação com a realização de um diagnóstico e uma análise externa e interna à empresa e ao seu setor de atividade.

4.1 Apresentação da empresa³

A empresa estudada neste projeto quis manter-se anónima por motivos pessoais dos seus proprietários de capital e devido ao carácter confidencial de alguns dados financeiros. É uma empresa que se insere no setor da venda de citrinos, nomeadamente laranjas, tangerinas e clementinas. É uma empresa familiar com atividade há mais de 24 anos. Neste momento o sócio maioritário é a pessoa responsável pelo visível crescimento ao longo dos últimos 10 anos, desde que a globalização revolucionou o mercado. O rápido crescimento da empresa deve-se à aquisição de novos armazéns e equipamentos que permitem uma melhor adaptação à necessidade dos seus clientes. Os seus principais clientes são empresas nacionais e internacionais e consumidores finais. As empresas clientes são maioritariamente supermercados. As frutas vendidas pela empresa são compradas e também apanhadas de terrenos pertencentes à empresa.

A empresa em estudo foi constituída em 1990 sob a forma jurídica de sociedade por quotas limitada e possui um capital social de 150.000€.

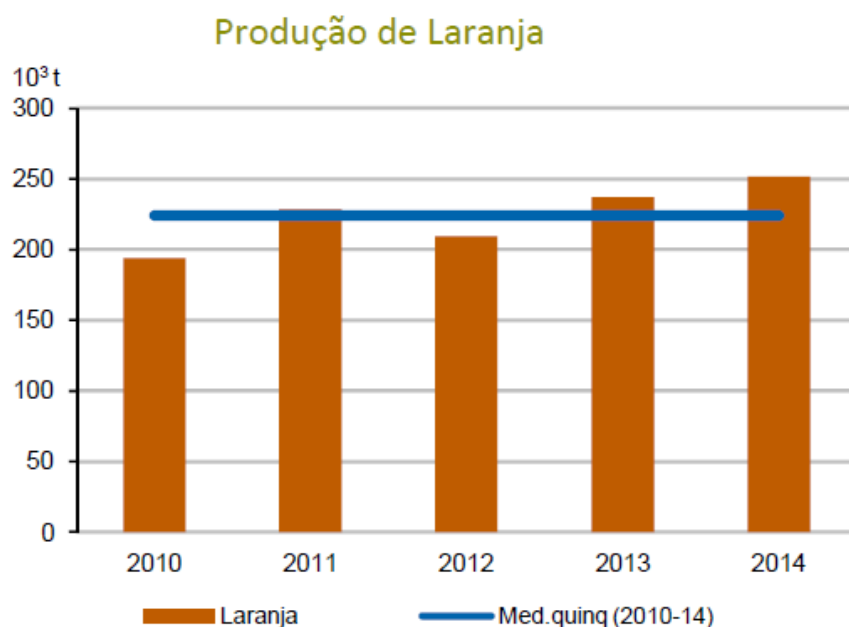
³ Fonte: Informação disponibilizada pela empresa.

4.2 Análise do setor

Na pesquisa sobre a atividade de empresas do setor de venda de citrinos, verificou-se que apenas existe informação generalizada incorporando as várias empresas do mesmo setor. Foram obtidas as demonstrações financeiras globais e alguns rácios de avaliação das empresas de venda de citrinos através da Central de Balanços do Banco de Portugal, sendo esta fonte de informação considerada credível e de grande utilidade para este projeto. O Código de Atividade Económica utilizado foi o mesmo que a empresa avaliada, nomeadamente 01230 – Cultura dos Citrinos.

De acordo com as Estatísticas Agrícolas do INE⁴ Edição de 2015, em 2014 registaram-se aumentos de produtividade, quanto à laranja. As variedades precoces produziram frutos com maiores calibres, mas com teores de açúcar inferiores aos habituais. No geral verificou-se em 2014 um aumento de 6,2% na produção, face a 2013, atingindo as 252 mil toneladas, como confere a figura 3.

Figura 3 - Produção de laranja



Fonte: INE - Estatísticas Agrícolas 2014 (Edição 2015) - ISSN 0079-4139

4

https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOEstipo=ea&PUBLICACOEScolecao=107660&seITab=tab0&xlang=pt

A produção de citrinos, tais como a laranja e a tangerina, apresentaram no triénio de 2012 a 2014 um crescimento equilibrado. A laranja é o citrino que tem mais hectares e com uma grande produção no valor de 251.519 toneladas de fruta, sendo esta a segunda maior. De acordo com o quadro 3, a produção da laranja corresponde à iniciada no ano agrícola indicado e continuada no ano seguinte, devido à sua sazonalidade. A tangerina apesar de ter uma produção muito inferior à da laranja, é o segundo citrino com mais hectares e toneladas de fruta, como podemos verificar no quadro 3.

Quadro 3 - Produção de Citrinos - Laranja e Tangerina

Produção das principais culturas							
Portugal	Anos	Superfície			Produção		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
Culturas		ha			t		
CULTURAS PERMANENTES							
Principais frutos frescos							
Ameixa		1 642	1 680	1 693	17 158	15 394	24 177
Cereja		5 744	6 020	6 043	10 416	10 776	10 577
Damasco		402	396	429	3 249	2 157	2 234
Figo		4 286	4 332	4 404	2 535	2 882	2 826
Maçã		12 902	13 661	13 847	220 761	287 314	273 721
Pêra		11 226	12 014	12 007	116 287	202 483	210 009
Pêssego		3 783	3 649 Rv	3 610	30 157	22 839 Rv	41 053
Frutos pequenos de baga							
Amora		19	27	44	259	275	279
Framboesa		234	271	450	3 091	2 757	4 697
Groselha		32	52	67	87	87	134
Mirtilo		211	534	823	1 437	1 429	1 824
Principais frutos subtropicais							
Kiwi		1 695	2 127	2 255	20 545	21 306	18 150
Banana		1 015	1 012	1 127	22 528	21 204	24 208
Ananás		62	59	58	1 295	1 165	1 107
Citrinos							
Laranja		16 541	16 561	16 448	208 980	236 800	251 519
Limão		875	890	931	13 187	14 016	14 676
Tângerina		114	113	117	1 221	1 355	1 409
Tangerina		2 296	2 233	2 288	34 474	34 967	36 188
Toranja		19	19	20	206	206	224

Nota: as produções de azeite e laranja correspondem às iniciadas no ano agrícola indicado e continuadas no ano seguinte.

(a) Produção - unidade: 10³ hl.

Fonte: INE - Estatísticas Agrícolas 2014 (Edição 2015) - ISSN 0079-4139

Segundo a Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos (NUTS), de 2012 a 2014 o Algarve é o maior produtor de laranjas e tangerinas em comparação com o resto do território nacional. A produção da laranja teve um crescimento no valor de 43.837 toneladas.

Produção das principais culturas por NUTS II

Continente		2012							
NUTS II	Culturas	Ameixa		Kiwi		Laranja		Tangerina	
		Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t
Continente		1 595	16 904	1 685	20 395	16 158	205 228	2 232	33 898
Norte		203	1 217	1 252	15 673	778	4 429	74	630
Centro		728	7 559	425	4 653	931	8 138	65	498
Lisboa		75	654	2	23	403	3 672	33	258
Alentejo		511	6 392	4	30	2 241	20 545	277	2 852
Algarve		79	1 082	2	16	11 806	168 444	1 783	29 659
									2013

NUTS II	Culturas	Ameixa		Kiwi		Laranja		Tangerina	
		Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t
Continente		1 632	15 121	2 117	21 149	16 178	233 181	2 168	34 392
Norte		257	1 132	1 583	16 695	783	5 237	74	563
Centro		715	6 844	525	4 381	931	8 012	65	523
Lisboa		75	654	2	23	403	3 488	33	310
Alentejo		501	5 353	4	30	2 220	20 485	215	2 918
Algarve		84	1 138	3	20	11 841	195 960	1 780	30 078
									2014

NUTS II	Culturas	Ameixa		Kiwi		Laranja		Tangerina	
		Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t	Superfície ha	Produção t
Continente		1 647	23 874	2 244	17 992	16 062	247 665	2 222	35 591
Norte		260	1 181	1 672	14 502	784	5 453	75	528
Centro		715	12 489	564	3 417	931	8 027	65	523
Área Metropolitana de Lisboa		75	1 177	2	23	294	2 630	28	266
Alentejo		507	7 850	4	30	2 102	19 275	211	2 880
Algarve		92	1 176	3	20	11 951	212 281	1 844	31 395


Fonte: Elaborado pela autora mas de acordo com os dados do INE - Estatísticas Agrícolas (Edição 2015/2014/2013)

Nos dados mais recentes obtidos do Banco de Portugal⁵ sobre empresas do setor da Cultura dos Citrinos houve um aumento do número de empresas de 2012 para 2013, sendo este composto pela entrada de 15 empresas e a saída de 6 empresas, passando de 89, em 2012, para 98 em 2013.

A distribuição das empresas da Cultura de Citrinos por distrito é desproporcional, sendo que no distrito de Faro se encontram 84% das empresas, no entanto Coimbra e Lisboa tem apenas 5% cada e em Outras Localizações encontram-se os restantes 6%. A natureza jurídica das empresas do setor é composta por 87% Sociedades por Quotas, 9% Sociedade Anónima e por fim 4% das empresas têm Outras Naturezas Jurídicas. Quanto à maturidade das empresas, 47% tem mais de 10 anos, representando 79% do volume de negócios, no entanto até 5 anos de maturidade representa 39% e os restantes 14% corresponde a maturidade de 6 a 10 anos, tendo cada um respetivamente 11% e 10% do volume de negócios.

⁵ <https://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Paginas/QuadrosdaEmpresaedoSetor.aspx>

Quadro 5 - Quadro de Caracterização do Setor 2012-2013

QUADRO DO SETOR		
		
AGREGADO (CAE/Dimensão)		
Ano:	2013	
Setor de Atividade Económica (CAE Rev.3):	01230 - Cultura de citrinos	
Classe de Dimensão:	Todas as Empresas	
A. CARATERIZAÇÃO DO AGREGADO (1)		
Número de empresas incluídas no agregado	2012 89	2013 98
Representatividade (intervalos em percentagem)	2012	2013
Em Número de empresas	95% - 100%	95% - 100%
Em Número de pessoas ao serviço	95% - 100%	95% - 100%
Em Volume de negócios	95% - 100%	95% - 100%
Movimentos no agregado do ano mais recente	Entrada de empresas	Saída de empresas
Em Número de empresas	15	6
Obs:		
(1) O Agregado corresponde ao cruzamento entre o Setor de Atividade Económica e a Classe de Dimensão.		
(2) Empresas que sofreram no ano mais recente um acontecimento que afetou a comparabilidade dos dados face ao ano anterior.		

Fonte: Banco de Portugal, Quadro do Setor 2013

Quadro 6 - Distribuição das empresas geograficamente

Distribuição das empresas do agregado (em percentagem)		
2013		
Distrito de localização da sede	Número de empresas	Volume de negócios
Faro	84%	66%
Coimbra	5%	5%
Lisboa	5%	9%
Outras Localizações	6%	20%
Distrito de localização dos estabelecimentos	Número de estabelecimentos	Volume de negócios
Faro	83%	66%
Coimbra	6%	5%
Lisboa	5%	9%
Outras Localizações	6%	20%
Maturidade	Número de empresas	Volume de negócios
Até 5 anos	39%	11%
De 6 a 10 anos	14%	10%
Mais de 10 anos	47%	79%
Natureza Jurídica	Número de empresas	Volume de negócios
Sociedade por Quotas	87%	83%
Sociedade Anónima	9%	16%
Outras Naturezas	4%	1%

Fonte: Banco de Portugal, Quadro do Setor 2013

4.3 Análise da situação económico-financeira da empresa

A carteira de clientes da empresa é composta por entidades empresariais nacionais e internacionais e clientes finais, que se enquadram no setor de venda de frutas ou venda de produtos alimentares, onde a maioria se encontra no Algarve.

Os dados do setor provêm do Banco de Portugal e foi escolhido o 2º Quartil porque ao comparar os dados da empresa com os do setor consegue-se obter o posicionamento da empresa no mercado.

Quadro 7 – Indicadores de Liquidez

	2010	2011	2012	2013
<i>Liquidez Geral</i>	114,55%	112,69%	113,98%	130,88%
<i>Liquidez Reduzida</i>	113,52%	111,25%	113,44%	130,50%
<i>Empresa</i>				
<i>Liq. Geral Setor</i>	138,51%	176,85%	207,72%	139,83%
<i>Liq. Reduzida Setor</i>	133,38%	129,34%	193,35%	116,46%
<i>Setor</i>				

Fonte: Elaborado pela autora.

A Liquidez Geral encontra-se acima dos 100%, mas a capacidade da empresa para pagar as suas dívidas de curto prazo não é garantida. Isto deve-se ao facto da Tesouraria Líquida, que será abordada mais à frente, se encontrar negativa nos últimos 3 anos do quarteto em avaliação. Na Liquidez Reduzida é visível que os Inventários não têm grande influência na liquidez da empresa.

O setor tem valores superiores em relação à empresa, o que indica que têm mais capacidade que a empresa no cumprimento dos compromissos a curto prazo.

Quadro 8 – Indicadores Financeiros

	2010	2011	2012	2013
<i>Autonomia Financeira</i>	41,06%	41,24%	35,91%	35,03%
<i>A.F. do Setor</i>	37,34%	36%	36,07%	35,37%
<i>Grau de Endividamento</i>	58,94%	58,76%	64,09%	64,97%
<i>G.E. do Setor</i>	62,66%	64%	63,93%	64,63%
<i>Solvabilidade</i>	69,66%	70,18%	56,04%	53,93%
<i>Solvabilidade do Setor</i>	51,4%	56,07%	56,43%	53,93%

Fonte: Elaborado pela autora.

A solidez financeira da empresa ao longo dos 4 anos foi diminuindo uma vez que o Ativo foi aumentando o seu valor mas este não foi devidamente financiado por origens próprias, o que indica que a independência da empresa em relação aos capitais está comprometida, atingindo em 2013 valores minimamente aceitáveis. Os valores obtidos pela empresa são semelhantes aos do setor.

Como consequência da diminuição da solidez financeira da empresa e do setor o seu grau de endividamento aumentou significativamente.

Na Solvabilidade o valor dos Capitais Próprios é inferior ao Passivo. Esta situação reflete elevado risco para os credores da empresa, dado que os Capitais Próprios não são suficientes para fazer face às Dívidas a Terceiros. Esta situação é no entanto similar à média do setor.

Quadro 9 – Indicadores Económico-Financeiros

	2010	2011	2012	2013
<i>R.C.P.</i>	4,09%	4,72%	4,14%	3,97%
<i>R.C.P. do Setor</i>	7,44%	4,66%	5,25%	6,47%
<i>R.E.A.</i>	6,33%	6,34%	5,51%	5,60%
<i>R.E.A. do Setor</i>	11,35%	9,44%	10,50%	9,25%

Fonte: Elaborado pela autora.

Quanto aos indicadores de rentabilidade, a rentabilidade dos Capitais Próprios tem vindo a diminuir o que afeta a remuneração conseguida pelos investimento dos sócios. No setor apesar de ser mais instável, apresenta valores superiores ao da empresa.

A rentabilidade económica do Ativo da empresa encontra-se em declínio e apresenta valores inferiores ao do setor, que são quase o dobro em alguns anos do quadriénio.

Quadro 10 – Ciclo Financeiro de Exploração

	2010	2011	2012	2013
<i>P.M.R.</i>	64	81	75	106
<i>P.M.R. do Setor</i>	38	35	51	32
<i>P.M.P.</i>	66	54	62	68
<i>P.M.P. do Setor</i>	45	42	41	39

Fonte: Elaborado pela autora.

Quanto aos rácios de atividade e gestão, o prazo médio de recebimento da empresa é superior ao do setor, o que indica que os seus clientes têm mais tempo para pagar o que devem, enquanto no setor o prazo é em média 1 mês.

O Prazo médio de Pagamento aos fornecedores da empresa é em média de 60 dias, enquanto no setor é de 40 dias. O que indica que a empresa leva mais tempo a pagar os seus fornecedores do que o setor. Mas também a empresa ao receber mais tarde dos clientes é normal ter de pagar aos fornecedores mais tarde, por não haver disponibilidades mais cedo.

Quadro 11- Equilíbrio Financeiro da P.M.E.

	2010	2011	2012	2013
<i>Fundo de Maneio</i>	102.436€	98.794€	142.176€	305.005€
<i>Necessidades cíclicas de exploração</i>	585.971€	684.244€	1.075.825€	1.207.618€
<i>Recursos cíclicos de exploração</i>	512.982€	381.983€	697.353€	609.959€
<i>Necessidades de Fundo de Maneio</i>	72.989€	302.261€	378.472€	597.659€
<i>Tesouraria Líquida</i>	29.447€	-203.467€	-236.295€	-292.654€

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa encontra-se em desequilíbrio financeiro, estando a Tesouraria a agravar-se nos últimos anos, atingido valores bastante negativos em 2013.

Apenas no ano de 2010 se regista que as Necessidades de Fundo de Maneio são inferiores ao Fundo de Maneio, pelo que se regista um pequeno excedente de 29.447€.

Nos últimos três anos a Tesouraria Líquida está negativa ultrapassando os 200.000€ e quase chegando a 300.000€, o que indica que há um aumento das Necessidades de Fundo de Maneio bastante significativo, não tendo estas sido devidamente cobertas por Fundo de Maneio. Esta situação representa dificuldades em cumprir os compromissos financeiros a curto prazo.

Quadro 12 - Equilíbrio Financeiro do Setor

	2010	2011	2012	2013
<i>Fundo de Maneio</i>	2.706€	-18.317€	-5.416€	10.642€
<i>Necessidades cíclicas de exploração</i>	82.566€	86.332€	98.144€	97.974€
<i>Recursos cíclicos de exploração</i>	38.125€	40.725€	72.841€	70.284€
<i>Necessidades de Fundo de Maneio</i>	44.441€	45.607€	25.303€	27.690€
<i>Tesouraria Líquida</i>	41.735€	-63.924€	-30.720€	-17.048€

Fonte: Elaborado pela autora de acordo com os dados do 2º Quartil dos Quadros do Setor do Banco de Portugal de 2010-2013.

O setor encontra-se mais perto do equilíbrio financeiro dado que a Tesouraria, embora também negativa, apresenta valores médios mais próximos de zero.

4.4 Principais pressupostos para os modelos de avaliação

4.4.1 Período de análise

A avaliação da empresa teve como base as perspetivas futuras para a empresa, baseadas no crescimento esperado obtido através da análise de evolução do histórico da sua atividade nos últimos 11 anos (2004 a 2014). A partir dos dados históricos foi possível verificar a tendência do volume de negócios e verificar as práticas de gestão e os ajustes assumidos pela empresa.

Como base nos dados históricos, foram efetuadas projeções futuras de 5 anos nomeadamente de 2015 a 2019, pelo que foram estimadas todas as variáveis e definidos os pressupostos necessários à estimação dos fluxos de caixa, tal como seguidamente se apresentam. Foi utilizada a folha de Excel disponibilizada em Duarte e Esperança (2012) como base de trabalho, tendo esta sido adaptada aos dados e empresa em estudo.

4.4.2 Pressupostos de investimentos

A empresa pretende investir em 2015 em vários Ativos Fixos Tangíveis afetos à atividade da empresa, com a exceção do veículo ligeiro. No quadro 13 refletem-se os valores a investir em Ativos não Correntes, num total de 97.570€.

Quadro 13 - Investimentos em A.F.T.

Decisões de Investimento		Unidade: Euros					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos Intangíveis							
Despesas de Instalação		0					
Despesas de I&D		0					
Propriedade Industrial e O.Direitos		0					
Programas de computador		0					
Outras Activos Intangíveis		0					
Total Activos Intangíveis		0					
Activos Fixos Tangíveis							
	Descrição		Anos - VE	Tx. % AR	AR- Euros		
Terrenos e Recursos Naturais		0					
Edifícios e Outras Construções		0	50	2,00%	0		
		0					
Equipamento Básico		10 100		12,50%	1 263		
Factura pró-forma nº	A	10 100	8	12,50%	1 263		
Proposta de Investimento nº	B	0	8	12,50%	0		
Proposta de Investimento nº	C	0	8	12,50%	0		
Factura pró-forma nº	D	0	6	16,67%	0		
Proposta de Investimento nº	E	0	10	10,00%	0		
Diversa propostas	Diversos	0	10	10,00%	0		
Equipamento de Transporte		87 000		23,45%	20 400		
Proposta de Investimento nº	Veículo Comercial	27 000	5	20,00%	5 400		
Factura pró-forma veic nº	Veículo Comercial	0	5	20,00%	0		
Proposta de Investimento nº	Veículo Ligeiro	60 000	4	25,00%	15 000		
Ferramentas e Utensílios		0					
Equipamento Administrativo		470					
Taras e Vasilhame		0					
Outros Activos Fixos Tangíveis		0					
Total Activos Fixos Tangíveis		97 570					
Total Activo não Corrente		97 570					

Fonte: Elaborado pela autora.

4.4.3 Pressupostos de exploração

Volume de negócios

A previsão do volume de negócios foi feita após um estudo exaustivo pela aplicação vários modelos para a projeção de tendências, tais como o modelo Linear, Exponencial, Logarítmico, Polinomial e Médias Móveis.

Os resultados históricos utilizados para o cálculo das previsões de crescimento das vendas foram os seguintes:

Quadro 14 – Vendas de 2004 a 2014

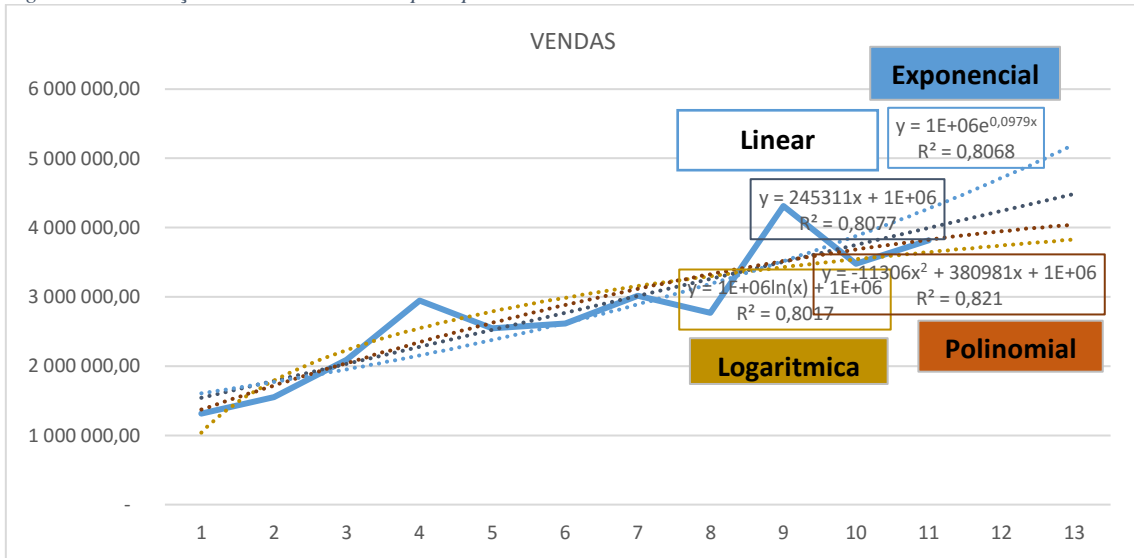
Anos	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Vendas</i>	1.314.377,15€	1.555.008,48€	2.092.919,37€	2.944.423,94	2.546.272,60€	2.615.298,25€
Anos	2010	2011	2012	2013	2014	
<i>Vendas</i>	3.016.588,24€	2.767.746,98€	4.311.760,01€	3.476.257,22€	3.819.516,37€	

Fonte: Elaborado pela autora.

O histórico de 11 anos permitiu avaliar o aumento significativo do volume de negócios, com grandes oscilações das taxas de crescimento ao longo do período, que variaram entre -24% e 29%, mas com crescimento médio de 8,2%. De 2004 a 2014 houve um crescimento de 66%. O crescimento do volume de negócios deveu-se à expansão das vendas a nível internacional por via das exportações, para além de um crescimento a nível nacional de clientes fiéis à empresa.

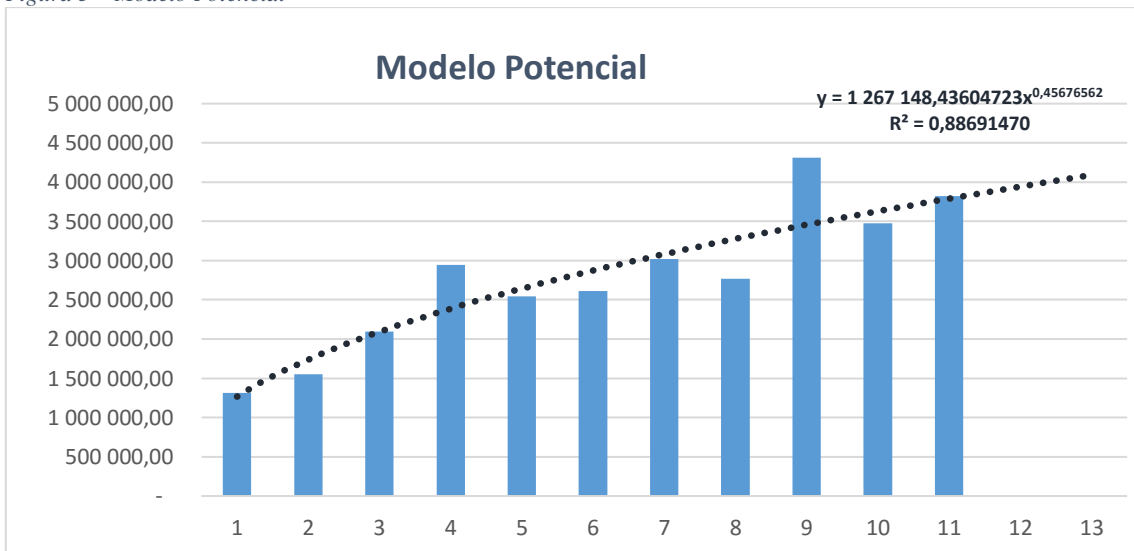
Uma vez que já estavam disponíveis os dados reais do ano 2014, estes foram comparados com os valores obtidos dos modelos de projeção de tendências e verificou-se que o modelo potencial é o que melhor se ajusta aos dados. Neste contexto, a previsão para o volume de negócios dos anos seguintes foi efetuada com base nos resultados obtidos por este modelo. Como se regista nas figuras 4 e 5, espera-se um aumento significativo em 2015 nas Exportações o que significa que há uma evolução nas relações com o exterior que irá favorecer a empresa.

Figura 4 – Utilização dos vários modelos para previsão das vendas



Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 5 – Modelo Potencial



Fonte: Elaborado pela autora.

Nos quadros 15 e 16 é possível ver as taxas de crescimento previsionais das unidades vendidas de 2015 a 2020. Elas são calculadas com base no ano 2014, sendo assim possível ter uma previsão da evolução da empresa nos anos seguintes.

Quadro 15 - Vendas – Mercado Nacional – Taxas de crescimento para os anos previsionais

VENDAS - MERCADO NACIONAL		Unidade: Euros					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Laranjas	1 391 697	1 504 601	1 618 275	1 708 713	1 788 524	1 852 367	
Quantidades vendidas	2 899 369	3 134 586	3 338 025	3 489 676	3 616 507	3 708 516	
Taxa de crescimento das unidades vendidas		8,11%	6,49%	4,54%	3,63%	2,54%	
Preço Unitário	0,5	0,5	0,48	0,49	0,49	0,50	
Tangerinas	325 282	418 520	519 636	609 076	694 163	764 126	
Quantidades vendidas	500 434	643 877	791 524	918 577	1 036 535	1 129 708	
Taxa de crescimento das unidades vendidas		28,66%	22,93%	16,05%	12,84%	8,98%	
Preço Unitário	0,7	0,7	0,66	0,66	0,67	0,68	
Clementinas	897 058	1 011 139	1 086 187	1 145 878	1 198 548	1 240 706	
Quantidades vendidas	800 945	902 802	960 208	1 002 947	1 038 659	1 064 549	
Taxa de crescimento das unidades vendidas		12,72%	6,36%	4,45%	3,56%	2,49%	
Preço Unitário	1,1	1,1	1,13	1,14	1,15	1,17	
TOTAL	2 614 038	2 934 260	3 224 097	3 463 668	3 681 234	3 857 200	

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 16 - Vendas – Mercado Exportações – Taxas de crescimento para os anos previsionais

VENDAS - EXPORTAÇÃO		Unidade: Euros					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Laranjas	556 280	736 203	935 962	1 116 543	1 291 114	1 436 292	
Quantidades vendidas	993 358	1 314 647	1 654 813	1 954 541	2 237 754	2 464 730	
Taxa de crescimento das unidades vendidas		32,34%	25,88%	18,11%	14,49%	10,14%	
Preço Unitário	0,6	0,6	0,57	0,57	0,58	0,58	
Tangerinas	410 792	534 789	670 568	791 757	907 813	1 003 683	
Quantidades vendidas	604 106	786 454	976 366	1 141 406	1 295 756	1 418 411	
Taxa de crescimento das unidades vendidas		30,18%	24,15%	16,90%	13,52%	9,47%	
Preço Unitário	0,7	0,7	0,69	0,69	0,70	0,71	
Clementinas	238 406	374 780	486 791	540 876	601 517	659 743	
Quantidades vendidas	195 414,8	307 196,6	395 058	434 605	478 546	519 672	
Taxa de crescimento das unidades vendidas		57,20%	28,60%	10,01%	10,11%	8,59%	
Preço Unitário	1,2	1,2	1,23	1,24	1,26	1,27	
TOTAL	1 205 479	1 645 771	2 093 321	2 449 176	2 800 443	3 099 719	

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa vende três tipos de citrinos: as laranjas, as tangerinas e as clementinas. Todos estes citrinos são vendidos dependendo da sazonalidade de cada um. As vendas previsionais a nível nacional e exportações para o ano 2015 por citrino são as apresentadas nos quadros 17 e 18:

Quadro 17– Plano de Vendas de Produtos - Nacional

Plano de Vendas Produtos - Nacional													(unidade: euros)	
Ano <i>Cruzeiro</i>													2015	
	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Total	12 MESES
Laranjas	173 962	173 962	96 677	96 642	96 642	96 642	96 642	96 642	96 642	96 642	96 642	173 962	1 391 697	1 391 697
Tangerinas	54 214	21 685	21 685	21 685	21 685	21 685	21 685	21 685	21 685	21 685	21 685	54 214	325 282	325 282
Clementinas	112 132	56 066	56 066	56 066	56 066	56 066	56 066	56 066	56 066	112 132	112 132	112 132	897 058	897 058
Total	340 308	251 714	174 428	174 393	174 393	174 393	174 393	174 393	174 393	230 460	230 460	340 308	2 614 038	2 614 038

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 18 – Plano de Vendas Produtos - Exportações

Plano de Vendas Produtos - Exportações													(unidade: euros)	
Ano <i>Cruzeiro</i>													2015	
	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Total	12 MESES
Laranjas	69 535	69 535	38 630	38 630	38 630	38 630	38 630	38 630	38 630	38 630	38 631	69 535	556 280	556 280
Tangerinas	68 465	27 386	27 386	27 386	27 386	27 386	27 386	27 386	27 386	27 386	27 386	68 465	410 792	410 792
Clementinas	29 801	14 900	14 900	14 900	14 900	14 900	14 900	14 900	14 900	29 801	29 801	29 801	238 406	238 406
Serviço D	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	167 801	111 822	80 917	80 917	80 917	80 917	80 917	80 917	80 917	95 817	95 818	167 801	1 205 479	1 205 479

Fonte: Elaborado pela autora.

Os preços de venda a nível nacional são inferiores aos de exportação, uma vez que para as exportações é envolvido o transporte da fruta através de vários meios de transporte. Nas figuras 19 e 20 estão os diferentes preços por fruta, uma vez que não há sazonalidade nos preços, apenas uma atualização anual dos mesmos, não se registando flutuação dos preços no ano inicial de previsão.

Quadro 19 – Preços de venda unitários – Produtos - Nacionais

Preços de venda unitários - Produtos - Nacionais															(unidade: euros)		2015
Ano Cruzado																	
Preços Unitários (euros)		JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Média	12 MESES		
	Varição de preços por mês	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%				
0,48	Laranjas	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48		
0,65	Tangerinas	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65		
1,12	Clementinas	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12		

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 20 – Preços de venda unitários – Produtos - Exportações

Preços de venda unitários - Produtos - Exportações															(unidade: euros)		2015
Ano Cruzado																	
Preços Unitários (euros)		JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Média	12 MESES		
0,56	Laranjas	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56		
0,68	Tangerinas	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68		
1,22	Clementinas	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22		

Fonte: Elaborado pela autora.

Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas (CMVMC)

A empresa espera manter a sua margem bruta consistente com a média que foi praticada de 2010 a 2013, que são os anos em que foi feita a análise económico-financeira. Essa média é de 77,25%.⁶ Há uma grande influência por parte do CMVMC na margem bruta, pelo que deverá ser feita uma boa gestão para manter ou diminuir a sua influência. Nas figuras 21 e 22 é possível verificar o Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas a nível das vendas nacionais e exportações considerando a sazonalidade similar à considerada durante os 12 meses do ano 2015.

⁶ Informação calculada pela autora através da média da percentagem do CMVMC sobre as Vendas.

Quadro 21 – Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC) - Nacional

Custo da Mercadorias e Matérias Consumidas (CMVMC) - Nacional

Ano **Cruzeiro** (unidade: euros) 2015

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Total	Margem	12 MESES
Custo Unitário														%	%
Laranjas	0,468	169 613	169 613	94 260	94 226	94 226	94 226	94 226	94 226	94 226	94 226	169 613	1 356 905	34 792	34 792
Matéria Prima 1	0,468													2%	2%
Tangerinas	0,47	39 201	15 680	15 680	15 680	15 680	15 680	15 680	15 680	15 680	15 680	39 201	235 204	90 078	90 078
Matéria Prima 1	0,47													28%	28%
Clementinas	0,469	46 955	23 478	23 478	23 478	23 478	23 478	23 478	23 478	46 955	46 955	46 955	375 643	521 415	521 415
Matéria Prima 1	0,469													58%	58%
Total		255 769	208 771	133 418	133 384	133 384	133 384	133 384	133 384	156 861	156 861	255 769	1 967 752		

Fonte: Elaborado pela autora.

Quadro 22- Custo das Mercadorias e Matérias Consumidas (CMVMC) - Exportações

Custo da Mercadorias e Matérias Consumidas (CMVMC) - Exportações

Ano **Cruzeiro** (unidade: euros) 2015

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Total	Margem	12 MESES
Custo Unitário														%	%
Laranjas	0,47	58 360	58 360	32 422	32 422	32 422	32 422	32 422	32 422	32 422	32 422	58 360	466 878	89 402	89 402
Matéria Prima 1	0,47													16%	16%
Tangerinas	0,47	47 322	18 929	18 929	18 929	18 929	18 929	18 929	18 929	18 929	18 929	47 322	283 930	126 862	126 862
Matéria Prima 1	0,47													31%	31%
Clementinas	0,47	11 481	5 740	5 740	5 740	5 740	5 740	5 740	5 740	11 481	11 481	11 481	91 845	146 561	146 561
Matéria Prima 1	0,47													61%	61%
Total		117 162	83 029	57 091	57 091	57 091	57 091	57 091	57 091	62 831	62 831	117 162	842 653		

Fonte: Elaborado pela autora.

Fornecimentos e Serviços Externos

Em relação aos gastos de funcionamento, estes são na sua maioria gastos fixos. Os gastos variáveis de maior peso são os combustíveis, transporte de mercadorias e deslocamentos e estadas. Tendo em conta que há uma previsão de deslocamentos aos seus clientes, estas últimas serão as variáveis que poderão aumentar gradualmente nos anos seguintes. Foram estimados os gastos do quadro 23 com base nos dados do ano 2014, o último ano do período de avaliação da empresa.

Quadro 23 - Previsão dos Fornecimentos e Serviços Externos

FSE - Fornecimentos e Serviços Externos		Unidade: Euros					
	Valor Mensal	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Número de meses de actividade		12	12	12	12	12	12
Subcontratos	14 918	179 021	188 151	197 182	204 971	212 657	221 482
Electricidade	3 636	43 638	45 863	48 065	49 963	51 837	53 988
Combustíveis	13 051	156 618	164 605	172 506	179 320	186 045	193 766
Água	96	1 150	1 209	1 267	1 317	1 386	1 423
Outros Fluidos	2	19	20	21	22	22	23
Ferramentas e Utensílios	649	7 785	8 182	8 575	8 914	9 248	9 632
Livros e doc. técnica	0	0	0	0	0	0	0
Material de escritório	42	509	535	561	583	605	630
Artigos para oferta	0	0	0	0	0	0	0
Rendas e alugueres	794	9 527	10 012	10 493	10 908	11 317	11 786
Despesas de representação	200	2 395	2 517	2 638	2 742	2 845	2 963
Comunicação	653	7 830	8 229	8 624	8 965	9 301	9 687
Seguros	1 167	14 009	14 723	15 430	16 039	16 641	17 331
Royalties	0	0	0	0	0	0	0
Transportes de mercadorias	13 529	162 346	170 626	178 816	185 879	192 849	200 853
Deslocações e estadas	560	6 726	7 069	7 408	7 700	7 989	8 321
Comissões	0	1	1	1	1	1	1
Honorários	0	0	0	0	0	0	0
Contencioso e notariado	19	228	239	251	260	270	281
Conservação e reparação	5 340	64 079	67 347	70 580	73 368	76 119	79 278
Publicidade e propaganda	113	1 355	1 424	1 492	1 551	1 610	1 676
Limpeza, higiene e conforto	893	10 715	11 261	11 802	12 268	12 728	13 256
Vigilância e segurança	487	5 850	6 148	6 443	6 698	6 949	7 237
Trabalhos especializados	879	10 554	11 092	11 625	12 084	12 537	13 057
Outros fom. e serviços	1 406	16 869	17 730	18 581	19 315	20 039	20 871
TOTAL FSE		701 222	736 984	772 359	802 867	832 975	867 543

Fonte: Elaborado pela autora.

Gastos com o pessoal

A empresa prevê manter os quadros como estão e nas alturas de grandes fluxos contratar temporariamente o número de pessoas necessárias para colmatar o aumento de trabalho nessas épocas.

Quanto aos encargos sociais foram considerados os seguintes: a taxa de segurança social para os órgãos sociais é de 23,75% igual à considerada para o pessoal; uma taxa média de 7,5% de retenções de IRS; seguro de acidentes de trabalho, medicina no trabalho e formação, que foi assumida uma taxa constante de 1% para os anos previsionais seguintes. O Quadro 24 resume a previsão de gastos com o pessoal.

Quadro 24 - Previsão dos Gastos com o Pessoal

QUADRO RESUMO		Unidade: Euros					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vencimentos							
Gerência/Administração		45 500	46 183	46 644	47 227	47 723	48 201
Pessoal		163 170	164 895	166 543	168 624	170 393	172 097
Encargos		48 422	48 976	49 466	50 084	50 610	51 116
Seguros Acidentes de Trabalho		2 087	2 111	2 132	2 159	2 181	2 203
Sub. Alimentação		31 268	24 936	25 186	25 501	25 768	26 028
Comissões							
Formação							
Outros gastos com pessoal							
TOTAL GASTOS PESSOAL		290 446	287 101	289 971	293 595	296 676	299 642

Retenções Colaboradores		Unidade: Euros					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Retenção SS Colaborador							
Gerência / Administração	10,00%	4 550	4 618	4 664	4 723	4 772	4 820
Outro Pessoal	11,00%	17 949	18 138	18 320	18 549	18 743	18 931
Retenção IRS Colaborador	7,50%	15 650	15 831	15 989	16 189	16 359	16 522
TOTAL Retenções		38 149	38 588	38 973	39 460	39 874	40 273

Fonte: Elaborado pela autora.

4.4.4 Pressupostos de Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneio influenciam a liquidez operacional e a capacidade da empresa fazer face aos seus compromissos a curto prazo. A empresa irá manter os mesmos prazos ao longo dos anos uma vez que já se encontram numa fase estável.

Quadro 25 - Prazos de recebimento, pagamento e stock

Prazo médio de Recebimento (dias)		55
Prazo médio de Pagamento (dias)		45
Prazo médio de Stockagem (dias)		10

Fonte: Elaborado pela autora.

Estado e outros entes públicos

Os pressupostos assumidos para esta rubrica em relação ao IVA foi de IVA liquidado a 6% e IVA dedutível a 23%. No Passivo inclui-se as contribuições para a Segurança Social, retenções na fonte de IRS, IVA e IRC conforme as taxas abaixo designadas:

Quadro 26- Contribuições - Segurança Social

Contribuições - Segurança Social			
Encargos a cargo da empresa		Retenções	
Órgãos Sociais	23,75%	Órgãos Sociais	10%
Outro Pessoal	23,75%	Outro Pessoal	11%

Fonte: Elaborado pela autora.

Em relação às retenções na fonte, a taxa do IRS foi considerada uma taxa média de 7,5%, tendo em conta os dados históricos das retenções feitas pelos funcionários da empresa.

Investimento em fundo de manei

O quadro 27 resume as rubricas que constituem o fundo de manei necessário de acordo com as condições de exploração previstas. Há um aumento nas necessidades de fundo de manei que irão aumentar o investimento total.

Quadro 27 - Investimento em Fundo Maneio

Investimento em Fundo Maneio Necessário	Unidade: Euros					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Necessidades Fundo Maneio						
Reserva Segurança Tesouraria	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Clientes	583 537	699 727	812 383	903 351	990 256	1 062 862
Inventários	78 067	92 359	106 804	118 860	130 290	139 763
Estado						
a)						
a)						
TOTAL	663 104	793 586	920 688	1 023 711	1 122 046	1 204 126
Recursos Fundo Maneio						
Fornecedores	453 641	523 175	593 341	652 044	707 874	755 548
Estado	13 531	15 903	17 985	19 894	21 460	22 260
a)						
TOTAL	467 171	539 078	611 326	671 939	729 334	777 808
Fundo Maneio Necessário	195 933	254 508	309 361	351 772	392 713	426 318
Investimento em Fundo de Maneio	195 933	58 575	54 853	42 411	40 940	33 605
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ESTADO	13 531	15 903	17 985	19 894	21 460	22 260
SS	5 910	5 978	6 038	6 113	6 177	6 239
IRS	1 304	1 319	1 332	1 349	1 363	1 377
IVA	6 316	8 606	10 615	12 432	13 919	14 644

Fonte: Elaborado pela autora.

4.4.5 Pressupostos Fiscais

Foram considerados os seguintes pressupostos fiscais:

- ❖ O Imposto sobre o rendimento coletivo (IRC): foi aplicada a taxa de 21% aos Lucros Tributáveis segundo a legislação em vigor em 2015.
- ❖ A Derrama Municipal de Faro aplicada foi de 1,5% (taxa máxima), de acordo com o Ofício-circulado nº 20178/2015 – 05/05 – DSIRC.
- ❖ A Derrama Estadual é aplicada à taxa de 3% uma vez que o Lucro Tributável da empresa é entre 1.500.000€ e 7.500.000€.
- ❖ Imposto sobre o valor acrescentado (IVA): taxa de 6% IVA a liquidar e dedutível no que diz respeito à compra e venda, uma vez que a fruta é um bem essencial aplica-se a taxa reduzida. A taxa de 23% é só aplicável a FSE e Investimentos adquiridos pela empresa.

4.4.6 Pressupostos de financiamento

A empresa aplica a política de não distribuição de dividendos. Os lucros obtidos têm sido mantidos dentro da empresa para investimentos necessários à distribuição e cultivo dos citrinos e a empresa pretende manter a mesma política.

Plano financeiro

O financiamento da empresa baseia-se essencialmente em capital alheio, pelo lucro financeiro do exercício de atividade e pelos sócios. Quanto à intenção de efetuar mais empréstimos bancários a médio e longo prazo, não existe parecer por parte da empresa em relação a esse tipo de ação no futuro. Pelo contrário, a empresa pretende liquidar os empréstimos que detém em passivo de médio e longo prazo.

Para os empréstimos bancários previsionais foi aplicada as taxas de juro dadas pela empresa. Foram consideradas constantes para os anos previsionais. Apresenta-se o Plano Financeiro no Quadro 28.

Quadro 28 - Previsão do Plano Financeiro

Plano de Financiamento	Unidade: Euros					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ORIGENS DE FUNDOS						
Meios Libertos Brutos	47 617	2 781 551	3 679 110	5 476 651	4 994 109	5 376 556
Capital Realizado (entrada de fundos)	149 639					
Financiamentos Obtidos						
Desinvest. em Capital Fixo						
Desinvest. em FMN					80 081	
Financiamentos de sócios / suprimentos	26 384					
Proveitos Financeiros	217	23 683	53 631	98 543	139 013	183 177
Total das Origens	223 858	2 805 233	3 732 741	5 575 194	5 213 203	5 559 733
APLICAÇÕES DE FUNDOS						
Inv. Capital Fixo	97 570					
Inv Fundo de Maneio	104 611	450 098	153 443	304 645		69 939
Imposto sobre os Lucros		8 533	584 525	779 302	1 166 217	1 073 406
Pagamento de Dividendos						
Reembolso de Empréstimos						
Encargos Financeiros				0		0
Total das Aplicações	202 181	458 631	737 969	1 083 947	1 166 217	1 143 345
Saldo de Tesouraria Anual	21 676	2 346 602	2 994 772	4 491 247	4 046 986	4 416 387
Saldo de Tesouraria Acumulado	21 676	2 368 279	5 363 051	9 854 299	13 901 285	18 317 672
Aplicações / Empréstimo Curto Prazo	21 676	2 368 279	5 363 051	9 854 299	13 901 285	18 317 672
Soma Controlo						

Fonte: Elaborado pela autora.

4.5 Resultado da avaliação

Neste ponto será apresentado o apuramento do valor da empresa Laranja & Companhia através dos métodos do *Free Cash Flow to Equity* e *to Firm*, ou seja, os cash flows gerados que financiam os capitais próprios e os totais, de acordo com a metodologia descrita anteriormente.

De acordo com os pressupostos apresentados anteriormente, foi elaborado um conjunto de mapas para chegar às várias demonstrações financeiras previsionais para o período de 2015 a 2019. Foram calculados os fluxos de caixa previsionais para esses anos, foi estimado o custo do capital de acordo com os pressupostos financeiros e o respetivo valor residual.

No quadro 29 pode verificar-se que a empresa espera gerar fluxos de caixa operacionais positivos à exceção do primeiro ano de 2015. Será possível então cobrir os investimentos, independentemente da forma de financiamento dos mesmos.

Mapa de Cash Flows Operacionais				Unidade: Euros		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Meios Libertos do Projecto						
Resultados Operacionais (EBIT) x (1-IRC)	-789	167 538	309 061	409 648	507 851	612 213
Amortizações do exercício	21 780	21 780	21 780	21 780	21 663	-13 738
Provisões do exercício						
	20 991	189 318	330 841	431 428	529 513	598 475
Investim./Desinvest. em Fundo Maneio						
Fundo de Maneio	-196 540	-57 967	-54 853	-42 411	-40 940	-33 605
CASH FLOW de Exploração	-175 549	131 350	275 987	389 017	488 573	564 870
Investim./Desinvest. em Capital Fixo						
Capital Fixo	-97 570					
Free cash-flow	-273 119	131 350	275 987	389 017	488 573	564 870
CASH FLOW acumulado	-273 119	-141 769	134 219	523 236	1 011 809	1 576 679

Fonte: Elaborado pela autora

Estimou-se o custo do capital próprio segundo o modelo do CAPM para a aplicação do mesmo como taxa de atualização do modelo do Capital Próprio. Segundo informações constantes na base de dados no *site* do Damodaran, o beta mais recente do setor⁷ (Farming/Agriculture) na Europa é de 0,84. Este beta ajustado reflete a exposição do risco total da empresa. A taxa de juro sem risco⁸ de Portugal em dezembro de 2015 foi de 2,49% e o prémio de risco do mercado português foi de 2%.

Foi apurado o custo médio ponderado do capital para a aplicação do mesmo como taxa de atualização do Modelo da Entidade, tendo em conta as alterações pretendidas na estrutura de capital da empresa. Foi mantida a partir de 2020 a estrutura de capital de 2019, pelo que no cálculo da perpetuidade a estrutura e o custo do capital será constante. O quadro 30 apresenta as estimativas para o custo médio ponderado do Capital (WACC).

⁷ Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, Total Beta By Industry Sector – Europe.

⁸Fonte:

<http://www.bportugal.pt/Mobile/BPStat/Serie.aspx?IndID=827051&SerID=2028131&sr=2028132-2028133&View=data&SW=1349> Banco de Portugal Stat mobile.

Quadro 30 - Cálculo do WACC - Custo Médio Ponderado do Capital

Cálculo do WACC				Unidade: Euros		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Passivo Remunerado	139 553	93 036	46 518	0	0	0
Capital Próprio	631 572	819 720	1 152 887	1 590 956	2 132 260	2 745 486
TOTAL	771 125,22	912 755,98	1 199 405,04	1 590 956,39	2 132 260,20	2 745 485,94
% Passivo remunerado	18,10%	10,19%	3,88%	0,00%	0,00%	0,00%
% Capital Próprio	81,90%	89,81%	96,12%	100,00%	100,00%	100,00%
Gasto						
Gasto Financiamento	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Gasto financiamento com efeito fiscal	3,56%	3,56%	3,56%	3,56%	3,56%	3,56%
Custo Capital	7,40%	7,42%	7,45%	7,47%	7,50%	7,52%
Custo ponderado	6,70%	7,03%	7,30%	7,47%	7,50%	7,52%

Fonte: Elaborado pela autora.

A inexistência de passivo remunerado em 2017 deve-se ao facto de a 31 de dezembro a empresa já ter reembolsado o total da sua dívida. Porém, ainda existe um valor em juros e gastos similares decorrentes da dívida remanescente que ainda se registou no decorrer do ano.

Valor da empresa com base nos Capitais Totais – Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Pela abordagem dos capitais totais o valor estimado é de 6.078.628€. O valor na sua maioria é devido à perpetuidade a partir de 2020. É seguido os objetivos definidos quanto à estrutura de capital, em que passa a ser totalmente financiada por capital próprio e o custo do capital alheio é mais barato que o custo do capital próprio.

Quadro 31 - Valor da empresa: Abordagem FCFF

Considerando a Perpetuidade dos Cash Flows				Unidade: Euros			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Perpetuidade dos Cash Flows							7 507 143
Free Cash Flow to Firm	-273 119	131 350	275 987	389 017	488 573	564 870	7 507 143
WACC	6,44%	6,85%	7,22%	7,47%	7,50%	7,52%	7,52%
Factor de actualização	1	1,068	1,146	1,231	1,324	1,423	1,530
Fluxos actualizados	-273 119	122 931	240 907	315 958	369 137	396 917	4 905 898
Fluxos actualizados acumulados	-273 119	-150 188	90 718	406 677	775 813	1 172 730	6 078 628
							Valor da Empresa através do FCFF
							6 078 628

Fonte: Elaborado pela autora.

Valor da empresa com base no Capital Próprio – Free Cash Flow to Equity (FCFE)

O valor estimado da empresa na abordagem dos capitais próprios é de 5.660.198€. A perpetuidade reflete-se de novo no valor da empresa como foi referido anteriormente. A empresa consegue remunerar o proprietário porque consegue liquidar a dívida toda.

Quadro 32 - Valor da empresa: Abordagem FCFE

Considerando a Perpetuidade dos Cash Flows				Unidade: Euros			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Free Cash Flow do Equity	-7 513	48 543	196 444	312 738	415 558	564 870	7 507 143
Taxa de juro de activos sem risco	2,49%	2,51%	2,54%	2,57%	2,59%	2,62%	2,64%
Prémio de risco de mercado	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Taxa de Actualização	8,64%	8,67%	8,69%	8,72%	8,75%	8,77%	8,77%
Factor actualização	1	1,087	1,181	1,284	1,396	1,519	1,652
Fluxos Actualizados	-7 513	44 671	166 321	243 547	297 589	371 885	4 543 698
Fluxos actualizados acumulados	-7 513	37 158	203 479	447 026	744 615	1 116 500	5 660 198
Valor da Empresa através do FCFE							5 660 198

Fonte: Elaborado pela autora.

4.6 Análise de sensibilidade

A base da avaliação de empresas é feita por pressupostos que no futuro podem não acontecer e por efeito afetar o valor estimado. A situação económica e financeira da economia de Portugal e da União Europeia é imprevisível, e essa incerteza é um acréscimo acerca da incerteza das previsões futuras. Para estimar o impacto no valor das empresas e as variações de valor que poderão ocorrer, é necessário fazer uma análise de sensibilidade, alterando algumas variáveis consideradas fundamentais e manter tudo o resto constante (Neves, 2002).

Varição no Volume de Negócios

Se a empresa registar uma diminuição de 5% no volume de negócios em 2015, isso irá provocar uma diminuição de 55% do VAL pelo modelo FCFF e 57% pelo modelo FCFE. Neste panorama, o valor da empresa seria de 2.723.935€ pelo modelo FCFF e de 2.424.381€ pelo modelo FCFE.

Por outro lado, perante um cenário de aumento de 5% no volume de negócios em 2015 o valor da empresa seria de 9.426.730€ pelo FCFF e de 8.833.746€ pelo FCFE. O quadro 33 resume estes cenários.

Quadro 33 – Valor da empresa com variação dos preços unitários a nível nacional e exportações

Varição dos Preços unitários	FCFF	FCFE
Aumento 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	9 426 730,00 €	8 833 746,00 €
Diminuição 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	2 723 935,00 €	2 424 381,00 €

Varição nos gastos

Se o CMVMC aumentar 5% o valor da empresa irá diminuir mais de 40% pelo modelo FCFF e 42% pelo modelo FCFE face ao cenário base. Neste contexto o impacto também é significativo. Apresenta-se os valores obtidos no quadro 34.

Quadro 34 – Valor da empresa com variação dos CMVMC

Varição CMVMC	FCFF	FCFE
Aumento 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	3 615 609,00 €	3 308 015,00 €
Diminuição 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	8 520 727,00 €	7 975 901,00 €

Varição na taxa de atualização do Prémio de Risco

Se o Prémio de Risco de mercado aumentar 5%, o valor da empresa através do modelo FCFF será de 5.850.538€ e pelo modelo FCFE será de 5.431.039€. Verifica-se variações iguais nesta variável uma vez que não afeta de forma muito significativa o valor da empresa, essa variação ronda os 4%. No quadro 35 estão refletidos os resultados das variações do Prémio de Risco.

Quadro 35 – Valor da empresa com a variação do Prémio de Risco

Varição do Prémio de Risco	FCFF	FCFE
Aumento 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	5 850 538,00 €	5 431 039,00 €
Diminuição 5%		
Valor Residual: Perpetuidade	6 322 526,00 €	5 905 768,00 €

5 Conclusão

Conclusões principais

É de grande importância a avaliação das empresas para quem a detém e para futuros investidores. Uma vez que permite avaliar o valor da empresa e o potencial de criação de riqueza num futuro próximo.

Neste processo de avaliação, inicialmente é necessário definir a sua finalidade, para que seja possível ajustar os parâmetros e os modelos de avaliação de acordo com essa finalidade. Para este estudo de caso foi considerada a abordagem com base no rendimento, uma vez que é a que mais se adequa à empresa por ela se encontrar numa fase de crescimento e expansão a novos mercados internacionais.

Atualmente a instabilidade e imprevisibilidade do mercado faz com que haja necessidade para uma constante mudança e adaptação às novas exigências do mesmo. A empresa adquiriu um armazém e máquinas de embalamento adequado às novas características do mercado e às necessidades dos clientes melhorando a sua capacidade de resposta e a sua eficiência operacional, aumentando assim os seus rendimentos e reduzindo os gastos que tinha anteriormente à compra do armazém.

Da revisão da literatura efetuada é possível verificar a existência de diversos métodos de avaliação e a problemática variedade de modelos e noções de valor que obriga o analista a estudar qual o modelo mais adequado às características da empresa. A aplicação desses modelos em PME, não é uma tarefa muito fácil, uma vez que são adaptados para empresas cotadas em bolsa.

Na nível teórico os modelos são semelhantes para grandes, médias e pequenas empresas, no entanto a disponibilidade de informação nas empresas cotadas é grande, o que não é o caso das empresas fora desse grupo que não dispõem os seus dados publicamente. Esta situação faz com que as metodologias a serem utilizadas nas PME sejam limitadas, devido à falta de informação.

O valor estimado para a empresa de acordo com o método do *Free Cash Flow to Firm* foi de 6.078.628€, sendo considerado a perpetuidade dos cash flows no valor residual. O valor residual tem um valor de 4.905.898€, o que representa um valor significativo face ao total do valor da empresa. O valor da empresa estimado através do método do *Free Cash Flow to Equity* foi de 5.660.198€ considerando a perpetuidade dos cash flows no valor residual, o qual apresenta um valor de 4.543.698€.

Podem servir para base de negociações os valores finais obtidos da empresa como valores de referência para a entrada de novo capital na empresa. Os pressupostos do processo de avaliação, especificamente no que concerne à estimativa das taxas de juro e de risco, volume de negócios, estrutura dos gastos, funcionamento da empresa, investimentos, e muitos outros, estão sujeitos à subjetividade que afeta os valores estimados da empresa.

A maior parte do valor da empresa é constituído pelo valor residual. No entanto para verificar as diferenças entre as abordagens relativamente ao peso do valor residual foi apurado o valor da empresa tendo em conta a sua liquidação. A diferença entre os valores obtidos é de grande desproporção. No cenário de liquidação o valor da empresa obtido através do *Free Cash Flow to Firm* seria apenas de 1.474.065€ e pelo método do *Free Cash Flow to Equity* de 1.398.831€. Uma vez que não se prevê a liquidação da empresa, por não fazer parte do objetivo dos seus sócios, a abordagem que apura o valor residual pela continuidade dos fluxos é a que mais se adequa à empresa.

Limitações do estudo

As limitações encontradas no decorrer deste trabalho foram algumas, mas foi possível concretizar uma avaliação no mínimo credível e fiável. Inicialmente o grande desafio foi a obtenção de informação necessária e válida para a execução do estudo de caso. Existem alguns dados baseados em demonstrações financeiras de outras empresas do setor fornecidos através do *site* do Banco de Portugal, mas não são suficientes uma vez que dificultou a estimativa de algumas variáveis tais como o custo do capital total, a taxa de crescimento esperada para os fluxos e o valor residual.

Para a obtenção da taxa de crescimento esperada, foram utilizados os valores históricos do volume de negócios, tendo sido testados diversos modelos de projeção de tendências, tendo sido considerado como mais adequado o modelo Potencial. Contudo verificou-se ao longo dos últimos anos uma variação muito irregular das taxas de crescimento das Vendas, não sendo realista a manutenção de uma taxa de crescimento estável para os próximos anos.

Relativamente à taxa de atualização foi utilizada informação do mercado europeu para o setor dos citrinos, para o apuramento do custo de oportunidade do capital próprio para o único proprietário da empresa, de acordo com o modelo do CAPM. Contudo, tendo em conta o elevado risco neste mercado e a diversidade do setor nos diversos países europeus, a taxa considerada poderá ser demasiado otimista.

Para a obtenção do valor residual foi considerado a perpetuidade dos fluxos de caixa. No entanto não é real a expectativa de que a empresa funcione eternamente, o que indica que este princípio de perpetuidade não seja considerado totalmente correto. Contudo, será possível que num futuro próximo haja uma constante inovação e expansão na empresa que irá requerer novos ciclos de investimento.

Sugestões para trabalhos futuros

Uma vez que a obtenção de certos dados foi uma tarefa difícil, seria útil a implementação de um sistema de dados obtidos das empresas, tendo estas o direito ao sigilo relativamente ao nome da empresa optando por um nome fictício, de modo a ajudar a quem queira efetuar estudos de mercado sobre as empresas de vários setores de mercado e facilitar a avaliação dessas empresas para benefício das mesmas.

Seria necessário explicar às empresas a grande importância de obter ferramentas que poderão melhorar o desempenho ou elevar o potencial das mesmas no mercado em que operam. Através destes dados seria possível a empresa saber em que ponto se encontra em relação às outras do mesmo setor.

É um desafio muito grande uma vez que teria de ser mobilizado muitos recursos humanos com interesse nesta área, para que fosse possível obter os dados, analisá-los, criar pressupostos e obter inúmeras taxas utilizadas na obtenção do valor de uma empresa.

6 Bibliografia

- Abrams, Jay B. (2004) How to Value your Business and Increase its Potential, 2nd edition, McGraw Hill Professional.
- Bastardo e Gomes (1996) O financiamento e as aplicações financeiras das empresas, Texto Editora, Lisboa, 1996.
- Caiado, Jorge (2012) Métodos de Previsão em Gestão – com aplicações em Excel, Lisboa, Edições Sílabo.
- Cohen, Elie (1996) Análise Financeira, Editorial Presença.
- Costa, R. (2002). Medidas eficazes de aumento de valor nas organizações. <http://www.uni.pt>, consultado em 10 Maio de 2016.
- Costa, R. (2008). Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. <https://www.uniweb.pt/uniweb/uniweb-site.nsf/WP-avaliacao.pdf>, consultado em 5 Abril de 2016.
- Damodaran, Aswath (2005) Applied Corporate Finance, 1st edition, John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath (2004) Core Concepts of Applied Corporate Finance John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath (2012) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset, 3rd edition, John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath (2009) The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, 2nd edition, Prentice Hall.
- Damodaran, Aswath (2001) The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, Prentice Hall.
- Damodaran, Aswath (2009) The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, 2nd edition, Prentice Hall.
- Damodaran, Aswath (2001) The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, Prentice Hall.
- Damodaran, Aswath (2007) Damodaran Valuation Set, John Wiley & Sons.
- Duarte, Carlos; José Paulo Esperança (2012) Empreendedorismo e Planeamento Financeiro, Lisboa, Edições Sílabo.

- Esperança, José Paulo; Fernanda Matias (2009) *Finanças Empresariais*, 2.^a Edição, Lisboa, Texto Editora.
- Koller, Tim; Marc Goedhart; David Wessels (2010) *Valuation + CD: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, 5th edition, John Wiley & Sons.
- Martins, Ana (2007) *Projeções de Tendências (Modelos de Previsão)*, material de apoio às aulas.
- Martins, Ana (2014) *Análise e Avaliação de Empresas*, Mestrado em Finanças Empresariais, Universidade do Algarve, Faculdade de Economia.
- Martins, Menezes e Bernhoeft (1999) *Empresas familiares*, São Paulo: Negócio, 1999.
- Nabais, Francisco; Carlos Nabais (2011) *Prática Financeira I - Análise Económica & Financeira*, 6.^a edição, Lisboa, Lidel.
- Neves, Filipe (2012) *Código do IVA e Legislação Complementar – Comentado e Anotado (2.^a Ed.)*, Lisboa, Vida Económica.
- Neves, João Carvalho (2002) *Avaliação de Empresas e Negócios*, McGraw Hill.
- Pratt, Shannon P.; Alina V. Niculita (2007) *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 5th edition, McGraw Hill Professional.
- Rappaport, Alfred (2000) *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, 3th edition, Free Press.
- Stern, Joel; John Shiely; Irwin Ross (2003) *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons.
- Yin, R. K. (1994) *Pesquisa Estudo de Caso - Desenho e Métodos (2 ed.)*. Porto Alegre: Bookman.
- Young, David; Stephen O'Byrne (2001) *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, McGraw Hill Professional.