

CARLOS PEDRO JARDIM NETO

**EQUITY RESEARCH:
PESTANA INTERNATIONAL HOLDINGS SGPS, S.A.**



**UNIVERSIDADE DO ALGARVE
FACULDADE DE ECONOMIA**

2021

CARLOS PEDRO JARDIM NETO

**EQUITY RESEARCH:
PESTANA INTERNATIONAL HOLDINGS SGPS, S.A.**

Projeto
Para Obtenção do Grau de Mestre em Gestão Empresarial

Trabalho efetuado sobre orientação de:
Professor Fernando Manuel Félix Cardoso



**UNIVERSIDADE DO ALGARVE
FACULDADE DE ECONOMIA**

2021

Declaração de Autoria e Copyright

EQUITY RESERACH – PESTANA INTERNATIONAL HOLDINGS SGPS, S.A.

Declaração de Autoria do Trabalho

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

Carlos Pedro Jardim Neto

(assinatura)

© **Copyright:** (Carlos Pedro Jardim Neto).

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

AGRADECIMENTOS

Este projeto foi um grande desafio a que me propus e representa o fim de um percurso acadêmico, o qual foi muito trabalhoso e desafiante que não seria possível chegar ao fim sem a ajuda de algumas pessoas.

Em primeiro lugar gostaria de agradecer ao meu orientador de projeto, o Professor Fernando Manuel Félix Cardoso que, desde o início deste projeto tem sido um provedor de incentivos e comentários perspicazes, sempre disponível para ajudar quando necessário para esclarecimento de dúvidas ou fornecimento de informação.

Gostaria de agradecer e dedicar este projeto à minha família, que sempre me motivou e apoiou incondicionalmente ao longo do meu percurso acadêmico e em todos os momentos da minha vida.

Por último, mas não menos importante, um grande obrigado aos meus amigos e colegas que, direta ou indiretamente, me ajudaram a alcançar este objetivo.

A conclusão deste trabalho não teria sido possível sem a ajuda e o apoio de todos durante esta jornada, um muito Obrigado!

RESUMO

Este trabalho de projeto tem como objetivo fazer uma *equity research* ao *Pestana International Holdings S.P.G.S, S.A.* que é uma multinacional portuguesa não cotada em bolsa que tem atividade em várias áreas de negócio, com a finalidade da obtenção do valor do preço alvo para as suas ações.

Para a execução da avaliação foi feita uma investigação dos métodos possíveis a utilizar dos quais, o *discounted cash flow* foi o escolhido sendo a avaliação feita mais detalhadamente com o *free cash flow to the firm*.

Com a avaliação feita foi possível apurar que o Grupo Pestana possui um valor de capital próprio de 1 079 552 031 € e um preço alvo por ação de 4,54 €. Através da análise de sensibilidade observa-se que o valor unitário por ação poderá variar entre um mínimo de 2,78 € e um máximo de 5,66 €.

Palavras-chave: Grupo Pestana; *Discounted Cash Flow*; *Equity Research*; *Free Cash Flow to the Firm*; *Enterprise Value*; *Equity Value*

ABSTRACT

This project work aims to make an equity research to Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A. which is a Portuguese multinational not listed on the stock exchange that has activity in several business areas, with the purpose of obtaining the target price value for its shares.

For the execution of the evaluation, an investigation was made of the possible methods to be used from which, the discounted cash flow was chosen, and the evaluation was made in more detail with the free cash flow to the firm.

With the evaluation made it was possible to establish that the Pestana Group has a equity value of 1 079 552 031 € and a target price per share of 4,54 €. Through sensitivity analysis, we observed that the unit value or action may vary between a minimum of 2.78 € and a maximum of 5.66 €.

Keywords: Grupo Pestana; Discounted Cash Flow; Equity Research; Free Cash Flow to the Firm; Enterprise Value; Equity Value

ÍNDICE

ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	vii
ÍNDICE DE TABELAS.....	viii
ÍNDICE DE FIGURAS	ix
LISTA DE ABREVIATURAS	x
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO	3
3. REVISÃO DE LITERATURA	4
3.1. <i>DISCOUNTED CASH FLOW</i>	4
3.1.1. <i>Equity Valuation</i>	5
3.1.1.1. <i>Dividend Discounted Model</i>	6
3.1.1.2. <i>Free Cash Flow To The Equity</i>	8
3.1.2. <i>Firm Valuation</i>	10
3.1.2.1. <i>Free Cash Flows To The Firm (FCFF)</i>	11
3.1.2.2. <i>WACC (Weighted Average Cost Capital)</i>	13
3.1.3. <i>Adjusted Present Value Model (APV)</i>	17
3.2. <i>RELATIVE VALUATION</i>	19
3.2.1. <i>Peer group</i>	20
3.2.2. Escolha do múltiplo	20
3.3. <i>CONTINGENT CLAIM VALUATION</i>	23
3.4. <i>CASH VALUE ADDED (CVA)</i>	24
4. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO.....	25
5. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA	29
5.1. História.....	29
5.2. Unidades de negócio	30
5.3. Estratégia e Objetivos	31

5.4. Análise ao grupo	33
5.5. Indicadores	36
5.6. Distribuição de dividendos.....	39
6. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	40
6.1. PREVISÕES	40
7. DISCUSSÃO DE RESULTADOS.....	47
8. CONCLUSÕES	51
9. REFERÊNCIAS	53
ANEXOS	56

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Receitas por área de atividade	33
Gráfico 2 - EBITDA por unidade de negócio (em milhões de euros)	34
Gráfico 3 - Liquidez.....	36
Gráfico 4 - Rendibilidade	38

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Análise de Dupont	38
------------------------------------	----

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - PIB e principais componentes em Portugal e na área do euro	25
Figura 2 - Consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança.....	26
Figura 3 - Balança corrente e de capital	27

LISTA DE ABREVIATURAS

APV → *Adjusted Present Value*

BCE → Banco Central Europeu

CAPM → *Capital Asset Pricing Model*

CCF → *Capital Cash Flow*

CF → *Cash flow*

CMVMC → Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

CVA → *Cash Value Added*

DCF → *Discounted Cash Flow*

DDM → *Dividend Discounted Model*

DPS → *Dividend per Share*

EBIT → *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA → *Earnings Before Interest, Taxes and Depreciations and Amortizations*

FBCF → Formação Bruta de Capital Físico

FCF → *Free Cash Flow*

FCFE → *Free Cash Flow to the Equity*

FCFF → *Free Cash Flow to the Firm*

FMI → Fundo Monetário Internacional

FSE → Fornecimentos e Serviços Externos

GOP → *Gross Operating Profit*

INE → Instituto Nacional de Estatística

NFM → Necessidades de Fundo de Maneio

NOI → *Net Operating Income*

NOPLAT → *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*

PIB → Produto Interno Bruto

RAI → Resultados Antes de Impostos

ROE → *Return on Equity*

WACC → *Weighted Average Cost Capital*

1. INTRODUÇÃO

Este Projeto Final para a obtenção do grau de mestre em Gestão Empresarial consiste na realização de uma *Equity Research* ao Grupo Pestana. O Grupo Pestana é um grupo multinacional português não cotado em bolsa, com sede no Funchal e que desenvolve a sua atividade no setor do turismo tendo ainda interesses na indústria e nos serviços.

Este tema foi escolhido pelo meu interesse e curiosidade pelo setor financeiro e pelo comportamento das empresas no mercado, interesse esse que foi aumentando no desenvolvimento da componente letiva do mestrado. A unidade curricular de Finanças da Empresa foi importante também para esta escolha porque deu algumas bases de avaliação de empresas que ajudaram na realização do projeto. A execução deste projeto permitiu aplicar os conhecimentos adquiridos e orientou-me na procura de ferramentas muito úteis para a minha atividade profissional no futuro.

A *equity research* é um instrumento importante de trabalho para o mercado no setor financeiro porque dá informação que ajuda os investidores e *stakeholders* a tomarem decisões devidamente sustentadas e apoiadas nos momentos importantes.

A realização deste trabalho tem a intenção de apresentar uma análise detalhada da empresa a nível financeiro, da sua estratégia de negócio permitindo estudar e analisar as informações da empresa e dos seus negócios. Assim partindo da evolução da empresa nos últimos anos e projetando a sua atividade para o futuro, foi possível determinar o seu valor, elemento muito importante para estudar a sustentabilidade do grupo e poder ajudar a organização nas suas decisões no futuro.

O principal objetivo a obter com a realização da *equity research* é a apresentação de uma análise à empresa e ao setor obtendo o valor do capital próprio para a empresa e o preço alvo das ações se fossem cotadas numa determinada data, podendo no final apresentar algumas observações e recomendações.

O projeto final de mestrado terá uma estrutura normal em que primeiramente será feita uma introdução onde será explicada a natureza deste trabalho. Seguida de uma revisão de literatura dos temas em questão. Será feito em seguida uma apresentação do grupo assim como a caracterização do grupo nos setores em que atua.

Por fim serão apresentadas as demonstrações financeiras do grupo fazendo uma análise das mesmas, a aplicação dos métodos estudados e terminando com as conclusões a retirar do estudo realizado.

2. METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO

Para a elaboração deste trabalho de projeto utilizaram-se vários métodos de avaliação. A metodologia utilizada incluiu várias fases.

Na primeira fase do projeto é apresentada uma revisão da literatura sobre os métodos a abordar, quais as suas vantagens e qual a sua aplicabilidade tendo em conta o mercado e as particularidades da empresa a analisar. Esta análise foi baseada num conjunto de informação, estudos e publicações feitos por autores reconhecidos, de modo a compreender qual o método de avaliação de empresas a utilizar na avaliação.

Seguidamente foi feito o enquadramento macroeconómico e a caracterização do setor em Portugal recorrendo a fontes secundárias, onde se procurou justificar os fatores de sucesso que de certa forma têm impacto no futuro da empresa.

Na terceira fase realizámos uma análise detalhada do Grupo Pestana tendo em conta a sua história, o setor em que atua e a estratégia seguida. A identificação de estratégias e dos seus objetivos foi essencial pois a forma como atua no presente poderá ajudar a compreender melhor a sua performance futura.

A quarta fase é dedicada à avaliação propriamente dita utilizando os métodos que parecem ser os mais ajustados ao objetivo pretendido. Para esta avaliação foram utilizados os dados recolhidos dos relatórios de contas da empresa entre os anos 2015-2020, para suportar uma previsão para os próximos 5 anos.

Posteriormente centrámo-nos na discussão de resultados numa perspetiva otimista e noutra pessimista, partindo de um cenário base e criando determinando assim um intervalo para o valor da empresa e, por conseguinte, para o respetivo preço por ação.

Por fim apresentam-se as conclusões a que chegámos e algumas observações que considerámos importantes para trabalhos futuros.

3. REVISÃO DE LITERATURA

A avaliação de uma empresa não é um processo unívoco. Existe mais do que uma forma/método de obter o valor de uma empresa ou grupo, não sendo nenhum deles infalível. Os quatro métodos a analisar nesta revisão de literatura são: o *Discounted Cash Flow*, o *Relative Valuation*, o *Contingent Claim Valuation* e o *Cash Value Added*.

3.1. DISCOUNTED CASH FLOW

O método baseado no *discounted cash flow*¹ é um método que tem vindo a ser estudado por vários analistas sendo primeiramente defendido por (Modigliani & Miller, 1958) e por (Rosenberg & Rudd, 1982) que afirmaram que o valor de uma empresa depende do valor atual dos *cash flows* operacionais após serem removidos os impostos, descontados a uma taxa que reflita o risco desses *cash flows*.

Como (Damodaran, 2006, p. 4) afirma “*in Discounted Cash Flows Valuation, the value of an asset is the present value of the expected cashflows on the asset, discounted back at a rate that reflects the riskiness of these cashflows.*”.

A expressão que resume este procedimento pode ser expressa da forma seguinte:

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Em que:

CF_t – é o *cash flow* no período t

r – É a taxa de desconto apropriado tendo em conta o risco dos *cash flows* t

t – Número de anos de vida do ativo i

n – Vida do ativo

¹ *Discounted Cash Flows* – Fluxo de caixa descontado

Como referido em (Damodaran, 2012), com esta metodologia de avaliação chegamos à estimativa do valor intrínseco de um ativo, ou seja, o valor que possa ser atribuído à empresa por um analista imparcial.

O *Discounted Cash Flow* baseia-se num pressuposto fundamental, no qual o investidor compra no presente visando a sua venda no futuro e com essa operação gerar lucro. Os passos fundamentais para utilizar este modelo são: calcular o *Free Cash Flow* (FCF), ou seja, prever valores contabilísticos futuros para a empresa e calcular a taxa de desconto mais adequada para obter o valor atual dos *cash flows* (Jennergren, 2011).

As previsões feitas são subjetivas porque não existe um valor perfeito para avaliação, pelo que não é possível saber se o valor da empresa e o modelo criado para saber o valor intrínseco da mesma está correto ou não.

O *discounted cash flow* é um método que pode ser aplicado de diferentes formas. O que as diferencia são os *cash flows* considerados e as taxas de desconto utilizadas. Os três grupos de métodos que o utilizam são: a *Equity Valuation*, o *Firm Valuation* e o *Adjusted Present Value model* (APV).

3.1.1. *Equity Valuation*

Nos modelos de *equity valuation* os analistas avaliam num negócio o seu património, mas também os acionistas da empresa e os obrigacionistas. O valor do património é obtido considerando que os fluxos de caixa esperados pertencem aos acionistas descontados à taxa de retorno exigida pelos investidores em ações da empresa (Damodaran, 2012).

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Equity}_t}{(1 + k_e)^t} \quad (2)$$

CF to Equity t = *Expected Cashflow to Equity in period t*

k_e = custo do capital próprio

N = ao período de vida do ativo (Damodaran, 2006)

Neste modelo o valor do capital próprio é conseguido considerando que os *cash flows* esperados que pertencem aos detentores de capitais próprios são descontados ao custo do capital, isto é, a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores de capital na empresa (Damodaran, 2012).

Segundo (Damodaran, 2002), na *equity valuation* o fluxo de caixa livre é o resultado gerado pelas atividades quer de financiamento quer de investimento, após o pagamento da dívida, que são distribuídos pelos acionistas ou sócios. Sendo assim o objetivo final calcular os lucros que a empresa pode distribuir na forma de dividendos. Como a empresa distribui todos os seus ganhos, fica assim dependente unicamente dos seus ganhos operacionais.

Segundo (Koller, et al., 2010), a *equity valuation* tem como problema: o falso aumento de valor quando as empresas contraem empréstimos, mas isso não altera o fluxo de caixa.

Existem dois modelos a considerar numa situação em que temos os detentores de capital e os *cash flows* esperados, (Damodaran, 2006):

- *Dividend Discount Model* é um modelo que considera unicamente os dividendos como *cash flow* dos acionistas; este modelo é um caso especial em que o valor da ação é o valor presente de dividendos esperados no futuro;
- *Free Cash Flow to the equity* é um modelo que considera os dividendos após o pagamento de dívida, com o objetivo de obter os lucros que a empresa distribui ou não aos acionistas;

3.1.1.1. *Dividend Discounted Model*

Para (Damodaran, 2006), o DDM é um método de avaliação simples e também um dos mais restritivos, que exige um número reduzido de pressupostos e considera apenas *cash flows* que de facto são tangíveis para os acionistas.

O DDM é o modelo que na sua avaliação do valor das ações inclui o valor presente dos dividendos esperados que serão recebidos pelos *shareholders* no futuro.

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t} \quad (3)$$

$E(DPS_t)$ = dividendo esperados por ação no período t

k_e = custo do capital próprio

Na sua análise Damodaran (2006) destaca que apesar do DDM ser um método de avaliação simples, ordenando um número diminuído de pressupostos e considere apenas os *cash flows* que de verdade são tangíveis para os acionistas, de um modo geral a escolha dos analistas não incide sobre este método de avaliação, dado que os dividendos são determinados por estratégias próprias que determinam políticas de dividendos diferenciadas. Como resultado, existem empresas que não pagam os dividendos ou pagam menos do que seria esperado ou ainda pagam dividendos com valor superior aos *cash flows*, recorrendo a dívida.

Como não é possível prever dividendos de forma perpétua, um dos pressupostos utilizados para fazer avaliações, surgiu o modelo de crescimento de Gordon.

O modelo de crescimento de Gordon ou modelos de crescimento constante foi desenvolvido em 1962 por Gordon, sendo um modelo com o intuito de simplificar o modelo DDM. O Modelo de Gordon afirma assim que empresas com crescimento estável e que não possuem dividendos, o seu valor do seu capital próprio pode ser representado como uma perpetuidade crescente (porque aumentam a uma taxa anual constante) baseada no dividendo esperado do próximo período, não existindo assim a necessidade de estimar os dividendos anuais em perpetuidade. (Foerster & Sapp, 2005) (Danielson & Heck, 2014)

$$\text{Value of stock} = \frac{\text{Expected Dividends next period}}{(\text{Cost of equity} - \text{Expected rate in perpetuity})} \quad (4)$$

Sendo este modelo extremamente sensível à taxa de crescimento, é aconselhável ter cuidado com esta limitação e suposições sobre ele. A taxa de crescimento dos dividendos não pode superar a taxa de crescimento do rendimento líquido e a taxa de crescimento deve ser igual ou inferior à taxa de crescimento da economia que a empresa

se encontra. O modelo Gordon mostra-se assim útil só para empresas maduras com taxa de crescimento estabilizadas.

Com o intuito de superar a limitação imposta por este modelo de subestimar o valor do stock em empresas que acumulam dinheiro no processo de pagamento de dividendos, por pagando menos do que podem pagar, há uma extensão do modelo de Gordon em que assume que existe um período inicial que dura n anos em que a taxa de crescimento não permanece estável e posteriormente onde a taxa de crescimento é estável, mantendo-se perpetuamente, (Damodaran, 2006).

3.1.1.2. *Free Cash Flow To The Equity*

O FCFE é um método de avaliação que usa o *cash flow* esperado pelos *shareholders* ao custo de capital esperado considerado como o resultado após os pagamentos da dívida e atualizado ao custo do capital. O objetivo final é calcular os lucros que uma empresa pode ter disponível para distribuir dividendos por todos os seus acionistas. (Damodaran, 2002).

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Resultado Líquido} + \text{Depreciações} + \text{Amortizações} - \text{Despesas de Capital} \\ & (\text{Investimentos}) - \text{Variação das necessidades de fundo de manei} - (\text{Reembolsos de} \\ & \text{empréstimos} - \text{Nova dívida emitida}) \end{aligned} \quad (5)$$

O valor do capital próprio pode ser obtido usando a taxa de desconto que representa o retorno esperado pelos *shareholders* que suportam o risco do capital próprio.

$$\text{Value of equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + R_e)^t} \quad (6)$$

$FCFE_t$ = Cash Flow generated by the company

R_e = Cost of equity

O FCFE é um modelo que faz uma análise de forma mais restritiva porque leva em consideração só uma parte da estrutura de capital ignorando a componente dos detentores de dívida. Esta avaliação é mais significativa em avaliações de fusões e aquisições, *buyouts*, *joint ventures*, alianças e quando existe mudanças na liderança da empresa porque este modelo permite uma análise às modificações no risco acionista e nos *cash flows*, (Damodaran, 2006) (Luehrman, 1997)

Damodaran (1994) diz que existem diversas razões que elucidam o porquê de algumas empresas pagarem aos *stockholders*² como dividendos menos do que realmente dispõem em fluxos de caixa livres para capitais próprios, a saber:

- *Necessidades para investimentos futuros*: acontece quando uma empresa sente a necessidade de manter algum *cash flow* livre de modo a poder apoiar futuros aumentos esperados das despesas de capital ou quando não tiver a certeza sobre as suas necessidades financeiras futuras;
- *Impostos*: Se as mais-valias forem tributadas a uma taxa inferior à dos dividendos;
- *Necessidade de Estabilidade*: de certa forma as empresas tendem a manter o pagamento de dividendos estável. Isto deve-se especialmente ao facto de, em alguns casos, estarem muito relutantes em reduzir os dividendos, pelo que também se recusam a acrescentar os dividendos mesmo quando o FCFE sobe, especialmente se não têm a certeza se serão capazes de manter ou não estes dividendos mais elevados. De outra forma, conduziria a um desfasamento entre dividendos e aumentos de rendimentos;
- *Interesses da Gestão*: se por exemplo existir o desejo dos gestores de aumentar a dimensão da empresa para construir um império. Mas também quando a gestão pode crer ser capaz de preservar o controlo no momento em que os ganhos podem diminuir, construindo um “*cash cushion*”.

² *Stockholders* – detentores de ações de uma empresa

3.1.2. Firm Valuation

A *firm valuation* é utilizada quando usamos o modelo do *discounted cash flow* aplicado na perspetiva da empresa como um todo (o património e a dívida juntos). Este método valoriza a empresa em vez do capital próprio sendo o valor de toda a empresa o valor presente, refletindo o valor do ativo, (Damodaran, 2006).

O objetivo da *firm valuation* é fazer uma avaliação de todos os *cash flows* gerados independentemente da origem dos capitais serem provenientes de acionistas ou credores, atualizando-os posteriormente ao custo médio ponderado do capital. Sendo esta abordagem utilizada quando se pretende determinar a viabilidade de um investimento, porque permite captar qual o valor intrínseco dos ativos para remunerar os capitais próprios.

Quando é introduzida a dívida, passaremos então a ter uma abordagem diferente e surge o conceito de custo médio ponderado do capital (WACC) que permite, a partir da estrutura de capital da empresa determinar um custo médio para o capital empregue (composto por capital próprio e alheio) depois de serem removidos os impostos.

Com o decorrer do tempo este método foi alvo de algumas mudanças e desenvolvimento muito por causa do seu uso em situações variadas, como por exemplo na determinação do justo valor de ativos.

$$\text{Valor da empresa} = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}}_{1^{\text{a}} \text{ secção}} + \underbrace{\frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n}}_{2^{\text{a}} \text{ secção}} \quad (7)$$

FCFF - são os *cash flows* libertos pela empresa

WACC - é o custo médio ponderado do capital

g - É a taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade

Segundo (Damodaran, 2012), a fórmula do valor da empresa está dividida em duas secções:

- Na primeira secção da fórmula é representado uma versão geral que calcula os fluxos de caixa descontado num determinado período.
- Na segunda secção considera-se se o ritmo de crescimento da empresa é constante aos n anos.

Numa avaliação de uma empresa a forma de determinar o valor terminal, estima-se o valor atual de todos os fluxos de caixa, num momento futuro, quando se espera que cresçam a uma taxa de crescimento estável em perpetuidade, (Damodaran, 2012).

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{FCFF do ultimo ano da estimativa}}{(wacc - g_p)} \quad (8)$$

g_p = taxa de crescimento em perpetuidade

FCFF = *Free Cash Flow to the Firm*

WACC = Custo médio ponderado do capital

A taxa de crescimento em perpetuidade deve ser igual ou menor à taxa de crescimento económica, e a empresa deve ter a seu tempo um crescimento estável e sustentável, em particular a taxa de reinvestimento deve ser consistente com a taxa g , (Damodaran, 2002).

3.1.2.1. Free Cash Flows To The Firm (FCFF)

O método FCFF é um método que aborda a empresa como um todo e os FCFF são calculados fazendo o somatório de todos os *cash flows* detidos pelos acionistas e credores da empresa.

As opiniões sobre a forma como este modelo deve ser usado diferem consoante os analistas. (Koller, et al., 2005) afirma que o FCFF deve ser usado unicamente na

avaliação de empresas com múltiplos negócios, (Damodaran, 2006) (Damodaran, 2012) defende que este modelo deve ser utilizado em empresas que tem uma estrutura de capital fixa e (Graham & Harvey, 2001), dizem que funciona melhor em situações de dívida-alvo para situações de rácio.

Vários analistas para além do investimento em capital e a variação das NFM consideram quatro medidas de rendimento para obter os *cash flows*:

- EBIT
- EBITDA
- NOPLAT
- NOI

Estas quatro medidas divergem nos pressupostos sobre a relação entre as amortizações e depreciações e o investimento em capital.

Quando é utilizado o EBITDA está implícito que existe a hipótese de a empresa desinvestir com o decorrer do tempo. Por outro lado, quando o NOPLAT é utilizado é considerado que não existe reinvestimento por parte da empresa, isto significa que o montante correspondente às amortizações e depreciações tem como destino o reinvestimento em ativos existentes detidos pela empresa, o que não permite o crescimento da mesma, (Damodaran, 2002).

De acordo com (Damodaran, 2002) a fórmula do FCFF quando as empresas têm uma taxa positiva de reinvestimento é:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{Taxa de imposto}) - \text{Investimento em capital} + \text{Amortizações} + \text{Depreciações} - \Delta \text{ Fundo de maneo} \pm \Delta \text{ Outros itens non-cash} \quad (9)$$

O FCFF é descontado usando a WACC, o uso desta taxa permite a incorporação do efeito da dívida nos custos de capital.

3.1.2.2. WACC (*Weighted Average Cost Capital*)

O WACC é uma das taxas de desconto mais utilizadas no cálculo dos *cash flows* de uma empresa quando os mesmos são descontados para introduzir o custo da dívida.

Esta taxa representa a média dos custos pós-impostos de diferentes fontes de capital (ações obrigações, dívidas, equidade), com cada um deste ponderado proporcionalmente pela estrutura de capital que representa. Em outros termos, é o custo médio de aumentar o financiamento pela empresa, quer através fontes de dívida quer de capital próprio.

Para (Fernandez, 2015, p. 9) “(...) *The WACC is just the rate at which the Free Cash Flow (FCF) must be discounted to obtain the same result as the valuation using Equity Cash Flows. (...)*”.

$$WACC = Re \times \frac{E}{E + D} + Rd \times \frac{D}{E + D} (1 - Tc) \quad (10)$$

$Re = \text{Cost of equity}$

$Rd = \text{Cost of debt}$

$E = \text{Equity}$

$D = \text{Debt}$

$Tc = \text{Corporate tax rate}$

Custo de capital próprio (Re)

O custo do capital próprio é a taxa de retorno que os investidores pedem sobre o capital investido na empresa, (Damodaran, 2002). Uma das formas mais recorrentes e usadas pelos analistas para o cálculo dos custos do capital próprio é o CAPM.

De acordo com (Damodaran, 2002, p. 69) CAPM³ é o “*the risk and return model that has been in use the longest and is still the standard in most real world analyses*”, este modelo tem em consideração a taxa de risco que é somada com o prémio de risco dependendo do beta do ativo. Isto significa que no CAPM o retorno esperado de um ativo está dependente da relação da taxa de juro sem risco e o beta.

$$\text{Cost of equity} = R_f + \beta i (R_m - R_f) \quad (11)$$

R_f = taxa de juro sem risco

βi = beta

R_m = rendibilidade esperada do mercado

$R_m - R_f$ = prémio de risco do mercado

Para o cálculo do *cost of equity* é necessário ter em conta a taxa de juro sem risco, o beta e o prémio de risco. Especifiquemos cada um deles.

- Taxa de juro sem risco

Os ativos que não têm risco são os que detêm retornos reais sobre o investimento sempre iguais aos que os investidores esperam obter ao longo do tempo que os detêm, isto significa que não existe risco de falência, (Damodaran, 2008).

Os ativos que não tem risco são obrigações soberanas, sem cupão de estados sem risco de falência, cuja maturidade é igual à dos *cash flows* que estão a ser descontados, uma vez que apenas os estados controlam a emissão de moeda, (Damodaran, 2008).

Deve-se ter em atenção nas avaliações a fazer a localização da empresa porque para as diferentes economias deve utilizar taxas diferentes. A maturidade e a moeda dos

³ *Capital Asset Pricing Model*. O CAPM foi introduzido na teoria financeira por trabalhos realizados por Jack Treynor (1961, 1962), William F. Sharpe (1964), John Lintner (1965) and Jan Mossin (1966).

cash flows e a taxa de juro sem risco deve ser a mesma para a avaliação não correr o risco de ser enviesada por inflação, (Damodaran, 2008).

- Beta

No modelo CAPM, segundo (Damodaran, 2012, p. 183), beta *“is the risk that the investment adds to a market portfolio”*

Como o beta não pode ser diretamente observado no mercado, para o seu cálculo é necessário vários pressupostos e metodologias.

Um dos principais princípios deste modelo é que os investidores são capazes de reduzir o risco do seu portfólio através da diversificação da carteira de investimentos, pelo que o mercado apenas a recompensa pelo risco de mercado, (Rosenberg & Rudd, 1982). Para (Koller, et al., 2005, pp. 252-253) a definição de portfólio é *“the market portfolio equals the value-weighted portfolio of all assets, both traded (such as stocks and bonds) and untraded (such as private companies and human capital)”*.

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} \right) \quad (12)$$

β_e = beta do capital próprio da empresa, considerando a alavancagem;

β_u = beta operacional, ou sem dívida;

$1+D/E$ = grau de alavancagem financeira da empresa.

Para estimar o beta de uma empresa, normalmente os analistas baseiam-se no beta de outras empresas com atividade na mesma indústria afirmando que *“companies in the same industry face similar operating risks, so they should have similar operating betas. As long as estimation errors across companies are uncorrelated, overestimates and underestimates of individual betas will tend to cancel, and an industry median (or average) beta will produce a superior estimate”* (Koller, et al., 2005, p. 254). Neste cálculo do beta da empresa é necessário ter em atenção que temos que contar não só com risco operacional, mas também com o risco financeiro da empresa, devido às empresas

que apresentam um maior volume de dívida o que implica um maior nível de risco para os acionistas.

- Prémio de risco

O prémio de risco consiste na diferença entre o retorno do portfólio de mercado esperado pelos investidores e a taxa do ativo sem risco, é o retorno extra que os investidores procuram para trocar dinheiro que esteja num investimento sem riscos para um investimento de risco médio, (Damodaran, 2012).

Existem 3 formas de calcular o prémio de risco: abordagem do inquérito, abordagem implícita e abordagem do retorno histórico:

- Na abordagem do inquérito: os investidores estimam o prémio de risco futuro por este ser o retorno adicional que estes exigem para investir em ativos com risco, sendo assim a melhor forma de prever o prémio de risco é fazendo um inquérito, e assim ter em conta as suas expectativas quanto ao prémio de risco futuro; (Damodaran, 2010);
- Na abordagem implícita: para estimar o prémio de risco futuro implícito pelos preços correntes das ações é utilizado um modelo de fluxo de caixa descontado e os níveis atuais do índice de ações;
- Na abordagem de retorno histórico: o prémio de risco exigido pelos investidores corresponde à diferença entre a estimativa dos rendimentos médios obtidos em ações durante um longo período de tempo e os rendimentos obtidos numa obrigação. Num caso em que os risco não se altere os investidores podem recorrer a dados históricos para terem do prémio de risco a pedir no futuro; (Damodaran, 2006) (Koller, et al., 2005).

Alguns autores defendem que deve ser considerado um prémio de risco adicional quando os investimentos são feitos em países emergentes que possuem maiores riscos (quer sejam políticos, económicos ou sociais), sendo que a forma mais usual de o fazer é adicionando o prémio de risco do país em questão à taxa de desconto, (Koller, et al., 2005).

Custo de dívida (Rd)

O custo da dívida é uma componente que deriva dos dados do mercado e que tem como função estimar os custos correntes impostos quando uma empresa pede fundos para financiar projetos futuros. O Rd é determinado somando a taxa de risco com o risco de incumprimento da empresa, tendo em conta o benefício fiscal associado à dívida, que aumenta consoante a subida da taxa de imposto, (Berk & DeMarzo, 2011).

A estimação do custo de dívida deve ser feita quando uma empresa está no processo de negociação de títulos a longo prazo. O custo da dívida corresponde a um rendimento obtido através da ligação entre o preço de mercado do cupão e a sua maturidade.

Em (Damodaran, 2012) sugere-se que, para obter o custo de dívida de uma empresa que não esteja cotada, deve-se avaliar o histórico recente de empréstimos bancários para ter uma noção dos tipos de spreads de incumprimentos que estão a ser cobrados ou então estimar uma classificação sintética com base nos rácios financeiros.

3.1.3. *Adjusted Present Value Model (APV)*

O modelo APV é baseado no trabalho de (Modigliani & Miller, 1958) aprofundado por (Myers, 1974).

A avaliação no modelo APV (Myers, 1974) é uma alternativa ao *firm valuation* e é feita em duas partes: na primeira parte é feita a análise à empresa sem dívida, ou seja, considerar que a empresa é financiada na totalidade por capitais próprios. Esta abordagem parte do *Free Cash Flow To The Firm (FCFF)*. Na segunda parte apura-se os efeitos positivos da dívida sob a forma de *tax shield*.

$$\text{Company value} = \text{Valor da empresa sem dívida} + \text{valor atual do tax shield} \quad (13)$$

Este processo defende que num mercado perfeito sem impostos o valor da empresa não está dependente da estrutura de capital. Não obstante, na presença de impostos, os custos fiscais dos juros servem como um incentivo para assumir dívida.

$$\text{Value of the unlevered firm } (Vu) = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCFF_i}{(1 + k_u)^i} + \frac{FCFF_{n+1}/(k_u - g)}{(1 + k_u)^n} \quad (14)$$

k_u = corresponde ao custo do capital sem dívida

g = é a taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade

O modelo APV dá aos analistas e gestores uma forma de entender o valor da empresa identificando a sua origem, ou seja, se a criação de valor tem origem na atividade operacional ou na estrutura de capitais selecionada para a financiar, (Luehrman, 1997).

O método APV destaca-se do método DCF baseado no WACC (que é utilizado mais a nível académico), porque neste método todos os componentes da análise são visíveis e transparentes e permanecem mesmo depois da aplicação da taxa de desconto, (Luehrman, 1997).

O principal ponto de contestação do APV está ligado às mais ou menos valias associadas ao financiamento com recurso a dívida.

Para (Luehrman, 1997) os benefícios fiscais resultam da obtenção de dívida e naturalmente apresentam a mesma indecisão que o pagamento de juros e da amortização de capital, e como tal devem ser descontados ao custo da dívida.

$$\text{Present Value of Tax Shields } (PVTS) = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{D_i * k_d * t}{(1 + k_d)^i} + \frac{D_i * k_d * t / (k_d - g)}{(1 + k_d)^n} \quad (15)$$

D_i = valor da dívida financeira no momento i

k_d = custo da dívida

t = taxa de imposto

g = taxa de crescimento de longo-prazo

3.2. *RELATIVE VALUATION*

A *relative valuation* é um método que mede o valor da empresa com base no valor de empresas idênticas, cujo capital é transacionado no mercado de capitais, (Damodaran, 2002).

Segundo (Damodaran, 2002) (Damodaran, 2012) existem duas componentes principais neste modelo:

- Na primeira componente para que os ativos possam ser valorizados, é necessária a padronização dos preços, pela conversão de preços em múltiplos de ganhos, valores contabilísticos ou vendas.
- A segunda componente é encontrar empresas semelhantes, o que é complicado porque mesmo que duas empresas idênticas que operam no mesmo setor podem ter diferentes riscos, crescimento e caixa, sendo essencial na comparação dos preços entre empresas saber controlar as diferenças.

Em (Damodaran, 2006) (Damodaran, 2008) afirma-se que o *discounted cash flow* e a *relative valuation* diferem porque proveem de perspectivas diferentes no que diz respeito à ineficiência do mercado. No *discounted cash flow* afirma-se que existem erros no mercado, mas ao longo do tempo eles serão corrigidos, ao passo que na avaliação através de múltiplos admite-se que o mercado pode errar na avaliação em ativos individuais, mas no geral estará adequado o mercado.

Este é um método muito utilizado porque segundo (Damodaran, 2002), a avaliação de uma empresa pode ser feita com um número mais reduzido de pressupostos e mais rápido que as avaliações de DCF. Também segundo o autor a avaliação por múltiplos torna-se mais fácil de apresentar aos clientes por ser uma avaliação de simples compreensão. Damodaran (2006) afirma que na *relative valuation* é mais plausível que se apresente um valor que espelhe o presente estado do mercado em que se situa porque mede o valor relativo e não intrínseco.

Este modelo apresenta dois aspetos críticos na realização de uma avaliação por múltiplos:

3.2.1. *Peer group*

A avaliação por múltiplos tem como base a comparação com o valor dos múltiplos de uma outra empresa que seja semelhante. De acordo com (Damodaran, 2006) uma empresa pode ser considerada comparável com outra se apresentarem um *back ground* semelhante, tamanho, risco, crescimento potencial e *cash flows*.

Damodaran (2006) sugere 3 métodos para analisar as diferenças entre as empresas que são mais comparáveis:

- *Subjective adjustments*: quando se utiliza uma média para comparar múltiplos diferentes. Se isso significar ser demasiado irrealista, o analista pode fazer algumas suposições, mas isso pode levar a erros de avaliação.
- *Statistical techniques*: métodos estatísticos podem ser aplicados, como regressões, e testar várias variáveis independentes contra a variável dependente, com o intuito de explicá-lo. Pode-se também utilizar a regressão para descobrir quais as variáveis com mais influência para explicar a variável dependente. Assim como também podemos utilizar o método estatístico a nível de mercado para encontrar uma empresa que atue noutro setor que possa ser comparável à nossa.
- *Modified multiples*: neste método os múltiplos são modificados para ter em conta uma “*companion variable*”. Os múltiplos são modificados devido a um valor crítico que tem de ser abordado para tornar as empresas comparáveis. Ao utilizar o potencial de crescimento, todas as outras medidas devem ser comparáveis. Por outro lado, a relação entre múltiplos tende a ser linear.

3.2.2. Escolha do múltiplo

A escolha do múltiplo a utilizar na avaliação pode variar consoante o setor em que a empresa se insere, mas é necessário garantir a existência de coerência nos múltiplos escolhidos.

De acordo com (Damodaran, 2002), de forma a existir coerência foram criados quatro tipos de múltiplos: *Earnings multiples*, *Book value or replacement value multiples*, *Revenue multiples*, *Sector-specific multiples*. As primeiras duas categorias são mais dependentes de regras contábilísticas das empresas a analisar, as últimas duas são melhores para a comparação de empresas com diferentes regras contábilísticas.

Kim e Ritter no seu artigo defendem que “*there is no clear-cut answer for which multiples should be used, the value-relevance of P/E and M/B ratios can be readily drawn from theoretical models, and their value-relevance has been demonstrated by empirical studies*”, (Kim & Ritter, 1999, p. 416).

Em (Fernandez, 2001), afirma que a *relative valuation* deve ser usada como forma de comparação com processos mais complexos de análise devido à volatilidade dos múltiplos.

Os múltiplos mais utilizados em avaliações são:

$$PER(\textit{price earnings ratio}) = \frac{\textit{Share price}}{\textit{Earnings per share}} \quad (16)$$

$$\textit{Enterprise value to EBITDA} = \frac{EV}{EBITDA} \quad (17)$$

$$\textit{Enterprise Value to EBITDA grow} = \frac{EV}{EG} \quad (18)$$

$$\textit{Price to book value} = \frac{P}{BV} \quad (19)$$

$$\textit{Price to cash earnings} = \frac{P}{CE} \quad (20)$$

Damodaran na análise que fez concluiu que em avaliações já feitas os analistas tendem a escolher os múltiplos *Enterprise value/EBITDA* em setores intensivos em capital e os múltiplos *price-to-book ratio* são escolhidos em setores financeiros, (Damodaran, 2002) (Damodaran, 2006).

As conclusões sobre os melhores múltiplos que devemos escolher para usar, são as baseadas no lucro previsto e se essa previsão é entre um e três anos melhor. Para (Liu,

et al., 2001, p. 163), “(...) *that multiples based on forward earnings explain stock prices reasonably well for a majority of our sample.*”.

Segundo (Liu, et al., 2001, p. 163), “*We speculate that multiples are used primarily because they are simple to comprehend and communicate and the additional complexity associated with including an intercept may exceed the benefits of improved fit.*”.

3.3. CONTINGENT CLAIM VALUATION

A *contingent claim valuation* é “a claim that pays off only under certain contingencies – if the value of the underlying asset exceeds a prespecified value for a call option or is less than a prespecified value for a put option”, (Damodaran, 2012, p. 23).

No geral as empresas para além da prática da sua atividade operacional que lhe gera *cash flow* também tem oportunidade de negócio (e.g. patentes, lançamento de um novo produto, ...) que nos modelos tradicionais como o *discounted cash flow* (tem por base a atividade operacional) não são avaliados.

A utilização deste modelo permite que o valor do fluxo de caixa possa ser superior ou inferior aos *cash flows* esperados se estes possam depender da atividade futura da empresa, alterando assim o valor da empresa, (Damodaran, 2002).

A avaliação final da *contingent claim valuation*, utiliza modelos de preços de opção para medir o valor dos ativos que partilham características de opção. Isto é o que geralmente se enquadra na rubrica de opções reais, (Damodaran, 2006).

3.4. CASH VALUE ADDED (CVA)

O CVA tem como intuito indicar como os negócios estão a colaborar para o crescimento de valor para os acionistas da empresa e que capital deve ser investido, (Olsen, 1999). O método CVA é um dos métodos que são utilizados na avaliação de empresas não cotadas em bolsa, é um modelo que compara os *cash flows* com os ativos totais que são os geradores desses *cash flows*, (Myers, 1996) (Morris, 1993), (Borges Fernandes, et al., 2005).

“ (Deimler & Whitehurst, 1999) afirmam que o CVA é uma medida particularmente boa para avaliar os negócios que exigem uma grande aproximação do custo com a eficiência dos ativos base”, (Borges Fernandes, et al., 2005, p. 3).

$$CVA_t = ROLIt + ACt - Aet - Rut - WACCt \quad (21)$$

$$AEt = \frac{AFt - WACCt}{(1 + WACCt)^u - 1} \quad (22)$$

ROLIt = resultado operacional líquido de impostos relativo ao ano t

ACt = amortizações contabilísticas relativas ao ano t

AEt = amortizações económicas relativas ao ano t

RUt = recursos utilizados relativos ao ano t

t = ano respetivo

AFt = ativos fixos relativos ao ano t

U = vida útil dos ativos fixos

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

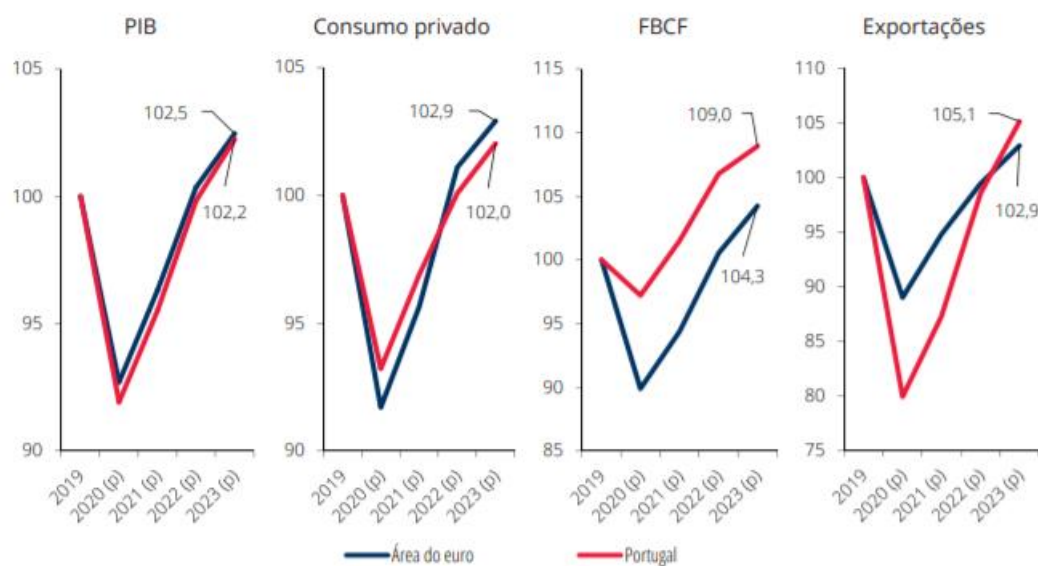
O CVA está inserido nos métodos baseados na ótica dos *cash flows* e analisa o crescimento das vendas, o conceito de custo de oportunidade dos acionistas, custo de oportunidade do capital alheio, WACC, valor residual e capital inserido, (Borges Fernandes, et al., 2005).

4. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

A economia portuguesa sofreu uma enorme recessão depois da crise económica mundial de 2008, tendo de recorrer à ajuda do Fundo Monetário Internacional e ao fundo europeu de estabilização financeira em 2011. As duras medidas impostas pelo FMI foram dolorosas na altura mas a longo prazo resultaram numa economia em crescimento que em 2019 atingiu o seu primeiro superavit em democracia.

Com Portugal a atravessar o seu melhor momento dos mais recentes anos a pandemia que atingiu o mundo veio assim afetar a economia em 2020 mas também com efeitos nos anos seguintes, como pode observar nos gráficos abaixo.

Gráfico I.3.2 • PIB e principais componentes em Portugal e na área do euro | Índice 2019=100



Fontes: Banco de Portugal e BCE. | Notas: (p) – projetado.

Figura 1 - PIB e principais componentes em Portugal e na área do euro

Tendo como base o ano de 2019 analisando os dados do Banco de Portugal a queda da atividade em 2020 deve-se muito à redução da exportação de bens e serviços (principalmente de serviços relacionados com o setor do turismo). O consumo privado e a FBCF também têm uma influência no PIB.

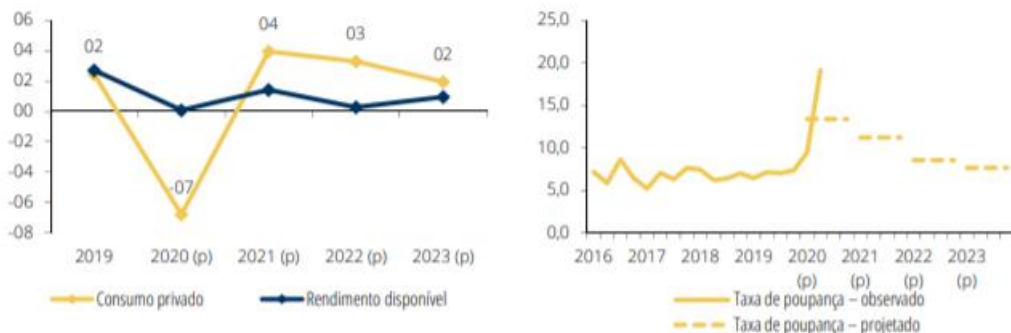
Estes fatores tiveram uma grande intervenção no aumento da taxa de desemprego, que apesar das medidas implementadas pelas entidades governamentais cresceu de 6,5% em 2019 para 7,2% em 2020. As projeções do Banco de Portugal apontam a que

“a taxa de desemprego atinja 8,8% em 2021 e se reduza nos anos seguintes, para 8,1% em 2022 e 7,4% em 2023, permanecendo acima do observado no final de 2019. Este efeito mais persistente resulta de os setores mais afetados serem intensivos em trabalho e de algum desajustamento entre as qualificações existentes e procuradas, decorrentes da realocação de fatores produtivos entre setores. Ainda assim, a taxa de desemprego ficará muito aquém da observada na crise de 2011-13.”, (Banco de Portugal, Dez 2020, p. 13).

A recessão económica de 2020 é muito maior às mais recentes recessões, mas prevê-se uma recuperação mais rápida observando as projeções do Banco de Portugal e INE. A rápida recuperação está associada a políticas monetárias e orçamentais, mas também à rápida retoma do investimento em Portugal.

A recuperação da economia está muito dependente da evolução da pandemia e do plano de vacinação. Em 2021 as previsões apontam para uma melhoria comparativamente com 2020, mas com o PIB crescendo cerca de 3,9% ainda estaremos muito abaixo do que se registava em 2019. Em 2022 é provável que seja o ano em que deveremos retomar os valores pré-pandemia com um crescimento de 4,5%. O contínuo crescimento deverá manter-se em 2023 com a economia a crescer 2,4%.

Gráfico I.3.3 • Consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança | Taxa de variação em percentagem e percentagem do rendimento disponível



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado.

Figura 2 - Consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança

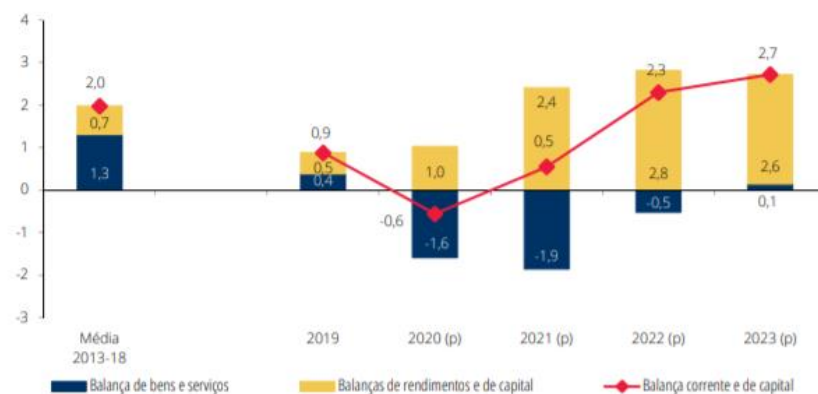
O consumo privado foi uma das componentes da procura que sofreu uma grande descida em 2020 não devido ao rendimento disponível ter diminuído, mas sim pela redução das despesas (essencialmente serviços e bens duradouros) das famílias durante o primeiro semestre de 2020. Com uma quebra de 6,8% o consumo privado só no final de 2022 estará novamente próximo dos níveis de 2019 tendo possivelmente crescimento de 3,9% em 2021, 3,3% em 2022 e 1,9% em 2023.

O rendimento disponível não sofreu enormes descidas devido às medidas governamentais implementadas como por exemplo o lay-off e as moratórias ao crédito. Com o consumo a diminuir em maior percentagem que o rendimento permitiu que a poupança no primeiro semestre de 2020 tivesse um aumento de 6,9pp face ao final de 2019.

Segundo o Banco de Portugal:

“Com a dissipação das medidas de contenção e da incerteza acerca da pandemia, o consumo privado retoma a trajetória de recuperação em 2021. A melhoria gradual do mercado de trabalho e do rendimento e a manutenção de condições favoráveis de financiamento sustentam a recuperação do consumo das famílias. Antecipa-se uma recuperação diferenciada, mais lenta no consumo de serviços expostos a contatos pessoais. A manutenção de um ambiente de alguma incerteza e a taxa de desemprego acima do nível pré-pandemia sugerem que a taxa de poupança permanecerá ao longo do horizonte acima do observado em 2019 embora com uma tendência decrescente (Gráfico I.3.3)”, (Banco de Portugal, Dez 2020, p. 14).

Gráfico I.3.4 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Figura 3 - Balança corrente e de capital

A balança de bens e serviços em 2019 teve um resultado positivo de 0,4 %, devido à necessidade líquida de financiamento da economia para o combater os problemas que provem da pandemia e dos efeitos que esta teve no saldo da balança de bens e serviços que em 2020 desceu para -1,6% do PIB. Prevê-se que a balança de bens e serviços permaneça negativa em 2021 e 2022 (-1,9 e -0,5 respetivamente) voltando aos valores positivos em 2023 (0,1). Esta melhoria dependerá muito da recuperação do setor do turismo e do levar de medidas de combate à pandemia.

Por outro lado, temos as balanças de rendimentos e de capital que em 2020 aponta para um excedente de 1% do PIB, que se prevê que cresça em 2021 para 2,4 % do PIB em 2022 uma subida para 2,8 e em 2023 uma ligeira descida para 2,6. O aumento significativo da balança em 2021-2023 é explicado pela entrada de capital proveniente de fundos europeus.

A balança corrente e de capital em 2020 teve um resultado negativo de -0,6% do PIB depois do resultado positivo de 2019, sendo este resultado devido ao saldo negativo da balança de bens e serviços. Em 2021 é o ano da retoma a valores positivos (0,5 % do PIB) isto porque segundo o Banco de Portugal *“Em 2021, o saldo da balança de capital será ainda influenciado pela devolução de 1088 milhões de euros por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Adicionalmente, a evolução do saldo da balança de rendimento primário beneficiará da trajetória de redução do pagamento de juros da dívida pública.”*, (Banco de Portugal, Dez 2020, p. 17).

5. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

5.1. História

Em 1972 Manuel Pestana abriu na Madeira o primeiro hotel do *Pestana Hotel Group*, tendo vindo se a tornar no maior grupo hoteleiro português, sendo hoje presidido por seu filho Dionísio Pestana.

A sua expansão para o mercado nacional deu-se em 1992 com o Algarve e Cascais sendo os alvos. A expansão para o mercado internacional começou em 1998 com o primeiro hotel a ser aberto em Moçambique, seguindo-se no ano seguinte o Brasil.

Em 2003 foi concessionado ao grupo a gestão das pousadas de Portugal pelo Governo português, duplicando nesta altura o seu portfólio.

Em 2010 surge a expansão para o mercado europeu com Londres a ser a primeira capital em que o grupo abria um hotel seguindo-se Berlim.

O ano de 2012 foi também um ano de expansão para novos mercados com o primeiro hotel a ser aberto pelo grupo nos Estados Unidos da América na cidade de Miami, seguindo a aposta em Espanha na cidade de Barcelona. A procura por mais mercados continuou nos anos seguintes sendo o mercado europeu e o norte americano os pontos de incisão.

Com o objetivo de oferecer produtos completos e atrativos, o Grupo opera em várias áreas de negócio: hotelaria, imobiliário turístico, *vacation club*, golfe, casinos e indústria das bebidas.

Em 2020 o *Pestana Hotel Group* é a maior multinacional portuguesa no setor do turismo e um dos maiores 30 grupos hoteleiros europeus, detendo 100 hotéis e resorts divididos por 4 marcas hoteleiras (*Pestana Pousadas de Portugal*, *Pestana CR7 Lifestyle Hotels*, *Pestana Hotels & Resorts* e *Pestana Collection Hotels*) e com presença em 16 países.

5.2. Unidades de negócio

O *Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A.* está envolvido em diversas áreas de negócio sendo elas:

Pestana Vacation Club → esta área do negócio que existe há mais de 30 anos é composta por treze resorts distribuídos por Algarve e Madeira. Este produto e serviço está direcionado às férias de longo prazo e proporciona aos seus membros (cerca de 30.000) uma grande variedade de pacotes de férias e de privilégios. Os principais mercados em que está inserido o *Pestana Vacation Club* são Reino Unido, Alemanha, Portugal, Finlândia, Brasil, Suécia.

Golfe → A marca de golf do grupo pestana é composta por 5 campos no Algarve e 1 em Sintra, nos quais são efetuados vários campeonatos.

Imobiliário → O *Pestana Residences* é a área imobiliária do grupo em que o conceito do negócio é baseado na venda de moradias e apartamentos para uso turístico, situando-se próximo de unidades hoteleiras onde é fornecido uma elevada variedade de serviços. Neste negócio a estratégia é que à medida que vão sendo vendidas as casas vão sendo construídas novas, assim vão acompanhando a procura não contruindo para ter stock diminuindo custos desta forma.

Casino → A área de entretenimento é composta por dois casinos um na Madeira e o outro em São Tomé e Príncipe.

International Business Centre → da parceria do Governo da Madeira com o Grupo Pestana surgiu a Sociedade De Desenvolvimento Da Madeira com o objetivo de diversificar e modernizar a economia local.

Cervejeira e outras bebidas → A Empresa de Cervejas da Madeira foi fundada em 1872 e em 1994 foi o ano em que entrou para o grupo Pestana.

Hotelaria → A hotelaria é a principal fonte de receita do grupo desde 1972, é a unidade de negócio que é composta por hotéis e resorts, hotéis de luxo, hotéis históricos e hotéis de *lifestyle* pela Europa, América e África.

Estrutura corporativa

Composto por 65 empresas, o *Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A.* está distribuído por 16 países sendo eles divididos em 5 regiões que correspondem às seguintes *subholding company*:

- Grupo Pestana, S.G.P.S., S.A. - Portugal (Hotelaria, Clube de Férias, Imobiliário, Residência, Golfe, Entretenimento, Cervejaria e Concessão Pública da Zona Franca da Madeira);
- *Djebel*, S.A. - Brasil como país sul-americano de língua portuguesa (Hospitalidade e Residência);
- Hotéis do Atlântico, S.A. - Europa e América do Norte (Hotelaria);
- *Pestana Inversiones*, Lda. - Países de língua espanhola da América do Sul (Hotelaria);
- *Salvintur*, S.A. - África (Hospitalidade, Imobiliário, Residência e Entretenimento).

Para além das empresas enunciadas acima existe a ESGAP, S.A. - Empresas de serviços partilhados do Grupo.

5.3. Estratégia e Objetivos

A estratégia de desenvolvimento do *Pestana Hotel Group* baseia-se em cinco principais pontos:

- Uma das principais estratégias da empresa é a continuação do investimento na expansão dos estabelecimentos nas principais cidades europeias e norte americanas, mas também de novos mercados. Os investimentos serão realizados consoante a capacidade de gerar fluxos de caixa e manter um nível baixo de alavancagem.

- Prosseguir com a inovação em novas tecnologias, fazer parcerias com start-ups, adaptação das marcas a novos mercados e exploração de diferentes modelos de negócio ou conceitos hoteleiros.
- Seguir com formação dos seus colaboradores para os manter motivados e parcerias com escolas de gestão hoteleira para poder contratar novos colaboradores qualificados para corresponder com as expectativas de serviço dos clientes.
- Uma melhor eficiência, melhores tecnologias, a incorporação de novos processos de negócio e novas pessoas, são algumas estratégias a implementar.
- A aposta nos serviços de alta qualidade aos clientes e numa boa relação entre preço e qualidade para uma maior procura pelos produtos e serviços e proporcionando assim a melhor experiência possível.

No relatório de contas de 2019 o Grupo deixou a seguinte mensagem aos *stakeholders* das suas intenções para o futuro:

“the Group’s aim to provide personal growth opportunities for its employees, to provide a service of excellence to our customers and to be attentive and listen to the surrounding communities’ concerns will continue to be an integral part of Pestana Hotel Group’s corporate mission alongside the Group’s financial goals. In 2020 the Group pursued the defined strategic goals of becoming increasingly competitive through an operating model adapted to the constant changes in business models and uncertainty of the surrounding economic environment. In addition to responding to the digital transformation of those economic and business models the main challenges and goals were focused on key areas such as People, Customers, Technology and Knowledge.”, (Pestana International Holdings S.A, 2019, pp. 5-6).

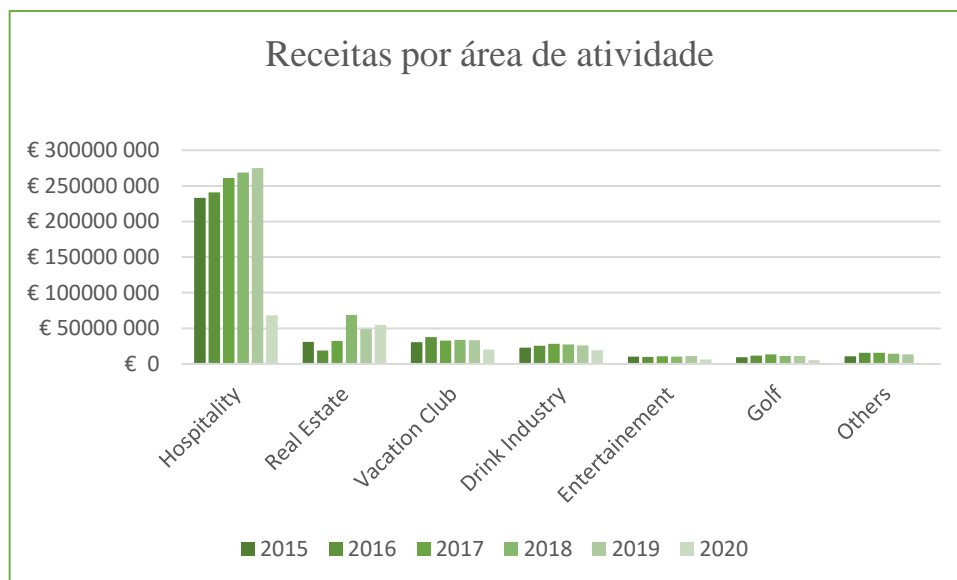
O modelo de negócio está dividido em 70% propriedade, 20% leasing e 10% management e franchising. As propriedades alvo são principalmente edifícios já

existentes localizados nos centros de cidades ou em zonas turísticas e segmentos de mercado *upscale* com hotéis históricos.

5.4. Análise ao grupo

O *Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A.* sendo uma empresa que atua em várias áreas está mais dependente do setor do turismo, sendo que isso mesmo se reflete nas receitas obtidas. Neste tópico é exposta alguma informação financeira de modo a perceber quais os setores mais importantes e a estratégia da empresa no mercado.

Gráfico 1 - Receitas por área de atividade



Na análise realizada aos anos 2015 até 2019 (Anexo 1), pode-se observar que a maior fonte de rendimento é a *Hospitality* (66% da receita total) (Anexo 3) tendo um aumento constante ao longo dos anos. Uma das razões da queda da receita na Madeira foi devido à falência da companhia aérea Germania (companhia aérea da Alemanha que é um dos principais mercados), esta diminuição foi compensada pela abertura de novos hotéis na região. Os principais países que mais contribuem para a receita em hospitalidade são Portugal (27%), Reino Unido (18%), Alemanha (9%), Brasil (7%), e Estados Unidos (6%).

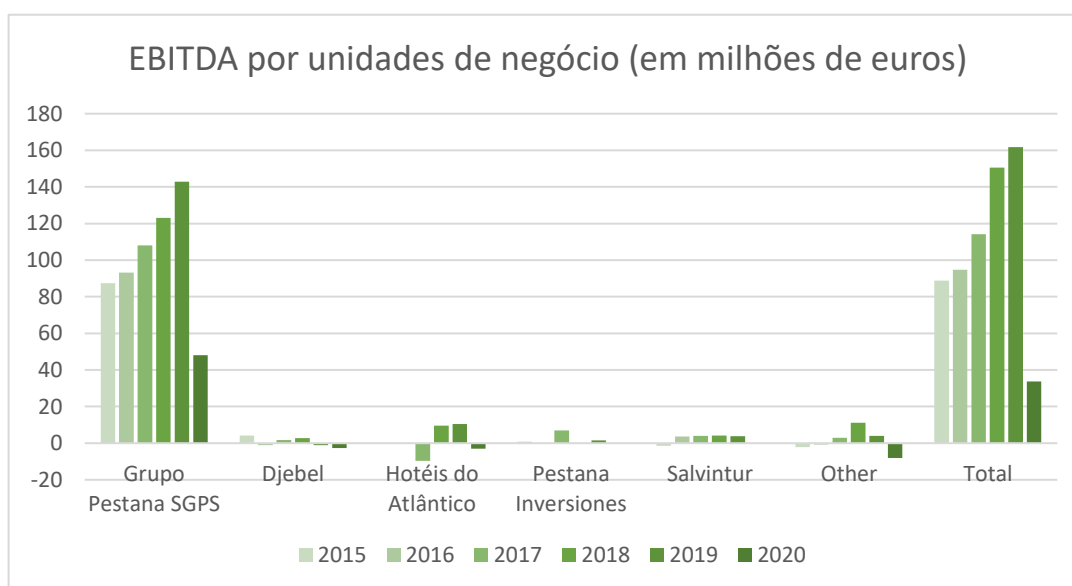
A segunda área de negócio com maior importância para as receitas é o *Real Estate* com vendas em 2019 de 48 967 955 € uma diminuição em relação ao ano interior muito devido ao stock mais reduzido.

O *Vacation Club* representa 8% das vendas do grupo em 2019, a diminuição comparativa a 2018 deveu-se a uma diminuição dos preços devido à abertura de uma nova unidade concorrente na cidade do Funchal e também pelo fim do contrato de 30 anos do *Madeira Beach Club* e pelo fecho de 6 meses para remodelações.

As áreas de negócio com menos importância são a indústria das bebidas que no total representou em 2019 6% da receita, o entretenimento e o golf representam ambas 3% do total das receitas, apresentando ambas uma ligeira diminuição em 2019.

De acordo com a informação do relatório de contas de 2019 a estrutura do G.O.P. (*Gross Operating Profit*) é semelhante à das receitas para as diferentes áreas de negócio (Anexo 2). Em 2019 a margem é de 36% o que comparando com o ano anterior mostra uma ligeira descida, (Pestana International Holdings S.A, 2019).

Gráfico 2 - EBITDA por unidade de negócio (em milhões de euros)



O gráfico acima apresentado expõe o EBITDA por subsidiárias do *Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A.*, este indicador ajuda a analisar a produtividade, competitividade e eficiência da empresa.

De 2018 para 2019 o EBITDA diminuiu 3% principalmente pela diminuição do *Real Estate business*, se este setor não for tido em conta existe um aumento em 2019 em relação a 2018 de 1%, (Pestana International Holdings S.A, 2019).

Analisando o gráfico observa-se que o Grupo Pestana SGPS é claramente o grupo que tem um maior EBITDA sobre o valor das vendas, entre 2015 e 2019 existe um aumento constante sendo que de 2018 para 2019 o aumento foi de 19,8 milhões de euros (Anexo 2). O Grupo Pestana SPGS representa aproximadamente 88% do total do EBITDA.

A *Djebel* é a única *subholding* em 2019 que possui valores negativos, vindo de uma constante oscilação entre valores positivos e negativos nos últimos anos. A segunda *subholding* mais importante em 2019 foi os Hotéis Atlântico com um EBITDA de 10,5 milhões de euros. A margem EBITDA das vendas totais do Grupo Pestana permanece nos 39% em 2019, mas diminuiu para 19% em 2020, (Pestana International Holdings S.A, 2019) (Pestana International Holdings S.A, 2020).

Os dados de 2020 são um pouco atípicos ao que se vinha a observar até 2019, a pandemia fez parar a maior parte das áreas de negócio do grupo o que veio a ter um impacto nas suas receitas. A redução aproximadamente de 57% da receita (181,7M€ receita de 2020) deveu-se principalmente à *hospitality* que caiu 75%, o *golf* e *vacation club* diminuíram respetivamente 47% e 40%. Por outro lado, para balançar as contas a *real estate* viu as suas receitas a aumentar 12%, porque a procura por propriedade aumentou por ser considerado um espaço mais seguro.

Como podemos observar no anexo 4 as estruturas das receitas por área de atividade mudaram com a *Hospitality* a representar 38% da receita, o *Real Estate* 20% *Vacation Club* e *Drinks Industry* 11% e *Golf* e *Entertainment* 3% das receitas.

A G.O.P. de 2020 é onde se nota uma maior diferença com a *hospitality* a passar de valores positivos em 2019 para uma percentagem negativa de -20%, por outro lado o *real estate* passou a ser a área de negócio a ter mais importância com 91%.

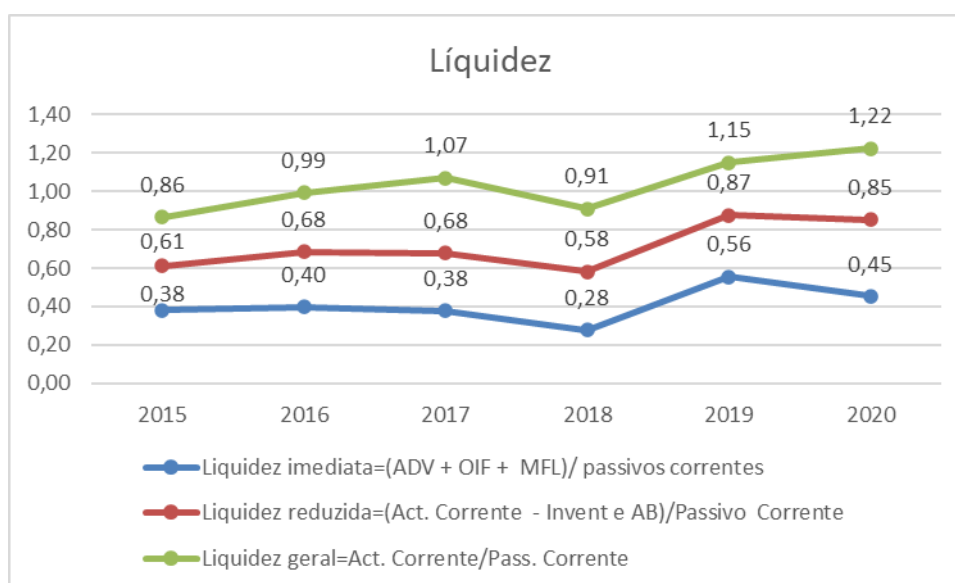
Apesar de 2020 ter acabado com um resultado líquido negativo superior a -32M€, o Grupo Pestana conseguiu manter um EBITDA de 33,7M€. Segundo o relatório de contas 2020:

“The previously mentioned diversification strategy followed by the Group, it’s flexible cost structure and highly specialized shared services centre showed an enormous resilience to downturns, with EBITDA (excluding gains on the sale of financial investments) decreasing only 52% of the decrease in revenue. This was only possible due to Pestana Hotel Group’s focus on reducing and controlling costs through different measures such as the immediate reduction in variable expenses (cleaning, laundry, energy, temporary work and commissions), the adoption whenever possible of an insourcing strategy through the relocation of employees, with their prior approval, from temporarily closed to open units, not renewing fixed-term contracts, the use of job maintenance government supports and the renegotiation of contracts with several suppliers, including leases. Additionally, due to its shared services, the Group has the ability to quickly activate or deactivate its operations whenever demand is available or not.”, (Pestana International Holdings S.A, 2020, p. 18).

5.5. Indicadores

Para que seja possível fazer uma avaliação ao desempenho da empresa é necessário analisar os indicadores provenientes dos mapas históricos do balanço e da demonstração de resultados (Anexo 5 e 6).

Gráfico 3 - Liquidez



Analisando a liquidez da empresa de 2015-2020 observamos que a liquidez geral em 2020 é de 1,22, ou seja, a empresa encontra-se numa situação positiva em que consegue satisfazer as suas obrigações de curto prazo.

A Solvabilidade que dá a indicação que existe uma boa capacidade de liquidação das suas dívidas nas datas dos vencimentos, chegando ao seu máximo de 69,19% em 2019, (Anexo 7).

No que diz respeito ao endividamento bancário desde 2015 a 2019 teve uma tendência negativa passando de 39,80% para 31,32%, significando assim que em 2019 31,32% do ativo da empresa provinha de financiamentos obtidos. Em 2020 observa-se uma ligeira subida para 33,29% o que era espectável.

A autonomia financeira é o indicador que mede a solidez de uma empresa. Observando os dados do anexo 7 verificamos o crescimento constante pelo que em 2015 24,3% dos ativos eram financiados por capitais próprios e em 2020 eram 32,98%. Estes resultados são um indicador de solidez, significando isto que os capitais próprios da empresa estão crescendo a um ritmo superior ao do ativo.

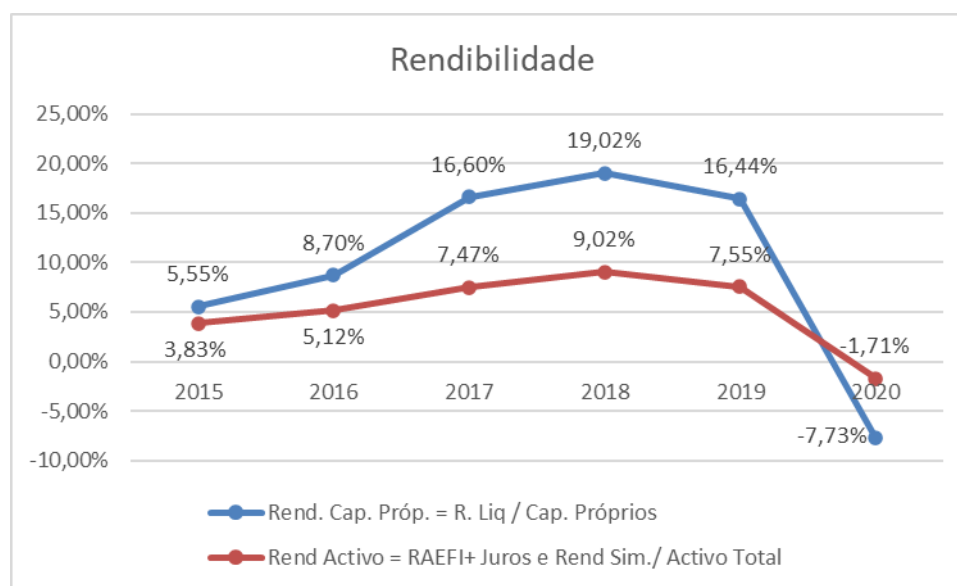
O tempo médio de pagamento é sempre superior ao tempo médio de recebimento o que dá uma necessidade negativa de financiamento do ciclo de exploração da empresa (Anexo 7).

A tesouraria líquida foi apresentando oscilações entre o positivo e o negativo sendo que em 2020 era positivo sendo o fundo de maneio e as necessidades de fundo de maneio positivas também, isto indica assim que a empresa se encontra equilibrada financeiramente.

A rentabilidade do capital próprio (ROE) é dada pela divisão do R. Líq pelo capital próprio. As evoluções deste indicador na empresa têm sido positivas nos últimos 5 anos sendo que 2015 tinha uma percentagem de 5,55% evoluindo para 16,44% em 2019, o que indica ser um bom valor para a obtenção de futuros investidores.

A rentabilidade do ativo também possui um crescimento positivo nos anos em análise. Entre 2015 e 2019 evoluiu-o de 3,83% para 7,55%.

Gráfico 4 - Rendibilidade



Em 2020 a tendência que se vinha registrando nos anos anteriores, de rendibilidades positivas, foi contrariada apresentando rendibilidade do ativo -1,71% e rendibilidade do capital próprio -7,73%, por se tratar de resultados que aconteceram em condições especiais não deverão ter influência na decisão dos investidores.

Análise de Dupont

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Política de investimento	3,58%	4,74%	6,7%	8,89%	7,42%	-1,86%
Política de financiamento	0,54	1,91	2,78	2,56	2,33	5,68
Efeito fiscal	2,88	0,96	0,89	0,83	0,95	0,73
RCP	5,55%	8,7%	16,6%	19,02%	16,44%	-7,73%

Tabela 1 - Análise de Dupont

A Política de investimento em 2015 era de 3,58% tendo um crescimento até 2019 sendo neste ano de 7,42% o que significa que a rendibilidade obtida com o ativo é de 7,42%, em 2020 esse valor passou a ser negativo o que indica que os investimentos feitos nesse ano não tiveram uma rendibilidade de -1,86%.

A alavancagem da empresa é positiva indicando assim uma boa política de financiamento por parte da empresa que em 2015 tinha uma alavancagem de 0,54 e em 2020 atingiu os 5,68.

O efeito fiscal como é sempre superior a 0,75 (considerando uma taxa marginal de imposto de 0,25) diz-nos que a empresa não está a pagar demasiado fiscalmente, exceto em 2020 que foi 0,73 o que significa que a empresa pagou um pouco mais do que devia ao fisco.

5.6. Distribuição de dividendos

Em 2020 os dividendos foram distribuídos pela SDM- Sociedade de Desenvolvimento da Madeira S.A, em 2019 foram distribuídos pela Sociedade de Desenvolvimento da Madeira S.A, Porto Carlton S.A e Ponta da Cruz S.A.

Em 2019 e 2020 os dividendos só foram pagos a interesses não controladores, os valores distribuídos foram 5.989.140€ em 2019 e 2.432.067€ em 2020.

6. ANÁLISE DE RESULTADOS

Analisando todos os modelos expostos na Revisão de Literatura o modelo de avaliação escolhido para aplicar nesta análise foi o FCFF. Este modelo foi escolhido porque na sua aplicação permite que numa fase inicial a dívida não seja incluída sendo possível que a mesma seja incluída quando é feita uma atualização.

Para a análise os anos 2016-2020 foram os usados como anos base históricos que permitem realizar uma previsão para 2021-2025 considerando 2026 como ano residual. Para fazer a análise foram calculadas as seguintes componentes do FCFF.

De realçar que as previsões feitas foram com dados até 30-7-2021.

6.1. PREVISÕES

- **Vendas e prestações de serviços**

As vendas e prestações de serviços são analisadas em simultâneo separando por setores de atividade para uma melhor análise. Este indicador tem tido resultados crescentes entre 2016-2018 devido ao desenvolvimento das unidades de negócio com uma ligeira descida em 2019 maioritariamente devido a uma diminuição da área *real estate*.

Em 2020 com o chegar da pandemia obrigou a que muitas áreas de negócio ficassem paradas, mas a mais afetada terá sido o turismo. Por o Grupo Pestana depender principalmente do turismo as vendas têm uma quebra bastante significativa, em 2020 o grupo teve perdas comparativamente a 2019 na ordem dos 56,62%.

A projeção feita para o período 2021-2025 foi que as vendas do grupo iriam ter um crescimento ao longo do tempo. Em 2021 por conta que a pandemia ainda continua é esperado que exista uma melhoria em relação aos dados de 2020 mais ainda não chegará ao valor das vendas em 2019. Em 2021 foi considerado que as vendas iram aumentar em 50% em relação, em 2022 um crescimento de 53%, em 2023 um aumento de 9% e nos seguintes anos 4% e 2% no ano residual.

O aumento das vendas em 2021 e 2022 pode ser explicado pelo retomar da economia ao mais próximo possível dos valores pré pandemia, nos seguintes anos abertura de novos espaços é um dos fatores de aumento de receita.

- **Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas**

Entre 2016-2020 os custos das vendas ou CMVMC apresentaram percentagens que variaram entre os 12,43% e 22,71%. Para os anos a prever a taxa considerada foi de 15% constante ao longo dos anos, que foi a percentagem média dos cinco anos de período histórico.

- **Fornecimentos e serviços externos**

O aumento do fornecimento e serviços externos em 3 318 389€ de 2018 para 2019 deveu-se principalmente ao aumento dos honorários profissionais, limpeza e publicidade, mesmo ocorrendo a diminuição de despesas com alugueis e subcontratos.

Os fornecimentos e serviços externos em 2020 comparativamente com 2019 caíram para quase a metade com todas as suas componentes a sofrerem quebras.

Estima-se que para o período de previsão em 2021 terá um aumento de 30% em relação a 2020, em 2022 um aumento de 10% em relação ao ano anterior, 7% em 2023 e 3% nos seguintes anos.

- **Gastos com pessoal**

A rubrica dos gastos com pessoal tem um crescimento de 2016 para 2017 de 0,51%, um crescimento de 2017 para 2018 de 0,93% e um crescimento de 2018 para 2019 de 5,84%.

Os gastos com pessoal tem um crescimento porque com o aumento das áreas de negócio o número de funcionários tem aumentado o que tem um impacto no aumento constante nos últimos anos dos gastos em salários.

De 2019 para 2020 os gastos com pessoal baixaram muito por conta da não existência de contratos temporários de verão e a não renovação dos contratos de trabalho a termo. Os apoios dados pelos programas criados pelo governo para o combate aos problemas criados pela COVID-19 permitiram reduzir gastos com pessoal em cerca de 12.065.000 €.

Para o horizonte previsional em 2021 prevê-se que os gastos em pessoal subam 33% em 2022 aumentam 15% e nos seguintes anos 2,5% em cada ano. O aumento dos gastos é explicado pelo crescimento esperado essencialmente na economia e pelo crescimento do grupo com a abertura de novos espaços.

- **Amortizações e depreciações**

As amortizações e depreciações diferem pelo tipo de ativo com as amortizações a estarem relacionadas com os ativos intangíveis e as depreciações com os ativos tangíveis, neste modelo de avaliação só contribui para o benefício fiscal uma vez que não constituem um fluxo de caixa.

Para o período previsional foi considerado que o valor constatado em 2020 52 519 285 € iria ser o valor base para todo o horizonte previsional e que este valor seria o suficiente para que a empresa possa fazer os seus investimentos com vista ao seu desenvolvimento.

- **Resultado operacional**

O resultado operacional é calculado pela subtração de todos os gastos da empresa ao volume de negócios e a soma dos outros rendimentos e ganhos. Dentro dos gastos da

empresa estão CMVMC, fornecimentos e serviços externos, gastos com pessoal, amortizações e depreciações, imparidades, provisões e outros custos operacionais.

O resultado operacional tem uma tendência de crescimento apesar de 2019 e 2020 terem quebras. O aumento das vendas por crescimento da atividade que por sua vez irá ter um impacto nos gastos da empresa em relação a 2020 levará ao crescimento do resultado operacional.

- **Proveitos financeiros**

Os proveitos financeiros são utilizados para o cálculo do EBIT que é feito pela soma do resultado operacional com os proveitos financeiros. No horizonte previsional foi considerado que os proveitos financeiros teriam um valor nulo.

- **EBIT**

O cálculo do EBIT é feito pela soma do resultado operacional com os proveitos financeiros. Como o modelo utilizado é o FCFF, neste modelo o valor da dívida não é considerado para o cálculo dos *cash flows*, por isso entre 2021-2026 o valor do EBIT será igual ao RAI.

- **Impostos**

Durante o período histórico analisado a taxa de imposto tem sofrido algumas oscilações de 2016 a 2019 com percentagens de 4,0%, 10,8%, 16,5% e 4,8% respetivamente. Por o ano 2020 ter sido um ano invulgar foi tomada a decisão da taxa de imposto deste ano não ser considerada para a percentagem prevista. Assim a taxa utilizada para o período previsional é 10% sendo constante no tempo.

- **Investimentos em necessidades de fundo de manei**

Entre 2016 e 2020 as percentagens das necessidades de fundo de manei sobre as vendas foram de respetivamente -2,08%, -3.21%, -1.93%, 0.42% e 7,01%. Para os seguintes anos a percentagem considerada foi de -2% sendo constante em todos os anos a prever.

- ***Free Cash Flow to the Firm (Fcff)***

De acordo com (Damodaran, 2002), a fórmula do FCFF quando as empresas têm uma taxa positiva de reinvestimento é:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{Taxa de imposto}) - \text{Investimento em capital} + \text{Amortizações} - \Delta \text{Fundo de manei} \pm \Delta \text{Outros itens non-cash} \quad (9)$$

- **Rendibilidade exigida pelos acionistas**

Para a obtenção da rendibilidade exigida pelos acionistas utilizando o modelo CAPM devemos ter em consideração três elementos fundamentais: beta, ativos sem risco e o prémio de risco.

O coeficiente beta foi calculado tendo em conta o beta *unlevered* de cada área de negócio⁴ (0,81), o beta *debt* (0,54) e o grau de relevância que possui na empresa onde chegamos ao resultado que o valor do beta é 1,07 pelas informações do mercado.

A taxa dos ativos sem risco ou também chamada de taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro a 10 anos em 2020 é de 0,4% segundo o PORDATA, pelas novas

⁴ Beta de cada área de negócio obtido em Damodaran online nos *unlevered* beta na europa

estratégicas de política monetária que o Banco Central Europeu vai implementar esperasse que a taxa dos ativos sem risco no futuro de 2%⁵.

O prémio de risco é o rendimento extra que os investidores querem obter no investimento feito em ações para poder compensar o risco acrescentado que as mesmas possuem em comparação às obrigações do tesouro. Pelos dados obtidos em Damodaran Online o prémio de risco em Portugal é de 6,85%⁶ (dado de janeiro 2021) a percentagem considerada foi 7% para o prémio de risco.

Através da fórmula (10) podemos calcular a rendibilidade dos acionistas (WACC), o custo da dívida calculado pela divisão dos juros suportados pelo financiamento da empresa é de 5,79%, o custo do capital próprio foi calculado pela fórmula (11) onde foi obtido um valor de 9,49%. Assim a rendibilidade dos acionistas calculada deu um valor de 7,29%, mas o valor utilizado para a atualização dos *cash flows* é 7%.

- **Valor residual**

Em 2025 foi o ano que foi apurado o valor de continuidade. O ano em que se atingirá a estabilidade dos *cash flows* foi decidido que seria 2026. A estabilidade dos *cash flows* é importante para se poder aplicar o Modelo de Gordon na avaliação de modo a poder calcular o valor atual dos *cash flows* para a perpetuidade.

- **Valor do capital próprio**

O cálculo do valor do capital próprio da empresa foi feito através dos três seguintes passos:

⁵ [Conselho do BCE aprova nova estratégia de política monetária \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Em primeiro o valor do ativo é calculado a partir da atualização dos *cash flows* apurados (os FCFF para o período 2021-2025) à taxa exigida pelos acionistas da empresa (WACC) que foi considerada de 7%. Através desta avaliação chegou-se ao resultado que o valor do ativo do Grupo Pestana seria de 1 779 552 031 €.

Em segundo para a contagem do passivo financeiro (ou valor das responsabilidades financeiras a médio e longo prazos) foi considerado que se iriam manter regulares ao longo do tempo, por isso foi estimado que o valor do passivo financeiro para 2020 seria de 700 000 000 €.

Por último para o apuramento do valor do capital próprio ou *equity value*, fazemos a subtração do valor do ativo ou valor atual dos *cash flows* (1 779 552 031 €) ao passivo de financiamento (700 000 000 €), o que nos dá um valor do capital próprio de 1 079 552 031 €.

O capital próprio do *Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A.* está representado por 238 000 000 ações, o valor apurado para cada ação do Grupo Pestana é dado pela divisão do número de ações ao valor do capital próprio, no cenário base o preço de cada ação é de 4,54 €.

7. DISCUSSÃO DE RESULTADOS

A avaliação de uma empresa pode ser feita de variadas formas tendo à nossa disposição diferentes métodos de análise. Dependendo das fontes de informação usadas e do método escolhido poderá existir diferentes resultados à avaliação da mesma empresa não existindo assim um método 100% eficaz por isso é necessário fazer uma análise de sensibilidade no processo de avaliação, para determinar quais serão os possíveis valores de uma ação num espaço de tempo.

As previsões de evoluções no futuro de uma empresa têm atualmente um enorme grau de incerteza, muito devido à atual conjuntura financeira, à evolução em particular da situação pandémica e também devido às volatilidades dos mercados, por isso não se pode afirmar que o valor obtido pode não corresponder ao real valor intrínseco das ações no futuro.

Existem vários fatores que podem afetar o desempenho da empresa como a economia, turismo e os mercados..., o que provoca uma incerteza e torna mais complicada a execução de uma previsão, o que não se aplica muito neste caso por o Grupo Pestana ser uma empresa estável, com uma estrutura sólida, uma estratégia bem delineada e uma boa situação financeira, sendo neste momento a situação pandémica o principal fator que crie alguma incerteza.

Para que se possa fazer uma análise de sensibilidade foi necessário escolher quais as rubricas de maior relevância para o Grupo Pestana, com o objetivo de criar os vários cenários possíveis, sendo as rubricas para a análise de sensibilidade: o volume de negócios, CMVMC, fornecimentos e serviços externos e gastos com pessoal.

A análise à sensibilidade das rubricas escolhidas será feita para três cenários diferentes, um cenário base que será o mais provável de acontecer, um cenário otimista onde alterações mais extremas num sentido positivo foram consideradas e um cenário pessimista em que foi considerado as piores alterações que poderão acontecer no futuro do grupo.

Nesta análise de sensibilidade foi tido em conta as diferentes áreas de negócio e as variações em cada uma das áreas fazendo depois a avaliação da empresa toda em conjunto.

□ Cenário Base

No cenário base é cenário que se espera ser o mais provável de acontecer, neste cenário é assumido que o valor das vendas efetuadas sofre uma subida de 50% em 2021 e que os gastos sofriam aumentos ao longo do período em análise. Os CMVMC correspondem a um custo de 15% do total das vendas do ano, os fornecimento e serviços externos em 2021 correspondem um aumento em 30% em relação ao ano anterior, 10% será o crescimento em 2022, 7% em 2023 e 3% nos seguintes anos, os gastos com pessoal em relação ao ano transato têm um crescimento de 33%, em 2022 15% é o aumento e 2.5% para os anos futuros, o que resultou num preço por ação de 4,54 € e um valor do capital próprio de 1 079 552 031 €, (Anexo 8).

Tabela 2 - Resumo do cenário base

	Base
Preço por ação	4,54 €
Avaliação Grupo	1 079 552 031 €
Vendas	272 489 444 €
FSE	81 680 854 €
CMVMC	40 873 417 €
Gastos com pessoal	72 989 457 €

□ Cenário Otimista

No segundo cenário, temos cenário otimista onde foi estimado que as vendas do Grupo Pestana iriam se constatar variações positivas no horizonte previsional com 2021 e 2022 a terem um maior aumento das vendas em relação a 2020 e que os gastos teriam uma atitude contrária a diminuem em comparação com o cenário base. As vendas em 2021 numa perspetiva otimista terão um aumento em relação de 51%. Os CMVMC correspondem a um custo de 15% do total das vendas do ano, os fornecimento e serviços externos em 2021 corresponde uma ascensão de 28%, em 2022 cresce 10%, deverá ter um crescimento de 6% em 2023 e 2% nos anos imediatos, os gastos com pessoal em 2020 prevê-se um desenvolvimento de 30%, 15% em 2022 e 2% nos anos seguintes. Perante estes pressupostos, o valor obtido por ação é de 5,66 € e o valor do capital próprio é de 1 346 702 532 €, (Anexo 9).

Tabela 3 - Resumo do cenário otimista

	Otimista
Preço por ação	5,66 €
Avaliação Grupo	1 346 702 532 €
Vendas	274 306 040 €
FSE	80 424 225 €
CMVMC	41 145 906 €
Gastos com pessoal	71 343 078 €

□ Cenário Pessimista

O último cenário previsto foi o pessimista, onde se partiu do princípio que o volume de negócios iria diminuir ligeiramente em alguns anos e mantendo-se inalterado noutros. Por outro lado, os gastos ou sofriam ligeiros agravamentos ou mantinham-se também inalterados. Em 2020 neste cenário prevê-se um crescimento de 48%. Os CMVMC correspondem a um custo de 15% do total das vendas do ano, os fornecimento e serviços externos em 2021 aumentam em 35%, continuando o aumento em 2022 em 10%, 8% em 2023 e 4% para os anos vindouros, em 2021 os gastos com pessoal crescem em 35%, em 2022 aumentam em 15% e 3% nos seguintes anos. Assim, obteve-se um valor por ação de 2,78 € e o valor do capital próprio de 661 973 673 €, (Anexo 10).

Tabela 4 - Resumo do cenário pessimista

	Pessimista
Preço por ação	2,78 €
Avaliação Grupo	661 973 673 €
Vendas	268 856 251 €
FSE	84 822 425 €
CMVMC	40 328 438 €
Gastos com pessoal	74 087 043 €

A tabela abaixo (tabela 5) apresentada é o resumo da análise às variações que podem existir ao WACC, apresentando o valor do ativo e o preço de cada ação. Pode-se observar que o valor do ativo pode atingir um valor máximo do capital próprio de 2 536 920 080 € à taxa WACC de 4% e um valor mínimo do capital próprio de 500 840 830 € à taxa WACC 10%. Uma observação a fazer é que existe uma relação inversa entre o WACC e o valor do ativo porque com o aumento do valor do WACC o

valor do ativo tende a diminuir. O preço de cada ação é obtido pela divisão do valor do ativo pelas 238 000 000 ações que compõem o Grupo Pestana, o valor máximo a pagar por ação é 10,66 € e o valor mínimo é 2,10 €.

Tabela 5 - Sensibilidade ao WACC

WACC	Valor do CP	Preço da ação
4%	2 536 920 080 €	10,66 €
5%	1 855 801 893 €	7,80 €
6%	1 402 580 006 €	5,90 €
7%	1 079 552 031 €	4,54 €
8%	837 868 384 €	3,52 €
9%	650 391 741 €	2,73 €
10%	500 840 830 €	2,10 €

A 31 de dezembro de 2020, o capital de ação subscrito da *Pestana International Holdings S.P.G.S. S.A.* ascende a 166.625.238 Euros, representados por 1.319.177 ações integralmente pagas (1 319 176 de Dionísio Fernandes Pestana e 1 de José Alexandre Lebre Theotónio) em formato registado sem valor nominal. Existe ainda 71 374 762 de outras contribuições de capital não remuneradas nem com data de reembolso. O capital autorizado da Sociedade está fixado em 250.000.000 euros divididos em 2.000.000 ações sem valor nominal, (Pestana International Holdings S.A, 2020).

8. CONCLUSÕES

Este presente trabalho de projeto permite obter uma visão mais clara e profunda do que é uma *equity research* e como é que se pode realizar uma avaliação de uma empresa, com o propósito de se encontrar o real valor da empresa e o preço alvo das suas ações.

Através da revisão bibliográfica efetuada disponível no capítulo 2, pode-se observar que existem vários métodos de avaliação que podem ser utilizados na avaliação de uma empresa. Nesta *equity research* após uma análise foi decidido utilizar o método do *Discounted Cash Flow*, em particular o *Free Cash Flow to the Firm*. Optei por este método, por ser um método normalmente usado em empresas com mais de uma área de negócio, por como a estrutura de capital da empresa está estruturada e também porque este método permite determinar o real valor dos *cash flows* a que todos os detentores da empresa têm direito.

O Grupo Pestana é uma referência na indústria hoteleira como maior grupo hoteleiro internacional português. A estratégia de aumento das vendas através do aumento dos mercados externos e melhoria da oferta. É esperado o crescimento sustentável e contínuo nos próximos anos apesar das circunstâncias atuais a conjuntura económica nacional e mundial irão melhorar com o aumento da percentagem de população vacinada e a diminuição das restrições contra a covid-19.

Para a análise de resultados, partimos de um cenário base (Anexo 8), com o objetivo de chegar a um valor do capital próprio e ao preço-alvo por ação. Para isso, foram adotados como base histórica os últimos cinco anos de atividade (2016, 2017, 2018, 2019 e 2020) e como horizonte previsional considerámos os próximos seis anos, tomando como ano residual 2026.

Na previsão feita para os três cenários em análise feita às rubricas no capítulo 7 chegou-se a conclusão de que para o cenário base o valor do capital próprio do Grupo Pestana era de 1 079 552 031 € sendo o valor por ação 4,54€. Através da análise de sensibilidade num cenário otimista pode observar-se que 1 346 702 532 € será o valor do capital próprio e o preço por ação 5,66€, no cenário pessimista o valor do capital próprio é 661 973 673 € e o preço por ação 2,78€.

Depois de uma pesquisa realizada não foi encontrado nenhum estudo ou avaliação feitos ao grupo, pelo como a empresa não está cotada em bolsa não tem um valor de preço de ação que se possa ter como referência para poder comparar. Apesar disso o grupo tem tido um bom desempenho e como tal é considerada uma boa oportunidade de investimento para futuros investidores.

9. REFERÊNCIAS

Banco de Portugal, Dez 2020. *Boletim Económico*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 30 de março de 2020; Disponível em: <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/381>

Berk, J. & DeMarzo, P., 2011. *Corporate Finance: The Core*, s.l.: Pearson Education Limited.

Borges Fernandes, A., da Rocha Armada, M. J. & Portela de Lima Rodrigues, L. M., 2005. *AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NÃO COTADAS NA BOLSA*, s.l.: s.n.

Damodaran Online,
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Damodaran, A., 1994. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. First Edition ed. s.l.:John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A., 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2ª Edição ed. New York: New York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A., 2006. *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. s.l.:Stern School of Business, New York University.

Damodaran, A., 2008. *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*, New York University, Publishers Inc: Stern School of Business.

Damodaran, A., 2010. *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants*, Stern School Of Business: Estimation and Implication - The 2010 Edition.

Damodaran, A., 2012. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asse*. 3ª Edição ed. New York: John Wiley & Sons.

Danielson, M. & Heck, J., 2014. The perpetual growth model and the cost of computational efficiency: Rounding errors or wild distortions? *Financial Services Review*. Em: s.l.:s.n., pp. 189-206.

Deimler, M. S. & Whitehurst, J. M., 1999. *Opportunities for Action in Consumer Markets - Manage Your Value*, s.l.: The Boston Consulting Group.

- Fernandez, P., 2001. *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusion?*, Barcelona: IESE Business School-University of Navarra.
- Fernandez, P., 2015. *WACC: definition, misconceptions and errors*, University of Navarra: IESE Business School.
- Foerster, S. & Sapp, S., 2005. *The Dividend Discounted Model in the Long-Run: A Clinical Study*, universidade de Western Ontario: s.n.
- Graham, J. & Harvey, C., 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, pp. 187-243.
- Jennergren, P. L., 2011. *A tutorial on the discounted cash flow model for valuation of companies*, Stockholm School of Economics: s.n.
- Kim, M. & Ritter, J., 1999. Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, Volume 53, pp. 409-437.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Em: 4ª Edição ed. New Jersey: New Jersey: John Wiley & Sons, pp. 250-281.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Em: s.l.:5ª Edição.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation: Measuring and Managing the value of companies*. 5ª Edição ed. s.l.:NewYork, John Wiley & Sons.
- Liu, J., Nissin, D. & Thomas, J., 2001. *Equity valuation using multiples*, s.l.: University of California Los Angeles.
- Luehrman, T., 1997. What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation. *Harvard Business Review*, pp. 132-142.
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, pp. 261-297.
- Morris, J., 1993. *Should Cash Flow Make You Rich?*, s.l.: Treasure and Risk Management.
- Myers, R., 1996. *Forget EPS, ROE and ROI. The true measure of your company's performance is EVA*, s.l.: The Magazine for Senior Financial Executives.

Myers, S. C., 1974. Interactions of Corporate Financing and Investment, Decisions-Implications for Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, 20(1), pp. 1-25.

Olsen, E. E., 1999. *India: Shareholder Value Benefits all*, s.l.: Business World.

Pestana Hotel Group, <https://www.pestanagroup.com/pt/>

Pestana International Holdings S.A., 2015. *Relatório de contas*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 25 de novembro 2020, Disponível em: <https://www.pestanagroup.com/pt/financial-information/reports/>

Pestana International Holdings S.A., 2016. *Relatório de contas*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 25 de novembro 2020, Disponível em: <https://www.pestanagroup.com/pt/financial-information/reports/>

Pestana International Holdings S.A., 2017. *Relatório de contas*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 25 de novembro 2020, Disponível em: <https://www.pestanagroup.com/pt/financial-information/reports/>

Pestana International Holdings S.A., 2018. *Relatório de contas*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 25 de novembro 2020, Disponível em: <https://www.pestanagroup.com/pt/financial-information/reports/>

Pestana International Holdings S.A., 2019. *Relatório de contas*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 25 de novembro 2020, Disponível em: <https://www.pestanagroup.com/pt/financial-information/reports/>

Pestana International Holdings S.A., 2020. *Relatório de contas*, s.l.: s.n.; Acedido no dia 20 de junho 2021, Disponível em: <https://www.pestanagroup.com/pt/financial-information/reports/>

PORDATA, www.pordaata.pt

Rosenberg, B. & Rudd, A., 1982. *The Corporate Uses of Beta*, *Chase Financial Quarterly*, s.l.: s.n.

ANEXOS

Anexo 1

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hospitality	€ 233 070 608	€ 240 682 867	€ 260 934 640	€ 268 771 816	€ 274 878 125	€ 68 377 540
Real Estate	€ 30 770 934	€ 18 771 075	€ 32 118 151	€ 68 483 786	€ 48 967 955	€ 54 807 265
Vacation Club	€ 30 522 208	€ 37 795 664	€ 32 622 889	€ 33 637 181	€ 33 111 638	€ 19 974 042
Drink Industry	€ 22 953 406	€ 25 512 610	€ 28 039 616	€ 27 163 855	€ 25 869 738	€ 19 206 089
Entertainment	€ 10 337 390	€ 10 021 493	€ 10 504 609	€ 10 397 186	€ 11 371 333	€ 6 018 320
Golf	€ 9 219 884	€ 11 490 803	€ 13 402 423	€ 11 358 407	€ 11 264 331	€ 5 239 240
Others	€ 10 579 642	€ 15 833 896	€ 15 845 452	€ 14 253 924	€ 13 316 548	€ 8 037 133
Total	€ 347 454 072	€ 360 108 408	€ 393 467 780	€ 434 066 155	€ 418 779 668	€ 181 659 629

Anexo 2

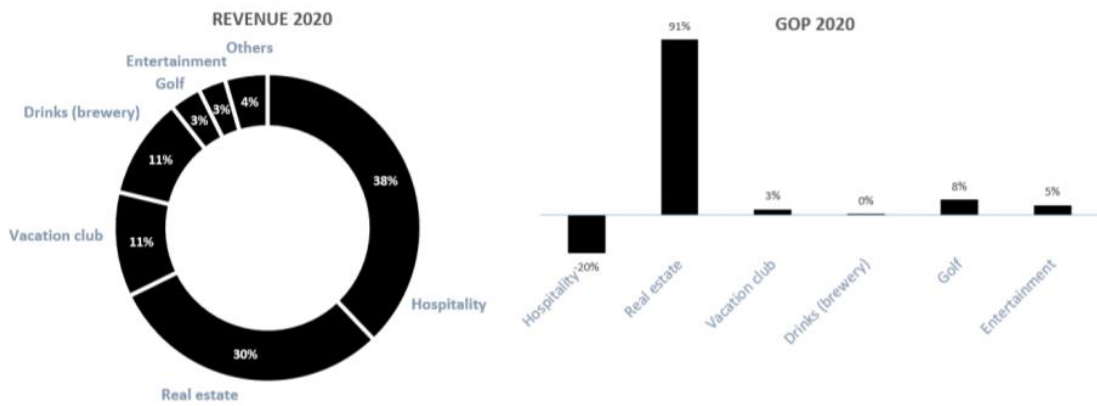
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Grupo Pestana SGPS	87,4	93,2	108,1	123,1	142,9	48,1
Djebel	4,1	-1,0	1,7	2,7	-1	-2,7
Hotéis do Atlântico	-	-	-9,6	9,5	10,5	-3,0
Pestana Inversiones	0,9	-0,3	7,0	-0,2	1,6	-0,4
Salvintur	-1,5	3,7	4,0	4,1	3,8	-0,2
Other	-2,1	-0,8	2,9	11,2	4,0	-8,1
Total	88,8	94,8	114,1	150,6	161,8	33,7

Anexo 3

REVENUE AND GOP 2019 BY BUSINESS AREA



Anexo 4



Anexo 5

BALANÇOS HISTÓRICOS	2015		2016			2017			2018			2019			2020		
		%		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. ACTIVO NÃO CORRENTE	983 359 667	82,3	992 815 161	82,1	1,0	943 754 274	80,5	-4,9	1122 603 027	85,1	19,0	1143 286 532	80,0	1,8	1083 877 376	85,7	-5,2
1.1. Activos Fixos Tangíveis	890 050 251	74,5	895 687 700	74,0	0,6	840 568 185	71,7	-6,2	1050 493 711	79,7	25,0	1070 595 800	74,9	1,9	1007 365 105	79,6	-5,9
1.2. Propriedades de Investimento	8 011 151	0,7	7 709 982	0,6	-3,8	8 420 704	0,7	9,2	8 328 251	0,6	-1,1	6 995 847	0,5	-16,0	6 903 393	0,5	-1,3
1.3. Godwill																	
1.4. Activos Intangíveis	13 286 089	1,1	11 993 238	1,0	-9,7	12 114 786	1,0	1,0	1 891 358	0,1	-84,4	2 289 007	0,2	21,0	1 922 819	0,2	-16,0
1.5. Activos Biológicos																	
1.6. Participações Financeiros - Método Custo e Equiv. Patrim.	11 345 137	0,9	16 802 475	1,4	48,1	30 087 019	2,6	79,1	32 056 993	2,4	6,5	31 892 149	2,2	-0,5	28 828 407	2,3	-9,6
1.7. Accionistas / Sócios																	
1.8. Outros Activos Financeiros	34 148 226	2,9	29 019 148	2,4	-15,0	19 525 749	1,7	-32,7	16 894 912	1,3		20 069 953	1,4	18,8	26 336 238	2,1	31,2
1.9. Activos por Impostos Diferidos	26 518 813	2,2	31 602 618	2,6	19,2	33 037 831	2,8	4,5	12 937 802	1,0	-60,8	11 443 776	0,8	-11,5	12 521 414	1,0	9,4
TOTAL ACTIVO NÃO CORRENTES	983 359 667	82,3	992 815 161	82,1	1,0	943 754 274	80,5	-4,9	1122 603 027	85,1	19,0	1143 286 532	80,0	1,8	1083 877 376	85,7	-5,2
2. INVENTÁRIOS E ACTIVOS BIOLÓGICOS	62 096 912	5,2	67 270 607	5,6	8,3	83 545 321	7,1	24,2	70 620 974	5,4	-15,5	68 251 287	4,8	-3,4	54 863 014	4,3	-19,6
2.1. Mercadorias																	
2.2. Mat. Primas, Subsidiárias e de Consumo																	
2.3. Prod. Acabados e Intermédios																	
2.4. Subprodutos																	
2.5. Produtos e Trab em Curso																	
2.6. Activos Biológicos																	
2.7. Regularizações																	
2.8. Adiantamentos por conta de compras																	
3. CONTAS A RECEBER	67 159 299	5,6	62 492 357	5,2	-6,9	64 481 612	5,5	3,2	65 304 034	5,0	1,3	79 353 978	5,6	21,5	59 068 116	4,7	-25,6
3.1. Clientes	53 639 235	4,5	60 649 267	5,0	13,1	62 103 339	5,3	2,4	63 761 350	4,8	2,7	65 065 090	4,6	2,0	55 561 415	4,4	-14,6
3.2. Pessoal																	
3.3. Adiantamentos a Fornecedores																	
3.4. Estado e Outros Entes Públicos	2 429 995	0,2	1 843 090	0,2	-24,2	2 378 273	0,2	29,0	1 542 684	0,1	-35,1	14 288 888	1,0	826,2	3 506 701	0,3	-75,5
3.5. Accionistas / Sócios																	
3.6. Outras Contas a Receber																	
3.7. Diferimentos																	
3.8. Activos financeiros detidos para negociação																	
3.9. Outros Activos Financeiros																	
3.10. Activos não Correntes Detidos para Venda	11 090 069	0,9			100,0												
4. MEIOS FINANCEIROS LÍQUIDOS	82 055 873	6,9	87 347 563	7,2	6,4	80 720 300	6,9	-7,6	60 260 136	4,6	-25,3	137 934 022	9,7	128,9	67 019 191	5,3	-51,4
TOTAL ACTIVO CORRENTES(2+3+4)	211 312 084	17,7	217 110 527	17,9	2,7	228 747 233	19,5	5,4	196 185 144	14,9	-14,2	285 539 287	20,0	45,5	180 950 321	14,3	-36,6
TOTAL ACTIVO	1194 671 751	100,0	1209 925 688	100,0	1,3	1172 501 507	100,0	0	1318 788 171	100,0	12,5	1428 825 819	100,0	8,3	1264 827 697	100,0	-11,5
5. Capital - Acções (Quotas) Próprias	207 336 573	17,4	207 336 573	17,1		207 336 573	17,7		238 000 000	18,0	14,8	238 000 000	16,7		238 000 000	18,8	
6. Prest. suplem. + Out. Inst. Cap. Próprio																	

7. Prêmios de Emissão																		
8. Reservas	-14 392 430	-1,2	- 99 763	0,0	-99,3	-3 206 020	-0,3	3113,6	4 000 326	0,3	224,8	5 451 864	0,4	36,3	-14 709 684	-1,2	369,8	-
8.1. Legais								3113,6										-
8.2. Outras reservas	-14 392 430	-1,2	- 99 763	0,0	-99,3	-3 206 020	-0,3	6	4 000 326	0,3	224,8	5 451 864	0,4	36,3	-14 709 684	-1,2	369,8	-
9. Resultados transitados	56 962 853	4,8	63 997 565	5,3	12,3	84 039 012	7,2	31,3	78 274 175	5,9	-6,9	146 269 375	10,2	86,9	216 490 913	17,1	48,0	
10. Ajustamentos em Activos Financeiros																		
11. Excedentes de Revalorização																		
12. Outras variações no Cap. Próprio	31 634 653	2,6	34 230 547	2,8	8,2	18 126 446	1,5	-47,0	19 431 540	1,5	7,2	18 388 220	1,3	-5,4	10 235 121	0,8	-44,3	
13. Resultado Líquido do Período	15 097 676	1,3	24 458 921	2,0	62,0	55 310 788	4,7	126,1	70 843 250	5,4	28,1	74 632 835	5,2	5,3	-32 907 677	-2,6	144,1	
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (5 a 13)	296 639 325	24,8	329 923 843	27,3	11,2	361 606 799	30,8	9,6	410 549 291	31,1	13,5	482 742 294	33,8	17,6	417 108 673	33,0	-13,6	
14. PASSIVOS NÃO CORRENTES	653 399 591	54,7	661 092 527	54,6	1,2	596 727 364	50,9	-9,7	692 116 812	52,5	16,0	697 734 550	48,8	0,8	699 851 057	55,3	0,3	
14.1 Provisões	4 043 353	0,3	10 653 392	0,9	163,5	8 583 100	0,7	-19,4	5 021 994	0,4	-41,5	5 614 554	0,4	11,8	7 323 495	0,6	30,4	
14.2 Financiamentos Obtidos	375 725 757	31,5	375 293 238	31,0	-0,1	354 050 520	30,2	-5,7	339 952 619	25,8	-4,0	345 046 782	24,1	1,5	374 429 695	29,6	8,5	
14.3.. Passivos por Impostos Diferidos	69 368 154	5,8	72 462 675	6,0	4,5	58 625 447	5,0	-19,1	31 571 674	2,4	-46,1	27 602 578	1,9	-12,6	15 075 084	1,2	-45,4	
14.3. Outras Contas a Pagar	204 262 327	17,1	202 683 222	16,8	-0,8	175 468 297	15,0	-13,4	315 570 525	23,9	79,8	319 470 636	22,4	1,2	303 022 783	24,0	-5,1	
15. PASSIVOS CORRENTES	244 632 835	20,5	218 909 319	18,1	-10,5	214 167 344	18,3	-2,2	216 122 068	16,4	0,9	248 348 975	17,4	14,9	147 867 967	11,7	-40,5	
15.1. Financiamentos Obtidos	99 783 842	8,4	81 661 987	6,7	-18,2	53 528 867	4,6	-34,5	71 802 710	5,4	34,1	102 505 843	7,2	42,8	46 667 109	3,7	-54,5	
15.2. Fornecedores	103 429 179	8,7	100 230 883	8,3	-3,1	110 917 313	9,5	10,7	97 040 393	7,4	-12,5	98 062 305	6,9	1,1	65 462 918	5,2	-33,2	
15.3. Adiantamentos de Clientes																		
15.4. Accionistas / Socios																		
15.5. Estado e Out. Entes Públicos	5 197 555	0,4	494 416	0,0	-90,5	9 513 204	0,8	1824,1	2 070 506	0,2	-78,2	769 800	0,1	-62,8	601 458	0,0	-21,9	
15.6. Outras Contas a Pagar																		
15.7. Provisões	4 184 389	0,4	4 996 667	0,4	19,4	7 217 574	0,6	44,4	7 622 576	0,6	5,6	6 838 183	0,5	-10,3	3 918 856	0,3	-42,7	
15.7. Outros Passivos Financeiros	28 739 750	2,4	31 525 366	2,6	9,7	32 990 386	2,8	4,6	37 585 883	2,9	13,9	40 172 844	2,8	6,9	31 217 626	2,5	-22,3	
15.8. Passivos não correntes detidos para venda	3 298 120	0,3			100,0													
15.9. Diferimentos																		
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	898 032 426	75,2	880 001 846	72,7	-2,0	810 894 708	69,2	-7,9	908 238 880	68,9	12,0	946 083 525	66,2	4,2	847 719 024	67,0	-10,4	

Anexo 6

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2015		2016			2017			2018			2019			2020		
		%		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas	347 454 072	100,1	360 108 408	100,6	3,6	393 467 781	102,4	9,3	434 066 155	98,6	10,3	418 779 668	97,4	-3,5	181 659 629	97,3	-56,6
2. Prestação serviços																	
3. Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos	- 236 026	-0,1	-2 044 413	-0,6	766,2	-9 101 110	-2,4	345,2	6 094 517	1,4	167,0	11 153 930	2,6	83,0	4 979 842	2,7	-55,4
4. Variação nos inventários da produção																	
5. Trabalhos própria empresa																	
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4+5)	347 218 046	100,0	358 063 995	100,0	3,1	384 366 671	100,0	7,3	440 160 672	100,0	14,5	429 933 598	100,0	-2,3	186 639 471	100,0	-56,6
5. Custo Merc. Vendidas e Mat. Consumidas	49 272 130	14,2	44 746 616	12,5	-9,2	53 476 245	13,9	19,5	72 074 685	16,4	34,8	57 204 670	13,3	-20,6	41 263 204	22,1	-27,9
MARGEM BRUTA B = A-(5)	297 945 916	85,8	313 317 379	87,5	5,2	330 890 426	86,1	5,6	368 085 987	83,6	11,2	372 728 928	86,7	1,3	145 376 267	77,9	-61,0
6. Fornecimentos e Serviços Externos	110 147 630	31,7	122 339 814	34,2	11,1	125 019 703	32,5	2,2	112 299 945	25,5	-10,2	115 618 334	26,9	3,0	62 831 426	33,7	-45,7
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	187 798 286	54,1	190 977 565	53,3	1,7	205 870 723	53,6	7,8	255 786 042	58,1	24,2	257 110 594	59,8	0,5	82 544 841	44,2	-67,9
7. Outros Rendimentos e Ganhos	-23 018 960	-6,6	-16 990 155	-4,7	-26,2	-15 590 483	-4,1	-8,2	-12 655 072	-2,9	-18,8	-14 489 751	-3,4	14,5	-17 185 983	-9,2	18,6
8. Gastos com pessoal	88 518 615	25,5	88 387 816	24,7	-0,1	88 838 010	23,1	0,5	89 668 561	20,4	0,9	94 905 350	22,1	5,8	54 879 291	29,4	-42,2
9. Gastos/ Reversões de Depreciações e Amortizações	40 224 467	11,6	37 436 069	10,5	-6,9	37 419 313	9,7	0,0	47 532 661	10,8	27,0	50 127 214	11,7	5,5	52 519 285	28,1	4,8
10. Imparidades (perdas/reversões)	6 740 451	1,9	- 196 988	-0,1	102,9	-3 733 599	-1,0	1795,3	291 184	0,1	107,8	3 813 635	0,9	1209,7	4 317 989	2,3	13,2
11. Aumentos/Reduções de justo valor																	
12. Provisões (aumentos / reduções)	5 338 812	1,5	3 940 726	1,1	-26,2	716 851	0,2	-81,8	-1 423 855	-0,3	298,6	166 752	0,0	-111,7	396 670	0,2	137,9
13. Outros gastos e perdas	27 284 788	7,9	21 041 806	5,9	-22,9	19 631 275	5,1	-6,7	15 086 637	3,4	-23,1	16 624 921	3,9	10,2	11 121 852	6,0	-33,1
RAEFI D = C-(7+8+9+10+11+12+13)	42 710 113	12,3	57 358 291	16,0	34,3	78 589 356	20,4	37,0	117 285 926	26,6	49,2	105 962 473	24,6	-9,7	-23 504 263	-12,6	122,2
14. Juros e rendimentos similares obtidos	3 051 825	0,9	4 594 314	1,3	50,5	8 977 991	2,3	95,4	1 698 782	0,4	-81,1	1 934 914	0,5	13,9	1 931 267	1,0	-0,2
15. Juros e gastos similares suportados	40 051 310	11,5	32 058 653	9,0	-20,0	20 278 689	5,3	-36,7	25 449 596	5,8	25,5	24 512 855	5,7	-3,7	22 416 372	12,0	-8,6
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	-36 999 485	-10,7	-27 464 339	-7,7	-25,8	-11 300 698	-2,9	-58,9	-23 750 814	-5,4	110,2	-22 577 941	-5,3	-4,9	-20 485 105	-11,0	-9,3
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	5 710 628	1,6	29 893 952	8,3	423,5	67 288 658	17,5	125,1	93 535 112	21,3	39,0	83 384 532	19,4	-10,9	-43 989 368	-23,6	152,8

16.Imposto s/ rendimento	-10 746 277	-3,1	1 195 869	0,3	111,1	-	7 256 943	1,9	506,8	15 429 142	3,5	112,6	4 011 340	0,9	-74,0	-11 756 414	-6,3	393,1
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	16 456 905	4,7	28 698 083	8,0	74,4	60 031 715	15,6	109,2	78 105 970	17,7	30,1	79 373 192	18,5	1,6	-32 232 954	-17,3	140,6	

Anexo 7

INDICADORES	2015	2016	2017	2018	2019	2020
LIQUIDEZ						
Liquidez imediata=(ADV + OIF + MFL)/ passivos correntes	0,38	0,40	0,38	0,28	0,56	0,45
Liquidez reduzida=(Act. Corrente - Invent e AB)/Passivo Corrente	0,61	0,68	0,68	0,58	0,87	0,85
Liquidez geral=Act. Corrente/Pass. Corrente	0,86	0,99	1,07	0,91	1,15	1,22
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE						
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	4,74%	7,97%	15,26%	17,99%	18,95%	-17,74%
Crescimento volume de negócios		3,64%	9,26%	10,32%	-3,52%	-56,62%
	100,07	100,57	102,37			
Vol. Negócios/Produção	%	%	%	98,62%	97,41%	97,33%
Rentab. Vendas=RAEFI/Vol. Neg.	12,29%	15,93%	19,97%	27,02%	25,30%	-12,94%
Custos Estrutura=(FSE + Gastos c/ Pess.)/Produção	57,22%	58,85%	55,64%	45,89%	48,97%	63,07%
Margem Bruta/Vol. Negócios	85,75%	87,01%	84,10%	84,80%	89,00%	80,03%
Juros e Gastos Finan./RAEFI	93,77%	55,89%	25,80%	21,70%	23,13%	-95,37%
ESTRUTURA FINANCEIRA						
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass não Corrente	45,40%	49,91%	60,60%	59,32%	69,19%	59,60%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Activo total	24,83%	27,27%	30,84%	31,13%	33,79%	32,98%
Cobertura Act. N Correntes = Cap. Proprio/ Activos não Correntes	32,15%	35,39%	40,58%	37,57%	43,42%	39,91%
	220,27	200,38	165,02			
Debt/Equity = Passivo n Corrente/Cap. Próprios	%	%	%	168,58%	144,54%	167,79%
Endividamento Bancário=(Financ. Obtidos/Activo Total)	39,80%	37,77%	34,76%	31,22%	31,32%	33,29%
	160,30	138,50	112,71			
Financ. Obtidos / Cap. Próprios	%	%	%	100,29%	92,71%	100,96%
Cobertura Juros e Gastos = RAEFI+ Juros e Rendimentos/Juros e Gastos	114,26	193,25	431,82	467,53%	440,17%	-96,24%
	%	%	%			
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	5,55%	8,70%	16,60%	19,02%	16,44%	-7,73%
Rend Activo = RAEFI+ Juros e Rend Sim./ Activo Total	3,83%	5,12%	7,47%	9,02%	7,55%	-1,71%
RACIOS ACTIVIDADE						
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,29	0,30	0,34	0,33	0,29	0,14
Tempos Médios (em meses)						
De Recebimentos	1,85	2,02	1,89	1,76	1,86	3,67
De Pagamentos	#DIV/0	24,09	19,08	19,69	21,46	28,18
De Existências						
Matérias Primas						
Produtos Acabados						
OUTROS INDICADORES						
Fundo de Maneio Líquido	-33 320	-1 798	14 579	-19 936	37 190	33 082
	751	791	889	924	312	354
Necessidades FM Exploração	-15 592	-7 484	-12 611	-8 394	1 762	12 730
	782	368	544	350	133	272

	-17 727	5 685	27 191	-11 542	35 428	20 352
Tesouraria Líquida	969	577	433	574	179	082
Cash-Flow=RAEFI +(1-t) + Dep e Amort.+ Prov.		90 911	102 666	105 251	137 809	141 276
- Acresc. NFM		255	393	383	107	960
	967 766	985 330	931 142	1114 208	1145 048	1096 607
Activo Económico= Act. N Corrente + NFM	885	793	730	677	665	648
Cash-Flow/Volume de Negócios		25,25%	26,09%	24,25%	32,91%	77,77%

Anexo 8

Anos	Histórico					Horizonte Previsional					2026
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Volume de negócios	358 063 995	384 366 671	440 160 672	429 933 598	186 639 471						
Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjunto	-2 044 413	-9 101 110	6 094 517	11 153 930	4 979 842						
Vendas	360 108 408	393 467 781	434 066 155	418 779 668	181 659 629	272 489 444	416 908 849	454 430 645	472 607 871	491 512 186	501 342 429
<i>Tx. Cresc. Vendas</i>		<i>9,26%</i>	<i>10,32%</i>	<i>-3,52%</i>	<i>-56,02%</i>	<i>50,0%</i>	<i>53,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2%</i>
Custo Merc. Vendidas	44 746 616	53 476 245	72 074 685	57 204 670	41 263 204	40 873 417	62 536 327	68 164 597	70 891 181	73 726 828	75 201 364
Forn e Serv. Externos	122 339 814	125 019 703	112 299 945	115 618 334	62 831 426	81 680 854	89 848 939	96 138 365	99 022 516	101 993 191	105 052 987
Custos Pessoal	88 387 816	88 838 010	89 668 561	94 905 350	54 879 291	72 989 457	83 937 876	86 036 322	88 187 231	90 391 911	92 651 709
Amortizações e Depreciações	37 436 069	37 419 313	47 532 661	50 127 214	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285
Imparidades	-196 988	-3 733 599	291 184	3 813 635	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989
Provisões	3 940 726	716 851	-1 423 855	166 752	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670
Outros Custos Operacionais	21 041 806	19 631 275	15 086 637	16 624 921	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852
Outros Rendimentos e Ganhos	16 990 155	15 590 483	12 655 072	14 489 751	17 185 983	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	57 358 291	78 589 356	117 285 926	105 962 473	-23 504 263	8 589 920	112 229 911	135 735 565	146 151 148	157 044 459	160 080 573
Rendimentos Financeiros	4 594 314	8 977 991	1 698 782	1 934 914	1 931 267	0	0	0	0	0	0
Gastos Financeiros	32 058 653	20 278 689	25 449 596	24 512 855	22 416 372	0	0	0	0	0	0
RAI	29 893 952	67 288 658	93 535 112	83 384 532	-43 989 368	8 589 920	112 229 911	135 735 565	146 151 148	157 044 459	160 080 573
Impostos	1 195 869	7 256 943	15 429 142	4 011 340	-11 756 414	858 992	11 222 991	13 573 556	14 615 115	15 704 446	16 008 057
Resultado Líquido	28 698 083	60 031 715	78 105 970	79 373 192	-32 232 954	7 730 928	101 006 919	122 162 008	131 536 033	141 340 013	144 072 515
Taxa de impostos	<i>4,00%</i>	<i>10,78%</i>	<i>16,50%</i>	<i>4,81%</i>	<i>26,73%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10,00%</i>
Nec. Fundo Maneio/Vendas	<i>-2,08%</i>	<i>-3,21%</i>	<i>-1,93%</i>	<i>0,42%</i>	<i>7,01%</i>	<i>-2%</i>	<i>-2%</i>	<i>-2%</i>	<i>-2%</i>	<i>-2%</i>	<i>-2,00%</i>
Nec. Fundo de Maneio	-7 484 368	-12 611 544	-8 394 350	1 762 133	12 730 272	-5 449 789	-8 338 177	-9 088 613	-9 452 157	-9 830 244	-10 026 849
Investimento em NFM	8 108 414	-5 127 176	4 217 194	10 156 483	10 968 139	-18 180 061	-2 888 388	-750 436	-363 545	-378 086	-196 605
Cash Flow Operacional	85 490 077	113 878 902	145 172 251	141 921 864	29 803 297	78 430 274	156 414 593	175 431 729	184 418 862	194 237 384	196 788 405
Investimento em Cap. Fixo Líq.	16 400 000	49 400 000	99 400 000	89 000 000	27 300 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000
Valor Residual (Continuidade)										1 954 120 076	
Free Cash Flow to the Firm	69 090 077	64 478 902	45 772 251	52 921 864	2 503 297	18 430 274	96 414 593	115 431 729	124 418 862	2 088 357 460	136 788 405
COC (Custo Oportunidade Capital)											7,00%
Soma						18 430 274	96 414 593	115 431 729	124 418 862	2 088 357 460	
Valor atual dos CF						1 779 552 031					
Ativos Extra Exploração											
Valor da Marca											
Passivo de Financiamento	661 092 527	596 727 364	692 116 812	697 734 550	699 851 057	700 000 000					
Valor do Capital Próprio						1 079 552 031					

Anexo 9

Anos	Histórico					Horizonte Previsional					2026
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Volume de negócios	358 063 995	384 366 671	440 160 672	429 933 598	186 639 471						
Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos	-2 044 413	-9 101 110	6 094 517	11 153 930	4 979 842						
Vendas	360 108 408	393 467 781	434 066 155	418 779 668	181 659 629	274 306 040	419 688 241	461 657 065	484 739 918	508 976 914	519 156 452
<i>Tx. Cresc. Vendas</i>		9,26%	10,32%	-3,52%	-56,62%	51,0%	53,0%	10,0%	5,0%	5,0%	2%
Custo Merc. Vendidas	44 746 616	53 476 245	72 074 685	57 204 670	41 263 204	41 145 906	62 953 236	69 248 560	72 710 988	76 346 537	77 873 468
Forn e Serv. Externos	122 339 814	125 019 703	112 299 945	115 618 334	62 831 426	80 424 225	88 466 648	93 774 647	95 650 140	97 563 142	99 514 405
Custos Pessoal	88 387 816	88 838 010	89 668 561	94 905 350	54 879 291	71 343 078	82 044 540	83 685 431	85 359 139	87 066 322	88 807 649
Amortizações e Depreciações	37 436 069	37 419 313	47 532 661	50 127 214	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285
Imparidades	-196 988	-3 733 599	291 184	3 813 635	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989
Provisões	3 940 726	716 851	-1 423 855	166 752	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670
Outros Custos Operacionais	21 041 806	19 631 275	15 086 637	16 624 921	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852
Outros Rendimentos e Ganhos	16 990 155	15 590 483	12 655 072	14 489 751	17 185 983	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	57 358 291	78 589 356	117 285 926	105 962 473	-23 504 263	13 037 034	117 868 021	146 592 632	162 663 855	179 645 116	184 605 135
Rendimentos Financeiros	4 594 314	8 977 991	1 698 782	1 934 914	1 931 267	0	0	0	0	0	0
Gastos Financeiros	32 058 653	20 278 689	25 449 596	24 512 855	22 416 372	0	0	0	0	0	0
RAI	29 893 952	67 288 658	93 535 112	83 384 532	-43 989 368	13 037 034	117 868 021	146 592 632	162 663 855	179 645 116	184 605 135
Impostos	1 195 869	7 256 943	15 429 142	4 011 340	-11 756 414	1 303 703	11 786 802	14 659 263	16 266 386	17 964 512	18 460 513
Resultado Líquido	28 698 083	60 031 715	78 105 970	79 373 192	-32 232 954	11 733 331	106 081 219	131 933 369	146 397 470	161 680 605	166 144 621
Taxa de impostos	4,00%	10,78%	16,50%	4,81%	26,73%	10%	10%	10%	10%	10%	10,00%
Nec. Fundo Maneio/Vendas	-2,08%	-3,21%	-1,93%	0,42%	7,01%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2,00%
Nec. Fundo de Maneio	-7 484 368	-12 611 544	-8 394 350	1 762 133	12 730 272	-5 486 121	-8 393 765	-9 233 141	-9 694 798	-10 179 538	-10 383 129
Investimento em NFM	8 108 414	-5 127 176	4 217 194	10 156 483	10 968 139	-18 216 393	-2 907 644	-839 376	-461 657	-484 740	-203 591
Cash Flow Operacional	85 490 077	113 878 902	145 172 251	141 921 864	29 803 297	82 469 009	161 508 148	185 292 030	199 378 412	214 684 630	218 867 497
Investimento em Cap. Fixo Líq.	16 400 000	49 400 000	99 400 000	89 000 000	27 300 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000
Valor Residual (Continuidade)										2 269 535 670	
Free Cash Flow to the Firm	69 090 077	64 478 902	45 772 251	52 921 864	2 503 297	22 469 009	101 508 148	125 292 030	139 378 412	2 424 220 300	158 867 497
COC (Custo Oportunidade Capital)											7,00%
Soma						22 469 009	101 508 148	125 292 030	139 378 412	2 424 220 300	
Valor atual dos CF						2 046 702 532					
Ativos Extra Exploração											
Valor da Marca											
Passivo de Financiamento	661 092 527	596 727 364	692 116 812	697 734 550	699 851 057	700 000 000					
Valor do Capital Próprio						1 346 702 532					

Anexo 10

Anos	Histórico					Horiz. onte Previsional					2026
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Volume de negócios	358 063 995	384 366 671	440 160 672	429 933 598	186 639 471						
Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos	-2 044 413	-9 101 110	6 094 517	11 153 930	4 979 842						
Vendas	360 108 408	393 467 781	434 066 155	418 779 668	181 659 629	268 856 251	403 284 376	435 547 126	448 613 540	462 071 946	471 313 385
<i>Tx. Cresc. Vendas</i>		9,26%	10,32%	-3,52%	-56,02%	48,0%	50,0%	8,0%	3,0%	3,0%	2%
Custo Merc. Vendidas	44 746 616	53 476 245	72 074 685	57 204 670	41 263 204	40 328 438	60 492 656	65 332 069	67 292 031	69 310 792	70 697 008
Forn e Serv. Externos	122 339 814	125 019 703	112 299 945	115 618 334	62 831 426	84 822 425	93 304 668	100 769 041	104 799 803	108 991 795	113 351 467
Custos Pessoal	88 387 816	88 838 010	89 668 561	94 905 350	54 879 291	74 087 043	85 200 099	87 756 102	90 388 785	93 100 449	95 893 462
Amortizações e Depreciações	37 436 069	37 419 313	47 532 661	50 127 214	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285	52 519 285
Imparidades	-196 988	-3 733 599	291 184	3 813 635	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989	4 317 989
Provisões	3 940 726	716 851	-1 423 855	166 752	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670	396 670
Outros Custos Operacionais	21 041 806	19 631 275	15 086 637	16 624 921	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852	11 121 852
Outros Rendimentos e Ganhos	16 990 155	15 590 483	12 655 072	14 489 751	17 185 983	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	57 358 291	78 589 356	117 285 926	105 962 473	-23 504 263	1 262 549	95 931 157	113 334 118	117 777 125	122 313 115	123 015 653
Rendimentos Financeiros	4 594 314	8 977 991	1 698 782	1 934 914	1 931 267	0	0	0	0	0	0
Gastos Financeiros	32 058 653	20 278 689	25 449 596	24 512 855	22 416 372	0	0	0	0	0	0
RAI	29 893 952	67 288 658	93 535 112	83 384 532	-43 989 368	1 262 549	95 931 157	113 334 118	117 777 125	122 313 115	123 015 653
Impostos	1 195 869	7 256 943	15 429 142	4 011 340	-11 756 414	126 255	9 593 116	11 333 412	11 777 713	12 231 311	12 301 565
Resultado Líquido	28 698 083	60 031 715	78 105 970	79 373 192	-32 232 954	1 136 294	86 338 041	102 000 706	105 999 413	110 081 803	110 714 087
Taxa de impostos	4,00%	10,78%	16,50%	4,81%	26,73%	10%	10%	10%	10%	10%	10,00%
Nec. Fundo Maneio/Vendas	-2,08%	-3,21%	-1,93%	0,42%	7,01%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2,00%
Nec. Fundo de Maneio	-7 484 368	-12 611 544	-8 394 350	1 762 133	12 730 272	-5 377 125	-8 065 688	-8 710 943	-8 972 271	-9 241 439	-9 426 268
Investimento em NFM	8 108 414	-5 127 176	4 217 194	10 156 483	10 968 139	-18 107 397	-2 688 563	-645 255	-261 328	-269 168	-184 829
Cash Flow Operacional	85 490 077	113 878 902	145 172 251	141 921 864	29 803 297	71 762 976	141 545 889	155 165 246	158 780 026	162 870 257	163 418 201
Investimento em Cap. Fixo Líq.	16 400 000	49 400 000	99 400 000	89 000 000	27 300 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000
Valor Residual (Continuidade)										1 477 402 874	
Free Cash Flow to the Firm	69 090 077	64 478 902	45 772 251	52 921 864	2 503 297	11 762 976	81 545 889	95 165 246	98 780 026	1 580 273 131	103 418 201
COC (Custo Oportunidade Capital)											7,00%
Soma						11 762 976	81 545 889	95 165 246	98 780 026	1 580 273 131	
Valor atual dos CF						1 361 973 673					
Ativos Extra Exploração											
Valor da Marca											
Passivo de Financiamento	661 092 527	596 727 364	692 116 812	697 734 550	699 851 057	700 000 000					
Valor do Capital Próprio						661 973 673					