

A AVALIAÇÃO DO GRUPO IBERSOL

Maria Francisca Cabral Barata da Cunha

Projeto submetido como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE *Business School*, Departamento
de Finanças

Setembro 2015

Resumo

O objetivo deste projeto foi realizar a avaliação de uma empresa que estivesse relacionada com a situação profissional da autora que ao mesmo tempo, conseguisse aplicar os conceitos adquiridos no mestrado de *Corporate Finance*.

A empresa escolhida foi o Grupo Ibersol, que é um grupo de multímarcas com implantação na Península Ibérica e em países de língua portuguesa que se posiciona no negócio da alimentação. Esta escolha não foi feita de uma forma aleatória, houve várias razões que motivaram. Em primeiro lugar, é uma empresa que se encontra no mesmo setor de atividade da empresa onde a autora trabalha, sendo que uma das empresas do grupo é concorrente direta. Em segundo lugar, é uma empresa que apesar de estar inserida no setor da restauração, tem diferentes conceitos, conseguindo conciliar de uma forma diversificada os seus negócios.

A avaliação do Grupo Ibersol foi realizada com base nas várias teorias académicas, com as melhores práticas de avaliação. Durante todo o processo de avaliação, foram feitas várias pesquisas de diferentes autores, obtiveram-se informações junto de alguns analistas de empresas e formaram-se assim os critérios para se conseguir estabelecer os pressupostos necessários. Na parte final, foi usado o método de avaliação baseado no valor atual dos *cash flows* futuros. Houve sempre a preocupação de ter em conta as características da empresa, e com estes pressupostos conseguiu-se chegar à conclusão de qual a metodologia mais adequada.

No final, chegou-se ao valor final por ação de 9,31€, pelo que foi recomendado uma *Hold*.

Classificação JEL: G30; G39

Palavras-chave: Avaliação; DCF – *Discounted Cash Flows*; Múltiplos

Abstract

The objective of this thesis, was to perform a valuation assessment of a company that was related with the author's activity, and at the same time, she could apply the concepts acquired in the master on Corporate Finance. The company chosen was Ibersol Group, which is a group of multi-brands, implanted in the Iberian Peninsula and Portuguese-speaking countries, positioned in the food business. This choice was not a random one, there were several reasons for it. First, it is a company that is in the same business sector as the company where the author is currently working, and one of the group companies is a direct competitor of her employer. Second, it is a company that despite being inserted in the catering sector, has different concepts, being able to reconcile their different business in a diversified manner.

The evaluation of Ibersol Group was based on several academic theories using the best evaluation methods. Throughout the evaluation process, there were used several studies from different authors, as well as information published by analysts that follow group both served as a criteria enabling to establish the relevant assumptions. In the final part, we used the discounted cash flow method. There was a constant concern to take into account the characteristics of the company, and on this basis it was possible to choose the most appropriate methodology.

Finally, we arrived at a final share value of 9,31 €, therefore the final recommendation is to hold the stick.

JEL Classification: G30; G39

Keywords: Valuation; DCF – Discounted Cash Flows; Relative Valuation

Lista de Abreviaturas

APV – Adjusted Present Value

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CAPEX – Capital Expenditure

CF – Cash Flows

CMVMC – Custo de Matérias vendidas e matérias consumidas

DCF – Discounted Cash Flow

EBITDA – Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EBIT – Earning Before Interest

EPS – Earnings Per Share

EVA – Economic Valued Added

EV – Enterprise Value

FCFE/F – Free Cash Flow Equity/Firm

FMI – Fundo Monetário Internacional

ISO – International Organization for Standardization

LSM – Local Store Marketing

NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes

NPV – Net Present Value

PBV – Price Book Value

PER – Price Earnings Ratio PIB – Produto Interno Bruto

PS – *Price Sales*

ROCE – *Return On Capital Employed*

ROE – *Return On Equity*

ROIC – *Return On Invested Capital*

U.E – União Europeia

VA – Valor Atual

VAL – Valor Atual Líquido

VTS – Valor Presente do Imposto *Shields*

VS – *Value to Sales*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Índice

Resumo	I
Abstract.....	II
Lista de Abreviaturas	III
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	3
a) Métodos de Avaliação	5
b) Método Discounted Cash Flow.....	6
i. Avaliação <i>Free Cash Flow to the Firm</i> (FCFF).....	7
ii. Avaliação <i>Free Cash Flow to the Equity</i> (FCFE)	10
c) Estimativa do custo de capital próprio segundo o modelo CAPM (<i>capital asset pricing model</i>):.....	12
d) Avaliação <i>Adjusted Present Value</i> (APV)	12
i. Benefícios e limitações da abordagem APV	15
e) Custo de capital versus avaliação APV	15
f) Avaliação baseada no retorno em excesso.....	16
g) Outros componentes da avaliação pelo DCF	17
i. Estimativa do custo de capital.....	17
ii. O custo de capital.....	17
iii. <i>The risk free rate</i>	17
iv. O Beta.....	18
v. O prémio de risco de mercado	19
h) Modelo de Avaliação Relativa ou Modelo de Avaliação por Múltiplos.....	19
i) Mercado Múltiplos.....	21
i. <i>Earnings Multiples</i>	21
ii. <i>Earnings per Share (EPS)</i>	21
iii. <i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>	21
iv. <i>Price to Book Value (PBV)</i>	22
v. <i>Book value</i> ou substituição dos valores múltiplos.....	22
vi. <i>Enterprise Value Multiples - EV/EBITDA</i>	22
vii. <i>Revenue multiples</i> (Múltiplos de receita)	23
j) Reconciliação da Avaliação Relativa com o DCF.....	24
k) Desconto de Ilíquidez.....	24
l) Medir a Ilíquidez	24
m) Considerações Finais.....	25
3. Visão Geral da Ibersol.....	26
a) Análise Económica	26

b)	Indicadores Económicos Ibersol.....	29
4.	Análise Financeira.....	31
5.	Apresentação da Ibersol.....	34
a)	História Ibersol.....	34
b)	Indicadores Económicos 2014	44
6.	Metodologia da Avaliação	46
a)	Principais Pressupostos da Avaliação	46
i.	Período explícito e valor terminal	46
b)	Pressupostos Macroeconómicos e Fiscais	47
c)	Pressupostos Operacionais.....	48
d)	Pressupostos de Investimento em Capital.....	49
e)	Pressupostos de <i>Working Capital</i>	49
f)	Pressupostos de Dívida	52
g)	The Unlevered Cost of Equity.....	52
7.	Análise dos Resultados.....	54
a)	Avaliação pelo método FCFF	54
b)	Avaliação pelo método APV	55
c)	Avaliação por Múltiplos.....	55
i.	Seleção do <i>Peer Group</i>	56
ii.	Comparação da Ibersol com o <i>Peer Group</i>	56
8.	Análise de Sensibilidade	58
9.	Conclusão	59
10.	Anexos.....	60
11.	Bibliografia.....	65
a)	Livros.....	65
b)	Artigos Académicos.....	65
c)	Websites.....	66
d)	Outras Fontes	66

Índice de Tabelas e Gráficos

Tabela 1: Volume de negócios 2014 Fonte: relatório e contas	31
Tabela 2: Número de lojas do Grupo Fonte: relatório e contas	32
Tabela 3: % Desemprego Fonte: Quandl	45
Tabela 4: Taxa de Inflação Fonte: Banco de Portugal	47
Tabela 5: Taxa de imposto sobre pessoas coletivas Fonte: Deloitte.....	47
Tabela 6: Crescimento das vendas Fonte: relatório e contas	48
Tabela 7: Gastos operacionais	48
Tabela 8: Total do capital investido Fonte: relatório e contas	49
Tabela 9: Mapa <i>working capital</i> Fonte: relatório e contas.....	51
Tabela 10: <i>Net working capital</i> Fonte: relatório e contas	51
Tabela 11: Indicadores Fonte: R.contas	53
Tabela 12: Mapa de cash flow Fonte: relatório e contas.....	54
Tabela 13: EVA Fonte Relatório e contas Ibersol	55
Tabela 14: Múltiplos Fonte Yahoo Finance.....	57
Tabela 15: Análise de Sensibilidade – Beta <i>unlevered</i>	58
Tabela 16: Análise de Sensibilidade – Taxa de crescimento.....	58
Figura 1: Crescimento do PIB na U.E.....	26
Figura 2: Volume de Negócio 2010-2014 Fonte: relatório e contas	29
Figura 3: Situação Patrimonial Fonte: Relatório e contas	32
Figura 4: Vendas Fonte: relatório e contas	44

1. Introdução

A determinação do valor da empresa é um dos pontos importantes para a tomada de decisão dos investidores, se optam ou não por investir.

Para que se possa fazer uma boa avaliação de empresa é necessário ter em conta alguns pontos: como conhecer o negócio da empresa, saber quais os métodos adequados para o tipo de empresa que se está a analisar e conhecer todas as características, para que os pressupostos sejam identificados de uma forma realista, havendo assim uma melhor perceção da avaliação.

A escolha do projeto de avaliação da empresa foi o Grupo Ibersol, por se tratar de uma empresa portuguesa cotada em bolsa, o que significa que apresenta uma informação organizada e possui como *core business* a restauração.

Para que sejamos rigorosos com os resultados e para que estes sejam mais realistas, este projeto está dividido em 5 capítulos:

- O primeiro capítulo é constituído pela presente Introdução;
- O segundo capítulo é dedicado à revisão de literatura, que serve como alicerce ao projeto e onde são apresentados os resultados teóricos mais relevantes para a avaliação da empresa, dando mais foco aos métodos dos Modelos de *Discounted Cash Flow*, do EVA e dos Múltiplos, que são analisados de uma forma exaustiva, para que seja possível optar pelo modelo mais correto;
- O terceiro capítulo destina-se à visão geral da empresa, pois identifica os factos mais importantes da mesma, assim como as figuras relacionadas com o negócio da Ibersol. Ainda é feita uma perspetiva para os anos seguintes.
- O quarto capítulo é feita uma análise financeira.
- O quinto capítulo é a apresentação da Ibersol, onde é apresentada a história desde que surgiu o Grupo até aos dias de hoje.
- O sexto e o sétimo capítulo é a avaliação da empresa, com aplicação dos métodos do DCF e dos múltiplos que serão explicados de uma forma detalhada, incluindo todos os pressupostos relevantes e a forma como se conseguiu chegar até aos resultados.

- No oitavo capítulo vai ser feita uma análise de sensibilidade, com algumas variáveis.
- Por último, a conclusão da tese, que apresenta os principais resultados obtidos pela avaliação e as recomendações apropriadas para o Grupo Ibersol. Explica ainda as limitações do estudo.

2. Revisão da Literatura

“A chave para investir com sucesso a gestão de ativos está em compreender não só o valor mas as fontes do valor” (Damodaran,2006).

Um dos pontos relevantes das finanças é o valor temporal do dinheiro, ou seja, a relação existente entre o valor de um euro hoje e um euro no futuro. O que nos leva a estudar a avaliação da empresa, é que um euro hoje não vai valer o mesmo que um euro no futuro. Ao fazer-se uma avaliação, toma-se a decisão de investir ou não investir, assim como analisar o grau de incerteza dos *cash flows* futuros. Este risco será um dos fatores decisivos na avaliação.

Apesar de todas as diferentes questões e problemas de avaliação que representam para os gestores, estas avaliações podem ser sempre analisadas em função de três fatores fundamentais – dinheiro, tempo e risco (Luehrman,1997).

Para se conseguir perceber qual o valor atual de um euro a receber no futuro, é preciso saber qual o fator de atualização. Este fator de atualização tem implícita uma taxa de custo de oportunidade capital (também conhecida por taxa de atualização ou taxa de desconto), que se traduz no prémio que o investidor exige para adiar o recebimento de um determinado *cash flow*.

$$VA = Capital \times fator\ de\ atualização \quad (1)$$

A maneira de calcular quanto é que vale um euro daqui a um ano é a fórmula em cima apresentada. Mas o nosso foco será ver quanto é que vale um euro hoje daqui a n anos. Por isso é preciso determinar o VA, o que se traduz:

$$VA = \frac{Capital_n}{(1 + r)^n} \quad (2)$$

Significa que um *cash flow* ocorre daqui a n anos, sabendo que deve ser descontado n vezes caso se use uma taxa anual.

Para o estudo de avaliação da empresa, é necessário perceber o conceito do valor futuro e de capitalização. O investidor irá abdicar de um *cash flow* gerado, e como tal vai exigir um recebimento maior do que o valor de hoje, ou seja, o valor futuro desse *cash flow* – capitalização – está relacionado com a **taxa de rendibilidade do investimento**.

$$VF = Capital \times (1 + r) \quad (3)$$

A taxa de rendibilidade que referimos está relacionada com o custo de oportunidade do capital, isto é: a rendibilidade que se exige de um determinado investimento, gerando um benefício, tem de ser comparado com o custo total atual, aparecendo assim o conceito de VAL – Valor Atual Líquido. Este conceito, para além de ter em consideração a atualização dos *cash flows* futuros, verifica também o investimento realizado.

$$VAL = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1 + r)^i}$$

CF_i = *Cash flow* no ano i

r = Taxa de desconto (4)

O VAL é uma metodologia útil no apoio à tomada de decisão de investimento:

- Se o projeto apresentar um $VAL > 0$, significa que devemos investir;
- Se o projeto apresentar um $VAL < 0$, significa que não devemos investir.

Damodaran (2006), defende que um processo de tomada de decisão bem-sucedido está diretamente ligado com a “compreensão do que determina e como estimar o valor de uma empresa”. Luehrman (1997), defende uma ideia semelhante, argumentando que a avaliação assume um papel importante na tomada de decisão dos recursos, que é considerado um fator importante no desempenho global da empresa.

Copeland, Koller e Murrin (2000), afirmam que “todas as decisões de gestão, explícita ou implicitamente, são baseadas em algum modelo de avaliação”.

a) Métodos de Avaliação

Os modelos de avaliação tentam relacionar o valor para o nível e crescimento dos *cash flows* esperados.

Há muitas áreas em avaliação, nas quais há lugar para discordância, incluindo a forma de estimar o valor verdadeiro e qual o tempo que vai demorar para que os preços se adaptem ao valor verdadeiro. Mas há um ponto em que não pode haver discordância: Os preços dos ativos não podem ser justificados com o argumento de que não haverá outros investidores dispostos a pagar esses preços.

A avaliação é o foco central da análise fundamental. Alguns analistas usam o modelo DCF para avaliar as empresas – enquanto outros usam os múltiplos como os rácios *price earnings* e o *price book value* – para as suas perspectivas de crescimento do perfil de risco e de *cash flow*. Algum desvio da cotação face ao valor real é um sinal que ação está sub ou sobrevalorizada.

“Estes modelos muitas vezes fazem diferentes pressupostos, mas compartilham de algumas características comuns” (Damodaran,2006).

Em relação à avaliação de empresas, e dada a variedade de modelos que temos, podemos escolher o mais adequado. Apesar de haver fundamentos diferentes para determinar o valor, Damodaran (2012) acredita que as metodologias de avaliação podem ser classificadas em três abordagens.

A primeira avaliação abrange todos os modelos baseados no desconto dos *cash flows* (modelo DCF), que são vistos como uma boa prática quando valorizam os ativos corporativos (Damodaran,2006; Fernandez, 2007; Luehrman, 1997). Segundo Coppeland, Koller e Murrin (2000) e Damadoran (2006), na avaliação do DCF “O valor de um ativo é o valor atual dos *cash flows* futuros esperados, descontados a uma taxa que representa o grau de risco do *cash flow*”.

A segunda avaliação é conhecida como avaliação relativa, segundo a qual se estima o valor de um ativo, tendo em conta os preços dos ativos comparáveis em relação a uma variável comum, tal como os múltiplos de *earnings*, de *cash flows*, *book value*, ou *sales*.

Por último, a terceira avaliação é composta por modelos baseados no valor patrimonial, onde o valor da empresa é calculado através da estimativa do valor venal dos seus ativos. No entanto, esta abordagem não tem em conta fatores importantes, como a possível evolução futura da empresa face à situação atual da indústria.

Esta revisão da literatura irá sugerir uma visão teórica das principais abordagens mais usadas. Vamos começar com as metodologias DCF, seguindo com a avaliação do EVA e, por último analisar a abordagem pelos múltiplos.

b) Método Discounted Cash Flow

O modelo do *discounted cash flow* (DCF) ou valor atual dos *cash flows* monetários futuros tem como fundamento a regra do valor atual, onde o valor de qualquer ativo é o valor atual do *cash flow* futuro esperado. Os *cash flows* esperados, assim como o valor residual, são atualizados a uma determinada taxa que tem em consideração variáveis como o risco e o custo de oportunidade. A taxa de desconto será tanto maior quanto maior o risco associado aos *cash flows* estimados.

O valor de um ativo é o valor atual dos *cash flows* esperados de um ativo, descontados a uma taxa que reflete o grau de risco desses *cash flows* (Copeland, Koller e Murrin, 2000; Damodaran, 2012; Luehrman, 1997).

Para Copeland, Koller e Murrin (2000), a abordagem baseada no DCF é o método que maximiza o valor da ação a longo prazo, uma vez que esta abordagem captura “todos os elementos de valor” que afetam o valor da empresa.

Damodaran (2006), afirma que “nós compramos a maioria dos ativos porque esperamos que eles gerem *cash flows* futuros”.

Este modelo consiste na avaliação pelo seu potencial de gerar riqueza. O valor da empresa não depende do presente nem do passado, mas sim dos *cash flows* que possam vir a gerar e que irão determinar qual o seu valor. Neste método, podemos distinguir dois tipos: *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) e *Free Cash Flow Equity* (FCFE).

Segundo Fernandez (2007), o modelo *standard* para o *cash flow* descontado traduz-se na seguinte expressão:

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n + RV_n}{(1+r)^n} \quad RV_n = \frac{CF_{n+1}}{r-g} \quad (6)$$

$$CF_{n+1} = EBIT_n \times (1 + g) \times (1 - t) - g$$

Onde:

CF_n = *Cash flow* gerado na empresa no período n

RV_n = Valor residual da empresa no ano n

r = Taxa de desconto

g = Taxa de crescimento esperado dos *cash flows* esperado após o período explícito

i. Avaliação *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

O valor atual dos CF futuros corresponde ao valor do negócio, o *enterprise value*. Se a este forem adicionados os ativos de extraexploração¹ que não entram para a produção e se for diminuído o valor da dívida, alcança-se o valor disponível para o acionista – *Equity Value*.

$$Equity\ value = Enterprise\ value + Ativos\ extra\ exploração - Dívida \quad (7)$$

O cálculo do FCFF não inclui os CF financeiros, mas apenas os *cash flows* gerados pelas operações, que estão disponíveis para remunerar todos os que investiram capital na empresa, tanto o próprio como o alheio. A taxa de desconto deverá traduzir o custo de oportunidade da totalidade do capital, ponderado pelo seu peso na estrutura de capital. O indicador mais apropriado será o WACC – é a taxa de desconto que será usada para descontar os *cash flows* futuros, disponíveis para todos os investidores. Para se estimar o WACC perante a metodologia do DCF, deverão seguir-se os seguintes passos:

¹ Ativo extraexploração inclui todos os ativos não afetos à atividade operacional da empresa, como os terrenos e outros investimentos financeiros, títulos negociáveis e outras aplicações de tesourarias e dívidas de terceiros.

- Considerar as fontes de financiamento e o respetivo peso na estrutura de financiamento – este modelo está disponível para todos os investidores;
- Usar taxas nominais, uma vez que os *cash flows* estão apresentados em termos nominais (caso a inflação seja retirada dos CF, deve utilizar-se taxas reais);
- Utilizar, sempre que viável, os valores de mercado dos capitais próprios e alheios e não o seu valor contabilístico, de modo a conseguir-se valores mais aproximados à realidade;
- Ajustar o WACC durante a avaliação, sempre que os fatores determinantes se alterem (inflação, risco, estrutura de financiamento, entre outros).

$$WACC = R_E \times \frac{E}{D + E} + R_D \times \frac{D}{D + E} \times (1 - T) \quad (8)$$

Onde:

R_E = Rendibilidade desejada pelos acionistas

R_D = Taxa média de juro capital alheio

E = Capitais próprios

D = Capitais alheios

E/D = Percentagem de financiamento por capital próprio

D/E = Percentagem de financiamento por dívida

T = Taxa de imposto sobre o rendimento

De acordo com Fernandez (2007) “esta é a taxa adequada, uma vez que estamos avaliar a empresa como um todo (dívida mais capital), devemos considerar o retorno exigido da dívida e o retorno necessário para os capitais próprios na proporção em que eles financiam a empresa”.

Segundo Damodaran (2006), o valor da empresa é obtido pelo FCFE descontado ao custo médio ponderado de capital (WACC). Este valor já contém os benefícios fiscais do efeito da dívida e o risco esperado que aumenta com a dívida. Outras taxas de desconto podem ser aplicadas, sendo que a mais comum é o WACC.

Portanto, o valor da empresa (EV), num modo mais geral é calculada como se segue:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n} \quad (9)$$

A fórmula significa que quando atinge o estado estável após n anos e começa a crescer a uma taxa de crescimento estável gn, usa-se a fórmula em cima mencionada (Damodaran,2012).

Seguindo o quadro proposto por Copeland, Koller e Murrin (2000), Damodaran (2006) e Fernandez (2007), o FCCF pode ser calculado através de:

Resultado Operacional (EBIT)
 – Imposto sobre EBIT
 = NOPAT
 + Depreciação e amortização
 = *Cash flow* operacional
 – Variação *working capital*
 – Despesas de investimento em capital fixo (CAPEX)
 = *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

O FCFF também pode ser calculado mediante a seguinte expressão:

$$FCFF = EBIT(1 - T) - CAPEX + Depreciação - \Delta NWC \quad (10)$$

Este é um *cash flow* após imposto e necessidades de reinvestimento, mas antes de qualquer pagamento da dívida, proporcionando assim um contraste com os *cash flows* livres para os acionistas a que são retirados os pagamentos de juros e os restantes *cash flows* da dívida (Damodaran, 2006).

Como afirmado anteriormente, mesmo que haja outras abordagens FCFF, a mais utilizada é o custo médio ponderado de capital (WACC). A taxa de desconto WACC, como o nome sugere, calcula o custo médio ponderado do capital próprio e alheio, em que cada uma das fontes de financiamento da empresa é ponderada proporcionalmente.

Advertências FCFF: Ao usar este modelo, deve ter-se em consideração a taxa de crescimento utilizada no mesmo, pois tem de ser menor ou igual à taxa de crescimento da economia (crescimento nominal ou real está relacionado com o custo de capital). Outra consideração que se deve ter são as características da empresa, que tem de ser consistente, com os pressupostos do crescimento estável. A melhor maneira de cumprir a consistência da taxa de reinvestimento usada para se estimar os *Free Cash Flow Firm*, será através do rácio taxa de crescimento e de retorno de capital.

FCCF e outras medidas de *Cash Flow*: A diferença entre FCFF e FCFE tem a ver principalmente com os *cash flows* associados à dívida – pagamento de juros líquidos do efeito fiscal, reembolsos de capital e novas emissões de dívida – assim como os dividendos preferenciais. Para as empresas com um nível de dívida desejado, que financiam o seu capex e as suas necessidades do *working capital*, com um *mix* de dívida, com um capital próprio e que usam emissão de dívida para financiar os seus reembolsos de capital, o FCFF irá exceder o FCFE. Uma métrica que é utilizada na avaliação é o resultado antes de juros, impostos e depreciações e/ou amortizações (EBITDA), uma medida aproximada do cash flow das operações. O FCFF está relacionado, mas é mais completo, porque tem em consideração a potencial responsabilidade fiscal dos rendimentos, bem como o capex e necessidades do *working capital*.

ii. Avaliação Free Cash Flow to the Equity (FCFE)

Este método de avaliação valoriza a participação do capital da empresa mediante o desconto dos cash flows esperados pelos acionistas a uma taxa de desconto que reflete a taxa de retorno, que é apropriado para o risco de ações que os investidores detêm (Damodaran,2012).

Logo,

$$V = \frac{FCFE_1}{(1+R_E)} + \frac{FCFE_2}{(1+R_E)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+R_E)^3} + \dots + \frac{FCFE_n + RV_n}{(1+R_E)^n} \quad RV_n = \frac{FCFE_n \times (1+g)}{R_E - g} \quad (11)$$

$$FCFE_{n+1} = Net\ Income \times n(1 + g) - g \times (capital\ investido_n - \text{dívida financeira}_n)$$

(12)

$FCFE_n$ = Free cash flow to equity no período n

RV_n = Valor residual da empresa no ano n

R_E = Custo do capital

g = Taxa de crescimento

FCFE é “uma estimativa de quanto dinheiro, a empresa pode dar de retorno aos seus acionistas” (Damodaran,2012). De acordo com este autor, o FCFE pode ser calculado também da seguinte forma:

Resultado líquido

+ Depreciação

– Despesas de investimento em capital fixo

– Variação do *working capital*

– Variação da dívida (nova emissões- reembolsos)

= *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

Luerhman (1997) recomenda o uso da abordagem do capital *cash flow* “quando estão relacionadas com fusões e aquisições ou *project finance*.”

Conforme Damodaran (2012), uma maneira de se descrever o modelo FCFE “representa um modelo em que se descontam os dividendos potenciais em vez dos dividendos reais.”

Assumindo implicitamente que o FCFE será pago aos investidores, existem duas consequências, segundo (Damodaran, 2012):

- Não há acréscimos de disponibilidades, uma vez que se assume que o saldo disponível após o reembolso da dívida e a realização dos investimentos é integralmente distribuído aos acionistas em cada ano;
- O crescimento esperado do FCFE incluirá o crescimento dos rendimentos, provenientes de eventuais investimentos em títulos negociáveis. Caso os mesmos sejam previstos, decorre-se ao ponto anterior.

c) Estimativa do custo de capital próprio segundo o modelo CAPM (capital asset pricing model):

Este modelo foi introduzido na década de 60 por Sharpe Lintner e Treynor, veio mostrar a relação direta entre o risco e a rendibilidade exigida pelos acionistas.

O risco pode diminuir através da diversificação de carteira, sendo que o risco de mercado não é eliminável através de um processo de diversificação, porque é justamente o que subsiste após a conclusão desse processo. O custo do capital próprio segundo o CAPM pode ser calculado:

$$R_e = R_f + \beta_l(R_m - R_f) \quad (13)$$

R_e = Rendibilidade desejada pelos acionistas ou custo de oportunidade do capital próprio;

R_f = Taxa de juro sem risco

β_l = Índice do risco do negócio

R_m = Rendibilidade do mercado esperado a médio e longo prazo

$(R_m - R_f)$ = Prémio do risco de mercado

d) Avaliação *Adjusted Present Value* (APV)

“A abordagem de APV separa os efeitos sobre o valor de uma empresa com financiamento da dívida em relação ao valor dos ativos de uma empresa” (Damodaran,2012). Ainda de acordo com este autor, os modelos convencionais de DCF refletem-se na taxa de desconto. No modelo de APV, considera-se um cenário sem dívida e, de seguida, adicionam-se os benefícios e os custos de empréstimos.

Um dos autores que defende este modelo é Luehrman (1997), que considera um modelo versátil e confiável, afirmando que “APV irá substituir o WACC como a metodologia DCF de eleição entre os generalistas”. O autor ainda afirma que o APV funciona bem sempre que o WACC também funciona e, às vezes, mesmo quando este último não funciona, visto que o APV comete menos erros.

Damodaran, apresenta uma análise dividida em três etapas para se usar a abordagem APV. Em primeiro lugar, é necessário calcular o valor da empresa não alavancada, o que significa que para a avaliar, usa-se um cenário sem dívida. O valor desalavancado é

calculado através do desconto dos *cash flows* esperados à taxa de custo do capital próprio sem dívida, o que quer dizer que ($D = 0$) e é o equivalente ao retorno exigido sobre os ativos.

Cálculo do valor da empresa não alavancada²:

$$V_U = \frac{FCFF_1}{(1+R_U)} + \frac{FCFF_2}{(1+R_U)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+R_U)^3} + \dots + \frac{FCFF_n + TV_n}{(1+R_U)^n} \quad TV_n = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{R_U - g} \quad (14)$$

Consegue-se estimar o custo não alavancado do capital próprio, através do beta não alavancado da empresa, admitindo-se que o beta da dívida é nulo:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{[1 + (1 - t) \times (D/E)]} \quad (15)$$

β_u = Beta não alavancado da empresa

β_L = Atual beta da empresa considerando o impacto da sua dívida

t = Taxa de imposto para a empresa

D/E = Rácio da dívida / capital próprio atual

A segunda etapa é calcular o benefício fiscal para um nível de dívida específico. O benefício fiscal é uma função da taxa de imposto aplicada à empresa, e é descontado para refletir o grau de risco do *cash flow*, frequentemente à taxa de retorno exigida sobre a dívida.

Valor Atual das Economias Fiscais dos Juros:

$$VTS = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{T_n \times i_{nx} + D_n}{(1 + R_D)^n}$$

² A expressão alavancar é a maneira como se vê quando tratarmos do financiamento do investimento – introdução de capitais alheios a tender incrementar o valor final do investimento e por sua vez, a remuneração dos capitais próprios.

Apesar de a taxa de retorno exigida sobre a dívida ser a mais regularmente usada, a escolha da taxa de desconto de benefícios fiscais correta é controversa e não existe um consenso entre os analistas financeiros. Nos parágrafos seguintes, algumas das diversas ideias de autores sobre a taxa de desconto dos benefícios fiscais são brevemente explicadas.

Uma das primeiras e mais antigas abordagens foi proposta por Miles e Ezzel (1980), que sugeriram que o benefício fiscal de juros deveria ser descontado a custo da dívida no primeiro ano, sendo posteriormente descontado a custo desalavancado do capital próprio nos anos seguintes. No entanto, este método é dirigido a empresas que têm uma estrutura financeira objetivo.

Fernandez (2004) argumenta “o valor dos benefícios fiscais deve ser igual à taxa de imposto do valor da dívida”. “O valor do benefício fiscal deve ser igual à diferença entre o valor da empresa alavancada, incorporando benefícios fiscais, e o valor da empresa desalavancado” (Damodaran,2012).

Cooper não concorda com a teoria de Fernandez (2004), afirmando que “o valor da poupança fiscal equivale ao valor atual da poupança fiscal de juros, descontada ao custo da dívida”.

A última etapa para o modelo APV, segundo Damodaran, diz respeito à estimativa dos custos de risco e os custos de falência da empresa, tendo em conta um determinado nível de dívida. Segundo o autor, é preciso calcular a probabilidade de falência e os respectivos custos indiretos, através de estimativas de avaliação de títulos, ou por uma abordagem estatística com base nas características visíveis da empresa.

Para Luehrman (1997), o modelo APV é a melhor alternativa para o WACC. O autor afirma “baseando-se no padrão de aditividade do valor (*value additivity*), soma-se o valor atual de cada negócio, assim os gestores podem conhecer não só quanto um ativo vale, mas também quais as fontes que estão a criar ou a destruir valor”.

i. Benefícios e limitações da abordagem APV

A vantagem da abordagem APV é que separa os efeitos da dívida em diferentes componentes e permite que os analistas possam usar diferentes taxas de desconto para cada componente. Para além disso, não se assume que o rácio da dívida permaneça inalterado para sempre, o que é um pressuposto implícito frequente na abordagem do custo de capital. Com esta abordagem, consegue-se ter uma flexibilidade para manter o valor das correções da dívida e para calcular os benefícios e custos da mesma.

Esta vantagem deve ser ponderada face à dificuldade de estimar as probabilidades de incumprimento e os custos de falência. O que acontece é que acabam por ignorar os custos de falência esperados, levando a concluir que o valor da empresa aumenta à medida que as empresas pedem dinheiro emprestado. Conclui-se assim que o rácio da dívida ideal para a empresa é de 100% de dívida.

Em geral, com os mesmos pressupostos, o APV e o custo do capital dão respostas muito semelhantes. No entanto, a abordagem do APV é mais prática quando as empresas têm um montante de dívida fixo, enquanto o custo do capital é mais apropriado para os casos em que as empresas têm uma percentagem de dívida fixa na sua estrutura financeira.

e) Custo de capital versus avaliação APV

Numa avaliação APV, o valor de uma empresa alavancada é obtido adicionando o efeito líquido da dívida ao valor da empresa desalavancada.

Na abordagem do custo do capital, os efeitos de alavancagem aparecem no mesmo, com o benefício fiscal incorporado no custo após impostos de dívida e dos custos de falência, tanto no beta alavancado como no custo líquido de impostos.

Será que as duas avaliações produzem o mesmo valor? Segundo Damodaran (2012), “Não necessariamente. A primeira razão para as diferenças é que os modelos consideram os custos de falência de maneira bastante diferente, na avaliação APV proporciona-lhe maior flexibilidade pois permite considerar os custos de falência indiretos.” Esta avaliação pode-se considerar uma estimativa mais conservadora de valor. “A avaliação APV considera o benefício fiscal a partir de um valor de dívida existente. O custo de capital estima os benefícios fiscais a partir de um rácio de dívida que pode requerer que a empresa continue a utilizar dívida no futuro”.

Em geral, a escolha da avaliação pelo custo de capital é mais fácil uma vez que usa o rácio da dívida. A avaliação através do APV é mais útil para operações que são

financiadas de forma desproporcional em relação á dívida e onde as amortizações de dívida são negociadas ou conhecidas.

f) Avaliação baseada no retorno em excesso

Damodaran (2012) afirma que “a abordagem pelo retorno em excesso separa os *cash flows* em excesso dos *cash flows* normais”. Este autor explica, que quando os *cash flows* geram o retorno exigido ajustado ao risco (que tanto pode ser o custo de capital como o do capital próprio), considera-se um *cash flow* de retorno normal, enquanto os excessos de *cash flow* estão acima ou abaixo do retorno exigido. Tendo em consideração estes pontos, pode-se calcular o valor da empresa da seguinte forma:

O valor da empresa = Capital investido na empresa de hoje + Valor presente dos CF de retorno em excesso dos projetos existentes e futuros.

Existem vários modelos de retorno em excesso, no entanto só vamos destacar o mais utilizado: o EVA (Valor Económico Acrescentado). Damodaran (2012) define-o como “uma medida de mais-valia criada por um investimento ou por uma carteira de investimentos”.

Logo, o EVA pode ser calculado assim:

$$EVA = (\textit{Retorno sobre o capital investido} - \textit{Custo de capital}) \\ \times \textit{Capital investido}$$

Ou, (17)

$$EVA = \textit{Lucro operacional após imposto} - C.\textit{capital} \times C.\textit{investido}$$

Ainda de acordo com Damodaran (2012), "EVA não é mais do que uma extensão da regra do valor presente líquido":

$$NPV = \sum_{t=i}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + k_e)^t}$$

g) Outros componentes da avaliação pelo DCF

i. Estimativa do custo de capital

Após se ter analisado os principais métodos DCF, é possível constatar que independentemente de cada método, utiliza-se a taxa de desconto mais adequada, enquanto o custo de capital é um elemento comum e tem um papel importante em todos os métodos.

De acordo com Vernimmen (2005) “o custo de capital representa a taxa de retorno mínima necessária para os acionistas e credores”. O custo de capital tem uma grande importância para a gestão financeira, uma vez que coopera na conceção da estrutura ótima do capital, decisões de investimento e entrega racional dos recursos. Para além disso, o custo exato da estimativa do capital é fundamental para avaliação da empresa.

De acordo com Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998) “a menor mudança na percentagem dos custos de capital podem resultar em milhares de milhões de despesas”. De seguida, vão ser abordados os elementos necessários para o cálculo do custo de capital. Estes elementos compõem o custo do capital próprio, a taxa de juro sem risco (*risk free rate*), os betas da empresa e o prémio de risco de mercado. De seguida, vai se analisar com algum detalhe estes componentes.

ii. O custo de capital

Por definição, o custo de capital representa o retorno que os acionistas exigem como compensação pela detenção do ativo e pelo seu risco. Burner, Eades, Harris e Higgins (1998) mostram que modelo capital *asset pricing model* (CAPM) é utilizado principalmente para o cálculo da estimativa do custo de capital.

Para calcular o custo do capital, é necessário adicionar à taxa livre de risco, o montante do prémio a ser determinado pelo risco das ações (Damodaran,2008). Portanto:

iii. *The risk free rate*

Hipoteticamente, a taxa isenta de risco representa o retorno que o investidor espera ter de investir num instrumento financeiro sem risco. De acordo com Damodaran (2012), “os

investidores compram os ativos e esperam um retorno ao longo do tempo que mantêm o ativo. A diferença entre o retorno real e o esperado é uma função do risco do ativo”. Por isso, o mesmo autor afirma que “um investimento sem risco tem um retorno real igual ao retorno esperado”.

A taxa de juro sem risco tem uma grande importância, uma vez que é necessário estimar o custo do capital próprio e o custo da dívida (Damodaran, 2008).

Para Copeland, Koller e Murrin (2000), teoricamente, a melhor maneira para estimar a *risk free rate* será através de um portfólio com um beta igual a zero. No entanto, não se considera esta opção válida devido aos seus custos e complexidade. Como resultado, as taxas dos títulos de dívida pública são usadas como padrão para as taxas livres de risco.

iv. O Beta

“O beta representa uma medida estatística do risco que quantifica a volatilidade de um ativo em relação ao mercado global”. Rosenberg e Rudd (1982) definem o beta como “a variável chave no CAPM”. Os mesmos autores explicam que o beta da carteira de mercado é 1. Além disso, um beta maior que 1 representa ações mais voláteis, enquanto um beta com um valor inferior a 1, representa ações menos voláteis. Os betas são geralmente estimados através de uma análise de regressão entre o retorno de um título e o retorno de um índice representativo do mercado (Damodaran 2006).

Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998) afirmam que “Em teoria prospectiva o beta deve ser usado”. Esta seria a maneira mais precisa para refletir a incerteza dos investidores sobre os *cash flows* futuros. No entanto, os mesmos autores continuam a achar que os betas são difíceis de estimar, já que “não são observáveis”. A solução proposta passa por trabalhar com *proxies*. As fontes como a Bloomberg ou a Value line fornecem estimativas fiáveis para o beta, com base em dados históricos. Um dos problemas desta alternativa é o uso de dados históricos, que podem não representar a situação atual ou futura da empresa.

Apesar de concordarem com uso de estimativas para o beta, Copeland, Koller e Murrin (2000) sugerem o uso de uma média da indústria, pelo menos como base de comparação. No caso de se confiar nas estimativas publicadas para o beta, a fórmula que se segue é usada para calcular o beta desalavancado:

v. O prêmio de risco de mercado

“O prêmio de risco de mercado é a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa sem risco” Copeland, Koller e Murrin, (2000). O grande foco em relação ao prêmio de risco de mercado está relacionado com a medição dos retornos futuros, quer da carteira de mercado quer dos ativos livres de risco. Como os retornos não são observáveis, os financeiros estão na dúvida de qual a melhor maneira para os estimar. A questão principal é se é usada a média aritmética versus a média geométrica, para Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998), “o retorno médio geométrico é a taxa interna do retorno entre um único desembolso e um ou mais recebimentos futuros”. Para Copeland, Koller e Murrin (2000), “a média aritmética produz estimativas das taxas de retorno, sendo uma média simples das taxas de retorno do período histórico analisado”.

Copeland, Koller e Murrin (2000), recomendam o uso de médias geométricas, “uma vez que não só representam uma melhor estimativa para os investidores dos retornos esperados durante longos períodos de tempo, mas também porque este método não é influenciado pelo período de mensuração”. Por outro lado, assumindo uma distribuição estável de retorno e independência de retorno, Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998) defendem que as médias aritméticas são o melhor estimador de retornos futuros. Em relação aos valores possíveis, ambos recomendam a utilização de uma taxa de prêmio de risco de 5-6%.

h) Modelo de Avaliação Relativa ou Modelo de Avaliação por Múltiplos

A avaliação relativa é um método de valorização de resultado baseado na determinação do valor da empresa, tendo em conta os ativos comparáveis em relação à dimensão dos seus ganhos/lucros, vendas ou através de outros múltiplos de mercado, calculados a partir da demonstração de resultados.

Na avaliação relativa, “o valor do ativo é estimado tendo em consideração, como os ativos semelhantes são valorizados pelo mercado” Damodaran (2006).

“A análise de múltiplos executados corretamente pode fazer previsões financeiras mais precisas” (Goedhart, Koller and Wessels, 2005). De acordo com os mesmos autores, a análise de múltiplos pode ser um importante instrumento complementar para as avaliações DCF, que são considerados os métodos de avaliação mais precisos e flexíveis. Algumas vantagens que eles encontraram podem ajudar uma empresa a: “testes de

previsões de *cash flows* da empresa; compreender os desequilíbrios entre o desempenho da empresa e os dos seus concorrentes; definir a estratégia a adotar para criar mais valor; e compreender os principais motores de criação de valor dentro da indústria”.

Damodaran (2006) afirma que “se o mercado estiver correto, o DCF e a avaliação pelos múltiplos podem em média convergir”. Portanto, a precisão na avaliação dos múltiplos depende muito da eficiência do mercado.

“Este modelo é fácil de manipular e de ser usado incorretamente, especialmente quando são usados em empresas comparáveis.” Damodaran (2012), uma vez que não existem empresas exatamente iguais em relação ao risco e nem ao crescimento.

Goedhart, Koller e Wessels (2005), identificaram quatro princípios fundamentais para uma melhor avaliação dos múltiplos: “escolher as empresas com previsões semelhantes para o ROIC e crescimento; usar múltiplos prospectivos; usar múltiplos de valor da empresa; e ajustar o valor da empresa para o EBITDA para os itens não operacionais”.

Apesar de este modelo ser uma grande vantagem para uma avaliação mais precisa, também tem lacunas. Goedhart, Koller e Wessels (2005), identificaram três limitações: A primeira está relacionada com as empresas que se devem escolher, de maneira a serem comparativas numa análise múltipla. Apesar de as expectativas dos investidores serem semelhantes em relação à capacidade de cada empresa criar valor, mas divergem nalguns casos. Portanto, mesmo que a empresa tenha aspetos em comum e pertençam ao mesmo setor, podem não ser os melhores elementos de comparação. O Segundo problema apontado pelos autores é o de haver uma vasta variedade de múltiplos que podem ser usados, pois os múltiplos diferentes podem levar a conclusões contraditórias. Finalmente, a importância de cada múltiplo varia dependente do contexto de cada empresa.

Na avaliação dos *cash flow* descontados o objetivo é encontrar o valor dos ativos, tendo em consideração as suas características de *cash flow*, de crescimento e de risco. Na avaliação relativa, o objetivo é avaliar os ativos com base em ativos semelhantes que exprimem atualmente os preços no mercado.

Os valores para a empresa podem ser *standartizados* em relação aos ganhos gerados, ao valor contabilístico ou ao valor de substituição dos ativos, com as receitas geradas, ou as medidas que são específicas para as empresas de um setor.

i) Mercado Múltiplos

Existe uma variedade de múltiplos que podem ser aplicados consoante o tipo de avaliação, empresa ou indústria que se está a analisar. Nesta revisão de literatura abordam-se os múltiplos mais utilizados. De acordo com Fernandez (2008), os mais usados são o PER e o EV/EBITDA. Estes múltiplos podem ser divididos em múltiplos de capital próprio e múltiplos de valor da empresa.

i. Earnings Multiples

Uma das maneiras mais intuitivas de pensar no valor de um ativo é o múltiplo de ganhos que esse ativo gera. Quando se compra uma ação, é normal olhar para o preço pago assim como para o lucro por ação gerado para a empresa. Ao comprar uma empresa, não se olha apenas para o capital da empresa mas também se avaliam os ativos operacionais da empresa (designado por valor da empresa) como o lucro operacional ou o lucro antes de juros. Para um comprador, um múltiplo menor é melhor do que outro mais elevado, no entanto, esses índices são afetados pelo potencial crescimento e risco de negócio que está a ser adquirido.

ii. Earnings per Share (EPS)

Para Coppeland, Koller e Murrin (2000), “EPS é um múltiplo útil, tendo cálculos simples, fáceis de entender e que respondem a várias perguntas relacionadas com a empresa”. No entanto, por não respeitar as regras e princípios contabilísticos, o EPS pode ser mal interpretado pelos líderes para tomar decisões, que podem destruir valor a longo prazo.

iii. Price-Earnings Ratio (PER)

O PER é um múltiplo de capitais próprios e é um dos mais utilizados. Relaciona o valor da empresa aos lucros, para a maioria das empresas este rácio é fácil de calcular. Geralmente tem em conta o risco e os ganhos por ação (EPS) e o seu crescimento. De acordo com Goedhart, Koller e Wessels (2005), o “PER é um múltiplo fácil de manipular, uma vez que é afetado pela estrutura de capital da empresa.” Este múltiplo é calculado da seguinte maneira:

$$PER = \frac{\text{Market value per share}}{\text{Earnings per share}}$$

(19)

iv. Price to Book Value (PBV)

O *price book value* também é um múltiplo de capital próprio, que compara o preço de mercado de hoje com o valor contabilístico histórico. É um múltiplo fácil de calcular, muito estável, e este rácio pode ser utilizado em empresas com perdas. Contudo não é um bom múltiplo para estimar o futuro, uma vez que tem em conta o *book value* e o histórico do capital. Segundo Damodaran (2012) no PBV os drivers principais são o crescimento esperado, o risco, a taxa de distribuição de dividendos e o retorno de capital (ROE). É possível calcular, aplicando esta fórmula:

$$PBV = \frac{\text{Market Value per share}}{\text{Book value per share}}$$

(20)

v. Book value ou substituição dos valores múltiplos

Enquanto os mercados providenciarem uma estimativa do valor da empresa, os contabilistas muitas vezes providenciam uma estimativa muito diferente da do mercado. Estes últimos estimam o valor contabilístico com base nas regras da contabilidade, que é fortemente influenciado pelo preço original, pago pelos ativos e alguns ajustamentos contabilísticos. Os investidores olham muitas vezes para a relação entre o preço pago pela ação e o valor contabilístico do capital como uma medida de sub ou sobre valorização da ação

Os que defendem que o *book value* não é uma boa medida para saber o valor real dos ativos, recomendam em alternativa que se use o custo de substituição dos ativos; o rácio entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição é chamado Q de Tobin.

vi. Enterprise Value Multiples - EV/EBITDA

De acordo com Damodaran (2012), “É possível estimar o valor da empresa, com o múltiplo do lucro operacional ou resultado antes de juro, impostos depreciação e

amortização (EBITDA)”. O EV/EBITDA é o múltiplo do valor da empresa considerado por Goedhart, Koller and Wessels (2005), “uma boa alternativa para o PER”. Apesar de haver outros múltiplos relacionados com o EV/EBITDA, este é o mais utilizado.

O múltiplo mais próximo é o EV/EBIT, que não tem em consideração as depreciações e amortizações. Esta informação é importante quando se está a lidar com o *book value*, uma vez que as depreciações e amortizações podem ser alteradas ou manipuladas para aumentar ou diminuir os resultados e consequentemente o valor da empresa.

Segundo Damodaran (2012), no EV/EBITDA, os *value drivers* considerados são o crescimento esperado, a taxa de reinvestimento, risco, o retorno de capital empregue (ROCE) e as taxas de imposto. Este múltiplo é calculado através da fórmula:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise value}}{EBITDA} \quad (21)$$

vii. *Revenue multiples* (Múltiplos de receita)

Os lucros e o *book value* são medidas mensuráveis, e são determinados pelas regras e princípios contabilísticos. Uma medida alternativa, que é muito menos afetada pelas escolhas mensuráveis (contábeis), é o rendimento, e é possível compará-lo quer com os capitais próprios quer com o valor do negócio. Para os investidores de capital, o rácio é o *price-sales* (PS), sempre que o valor de mercado das ações é dividido pelas receitas. Para o valor da empresa, essa relação pode ser modificada consoante os valores das vendas – *Value to sales* (VS) *ratio*, onde o numerador é o valor da empresa. Este rácio mais uma vez varia amplamente entre os setores, principalmente em função das margens de lucro em cada um deles. A vantagem de usar *revenue multiples* (múltiplos de receita), é que se torna mais fácil comparar empresas que operam em diferentes mercados, com diferentes sistemas de contabilidade, do que comparar múltiplos de *earnings* ou *book value*. Também é útil em setores compostos por pequenas empresas, onde a maioria ou todas estão a perder dinheiro.

j) Reconciliação da Avaliação Relativa com o DCF

As duas abordagens de avaliação – DCF e avaliação relativa – resultam em diferentes estimativas para o valor da mesma empresa.

Mesmo na avaliação relativa, consegue-se calcular diferentes estimativas de valor da empresa, dependendo dos múltiplos que se usam e quais as empresas de base usadas na avaliação relativa.

As diferenças entre o valor da avaliação DCF e avaliação relativa estão relacionadas com a eficiência do mercado. Na avaliação pelo DCF, assume-se que os mercados cometem erros, os quais são corrigidos durante o tempo, e podem acontecer com alguma frequência e em vários setores (ou mesmo em todo o mercado). Na avaliação relativa, assume-se que os mercados cometem erros em ações individuais, mas que em média estão corretos.

Assim, uma ação pode ser sobrevalorizada com base no *discounted cash flow*, mas estar subvalorizada com base na avaliação relativa, se as empresas usarem avaliação relativa e estiverem todas as ações sobrevalorizadas pelo mercado. O contrário pode acontecer se o setor ou o mercado estiverem subvalorizadas.

k) Desconto de Iliquidez

Quando se tem uma posição de capital, normalmente quer poder-se ceder essa posição, caso necessário. A necessidade de liquidez surge não apenas por causa do *cash flow* mas também por causa da carteira de ações. Para as empresas com muito capital disperso e que queiram liquidar uma pequena posição do mesmo, é relativamente fácil fazê-lo. No caso de uma empresa privada com menor dispersão de capital, os custos de liquidez serão mais elevados. O desconto de iliquidez vai variando de empresa para empresa.

l) Medir a Iliquidez

Caso se queira vender um ativo, não importa a iliquidez, caso se esteja disposto a aceitar um preço mais baixo para o ativo. Não devemos classificar os ativos como líquidos ou ilíquidos, pois todos eles são ilíquidos, sendo que entre os ativos varia esse grau de iliquidez. Uma maneira de se obter o custo de falta de liquidez é através de custos de

transação, com ativos menos líquidos. Iremos ver componentes destes custos de transação para ativos negociados publicamente e posteriormente analisar os ativos não negociados.

m) Considerações Finais

O principal objetivo desta revisão de literatura é destacar a importância da avaliação de empresa e apresentar uma breve teoria existente, assim como evidências relativas à metodologia da avaliação. Para além disto, sustenta teoricamente a maioria dos aspetos que serão analisados nos próximos pontos deste projeto.

Depois de ter feito este estudo e de ter percebido que existe uma grande variedade de possíveis modelos de avaliação, uma questão pertinente será: Qual o modelo a escolher?

Um ponto positivo a esta pergunta é que a resposta não pode ser nem certa nem errada. A avaliação do capital não é uma ciência exata, e “não há um modelo perfeito” (Damodaran,2006). Todos os modelos se complementam. Como Luerhman (1997) diz, “a maioria das empresas usam uma combinação de abordagens para estimar o valor”. O mesmo autor diz também que “algumas metodologias são formais, compreendendo uma teoria e um modelo; outras são informais”. Fernandez (2007) afirma, “sob as mesmas premissas a maioria dos modelos devem dar resultados equivalentes”.

Os gestores devem ser capazes de conhecer o negócio onde a empresa opera, e ter a sensibilidade para saber qual o modelo que se adapta melhor aos seus pressupostos.

3. Visão Geral da Ibersol

Neste capítulo iremos ver os factos mais importantes da empresa, assim como as figuras relacionadas com o negócio da Ibersol. Apresentamos também uma perspetiva para os próximos anos.

a) Análise Económica

O ano de 2014 marca o regresso de Portugal ao crescimento, passados três anos de contração da economia, confirma-se a saída da recessão.

Com os sinais de melhoramento, tornou-se visível o crescimento da procura interna, e logo se sentiu uma melhoria na performance do Grupo.

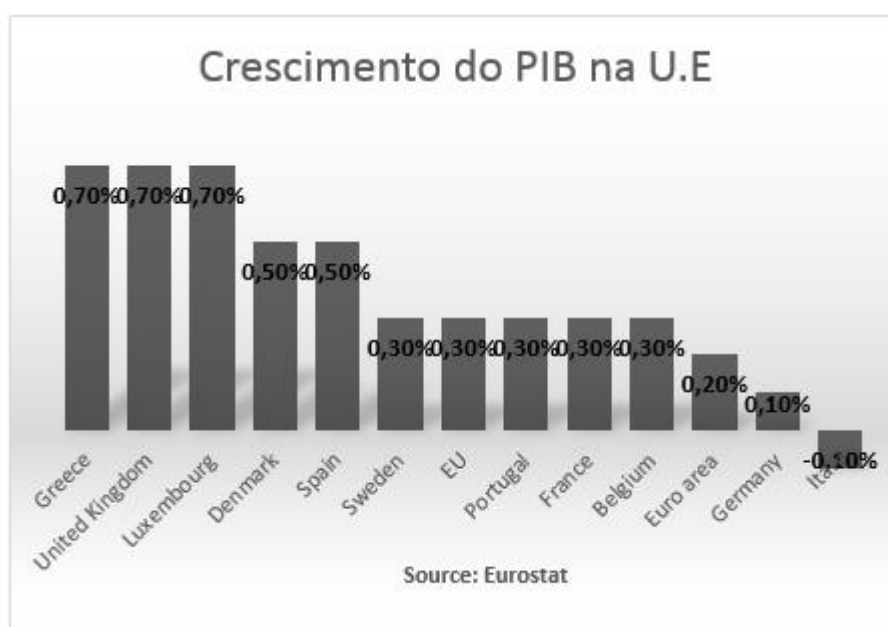


Figura 1: Crescimento do PIB na U.E

Esta estatística relaciona o PIB de alguns estados membros da U.E. referente ao terceiro trimestre de 2014, versus o mesmo trimestre do ano transato. O PIB é o valor de todos os bens e serviços produzidos num país durante um ano. É considerado dos indicadores mais importantes no impacto económico de um país. Em Portugal, no terceiro trimestre de 2014, o PIB real aumentou 0,3 por cento face ao terceiro trimestre do ano anterior.

Vai-se fazer uma análise numa visão geral em relação à situação a nível mundial

Enquanto a Comissão Europeia aponta que haja um crescimento de 3,3% do PIB mundial em 2014, inferior ao inicialmente projetado de 3,7%, as principais instituições económicas internacionais esperam um crescimento da economia mundial de cerca de 3,6% em 2015 e 4% em 2016, com uma melhoria das previsões para as grandes economias desenvolvidas, como a U.E, os EUA e o Japão.

A União Europeia e a Zona Euro terminaram em 2014 com o crescimento económico ainda abaixo da expectativa (1,3% e 0,8% respetivamente), mas com uma tendência crescente que se irá confirmar em 2015 e 2016 de 1,3% e 1,9% na Zona Euro e 1,7% e 2,1% para o conjunto da U.E. O crescimento do PIB vai-se focar no aumento da procura interna, que deverá beneficiar políticas monetárias e fiscais menos redutoras e na redução do preço do petróleo. Contudo, em relação ao investimento vai-se notar uma melhoria apenas em 2016.

Apesar das melhorias que se vivem na U.E, não nos podemos esquecer que temos de saber lidar com a situação da Grécia e os efeitos da deflação.

Agora vai-se ver numa perspetiva geral a situação económica, onde o Grupo se destaca e tem os seus negócios.

A projeção do Banco de Portugal referente à economia portuguesa é que cresceu 0,9% em 2014 e que vai evoluir 1,5% e 1,6% para 2015 e 2016.

No primeiro semestre de 2014, registou-se um crescimento moderado na economia, o qual manteve o percurso da recuperação iniciada em 2013.

Prevê-se para 2015 e 2016 um crescimento a nível de exportações e uma aceleração da formação bruta de capital fixo versus uma desaceleração do consumo privado.

Com o fim do programa da assistência económica e financeira, apesar de os grandes progressos registados, são evidentes várias dificuldades em conseguir um crescimento firme.

Com vários obstáculos, como a demografia desfavorável, a formação insuficiente e principalmente a falta de investimento das empresas, o FMI antecipa que o ritmo de expansão do PIB estabilize a médio prazo por volta de 1,5% por ano, sendo uma

perspetiva insuficiente para haver aproximação a nível da vida das economias europeias mais desenvolvidas.

É preciso ter uma atitude positiva e proactiva, é necessário aumentar o investimento e continuar as reformas estruturais em todos os sectores da sociedade de forma a conseguir-se gerar riqueza através da dinamização da atividade económica.

Em Espanha, a economia verificou um bom desempenho no ano de 2014, com o PIB a crescer 1,4%. Foi notório no último trimestre com o contributo do consumo privado. Esta melhoria está relacionada com o aumento do rendimento disponível das famílias, consequência da criação de emprego, do aumento moderado dos preços e a recuperação da confiança dos agentes económicos. Este crescimento foi visível nas vendas a retalho e nas vendas de automóveis.

A economia irá ter um crescimento superior à média europeia, estima-se um crescimento de 1,8% e 1,9% em 2015 e 2016 respetivamente, fundamentado pelo incremento do emprego e pelas melhores condições de financiamento. Por estas mesmas razões, prevê-se um aumento de consumo privado de 2,5% para 2015 e 3,5% para 2016.

Em relação ao investimento prevê-se, segundo os indicadores, um crescimento de 3,0% e 3,5% em 2015 e 2016.

O FMI prevê uma desaceleração no crescimento económico em Angola, por efeito da diminuição do sector não petrolífero e das menores receitas da atividade petrolífera. Angola irá ter um desafio, devido à redução do preço do petróleo nos mercados internacionais.

Para 2015, o governo angolano assumiu uma política expansionista, com um défice de 7,6% do PIB. A estratégia face à queda das receitas, será reduzir a despesa pública e por consequência aumentar a receita proveniente dos sectores não petrolíferos.

O FMI prevê um crescimento de 5,9% do PIB em 2015 e um reforço do crescimento nos anos seguintes.

Uma questão importante para a evolução económica e política em 2015 (em termos mundiais), será a queda do preço do petróleo.

b) Indicadores Económicos Ibersol

O Grupo nos últimos três anos teve a consciencialização de antecipar soluções como apostar na qualificação das pessoas e trabalhar com determinação, conseguindo assim uma performance positiva.

Como se vê no gráfico houve uma descida a partir de 2010 até 2013 inclusive, devido à conjuntura e à crise que se estava a ultrapassar.

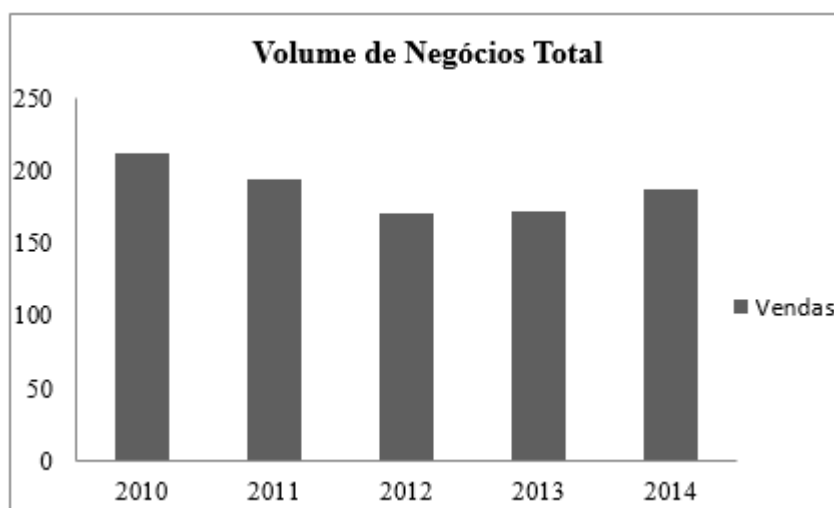


Figura 2: Volume de Negócio 2010-2014 Fonte: autora

O crescimento do volume de vendas esteve associado também à evolução do número de unidades, que em 2010 eram 402 e em 2014 apenas 371 unidades.

Houve um aumento da carga fiscal, ao que a empresa respondeu com o ajustamento necessário que não pusesse em causa o seu valor junto dos consumidores. A resposta ao desafio destes últimos anos foi estar sempre do lado do cliente, para que este se sentisse satisfeito. Usaram propostas inovadoras, diferenciadas e valorizaram sempre a nossa política de recursos humanos.

O objetivo foi continuar o percurso de sucesso e solidez, sempre com rigor e persistência, nos mercados de Portugal, Espanha e Angola.

A expectativa é de que a economia passe a evidenciar taxas de crescimento mais significativas, para que se inicie um novo ciclo.

4. Análise Financeira

O Grupo acabou o ano 2014 com um volume de negócios de 187,5 M€, o que representou um crescimento face ao ano anterior de 8,7%.

	Milhares de Euros	Var 14/13
Vendas restauração	184,60	9,5%
Vendas de mercadorias	2,20	-31,3%
Prestações de serviços	0,66	7,9%
Volume de negócios	187,46	8,7%

Tabela 1: Volume de negócios 2014 Fonte: autora

Contudo, apresentou uma descida de vendas de mercadorias, que se deveu à alteração do circuito de aprovisionamento da operação em Angola. A Ibersol passou a ser importadora e a possuir as existências, não existindo transação de mercadorias com entidades externas.

Enquanto as vendas de restauração tiveram um crescimento anual de 9,5% (o que representou 184,6 milhões de euros), verificou-se uma subida nas vendas em todos os segmentos (restaurantes, balcões e outros), sendo que o que teve maior destaque de crescimento foi os “outros”.

Apesar de estarem com uma boa performance, continuam sempre a analisar a avaliação do portfólio de pontos de venda, o que levou ao encerramento de 11 unidades. Com o mercado a mostrar sinais positivos de recuperação, continuou-se a apostar na expansão de 9 aberturas, o que fez com que no final se destacassem 300 unidades próprias em Portugal, 67 em Espanha e 4 em Angola.

Ao todo, em unidades próprias e franquiadas, tinham um total de 391 unidades, que se distribuíam da seguinte maneira:

	31/dez/13	Aberturas	Transferências	Encerramentos	31/dez/14
Portugal	302	7		8	301
Próprias	301	7		8	300
Pizza Hut	93			1	92
Okilo	9			1	8
Pans/Roulote	56	1		3	54
Burger King	39	5			44
KFC	18				18
Pasta Caffé	14			2	12
Quisques	10			1	0
Flo d'Oliveira	1				1
Cafeterias	35				35
Catering	0				0
Concessões e Outros	20	1			21
Franquiados	1				1
Espanha	89	1		4	86
Próprias	70	1	-1	3	67
Pizza Móvil	36		-1		34
Pasta Caffé	1			1	0
Burger King	33			1	33
Franquiados	19		1		19
Angola	3	1			4
KFC	3	1			4
Total Próprias	374	9	-1	11	371
Total Franquiados	20	0	1	1	20
Total	394	9		12	391

Tabela 2: Número de lojas do Grupo Fonte: relatório e contas

Em suma, o grupo finalizou o ano 2014 com um ativo consolidado de 220 milhões de

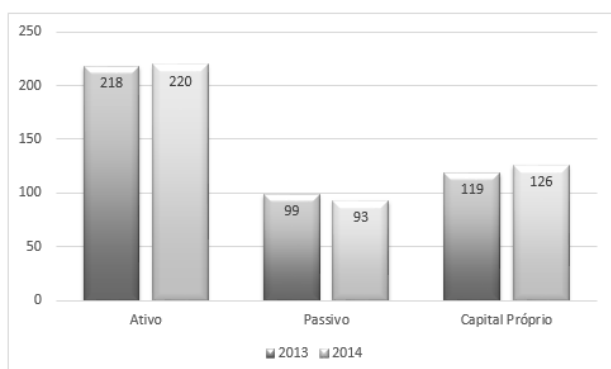


Figura3: Situação Patrimonial Fonte: Relatório e contas

euros, o que representa um aumento de 2 milhões de euros face ao ano transato.

Este aumento líquido resultou essencialmente das rubricas de imobilizado e da redução de outras aplicações, o passivo por sua vez diminuiu.

O passivo consolidado atingiu um montante de 93 milhões de euros a 31 de Dezembro de 2014. Face ao ano 2013, verificou-se uma redução.

Em relação ao capital próprio, este ascendia a 126 milhões de euros, o que representa um aumento de 7 milhões de euros em relação ao ano 2013, tendo-se distribuído no exercício a título de dividendos de 1 milhão de euros.

O ano de 2014 veio possibilitar a geração de um nível de *cash flow* que permitiu financiar a totalidade dos investimentos, o que só foi possível pelo esforço continuado de manter os custos ajustados à evolução das vendas, garantindo assim a racionalidade operacional.

5. Apresentação da Ibersol

Este capítulo pretende dar a conhecer a história e os negócios da Ibersol. Primeiro faz-se uma breve introdução à história e às raízes da empresa, depois um resumo da situação atual da empresa e, por último, uma explicação sobre os diferentes negócios da Ibersol.

a) História Ibersol

A Ibersol iniciou a sua atividade na restauração em 1989 com o negócio da Pizza Hut. Nos anos seguintes, incorporou-se na área do turismo do Grupo Sonae, chegando a explorar outros setores de restauração e hotéis.

Nos finais de 1994, a Pargeste decidiu adquirindo a Ibersol com a finalidade de torná-la numa área mais abrangente da restauração e lazer.

Em 1995, com a presença de um operador num só segmento de mercado, limitava a sua expansão no mercado, optando por estudar os segmentos de maior potencialidade, de onde resultou a ligação da Ibersol com a Pepsico, tendo um contrato de franquia para o KFC em Portugal.

No ano seguinte continuou na expansão de negócio, agora adquirido ao grupo espanhol Agrolimen o ramo de sanduiches, Pans&Co, a desenvolver em Portugal. Com ajuda dos ingleses criou-se o conceito de Pastas, surgindo o Pasta Café. Ainda em 1996 a Ibersol adquire a Ibersua, que era uma presença no mercado da restauração (aeroportos, autoestradas, caminhos de ferro) e tinha desenvolvido os gostos brasileiros Ô Kilo e Frangão. A Ibersol, de forma a expandir mais rápido o negócio das Pizzas, adquiriu as unidades da Pizza World situadas em Portugal, de forma a criar nos mesmos sítios as unidades da Pizza Hut.

Em 1997, a sociedade passou a estar presente no mercado bolsista, tendo sido feita a primeira transação em 27 de Novembro.

No final desse ano, operava em 65 unidades com diferentes conceitos e tinha uma capacidade empregadora de 1933 colaboradores e com um volume de negócio que representava mais de 40 milhões de euros.

No ano seguinte o negócio ascendia a mais de 65,5 milhões de euros, empregando mais de 2770 empregados e o número de unidades era de 104. A Ibersol encontrava-se nas principais empresas que empregavam mais trabalhadores. Nesta altura o foco era nos negócios de Pizza, Frango, Sanduiches, Comida Brasileira, Pastas, Restauração tradicional, Hambúrgueres e Comida Americana. **Esta seria a primeira fase da estratégia delineada.**

No final do ano de 1999 ascendia a um negócio de 124 unidades com mais de 3000 empregados. No crescimento e desenvolvimento rápido e constante, teve o papel fundamental dos recursos humanos.

Nos anos seguintes, o negócio superava cada vez mais as expectativas, nunca perdendo o foco na qualidade, como sendo o requisito básico e fundamental do êxito da organização.

Em 2002, continuava a apostar-se nas aquisições, sendo desta vez a maioria do capital social da Vídisco, que operava em Espanha com a insígnia de Pizza Móvil e adquiriu também 60% do capital da sociedade Restmon em Portugal, que detinha os direitos de franquia da marca Cantina Mariachi.

O negócio nesta altura estava avaliado em 125 milhões de euros.

Passados dois anos, o grupo continua a crescer, tanto em Portugal como em Espanha. Abre nas docas o restaurante o Arroz Maria, sendo um negócio com uma vertente mais gourmet, produzindo confecionados com base em arroz e num modelo gastronómico Mediterrânico/Ibérico.

No mesmo ano abrem novas unidades Pizza Hut, Pans&Company, Burguer King e Pasta café. As marcas que tiveram um destaque maior, com um crescimento que ultrapassava os 40%. Em Espanha, este crescimento é suportado pela performance da Pizza Móvil, assim como da expansão do Pasta Caffé.

Em 2005, ultrapassava uma conjuntura económica desfavorável. Mesmo havendo uma quebra nas vendas, o Grupo consegue manter a sua dinâmica, conseguindo crescer em vendas, tanto em Portugal como em Espanha. Este ano foi reconhecido como o ano com o *ticket* médio mais baixo. Este problema estava relacionado também com a gripe das aves.

Mesmo assim o KFC manteve a sua quota no mercado e ainda conseguiram inaugurar novas unidades nas marcas Pizza Hut, Pans & Company e Burguer King. Este ano foi também um marco para negócio *travel*, começando o conceito Sol.

Posteriormente, em 2006 foi um ano forte em Espanha, a Ibersol lança uma OPA à Telepizza. Em sentido contrário aos objetivos do Grupo, as atenções viraram-se para a expansão do Burguer King. Este ano considerou-se um ano de expansão, quer pelo investimento resultante dos direitos de concessão das áreas de serviço, quer pela expansão com 21 aberturas e um aumento da participação na sociedade QRM, empresa de *catering*. Apostava-se também numa estratégia de diversificação da atividade, criando-se uma elasticidade face ao abrandamento do consumo e no crescimento do Burguer King, assim como no investimento na área de *catering*, que era um novo setor e um novo desafio.

Passado mais um ano, a estratégia de sucesso era a inovação do produto. Na Pizza Hut preparava-se o lançamento para o *Cheesy Bites*. Esta estratégia necessitava de um investimento em campanhas publicitárias.

Mesmo com o consumo baixo, a Pizza Hut consegue crescer em dois dígitos.

Com o consolidado do negócio Ibérico, o Burguer King ascendeu a um crescimento ao ritmo dos 20%. Os segmentos multimarcas e *travel* receberam um forte impulso com a abertura de duas unidades Sol e as novas concessões no Terminal 2 do aeroporto de Lisboa e do aeroporto dos Açores.

Como não poderia deixar de ser, este ano também se destacou um novo lançamento, o do Viva Bem, que consiste num programa de educação para o consumo e promoção de estilos de vida saudável. No ano seguinte, com o seguimento deste novo programa, desenvolveu-se uma ação de “Comer bem dá saúde e prémio”, esta estratégia teve como objetivo a rotatividade do consumidor entre os diferentes restaurantes.

Em 2008, destacou-se no Rock in Rio, com o fornecimento de toda alimentação do evento. Para acabar o ano em grande, juntou-se à causa da AMI, tendo como finalidade angariar fundos para o projeto de nutrição da AMI.

Iniciou em 2009 a certificação pelo ISO 22000, a qual consistia na gestão da cadeia alimentar das operações do Grupo Ibersol, a certificação foi feita em mais 9 unidades. Era o único grupo de restauração em Portugal com esta certificação. No decorrer dos anos, esta sempre foi uma das preocupações, acrescida com a formação dos seus

colaboradores, e neste ano criou-se a Escola Ibersol. Este ano termina, com 318 unidades em Portugal e 111 em Espanha.

Em 2010, houve grandes turbulências económicas. Mesmo assim, o Grupo Ibersol continuou a apostar na sua política de construir valor, através da inovação de oferta multi-conceito, da reestruturação do portfólio e de uma gestão rigorosa em todos os eixos do negócio.

Mesmo com turbulências económicas, o Grupo continuou atento às oportunidades de crescimento de aquisição. Para tal, foram feitos estudos de aquisição e da implementação do Grupo no mercado angolano, tendo constituído a Ibersol Angola. Porém, as outras marcas não foram menosprezadas, tendo apostado em cada uma delas de forma a criar mais valor e terem uma melhor performance.

Em 2011, Portugal recorreu à ajuda externa, comprometendo-se a uma redução significativa do défice orçamental, através do controlo de despesas, mas foi sobretudo num aumento considerável das receitas fiscais. Dados os acontecimentos, à Ibersol, foi colocado um desafio acrescido, que se traduziu na necessidade de compatibilizar os efeitos inerentes aos elevados níveis de concorrência, com a necessidade de adaptar as propostas de valor a uma nova realidade de consumo.

A estratégia foi consolidar o grupo na internacionalização, apostou em massa na operação em Angola, para que começasse o mais brevemente possível.

Apostou numa política ativa de *Value-Based Pricing*, que consistia numa adequada oferta de preços proporcionados aos consumidores.

Mesmo em tempo de crise, nasceram projetos inovadores como o Spoon e Clocks, este último com a assinatura do Chef Chakall, que se localizava no aeroporto de Lisboa.

Em Luanda estrava-se perto do aeroporto, a abertura do restaurante KFC, sendo o primeiro restaurante do Grupo na cidade.

Contudo, nesta altura de turbulência, não se conseguiu verificar um crescimento em todo o negócio. A Pizza Hut terminou o ano com um decréscimo de 6,5%, apesar de ter apostado em remodelações de 6 unidades, com duas aberturas e três encerramentos. De modo a fazer frente a este enquadramento, a marca delineou como estratégia o lançamento, diferentes campanhas de desconto em diferentes alturas do ano.

A Pasta Caffé apostou no melhoramento do serviço de cliente e na qualidade. Sofreu um ajustamento na sua estrutura de custos. A marca diferenciava-se nos centros comerciais com o serviço à mesa.

A marca KFC abriu mais uma unidade, agora localizada em Sintra. Esta teve um posicionamento “*Taste the Difference*”, pois pretenderam evoluir a marca com uma estratégia mais energética, na relação com o cliente.

Os restaurantes Ókilo terminou o ano com 14 unidades, depois de se ter fechado 3 unidades (Viana do Castelo, Cidade do Porto e CoimbraShopping), havia um ativo de 130 colaboradores, era um número ajustado face à quebra da procura que se fez sentir nesse ano.

O Burguer King continuava a apostar na imagem, investiu em estratégias de comunicação dos atributos da marca – Produtos BBM – e da inovação, através do lançamento de novos produtos, numa dimensão nunca antes concretizada.

A entrada da marca nas redes sociais foi um marco importante, nomeadamente a criação de uma página no *Facebook*, de uma página web, assim como o lançamento de algumas ofertas com o valor inferior a 5€.

Na Pans&Company, foi um ano de aberturas de unidades, tanto no Aqua Portimão como no Forum Sintra, para além de duas remodelações.

Num ano, com a conjuntura económica desfavorável, foi necessário um ajustamento em relação à estrutura de custos e à proposta de valor da marca, com reforço das categorias de produtos complementares e *low-price*.

Em relação ao novo projeto das áreas de serviço nas autos-estradas, decidiu-se apresentar ao consumidor uma marca própria, e específica para este segmento, designada Sol. Contava com 293 colaboradores e com propostas ajustada às necessidades dos seus clientes, assim como com serviços mais desenvolvidos em comparação aos cafés-restaurantes convencionais das áreas de serviço.

Outra área de expansão foi a dos aeroportos, que incluía 12 unidades no aeroporto de Lisboa e de Ponta Delgada. Durante este ano renovou-se mais uma unidade no terminal 1, conseguindo introduzir-se o conceito Clocks.

Por último, os quiosques de café explorados pela Delta, que alcançavam o seu posicionamento e reconhecimento como os especialistas do café. Esse ano foi marcado pela consolidação do negócio, através de investimento da formação em técnicas de atendimento de toda a equipa operacional, que contava com 100 colaboradores.

Em 2012, focou-se na modernização do Portfólio assim como na renovação dos conceitos do Grupo e da política de restaurantes, que foram os principais movimentos para este ano. As marcas que apostaram mais na modernização foram a Pizza Hut – com introdução de novas propostas ao consumidor no domínio da experiência, no âmbito do serviço; a KFC – com a materialização da assinatura *So good*; e a Burguer King – modernização das unidades, *remodelling 20/20* e a introdução de novas propostas, como o *Play King Virtual*.

Depois de vários lançamentos como o Flor d'Oliveira, o Clocks e de conceitos como o Spoon café e o Oregano, lançou-se um novo conceito, Miit, o qual responde a uma forte tendência dos portugueses, que se encontram cada vez mais sensibilizados para optarem por uma alimentação mais cuidada e equilibrada. Será uma proposta mais centrada em fatores fortes de diferenciação – especialistas em carne grelhada, com carnes brancas. Como sempre, a Ibersol não se descuroou na valorização dos recursos humanos, com objetivo de desenvolver novos líderes. Apostaram na formação *ON JOB* e no acompanhamento contínuo.

Situação das marcas em 2012:

Em alinhamento com a YUM, empresa franqueadora da Pizza Hut, optou-se por separar as linhas de negócio da marca: restaurantes e *delivery*.

Em relação ao restaurante, procedeu-se à remodelação da imagem de algumas unidades (Madeira, Vasco da Gama) e encerrou-se quatro unidades (Amadora Continente, Vila Feira, Quinta do Lambert e Tapada das Mercês).

Numa perspetiva “*Fun and Friendly*”, a marca lançou aquele que veio a ser o sucesso de 2012, o rodízio de *pizzas*. Nesse ano, a Pizza Hut esteve em destaque com duas ações, como o rodízio de *pizzas* e a campanha *ultimate* Portuguesa. Esteve como foco a família, lançando a primeira ementa infantil. Segundo o “Estudo de Mercado da Restauração 2012”, a Pizza Hut registou um reconhecimento por 98% da população portuguesa, tendo-se tornado líder em Portugal no *ranking* das páginas portuguesas da restauração. Relativamente ao negócio *Delivery*, a Pizza Hut encerrou algumas unidades, garantido na mesma a cobertura da área de distribuição.

Apesar de um ambiente adverso, o Pasta Caffé realizou um ajustamento na sua estrutura de custos. A marca também se destacou com o lançamento de novos produtos. Teve um posicionamento de restaurante italiano acolhedor, com um preço competitivo. Também esta marca apostou no rodízio, mas de pastas.

Começou a ter uma maior visibilidade nas redes sociais, começou a comunicar os vários lançamentos e ofertas, por esta nova via.

Na orientação da marca KFC, introduziu a assinatura “*So Good*”. Foi uma mudança planeada a nível mundial, que pretendeu enfatizar a originalidade e a herança da marca através de uma abordagem 360°.

A marca Ókilo continuou a crescer com abertura de 10 unidades, apesar do encerramento de 3 unidades. Nets altura continha 90 colaboradores, e as vendas atingiam, 2,8 milhões de euros. O foco era sem dúvida virado para o cliente, para fazer face ao posicionamento agressivo dos concorrentes mais diretos.

O Burguer King consolidou os seus processos de controlo de custo e de requalificação das equipas através do programa internacional de formação. A marca repensou nos investimentos de comunicação exterior e passou para a televisão, rádio e *outdoors* locais. Nas ações de LSM – Local Store Marketing – a marca enfatizou o valor, o produto e o preço.

A marca continuou a focar-se no lançamento de novos produtos, quer nos hambúrgueres, como no sistema de Free Refill (repetir as bebidas, sem custo adicional) e no investimento de um Play King Virtual.

Existiram remodelações em algumas unidades e substituiu-se em todas as lojas o equipamento broilier (grelhador industrial), passou a ser alimentado por gás, o que levou a uma poupança de energia de 12% a 15%.

Durante este ano a Pans&Company procedeu ao encerramento de 2 unidades e implementou no Norteshopping uma nova imagem internacional da marca.

Ao mesmo tempo a marca alargou a gama de produtos no sentido de ajustar a oferta à crescente procura de propostas de maior “Value for Money”. Este ano, foi o ano de rever todos os processos internos, permitindo melhorar os níveis de eficiência e minimizar os efeitos negativos da conjuntura em que se vivia.

O projeto das áreas de serviço continuava em crescimento, atingindo um volume de vendas de 6,2 milhões de euros e contava já com 245 colaboradores. Contudo sofria afetação devido à implementação de SCUT, em estradas que antigamente não tinham custos. A Sol continuava a destacar-se pela qualidade de serviço, os produtos e a diversificação dos mesmos a preços acessíveis. Em várias localizações, as unidades Sol integraram marcas do Grupo, como a Pans&Company, Burguer King e KFC.

O Grupo Ibersol é um *player* de referência nos aeroportos - o volume de vendas atingiu os 7,7 milhões de euros.

O negócio relacionado com o *catering* opera a partir de dois centros de produção, dois armazéns e é composta por três empresas – Silva Carvalho, Solinca e Sugestões&Opções. O volume de vendas atingiu 4,7 milhões de euros, tendo feito 734 eventos. Devido à conjuntura realizaram-se menos eventos no mercado interno do que os internacionais.

Em 2013, houve uma quebra mais acentuada nos segmentos da oferta da restauração do serviço à mesa (*full service*) e entrega ao domicílio (*delivery*), em contrapartida com a inversão positiva no segmento de serviço ao balcão.

Devido a dificuldades e à conjuntura económica que se continuou a viver neste período, houve uma retração no consumo, sentido sobretudo nos segmentos de receita média mais elevada.

Apesar de tudo, estes segmentos (Pizza Hut e Pasta Caffé e Pizza Móvil) totalizaram um volume de negócio de 65,11 milhões de euros.

A Pizza Hut, seguindo a estratégia internacional, continuou a apostar em dois negócios, os Restaurantes e Delivery.

No fim de 2013, a Pizza Hut no restaurante tinha 63 unidades e 1086 colaboradores. Continuou a apostar em remodelações e numa nova abertura (ilhas). Continuaram a apostar na estratégia de lançamento de novos produtos, campanhas de televisão e da Internet. Estas as campanhas tiveram um bom reconhecimento por parte dos clientes.

O foco no verão foi a temporada das saladas com uma gama alargada e preços imbatíveis, com uma forte aceitação dos clientes.

Continuava a ser reconhecido como líder e Portugal no ranking nas páginas das redes sociais em Portugal na área de restauração.

A Pizza Hut *delivery* com 60 unidades e 601 colaboradores tinha conseguido servir mais de 1.600.000 habitações.

Continuou apostar nas lojas, tendo aberto uma nova loja em Lisboa com o *design* que substituiu o restaurante da Álvares Cabral.

A estratégia deste negócio não fugia também na inovação de produtos, assim como nas campanhas de ofertas, uma vez que era um mercado muito competitivo. O atendimento ao público era através do telefone, que o era canal responsável pelo maior volume de pedidos, contudo as novas formas de encomendas (Internet e *Skype*) estavam cada vez a crescer mais.

A marca Pasta Caffé contava com 14 unidades, apesar de ter encerrado 2. Também apostava na remodelação, tendo feito uma no Vasco da Gama.

A marca apostou muito no investimento das ações de marketing, apostou na comunicação “*below the line*” e digital, usou as plataformas de compra compulsiva como o Sapo Voucher e a Letsbonus. Apostou no *facebook*, com todas as atualizações de todas as novidades.

A KFC terminou o ano com 18 unidades e 192 colaboradores. Continuou a sua política de controlo dos consumos de energia em todos os restaurantes.

A expansão da marca em Angola continuou, tendo acabado o ano com 3 unidades. O crescimento foi feito consoante as estimativas, as quais não eram muito elevadas, uma vez que os angolanos não têm uma rotina de ir almoçar ou jantar fora.

Ókilo continuava a procurar ajustar a sua oferta de preço, com o intuito de responder às necessidades dos seus clientes e de fazer face ao posicionamento agressivo da concorrência direta. O ano foi de decréscimo, pois houve uma quebra no consumo que fez com que reduzisse o número de colaboradores, passando assim a ter 6 unidades.

O conceito MiiT foi lançado em 2012 e a sua aposta foi nas carnes grelhadas. Acabou o ano com 3 unidades e já com 40 colaboradores.

A marca do Burger King teve um crescimento visível, recuperou boa parte das vendas perdidas face ao ano anterior e conseguiu terminar o ano com 39 unidades.

Apostou no investimento da comunicação exterior, na rádio, em *outdoors* e em *MUPis* e usou a técnica de *Local Store Marketing*.

Continuava a haver uma preocupação constante com a remodelação das unidades. Foi instaladas em todas as unidades uma nova plataforma *Whopper&Fries*, de forma a atender ainda mais eficientemente as necessidades dos seus clientes e a maneira de confeccionar passou a ser no momento em que eram feitos os pedidos, acrescentando assim um maior valor ao cliente.

Paralelamente, continuava com a implementação do modelo *Refill* e com o projeto *Play King Virtual*, de forma a incentivar os consumidores mais jovens.

A Pans&Company terminou o ano com 53 unidades e 390 colaboradores. Encerrou uma unidade mas continuava o trabalho de remodelação nas várias unidades da marca.

Apostou no aumento de campanhas e reforçou as ofertas de produtos “*value for money*”. A aposta continuava, em abranger todo o tipo de target, nas diversas situações de consumo.

Os outros negócios que o grupo continha, como o Sol nas áreas de serviço, era cada vez mais um segmento relevante no negócio. Conseguiu acabar com 33 unidades e 221 colaboradores.

Outros dos sucessos mais recentes do Grupo Ibersol era a referência nos aeroportos portugueses.

O negócio do *catering* sofreu uma diminuição, devido às dificuldades financeiras que as empresas enfrentavam, que como consequência reduziam a realização de eventos. Contudo, os indicadores para 2014 apontam para uma melhoria.

O quiosque do café terminou o ano com 10 unidades. Foi um ano de foco na consolidação do negócio, através de investimento na formação e de técnicas de atendimento. Ao longo dos anos, é evidente a quebra das vendas, provocada pela proibição de fumar dentro de áreas fechadas.

Em 2014, continuou a intensificação e modernização do portfólio das diferentes marcas. A estratégia era a já usada, com um foco maior na inovação, na interatividade e uma maior aposta nos novos conceitos

Na Pizza Hut investiu-se nas remodelações de imagem em 23 unidades, sobretudo no novo *design*, layout e nas novas funcionalidades tecnológicas.

No Burguer King, para além da modernização do parque de lojas, implementaram-se os *menuboards* digitais num conjunto alargado de lojas. Em 2014, a marca continuou o seu plano de expansão com abertura de 5 unidades.

A Pasta Caffé continuou com a implementação de um novo conceito de restaurante, focando-se mais numa cozinha italiana com a decoração mais moderna.

A Pans&Company implementou um conceito de restaurante inspirado nos sabores mediterrâneos, em algumas unidades.

O Conceito Miit continuava com a estratégia de consolidação como marca nacional, com abertura de uma nova unidade.

b) Indicadores Económicos 2014

Podemos verificar que em 2014 houve um crescimento. Confirma-se a saída da recessão e recuperação do consumo privado. O acréscimo da procura interna permitiu uma melhor performance ao Grupo. Neste ano verifica-se um aumento significativo da rentabilidade, por efeito da alavancagem, resultante do crescimento do volume de negócios.

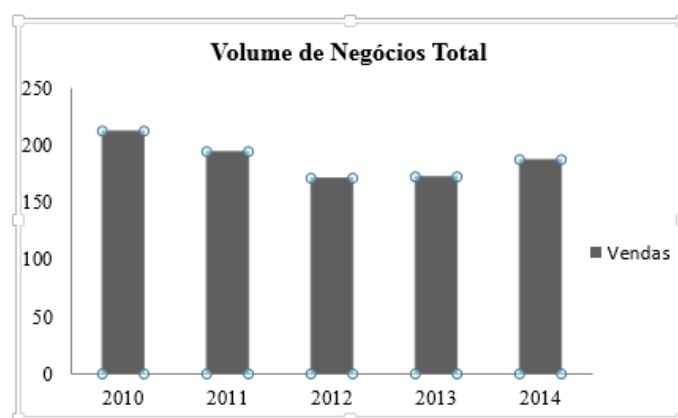


Figura 4: Vendas Fonte: relatório e contas

Um dos motivos que afetou o comportamento dos consumidores foi a taxa de desemprego, que desde 2010 crescia drasticamente. Isto levava a comportamentos diferentes dos consumidores, tornando a decisão do consumidor mais complexa.

Ano	%De desemprego
2010	10,08
2011	12,7
2012	15,5
2013	16,2
2014	13,9

Tabela 3: % Desemprego Fonte: Quandl

Outro motivo para além do desemprego e da crise foi a taxa de IVA da restauração, que se mantinha muito elevada pressionando a rentabilidade do sector. Os operadores não repercutiram integralmente nos preços de venda, esse agravamento das taxas, logo isto fez com que as margens fossem mais reduzidas.

6. Metodologia da Avaliação

a) Principais Pressupostos da Avaliação

A primeira etapa na avaliação da Ibersol, vai ser a estimativa dos *cash flows*, estes serão estimados a valor nominal. Tal como apresentado na revisão bibliográfica. Os principais *drivers* dos *cash flows* são os rendimentos operacionais, os gastos operacionais, o investimento em capital e o investimento em *working capital*. Assim o FCFE vai ser descontado ao *unlevered cost of equity* é calculado segundo a seguinte fórmula:

$$\begin{aligned} FCFE = EBIT(1 - t) - \text{Investimento em capital} + \text{amortizações} \\ - \Delta \text{Working capital} \pm \Delta \text{outros itens non - cash} \end{aligned} \quad (22)$$

O montante de caixa e equivalentes também são tidos em consideração na avaliação.

i. Período explícito e valor terminal

O período a ser projetado é um assunto indeterminável, entre os diversos autores. Não chegam a um consenso, de qual o número de anos de projeção mais indicado, para se efetuar uma boa avaliação. Alguns dos autores são da opinião de que quanto mais anos, melhor será a avaliação, e por isso defendem que deve ser entre os 10 e 15 anos. Outros autores defendem exatamente o contrário, afirmam que um período menor é uma melhor técnica de avaliação. Se para projetar apenas um ano é difícil e às vezes os valores diferem com a realidade, quanto mais anos forem a projeção, menor será precisão da avaliação.

A análise dos anos históricos permite aferir as tendências do negócio, as práticas da gestão implementadas, assim como os compromissos já assumidos pelo Grupo, que irão ter impacto nos *cash flows* futuros. Analisou-se um período histórico de cinco anos, considerando que seria tempo suficiente para expurgar efeitos de eventuais situações atípicas à performance da Ibersol, como crescimento insustentável do mercado, margens EBITDA penalizadas, entre outras situações).

A projeção para a Ibersol foi de 5 anos, de 2015 até 2019, apresentou-se uma estimativa dos *cash flows* esperados em cada ano, descontando-se ao *unlevered cos of equity* apropriado.

Dados as características do negócio e os objetivos do Grupo, é expectável que haja um melhoramento, uma vez que estamos numa fase atual da conjuntura económica mais favorável do que os últimos anos.

Após 2019 é expectável que os *cash flows* estimados se estabilizem e que aumentem a uma taxa de crescimento anual de 2%.

b) Pressupostos Macroeconómicos e Fiscais

Taxa inflação anual

A avaliação da Ibersol vai ser feita a valores nominais, considerando a taxa de inflação anual estimado pelo Banco de Portugal. Esta publicação projeta 2015 e 2016, tendo-se assumido o valor referente a 2016 para o período compreendido entre 2017 e 2019 (Tabela 4).

	2015	2016	2017	2018	2019
Taxa de inflação	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Tabela 4: Taxa de Inflação Fonte: Banco de Portugal

Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC)

O cálculo do imposto sobre o rendimento foi calculado de acordo com a legislação atualmente em vigor, foram estipuladas as seguintes taxas para a projeção entre 2015 e 2019:

	2015	2016	2017	2018	2019
Taxa de imposto Portugal - projeção Deloitte	23%	23%	23%	22%	22%
Derrama Municipal	2%	2%	2%	2%	2%
Derrama Estadual :					
Lucro tributável entre € 1,5 milhões - € 7,5	3%				
Lucro tributável entre € 7,5 milhões - € 35 r	5%				
Lucro tributável superior a € 35 milhões	7%				
Taxa de imposto nominal	25%	25%	25%	24%	24%

Tabela 5: Taxa de imposto sobre pessoas coletivas Fonte: Deloitte

Para os anos entre 2015 e 2017 mantém-se as taxas prevista anteriormente, é expetável que haja uma descida de 1% para 2018 e 2019.

c) Pressupostos Operacionais

Em termos operacionais, e com vista a obter-se uma estimativa do *free cash flow*, começa-se por estimar o EBTDA, para tal é necessário ter em consideração as rúbricas de rendimentos operacionais e dos gastos operacionais.

Em relação aos rendimentos operacionais nos anos históricos, verificou-se um decréscimo em 2011 2012. Esta evolução desfavorável era devida à situação que se vivia, um momento de crise, o que influenciava o consumo privado, a tomada de decisão do cliente. Em 2013 começou-se a verificar um ligeiro melhoramento, sendo que em 2014, é notável a saída da recessão e o melhoramento do consumo privado.

Uma vez que nos encontramos numa situação algo instável, decidiu-se optar por uma abordagem mais conservadora, em que a evolução dos rendimentos do grupo está diretamente relacionada com o crescimento da inflação e do consumo privado.

Crescimento das Vendas m €	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inflação(+)						1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
PIB(+)						1,60%	1,54%	1,00%	1,00%	1,00%
Total						2,60%	2,54%	2,00%	2,00%	2,00%
Consumo Privado						1,20%	1,20%	1,20%	1,00%	0,25%
Consumo Privado - PIB						-0,40%	-0,34%	0,20%	0,00%	-0,75%
Inflação + Consumo Privado						2,20%	2,20%	2,20%	2,00%	1,25%
Rendimentos Operacionais										
Volume de Negócios (%)						2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	1,0%
Volume de Negócios - Eur m	212.094	194.523	171.311	172.488	187.467	191.591	195.806	200.114	204.316	206.359
Outros Rendimentos Operacionais(%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Outros Rendimentos Operacionais - Eur m	3.836	3.636	2.789	1.819	2.173	1.916	1.958	2.001	2.043	2.064
Total de Rendimentos Operacionais	215.930	198.159	174.100	174.308	189.640	193.507	197.764	202.115	206.359	208.423

Tabela 6: Crescimento das vendas Fonte: autora

Em suma, segundo a tabela o que se verifica é que não ganha a quota de mercado, limitando-se acompanhar a inflação e o consumo privado.

No que se refere aos gastos operacionais, variam consoantes os rendimentos operacionais de cada ano. A Ibersol considera como tais, os custos de matérias vendidas e matérias consumidas, que

Gastos Operacionais		
CMVMC	% Rend.operacionais	23%
Fornecimentos e serviços externos	% Rend.operacionais	33%
Gastos com o pessoal	% Rend.operacionais	33%
Outros gastos operacionais	% Rend.operacionais	1%

Tabela 7: Gastos operacionais

variam 23% face aos rendimentos operacionais, sendo constante a evolução na projeção; Em relação aos fornecimentos e serviços externos podemos considera-los como gastos desembolsáveis, têm um comportamento de evolução face às vendas de 33%. Verifica-se o mesmo pressuposto para os gastos operacionais. Os outros gastos operacionais, mantém a mesma evolução que o histórico.

d) Pressupostos de Investimento em Capital

Nos anos históricos verificou-se uma grande diversificação nos diversos negócios, apesar de estarem todos ligados à restauração. Houve sempre preocupação com as remodelações das diversas lojas e a abertura de novas unidades. Contudo houve uma variação no capital, que se verificou um decréscimo nos anos de 2012 e mais acentuado no ano 2013 que correspondia a cerca de uma diminuição de 0,66%. Houve um rápido crescimento no ano 2014, altura que se notou a melhoria na estabilidade económica e que voltou haver maior consumo, conseguiu-se continuar a expansão anteriormente já feita.

Consideramos que as rubricas do ativo fixo tangível e intangível são variáveis, tendo a base o crescimento das vendas. Houve um foco e uma aposta importante nestes dois *items*.

As restantes rubricas do investimento são fixadas, o que significa, que serão iguais, ao ano histórico de 2014.

Total do capital investido m €	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ativos Fixos Tangíveis	121.039.747	123.224.419	119.826.752	121.478.006	132.109.999	154.805.662	158.211.386	161.692.037	165.087.570	166.738.445
Goodwill	42.903.548	43.034.262	42.498.262	42.677.991	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588
Ativos Intangíveis	17.636.188	16.205.541	16.532.724	15.309.535	13.493.705	15.480.566	15.821.139	16.169.204	16.508.757	16.673.845
Impostos Diferidos Ativos	606.486	1.054.915	935.834	951.668	531.418	531.418	531.418	531.418	531.418	531.418
Investimentos Financeiros	1.004.417	733.685	926.600	354.700	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914
Outros Ativos não Correntes	1.740.203	1.710.740	1.604.632	1.632.344	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814
Total Operating Invested Capital	152.577.114	154.448.669	155.334.813	154.304.814	159.582.142	183.811.142	187.135.336	190.532.663	193.846.910	195.458.266
Variação Total do capital Investido(%)		1,23%	0,57%	-0,66%	3,42%	15,18%	1,81%	1,82%	1,74%	0,83%

Tabela 8: Total do capital investido Fonte: autora

As amortizações, depreciações e capex, estas rubricas estão indexadas à evolução das vendas.

e) Pressupostos de Working Capital

O *working capital* é uma rubrica diretamente associada ao nível da atividade da empresa.

Para apuramento do *free cash flow* e de avaliação da Ibersol, o cálculo do *working capital* é feito com base nos dados históricos e nas práticas de gestão do grupo, muitas vezes estas são coincidentes com as práticas da própria indústria.

Inventário

A rúbrica do inventário que consta no balanço consiste em matérias-primas, subsidiárias e de consumo. Os inventários, em termos históricos variam entre os 4.169 milhares de euros em 2010 e os 5.937 milhares de euros em 2014, isto equivale a 1,93% e 3,13% dos rendimentos, respetivamente. Estas duas rúbricas estão obrigatoriamente relacionadas e por isso o inventário cresce devido às influências das vendas.

Para efeitos de projeção, assumiu-se como pressupostos que os inventários iriam corresponder a 5% dos rendimentos operacionais, devido à perspetiva de expansão.

Clientes

Os clientes é uma rúbrica influenciada pelos rendimentos, pelo que a sua evolução foi determinada à luz desse pressuposto (em linha com os valores registados no período histórico).

Outros ativos correntes

Os outros ativos correntes apresentam um comportamento histórico estável. Uma vez que tem este comportamento, a nossa base de cálculo para a projeção, foi com base nos rácios históricos, incidindo sobre o valor de referência do próprio ano.

Mapa do working capital m €	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Working Capital (Assets)										
Clientes	4.794.361	4.189.544	4.906.579	3.930.770	3.733.279	3.809.411	3.893.218	3.978.869	4.062.425	4.103.049
Inventários	4.169.134	3.590.104	3.519.788	5.031.702	5.937.327	6.058.405	6.191.690	6.327.907	6.460.793	6.525.401
Outros Ativos Correntes	8.962.055	4.690.301	6.482.552	4.789.240	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258
Necessidades Cíclicas	17.925.550	12.469.949	14.908.919	13.751.712	14.902.864	15.100.074	15.317.166	15.539.034	15.755.476	15.860.708
Working Capital (Liabilities)										
Fornecedores	21.169.568	21.767.130	21.983.080	23.439.185	27.146.148	27.699.732	28.309.126	28.931.927	29.539.497	29.834.892
Acréscimos de Custos	8.558.504	7.945.492	8.626.348	6.901.355	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952
Impostos Sobre o Rendimento	761.444	369.611	449.017	630.868	1.257.399	1.354.550	1.384.350	1.414.805	1.444.516	1.458.961
Outros Passivos Correntes	19.789.509	13.902.609	10.840.465	10.879.734	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661
Recursos Cíclicos	50.279.025	43.984.842	41.898.910	41.851.142	46.357.160	47.007.894	47.647.089	48.300.345	48.937.626	49.247.467
Net Working Capital	-32.353.475	-31.514.893	-26.989.991	-28.099.430	-31.454.296	-31.907.820	-32.329.923	-32.761.311	-33.182.150	-33.386.758

Tabela 9: Mapa *working capital* Fonte: autora

Fornecedores / Acréscimos de custos/ Imposto sobre o rendimento

Esta rubrica para além de estar relacionada com os rendimentos tem uma componente que está ligada aos fornecimentos e serviços externos. Nos anos históricos verificou-se que houve um crescimento na dívida dos fornecedores, em 2010 21.169 milhares de euros enquanto em 2014 era de 27.699 milhares de euros, o que correspondia a 9,80% e 14,31% respetivamente dos rendimentos operacionais. Para as projeções foi estipulado que o comportamento seria igual a 2014 versus o rendimento operacional do respetivo ano da projeção.

Os itens acréscimos e impostos sobre o rendimentos, adotou-se o pressuposto de serem fixos, ou seja são iguais ao ano anterior.

Outros passivos correntes

Estes tem um comportamento similar aos ativos correntes, tendo sido a projeção feita também com base nos rácios históricos.

Working capital

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Net Working Capital	-32.353.475	-31.514.893	-26.989.991	-28.099.430	-31.454.296	-31.907.820	-32.329.923	-32.761.311	-33.182.150	-33.386.758
Total Operating Invested Capital	152.577.114	154.448.669	155.334.813	154.304.814	159.582.142	183.811.142	187.135.336	190.532.663	193.846.910	195.458.266
Variação Total do capital Investido		1.871.555	886.144	-1.029.999	5.277.328	24.229.000	3.324.195	3.397.327	3.314.247	1.611.355

Tabela 10: *Net working capital* Fonte: autora

O que se pode verificar dos anos históricos analisando a rúbrica o *working capital* e a varia o total do capital investido,   que o fundo maneio no ano 2013 foi mais baixo e financiou os investimentos.

f) Pressupostos de D vida

Admitiu-se que a d vida acompanharia a evolu o do capital investido por forma a manter uma estrutura financeira constante.

g) The Unlevered Cost of Equity

Concluídas as análises das variáveis que tem impacto na estimativa dos *cash flows* da Ibersol, e da estrutura de financiamento (necessária para calcular os benefícios fiscais),   fundamental calcular o *unlevered cost of equity*. Como foi falado na revisão bibliográfica, na metodologia APV, os cash flows são descontados ao *unlevered cost of equity*, está implícito que a empresa   financiada na totalidade por capitais próprios, logo a taxa de desconto deverá refletir apenas os riscos operacionais do Grupo.

A taxa de desconto foi calculado com base no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), seguindo os seguintes pressupostos:

- i. Taxa de juro sem risco: Como o nome refere   um ativo sem risco, que não deverá ter associado risco de falência nem de reinvestimento. Nos anos históricos, os mercados consideravam o Estado Português, não satisfazia as condi es, e as Obriga es do Tesouro Alemão   que eram consideradas como aproximadamente sem risco. Contudo hoje em dia já não se verifica este pressuposto e para a proje o foi usado as obriga es de tesouro de 10 anos de Portugal. Assim considerou-se uma taxa de juro sem risco de 2,68%.
- ii. Unlevered beta: O beta   uma medida de risco, que reflete a correla o entre o retorno do ativo (das a es da Ibersol) e o retorno do portfólio do mercado ( ndice PSI20). Esta análise foi feita para o ano de 2014 e o beta resultante foi de 0,176.

Desta forma, considerou-se que não seria abordagem mais adequada para calcular o *unlevered* beta, devido ao facto de incluir o risco associado à dívida e devido ao reduzido volume de transação das ações da Ibersol e por isso optou-se por utilizar o *unlevered* beta da indústria.

Para tal recorreu-se aos dados disponibilizados pelo Damodaran, o *unlevered* beta da indústria europeia de “*Food Processing*” é de 0,82.

iii. Prémio de risco de mercado é de 6%, como está apresentado na tabela.

iv. Unlevered cost of equity: Consideram-se os *inputs* descritos e calculados anteriormente, o cálculo do R_e é calculado da seguinte forma:

Taxa de Juro sem risco	2,68%
Unlevered beta	0,92
Levered beta	0,78
Prémio de risco de mercado	6,00%
Unlevered cost of equity (R_e)	7,34%
R_d	5,53%

Tabela 11: Indicadores Fonte: autora

$$R_e = R_f + \beta_l \times (R_m - R_f) \quad (23)$$

Concluimos que esta taxa é a remuneração exigida pelo investidor.

No seguimento destes cálculos teremos de calcular o WACC, que têm implícito a dívida e vai ser a taxa a descontar aos *cash flows* para ser possível calcular o FCFF. O WACC será de 6,72%.

7. Análise dos Resultados

a) Avaliação pelo método FCFF

Apresentados já os principais pressupostos e *drivers* da avaliação da Ibersol, vamos ver neste capítulo, o valor da empresa (EV), de forma a podermos compará-lo com a cotação atual da ação e emitir uma recomendação.

De seguida apresenta-se os principais quadros resultantes da avaliação da Ibersol (cenário base) na perspetiva da empresa.

IBERSOL										
Mapa Cash Flow										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	21.289.948	10.425.217	5.575.502	6.451.782	10.935.077	10.976.711	13.829.005	16.744.050	21.651.403	23.054.648
Imposto sobre o Rendimento	4.807.070	2.640.900	691.047	471.952	1.130.455	2.744.178	3.457.251	4.186.012	5.196.337	5.533.115
EBIT(1-t)	16.482.878	7.784.317	4.884.455	5.979.830	9.804.622	8.232.533	10.371.754	12.558.037	16.455.066	17.521.532
Total do capital investido	152.577.114	154.448.669	155.334.813	154.304.814	159.582.142	183.811.142	187.135.336	190.532.663	193.846.910	195.458.266
Variação do capital investido		1.871.555	886.144	-1.029.999	5.277.328	24.229.000	3.324.195	3.397.327	3.314.247	1.611.355
Free Cash Flow to the Firm	16.482.878	5.912.762	3.998.311	7.009.829	4.527.294	-15.996.466	7.047.559	9.160.710	13.140.819	15.910.177
Taxa de crescimento										
WACC						6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
WACC - G						6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
VA do FCFF Futuro					219.394.563	250.123.457	259.871.783	268.161.560	273.027.890	275.451.639
VA FCFF + FCFF						234.126.991	266.919.342	277.322.271	286.168.710	291.361.816
Net Debt					33.268.557					
Equity Value					186.126.006					
# AÇÕES					20.000.000					
Valor de ação					9,31					

Tabela 12: Mapa de cash flow Fonte: autora

Para tal, somou-se os todos os *cash flows* estimados e são descontados á WACC, assumiu-se que os *cash flows* eram gerados de forma simétrica. Como mostra a tabela 12, o valor da empresa é de 219.394 m €, quando se deduziu o valor da dívida, verificou-se o *Equity* era de 186.126 m €.

Com base no número de ações de 31/12/2014, obteve-se uma cotação estimada de 9,31€. Este valor está acima da cotação real no final do ano de 2014, que era de 6,80€. Após esta análise, recomenda-se a compra das ações da Ibersol, uma vez que se estima que no futuro venham a valorizar.

b) Avaliação pelo método APV

Agora vai se verificar a análise com base no APV, uma vez que já se calculou o valor da empresa pelo FCCF. Depois de calculado o capital investido, multiplica-se pela taxa de atualização WACC, que nos vai dar os encargos de capital. Ao retirarmos estes últimos ao EBIT(1-t), vai nos dar o EVA. Associado a este, está o conceito do valor de mercado acrescentado (MVA), este mede o valor criado pela empresa no passado, e o valor que se espera vir a criar no futuro.

IBERSOL								
EVA		2014	2015	2016	2017	2018	2019	
EBIT(1-t)		9.804.622	8.232.533	10.371.754	12.558.037	16.455.066	17.521.532	17696747,49
Total capital investido n-1		154.304.814	159.582.142	183.811.142	187.135.336	190.532.663	193.846.910	195.458.266
WACC		6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
Encargo de capital			10.716.001	12.342.987	12.566.208	12.794.340	13.016.893	13.125.096
EVA			-2.483.468	-1.971.233	-8.171	3.660.726	4.504.639	4.571.651
PV EVA			-2.327.196 €	-1.847.194 €	-7.657 €	3.430.375 €	4.261.115 €	
MVA		3.509.444						
MVA		59.812.421	66.312.316	72.736.446	77.628.897	79.180.980	79.993.373	
MVA+EVA		219.394.563	63.828.848	70.765.213	77.620.726	82.841.706	84.498.013	
EV		163.091.586	183.811.142	187.135.336	190.532.663	193.846.910	195.458.266	

Tabela 13: EVA Fonte autora

A conclusão da avaliação por este método vai sustentar a decisão de comprar das ações, conforme o método em cima apresentado (DCF).

c) Avaliação por Múltiplos

O método APV foca-se, sobretudo, em pressupostos individuais sobre o crescimento das empresas, sendo importante realizar uma comparação com base num *peer group* e em múltiplos para garantir a efetividade da avaliação realizada, de forma a assegurar que os pressupostos definidos estão alinhados com as expectativas do mercado e identificar diferenças entre a empresa e os seus *peers* (Fernández, 2002).

i. Seleção do *Peer Group*

Como visto na revisão de literatura, a escolha do *peer group*, foi baseada num conjunto de critérios, que de alguma forma garantem a comparabilidade entre a Ibersol e as empresas selecionadas, nomeadamente no que se refere à dimensão das empresas, rentabilidade, crescimento dos resultados e estrutura do capital.

Faça ao primeiro critério de escolha e de forma a ter em conta o contexto económico-social do mercado em que a Ibersol atua, foram selecionadas empresas de setor “*consumer cyclical*” e indústria “*restaurants*”.

Em análise resultou num *peer group* de 3 empresas, a McDonald’s, a Starbucks e a Yum Brands, foram selecionadas segundo o critério da capitalização bolsista, o setor em que estão inseridas e a semelhança do modelo de negócio.

A diferença em termos de capitalização bolsista é significativa, a McDonald’s é a maior empresa com \$82.20 mil milhões, segue-se a Starbucks com \$59.14 mil milhões, depois a Yum e a Ibersol, como se segue no gráfico.

ii. Comparação da Ibersol com o *Peer Group*

Após a seleção do *peer group* é importante definir os múltiplos a utilizar na avaliação. São analisados os múltiplos *price earnings ratio* (PER) e EV/EBITDA foram selecionados pelo facto de serem os “*most widely used valuation methods*” (Fernandéz, 2002) na avaliação de empresas.

Foi considerado o *price/free cash flow*, uma vez que muitos investidores preferem utilizar este método em vez do PER, pois de acordo com as normas contabilísticas, é possível que uma empresa apresente *earnings* positivos e, no entanto não consiga gerar *cash flows* suficientes para fazer face aos compromissos assumidos. Assim o, *price/free cash flow* relaciona diretamente o preço das ações com os cash flows que a empresa gera, mitigando a possível discrepância entre *earnings* e *cash flows*.

IBERSOL Múltiplos	2014				
	Ibersol	Starbucks	McDonald's	Yum	Industry Avg
P/E	17,18	32,70	23,10	40,10	27,97
EV/EBITDA	6,67	17,79	12,43	17,85	14,96
P/SALES	0,72	4,783	3,72	2,79	2,473
P/BV	1,08	14,72	8,90	22,43	8,365
P/FCF	6,08	39,58	22,42	43,04	42,19
Market Cap USD	16.46B	82.20B	93.98B	35.19B	-

Tabela 14: Múltiplos Fonte Yahoo Finance

Analisando os múltiplos do peer group, nomeadamente a sua média, conclui-se que a Ibersol se encontra subavaliada pelo mercado, uma vez que apresenta múltiplos inferiores aos dos seus peers.

Em 2014, o PER da Ibersol era de 17,18x face a 27,97 da média da indústria, significa que os investidores estão dispostos a pagar menos para investir na Ibersol de que numa das empresas comparáveis.

De acordo com o *price/free cash flow* (6,08x comparativamente com 42,19x da média do setor), verifica-se que está a ser transacionada a desconto, sendo que o EV/EBTDA também se encontra abaixo da média da indústria.

O que se verifica da evolução e análise dos múltiplos +é que as ações da Ibersol, estão a ser transacionadas a desconto.

8. Análise de Sensibilidade

A avaliação de empresas é baseada em pressupostos, que podem não se vir a verificar no futuro, e consequentemente, o *price target obtido* pode não corresponder ao valor intrínseco das ações. Neste sentido, é importante aferir o nível de exposição do *enterprise value* da Ibersol a um conjunto de variáveis com impacto relevante no preço das ações.

Podemos verificar que esta é a variável com maior impacto no *price target* da Ibersol, é o beta unlevered que com uma diferença de 0,12 positivos e negativos, faz que o preço varia mais de um euro.

Beta Unlevered	Ibersol	Portugal	
	0,66	0,78	0,90
7,48	9,31	10,87	

Tabela 15: Análise de Sensibilidade – Beta *unlevered* Fonte: autora

Outro indicador que também tem um impacto significativo é o da taxa de crescimento, o *price target* vai variar conforme quadro em anexo.

Terminal growth rate	Ibersol	Portugal	
	0,50%	1,00%	1,50%
8,72	9,31	10,00	

Tabela 16: Análise de Sensibilidade – Taxa de crescimento Fonte: autora

As outras duas variáveis, a taxa de desconto WACC e o custo da dívida não fizeram com que *price target* tivesse uma grande variação, em anexo estão os dois quadros. Foi feita também uma análise otimista e pessimista em relação ao mapa de cash flow, que se encontra nos anexos 7 e 8.

9. Conclusão

A avaliação da empresa não é uma ciência exata, depende em grande parte de pressupostos definidos. Este projeto pretende reunir as melhores práticas de avaliação de empresa, conjugando os conhecimentos teóricos com as diferentes perspetivas de mercado.

A revisão bibliográfica, embora revele que nem sempre existe consenso entre académicos, focou-se na análise dos principais métodos de avaliação e na sua aplicabilidade. A para o melhor método depende do objetivo do analista e os dados que estão disponíveis. Para avaliar a Ibersol, a metodologia principal foi o método do *Discounted Cash Flow*.

A Ibersol é uma referência no seu setor, tem acompanhado de forma ativa e historicamente evidencia uma gestão atenta face as advertências que se passou anteriormente.

Este projeto mostra que a gestão da Ibersol está a criar valor ao acionista. O valor da ação estimado (9,31€) está acima do transacionado.

Com a análise dos múltiplos, foi possível verificar o facto das ações da Ibersol, estarem a ser transacionadas a múltiplos inferiores à média dos *peers*, o que leva a evidência que cotação bolsista do Grupo se encontra abaixo do seu valor intrínseco, mostrando ser uma oportunidade de investimento para os investidores.

Assim, recomenda-se a compra das ações da Ibersol. Como é possível verificar, as três avaliações são coerente.

10. Anexos

Anexo 1: Organização do Grupo Ibersol



Anexo 2: Demonstração de Resultados

Demonstração de Resultados - EUR m	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rendimentos e Gastos										
Rendimentos Operacionais										
Volume de Negócios	212.093.913	194.523.145	171.310.888	172.488.162	187.466.894	191.591.166	195.806.171	200.113.907	204.316.299	206.359.462
Outros Rendimentos Operacionais	3.836.468	3.635.519	2.789.343	1.819.443	2.172.911	1.915.912	1.958.062	2.001.139	2.043.163	2.063.595
Total de Rendimentos Operacionais	215.930.381	198.158.664	174.100.231	174.307.605	189.639.805	193.507.077	197.764.233	202.115.046	206.359.462	208.423.057
Gastos Operacionais										
CMVM	46.006.474	43.839.992	40.061.284	40.630.031	44.031.371	44.506.628	45.485.774	46.486.461	47.462.676	47.937.303
Margem Bruta	169.923.907	154.318.672	134.038.947	133.677.574	145.608.434	149.000.450	152.278.459	155.628.586	158.896.786	160.485.754
Fornecimento e Serviços Externos	67.106.290	63.658.074	58.470.520	57.831.554	60.748.902	60.748.902	60.748.902	60.748.902	60.748.902	60.748.902
Gastos com o Pessoal	68.097.200	65.087.845	56.729.057	55.422.964	57.924.129	57.924.129	57.924.129	57.924.129	57.924.129	57.924.129
Outros Gastos Operacionais	2.404.621	2.253.052	1.697.686	1.798.690	1.548.479	1.935.071	1.977.642	2.021.150	2.063.595	2.084.231
Total dos Gastos Operacionais	183.614.585	174.838.963	156.958.547	155.683.239	164.252.881	165.114.730	166.136.447	167.180.642	168.199.302	168.694.565
EBITDA	32.315.796	23.319.701	17.141.684	18.624.366	25.386.924	28.392.348	31.627.786	34.934.404	38.160.160	39.728.492
Amortização, depreciação e perdas por imparidade	11.025.848	12.894.484	11.566.182	12.172.584	14.451.847	17.415.637	17.798.781	18.190.354	16.508.757	16.673.845
EBIT	21.289.948	10.425.217	5.575.502	6.451.782	10.935.077	10.976.711	13.829.005	16.744.050	21.651.403	23.054.648
Taxa de Imposto						25%	25%	25%	24%	24%
Imposto sobre o Rendimento	4.807.070	2.640.900	691.047	471.952	1.130.455	2.744.178	3.457.251	4.186.012	5.196.337	5.533.115
EBIT(L-t)	16.482.878	7.784.317	4.884.455	5.979.830	9.804.622	8.232.533	10.371.754	12.558.037	16.455.066	17.521.532
Custo de Financiamento Líquido					1.889.388	2.176.250	2.215.607	2.255.830	2.295.069	2.314.147
Resultado Líquido					7.915.234	6.056.284	8.156.147	10.302.208	14.159.997	15.207.385

Anexo 2: Balanço Consolidado

Demonstração de Resultados - EUR m		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ativo											
Ativo não corrente											
Ativos fixos tangíveis		121.039.747	123.224.419	119.826.752	121.478.006	132.109.999	154.805.662	158.211.386	161.692.037	165.087.570	166.738.445
Goodwill		42.903.548	43.034.262	42.498.262	42.677.991	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588
Ativos Intangíveis		17.636.188	16.205.541	16.532.724	15.309.535	13.493.705	15.480.566	15.821.139	16.169.204	16.508.757	16.673.845
Impostos diferidos ativos		606.486	1.054.915	935.834	951.668	531.418	531.418	531.418	531.418	531.418	531.418
Investimentos financeiros		1.004.417	733.685	926.600	354.700	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914
Outros ativos não correntes		1.740.203	1.710.740	1.604.632	1.632.344	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814
Total de ativos não correntes		184.930.589	185.963.562	182.324.804	182.404.244	191.036.438	215.718.962	219.465.259	223.293.975	227.029.061	228.845.024
Ativo corrente											
Inventário		4.169.134	3.590.104	3.519.788	5.031.702	5.937.327	6.058.405	6.191.690	6.327.907	6.460.793	6.525.401
Caixa e Equivalentes de Caixa		29.361.466	29.316.069	26.748.790	22.166.785	13.566.782	2.504.971	8.312.532	16.214.486	28.032.926	42.101.868
Clientes		4.794.361	4.189.544	4.906.579	3.930.770	3.733.279	3.809.411	3.893.218	3.978.869	4.062.425	4.103.049
Outros ativos correntes		8.962.055	4.690.301	6.482.552	4.789.240	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258
Total de ativos correntes		47.287.016	41.786.018	41.657.709	35.918.497	28.469.646	17.605.045	23.629.698	31.753.519	43.788.402	57.962.576
Total do ativo		232.217.605	227.749.580	223.982.513	218.322.741	219.506.084	233.324.007	243.094.957	255.047.494	270.817.462	286.807.600
Capital Próprio											
Capital e reservas atribuíveis aos detentores do capital											
Capital Social		20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Ações próprias		-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644	-11.179.644
Goodwill		156.296	156.296	156.296	156.296	156.296	156.296	156.296	156.296	156.296	156.296
Reservas e Resultados Transitados		80.921.301	95.293.425	100.428.555	101.929.821	104.603.959	112.360.047	118.416.331	126.572.478	136.874.686	151.034.683
Resultado líquido do exercício		14.563.886	6.125.138	2.513.579	3.576.462	7.756.088	6.056.284	8.156.147	10.302.208	14.159.997	15.207.385
		104.461.839	110.395.215	111.918.786	114.482.935	121.336.699	127.392.983	135.549.130	145.851.338	160.011.335	175.218.720
Interesses não controlados		4.870.772	4.449.991	4.680.545	4.957.161	4.976.886	4.976.886	4.976.886	4.976.886	4.976.886	4.976.886
Total do capital próprio		109.332.611	114.845.206	116.599.331	119.440.096	126.313.585	132.369.869	140.526.016	150.828.224	164.988.221	180.195.606
Passivo											
Passivo não corrente											
Empréstimos		46.452.224	44.331.622	36.983.045	23.417.821	24.028.060	28.891.343	29.558.581	30.240.498	30.905.739	31.229.173
Impostos diferidos passivos		10.647.703	10.820.760	10.287.213	9.847.843	7.702.843	7.702.843	7.702.843	7.702.843	7.702.843	7.702.843
Provisões		33.257	33.257	33.257	98.690	32.118	32.118	32.118	32.118	32.118	32.118
Outros passivos não correntes		353.400	420.552	325.188	411.298	268.561	268.561	268.561	268.561	268.561	268.561
Total de passivos não correntes		57.486.584	55.606.191	47.628.703	33.775.652	32.031.582	36.894.865	37.562.103	38.244.020	38.909.261	39.232.695
Passivo corrente											
Empréstimos		15.119.384	13.313.341	17.855.569	23.255.851	14.803.757	17.051.378	17.359.750	17.674.905	17.982.354	18.131.833
Fornecedores		21.169.568	21.767.130	21.983.080	23.439.185	27.146.148	27.699.732	28.309.126	28.931.927	29.539.497	29.834.892
Acréscimos de custos		8.558.504	7.945.492	8.626.348	6.901.355	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952
Imposto sobre o rendimento		761.444	369.611	449.017	630.868	1.257.399	1.354.550	1.384.350	1.414.805	1.444.516	1.458.961
Outros passivos correntes		19.789.509	13.902.609	10.840.465	10.879.734	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661
Total de passivos correntes		65.398.409	57.298.183	59.754.479	65.106.993	61.160.917	64.059.273	65.006.838	65.975.251	66.519.981	67.379.299
Total do passivo		122.884.993	112.904.374	107.383.182	98.882.645	93.192.499	100.954.138	102.568.942	104.219.271	105.829.241	106.611.994
Total do capital próprio e passivo		232.217.604	227.749.580	223.982.513	218.322.741	219.506.084	233.324.007	243.094.957	255.047.494	270.817.462	286.807.600
Control		1	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Anexo 3: Mapa Working Capital

IBERSOL		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total do capital investido											
Ativos Fixos Tangíveis		121.039.747	123.224.419	119.826.752	121.478.006	132.109.999	154.805.662	158.211.386	161.692.037	165.087.570	166.738.445
Goodwill		42.903.548	43.034.262	42.498.262	42.677.991	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588	40.594.588
Ativos Intangíveis		17.636.188	16.205.541	16.532.724	15.309.535	13.493.705	15.480.566	15.821.139	16.169.204	16.508.757	16.673.845
Impostos Diferidos Ativos		606.486	1.054.915	935.834	951.668	531.418	531.418	531.418	531.418	531.418	531.418
Investimentos Financeiros		1.004.417	733.685	926.600	354.700	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914	2.818.914
Outros Ativos não Correntes		1.740.203	1.710.740	1.604.632	1.632.344	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814	1.487.814
		184.930.589	185.963.562	182.324.804	182.404.244	191.036.438	215.718.962	219.465.259	223.293.975	227.029.061	228.845.024
Working Capital (Assets)											
Clientes		4.794.361	4.189.544	4.906.579	3.930.770	3.733.279	3.809.411	3.893.218	3.978.869	4.062.425	4.103.049
Inventários		4.169.134	3.590.104	3.519.788	5.031.702	5.937.327	6.058.405	6.191.690	6.327.907	6.460.793	6.525.401
Outros Ativos Correntes		8.962.055	4.690.301	6.482.552	4.789.240	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258	5.232.258
Necessidades Cíclicas		17.925.550	12.469.949	14.908.919	13.751.712	14.902.864	15.100.074	15.317.166	15.539.034	15.755.476	15.860.708
Working Capital (Liabilities)											
Fornecedores		21.169.568	21.767.130	21.983.080	23.439.185	27.146.148	27.699.732	28.309.126	28.931.927	29.539.497	29.834.892
Acrescimos de Custos		8.558.504	7.945.492	8.626.348	6.901.355	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952	9.387.952
Impostos Sobre o Rendimento		761.444	369.611	449.017	630.868	1.257.399	1.354.550	1.384.350	1.414.805	1.444.516	1.458.961
Outros Passivos Correntes		19.789.509	13.902.609	10.840.465	10.879.734	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661	8.565.661
Recursos Cíclicos		50.279.025	43.984.842	41.898.910	41.851.142	46.357.160	47.007.894	47.647.089	48.300.345	48.937.626	49.247.467
Net Working Capital		-32.353.475	-31.514.893	-26.989.991	-28.099.430	-31.454.296	-31.907.820	-32.329.923	-32.761.311	-33.182.150	-33.386.758
Total Operating Invested Capital		152.577.114	154.448.669	155.334.813	154.304.814	159.582.142	183.811.142	187.135.336	190.532.663	193.846.910	195.458.266
Varição Total do capital Investido		1.871.555	886.144	-1.029.999	5.277.328	24.229.000	3.324.195	3.397.327	3.314.247	1.611.355	1.611.355
Varição Total do capital Investido(%)			1,23%	0,57%	-0,66%	3,42%	15,18%	1,81%	1,82%	1,74%	0,83%

Anexo 4: Rácios para o WACC

Ibersol Grupo		Rácios				
WACC		2010	2011	2012	2013	2014
Número de Ações						20.000.000
Cotação Ação						6,80
	Capitalização Bolsista					136000000
Passivo não Corrente		57.486.584	55.606.191	47.628.703	33.775.652	32.031.582
Empréstimos Corrente		15.119.384	13.313.341	17.855.569	23.255.851	14.803.757
	Debt	72.605.968	68.919.532	65.484.272	57.031.503	46.835.339
Caixa e Equivalentes de Caixa		29.361.466	29.316.069	26.748.790	22.166.785	13.566.782
	Net Debt	43.244.502	39.603.463	38.735.482	34.864.718	33.268.557
	Debt (%)					20%
	Equity					136.000.000
	Equity (%)					80%
Total (EV)						169.268.557
	Juros					1.840.453
	Rd					5,53%

Anexo 5: Modelo CAPM

IBERSOL CAPM

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

Taxas de rendibilidade de obrigações do Tesouro (OT) (10 anos)

Obrigações do Tesouro (10 anos)	2014					2015							
	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maió	Junho	Julho	Agosto
Portugal	3,47	3,18	3,21	3,13	2,81	2,49	2,32	1,74	1,87	2,41	2,93	2,74	2,52

Rf 2,68%

Rm-Rf 6,00%

Re 7,34%

Rd 5,53%

D 19,65%

E 80,35%

(1-t) 78%

$$WACC = [E \times Re] + [D \times Rd \times (1-t)]$$

WACC 6,72%

Anexo 6: Análise de Sensibilidade

IBERSOL
Análise de Sensibilidade

Cost of Debt	Ibersol	Portugal	
	6,03%	5,53%	5,00%
8,79	9,31	9,24	

WACC	Ibersol	Portugal	
	6,94%	6,72%	6,50%
8,38	9,31	9,66	

Anexo 7: Análise de Sensibilidade – Mapa de cash flow pessimista

IBERSOL		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Mapa Cash Flow												
	EBIT	21.289.948	10.425.217	5.575.502	6.451.782	10.935.077	4.929.141	7.401.185	9.922.669	14.282.867	18.758.367	
	EBIT(1-t)	16.482.878	7.784.317	4.884.455	5.979.830	9.804.622	3.696.856	5.550.889	7.442.002	10.712.150	14.068.775	14.322.013
	Total do capital investido	152.577.114	154.448.669	155.334.813	154.304.814	159.582.142	210.968.887	216.503.947	220.179.798	223.554.230	226.989.401	
Variação do capital investido			1.871.555	886.144	-1.029.999	5.277.328	51.386.745	5.535.060	3.675.851	3.374.432	3.435.171	4.085.809
	Free Cash Flow to the Firm	16.482.878	5.912.762	3.998.311	7.009.829	4.527.294	-47.689.889	15.829	3.766.150	7.337.719	10.633.604	10.236.204
	Taxa de crescimento											
	WACC						6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
	WACC - G						6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	4,92%
	VA DO FCFF FUTURO					122.247.013	178.145.835	190.092.566	199.091.203	205.122.533	208.262.984	
	VA FCF + FCF						130.455.946	190.108.394	202.857.353	212.460.252	218.896.588	
	NET DEBT					33.268.557						
	EQUITY VALUE					88.978.456						
# AÇÕES						20.000.000						
VALOR DA AÇÃO						4						

Anexo 8: Análise de Sensibilidade – Mapa de cash flow otimista

IBERSOL										
Mapa Cash Flow										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	21.289.948	10.425.217	5.575.502	6.451.782	10.935.077	11.864.723	15.780.855	20.083.380	26.660.848	31.311.532
EBIT(1-t)	16.482.878	7.784.317	4.884.455	5.979.830	9.804.622	8.898.542	11.835.642	15.062.535	20.262.244	23.796.764
Total do capital investido	152.577.114	154.448.669	155.334.813	154.304.814	159.582.142	212.541.747	217.936.658	223.863.867	229.980.747	236.293.367
Varição do capital investido		1.871.555	886.144	-1.029.999	5.277.328	52.959.605	5.394.911	5.927.209	6.116.880	6.312.620
Free Cash Flow to the Firm	16.482.878	5.912.762	3.998.311	7.009.829	4.527.294	-44.061.063	6.440.730	9.135.326	14.145.365	17.484.144
Taxa de crescimento										
WACC						6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
WACC - G						6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
VA DO FCFF FUTURO					344.815.012	412.030.533	433.257.808	453.215.907	469.504.161	483.547.397
VA FCFF + FCF						367.969.470	439.698.538	462.351.233	483.649.525	501.031.542
NET DEBT					33.268.557					
EQUITY VALUE					311.546.455					
# AÇÕES					20.000.000					
VALOR DA AÇÃO					16					

11. Bibliografia

a) Livros

- Mota Gomes, A., Custódio C. (2007) *Finanças da Empresa*
- Copeland, T.E., Koller, T. and Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Third edition, New York: Wiley.
- Damodaran, A. (1994) *Damodaran on Valuation* (1st edition), New York: Wiley Finance.
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd Edition), New York: Wiley Finance.

b) Artigos Académicos

- Bruner R., Eades K., Harris R., Higgins R. (1988) “Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis”
- Cooper, I., and Nyborg, K. (2006), The value of tax shields IS equal to the present value of tax shields, *Journal of Finance and Economics*, Vol. 40, No.2.
- Damodaran, A. (2006) “Valuation Approaches and Metrics: A Survey on the Theory and Evidence”, Stern School of Business, pp. 1–77.
- Damodaran, A. (2007) “Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications”, Stern School of Business, pp. 1–69.
- Damodaran, A. (2008) What is the Risk-free Rate? A Search for the Basic Building Block. Stern School of Business, pp.1-33
- Damodaran, A. (2010) “Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2010 Edition, Stern School of Business, pp.1-89
- Fernández, P., 2004, Equivalence of ten different discounted cash flow valuation methods, IESE Business School.
- Fernández, P., 2007, Company valuation methods. The most common errors in valuations, IESE Business School.
- Fernández, P. (2008) “Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting”, IESE Business School, pp. 1-25.
- Fernández, P. (2008) “Levered and Unlevered Beta”, 2nd version, IESE Business School.
- Fletcher, H., and Ulrich, T. (2002) “The melting of financial and valuation analysis: an application”, *Journal of Finance and Accountancy*, pp. 1-12.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005) “The Right Role for Multiples in Valuation”, University of Pennsylvania - Finance Department; Emory University-Goizueta Business School McKinsey on Finance, No. 15, pp. 7-11
- Luehrman, T.A. (1997) “Using APV: A Better Tool for Valuing Operations”. *Harvard Business Review*, pp. 3-10.
- Luehrman, T.A. (1997) “What’s it Worth?: A General Manager’s Guide to Valuation”, *Harvard Business Review*, pp. 132-141
- Miles, A., and Ezzel, R. (1980) “The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 15, No. 3 (Sep., 1980), pp. 719-730
- Vernimmen, P., Quiry, P., *Corporate Finance: Theory and Practice*. Chichester; Hoboken, NJ: Wiley, 2005

c) Websites

- Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/pt-PT/Paginas/inicio.aspx>
- Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/>
- Damodaran's website: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Ibersol website: <http://www.ibersol.pt/>
- IMF: <http://www.imf.org/external/> <http://www.imf.org/external/>
- Yahoo Finance: <http://www.finance.yahoo.com/>
- Quandl: <https://www.quandl.com/>

d) Outras Fontes

- Relatório e Contas 2014
- Relatório e Contas 2013
- Relatório e Contas 2012
- Relatório e Contas 2011
- Relatório e Contas 2010