

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

**Estudo de viabilidade económica de um investimento
imobiliário/hoteleiro em zona nobre da cidade de Lisboa**

Hugo Miguel Lobo Pires

Mestrado em Gestão Aplicada

Orientador:
Professor Doutor Pedro Manuel de Sousa Leite Inácio, Professor Auxiliar,
ISCTE-IUL

Janeiro, 2022



BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Finanças

**Estudo de viabilidade económica de um investimento
imobiliário/hoteleiro em zona nobre da cidade de Lisboa**

Hugo Miguel Lobo Pires

Mestrado em Gestão Aplicada

Orientador:

Professor Doutor Pedro Manuel de Sousa Leite Inácio, Professor Auxiliar,
ISCTE-IUL

Janeiro, 2022

Agradecimentos

A realização deste projeto contou, inevitavelmente, com importantes apoios e incentivos sem os quais não se teria tornado uma realidade. Pelo que é aqui devida uma palavra de reconhecimento a todos os que prestaram os seus contributos.

Agradecer ao Professor Doutor Pedro Manuel de Sousa Leite Inácio por ter aceitado ser o orientador deste projeto e apresentado total disponibilidade no acompanhamento e orientação ao longo da execução do mesmo. A escolha deste tema não teria sido o mesmo sem a motivação pela área desenvolvida ao longo deste ano e, em especial, na disciplina por si lecionada.

Agradecer também a todos os docentes e funcionários da Escola de Gestão do ISCTE-IUL que durante este período contribuíram para a minha formação académica e que de forma direta ou indireta cooperaram para que a realização deste projeto se tornasse possível.

Resumo

O retorno de forma adequada do capital investido, assim como a criação de valor, apresentam atualmente uma preocupação constante e generalista em qualquer setor de atividade. O sucesso da tomada de decisão de investir encontra-se intrinsecamente associado à necessidade da elaboração prévia de um projeto de investimento, que o sustente e justifique.

O objetivo do presente trabalho é apresentar um estudo de viabilidade económica de um investimento realizado no âmbito imobiliário/hoteleiro em zona nobre da cidade de Lisboa, determinando desta forma se este se traduz em uma mais-valia para a empresa, criando valor e permitindo o retorno adequado do investimento no período estabelecido.

A exposição sucinta do que de mais relevante é efetuado ao nível dos projetos de investimento e conceitos subjacentes de contributo significativo ao estudo realizado sucede à aplicação dos mesmos aos dados recolhidos e posterior análise crítica de resultados.

Da aplicação dos critérios de avaliação de projetos de investimento ao estudo efetuado, estes indicam que o projeto não é economicamente viável, uma vez que não permite cobrir o investimento realizado. Ao trabalhar com valores previsionais, os mesmos encontram-se sujeitos a um nível de incerteza associado, risco.

Palavras-chave: Projetos de Investimento; Viabilidade Económica; Capital Investido; Fluxos de Caixa; Valor Atual Líquido

Sistema de classificação JEL: G11 – Investment Decisions; O22 – Project Analysis

Abstract

The adequate return on invested capital, as well as value creation, are currently a constant and generalist concern in any sector of activity. The success of the decision-making to invest is intrinsically associated with the need for the prior elaboration of an investment project, which sustains and justifies it.

The objective of this work is to present an economic feasibility study of an investment made in the real estate/hotel environment in prime area of the city of Lisbon, thus determining whether this translates into an added value for the company, creating value and allowing the adequate return on investment in the established period.

The succinct exposure of what is most relevant is made at the level of the investment projects and underlying concepts of significant contribution to the study carried out follows the application of the data collected and subsequent critical analysis of results.

From the application of the evaluation criteria of investment projects to the study carried out, these indicate that the project is not economically viable, since it does not allow to cover the investment made. When working with predictive values, they are subject to an associated level of uncertainty, risk.

Keywords: Investment Projects; Economic Viability; Capital Investment; Cash-Flow; Net Present Value

JEL Classification System: G11 – Investment Decisions; O22 – Project Analysis

Sumário executivo

A sociedade anónima IMOTELSA resultou da aquisição da totalidade do seu capital e das prestações suplementares, a um fundo de investimento imobiliário fechado, feita pelo seu atual acionista, no início do ano de 2014 em contrapartida do pagamento de 8,6 milhões de euros.

À data da aquisição, a sociedade adquirida era titular de um ativo fixo tangível (prédio urbano – terreno), sito em Lisboa para o qual existia licença de construção de um edifício destinado a hotel emitida pela Câmara Municipal de Lisboa.

Iniciada a construção do edifício, no terreno agora propriedade da empresa, e o seu posterior apetrechamento com o mobiliário, acessórios e equipamento necessários, o hotel ficou concluído em 31 de agosto de 2017, tendo o custo total da unidade hoteleira sido de 20,2 milhões de euros.

Após negociação, foi celebrado um contrato de arrendamento, em 2017, na modalidade de arrendamento de espaço equipado, sujeito a IVA, para a exploração do hotel, contra o pagamento de uma renda anual no valor de 1,9 milhões de euros, acrescida de IVA à taxa legal em vigor, devendo a renda ser paga em duodécimos mensais de 158,3 mil euros, acrescida de IVA à taxa legal em vigor.

A análise realizada no âmbito do presente trabalho teve por base a revisão dos valores subsequentes ao investimento direto respeitante à aquisição do terreno e edificação da unidade hoteleira no valor global de 28,8 milhões de euros.

À data de elaboração do presente estudo, para o projeto de investimento admitiu-se um período de investimento realizado ao longo de 4 anos, e um período de exploração de 5 anos.

Dos valores recolhidos, assim, como dos estimados e ainda dos previstos resulta um valor atual líquido negativo de 1,9 milhões de euros (calculado à taxa de 9,99%), indicador de que o projeto não tem criado valor para o acionista, uma vez que não tem permitido remunerar adequadamente o investimento realizado. No entanto a consideração de um valor residual menos conservador poderá viabilizar o projeto, pelo que o mesmo não deve ser abandonado.

Deve-se ainda realçar, que o investimento realizado ficou afetado de forma negativa pela pandemia de COVID19, onde de forma direta, as receitas apresentaram uma redução significativa durante o período entre 2020 e 2021.

Índice

Agradecimentos.....	i
Resumo.....	iii
Abstract.....	v
Sumário executivo.....	vii
Índice.....	ix
Índice de quadros.....	xi
1 Introdução.....	1
1.1 Enquadramento.....	1
1.2 Objetivo.....	1
1.3 Estrutura do projeto.....	2
2 Revisão de literatura.....	5
2.1 Projetos de investimento.....	5
2.2 Conceitos básicos.....	6
2.2.1 Valor atual.....	6
2.2.2 Capital investido.....	6
2.2.3 <i>Cash-flow</i>	6
2.2.4 Amortizações.....	7
2.2.5 Valor residual do investimento.....	7
2.2.6 Vida económica de um investimento.....	8
2.3 Critérios de avaliação.....	8
2.3.1 Valor atual líquido (VAL).....	8
2.3.2 Taxa interna de rendibilidade (TIR).....	9
2.3.3 Comparação entre o VAL e a TIR.....	9
2.3.4 Índice de rendibilidade ou retorno do investimento.....	9
2.3.5 Período de recuperação do capital investido.....	10
2.4 Atividades de financiamento.....	10
2.4.1 Fontes de financiamento internas.....	10
2.4.2 Fontes de financiamento externas.....	11
2.4.3 Prestações suplementares.....	11
2.4.4 Suprimentos.....	11
2.5 Estrutura de capital.....	11
2.5.1 Principais critérios a considerar na decisão sobre a estrutura de capitais.....	12
3 Contextualização.....	15

3.1 A empresa.....	15
3.2 Aditamento e adenda ao contrato	16
3.3 Fundo de renovação e melhoria.....	17
4. Resultados obtidos.....	19
4.1 Análise histórica	19
4.1.1 Demonstração de resultados	19
4.1.2 Balanço	22
4.2 Estimativa e previsão de resultados.....	25
4.2.1 Pressupostos	25
4.2.3 Avaliação.....	29
4.2.4 Revisão	30
5. Conclusão	33
Bibliografia.....	35
Anexos.....	37
Anexo A - Demonstração individual dos resultados por natureza	37
Anexo B – Balanço individual	38
Anexo C – Folha de cálculo	40

Índice de quadros

Quadro 4.1 – Demonstração individual dos resultados por natureza em euros, 2017 a 2021..	19
Quadro 4.2 – Balanço individual em euros, 2017 a 2021	22
Quadro 4.3 – Valores estimados em euros, 2022	27
Quadro 4.4 – Valores previsionais em euros, 2023 a 2026.....	28
Quadro 4.5 – Critérios de avaliação	29
Quadro 4.6 – Valor residual necessário em euros, 2026.....	30
Quadro 4.7 – Renda anual necessária em euros	30
Quadro 4.8 – Custo de oportunidade em euros, 2017	31
Quadro 4.9 – Taxa real de valorização imobiliária	31

Glossário de siglas

CSC	Código das Sociedades Comerciais
EBIAT	Lucros Antes dos Juros Após Impostos
EBIT	Lucros Antes dos Juros e Impostos
EBITDA	Lucros Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
FF&E	Mobiliário, acessórios e equipamento
GOP	Resultado Operacional Bruto
INE	Ínstituto Nacional de Estatística
IPC	Índice de Preços no Consumidor
MEP	Método de Equivalência Patrimonial
NCRF	Norma Contabilística e de Relato Financeiro
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
RCP	Rendibilidade do Capital Próprio
TIR	Taxa Interna de Rendibilidade
VAL	Valor Atual Líquido

1 Introdução

1.1 Enquadramento

O presente trabalho enquadra-se no âmbito do Mestrado em Gestão Aplicada, lecionado na Escola de Gestão, parte integrante do ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa. A modalidade selecionada foi o projeto, o qual permitirá aplicar os conhecimentos adquiridos ao longo das disciplinas lecionadas assim como aprofundar diferentes conceitos com elas relacionados.

A escolha do presente tema, estudo de viabilidade económica de um investimento imobiliário/hoteleiro em zona nobre da cidade de Lisboa, surge da necessidade profissional em aprofundar definições subjacentes à temática relacionada com a elaboração de projetos de investimentos, assim como do interesse quanto à compreensão e análise de relatórios financeiros.

O objetivo de qualquer investidor é aplicar hoje o seu dinheiro tendo em vista obter, num dado momento futuro, um valor superior ao investido. Mas ser apenas superior não é suficiente, exige-se que o valor gerado remunere adequadamente o capital investido (Miguel, 2020).

O que se pretende ao analisar a viabilidade de um determinado investimento é precisamente verificar se gera ou não essa remuneração (Miguel, 2020).

A avaliação financeira de um projeto de investimento consiste, muito simplesmente, em identificar todos os fluxos financeiros gerados pelo projeto, aplicando posteriormente um conjunto de metodologias de avaliação que nos permitem avaliar se o projeto é ou não economicamente viável (Mota, et al., 2020)

O retorno de forma adequada do capital investido, assim como a criação e a maximização de valor, apresentam atualmente uma preocupação constante e generalista em qualquer setor de atividade. O sucesso da tomada de decisão encontra-se intrinsecamente associado à necessidade da elaboração prévia de um projeto de investimento, que o sustente e justifique.

1.2 Objetivo

A realização do presente trabalho pretende assim apresentar um estudo de viabilidade económica e financeira de um investimento realizado no âmbito imobiliário/hoteleiro, determinando desta forma se este se traduz em uma mais-valia para a empresa, criando valor e permitindo o retorno adequado do investimento no período estabelecido.

O investimento em análise, concretizou-se durante o ano de 2014 através da celebração de um contrato de compra e venda de ações e de cessão de prestações suplementares a um fundo de investimento imobiliário fechado. O mesmo é titular de um ativo fixo tangível (prédio urbano – terreno), sito em Lisboa, para o qual já existia uma licença de construção de um edifício destinado à exploração hoteleira emitida pela Câmara Municipal de Lisboa.

Após o término da construção do edifício, e posterior apetrechamento com o mobiliário, acessórios e equipamento necessários, o hotel ficou concluído em agosto de 2017, tendo o custo total do investimento realizado sido de 28,8 milhões de euros, e sobre o qual foi negociado um contrato de arrendamento/exploração.

Para a concretização do objetivo enunciado é necessário a seleção/recolha de dados e a devida revisão documental dos mesmos para posterior análise e elaboração do estudo proposto. Os dados mencionados referem-se sobretudo a dados financeiros recolhidos fundamentalmente das demonstrações financeiras e relatórios de gestão da empresa, com vista à obtenção de resultados cuja análise crítica permita avaliar o investimento realizado.

Este trabalho pretende ainda contribuir para o estado de conhecimento no domínio de projetos de investimento, assim como do papel cada vez mais importante da realização dos mesmos. A sua conclusão compreende ainda possíveis linhas de orientação de análises futuras.

1.3 Estrutura do projeto

O projeto apresentado está estruturado em 5 capítulos ao longo dos quais o objetivo a que este se propõe será desenvolvido e alcançado.

Capítulo 1 – Introdução – identificação dos objetivos a que o projeto se propõe

Capítulo 2 – Revisão de literatura – exposição sucinta do que de mais relevante é efetuado ao nível dos projetos de investimento e conceitos subjacentes de contributo significativo ao estudo realizado.

Capítulo 3 – Contextualização – caracterização genérica da sociedade promotora e do investimento por esta realizado, assim como dos diversos fatores a ter em consideração na realização do estudo apresentado, em pormenor do contrato de exploração celebrado e respetivas adendas.

Capítulo 4 – Resultados obtidos – revisão e análise dos dados alcançados resultantes do estudo efetuado e justificação de todos os pressupostos assumidos à obtenção dos mesmos.

Capítulo 5 – Conclusão – apresentação em síntese das principais conclusões resultantes do estudo efetuado à realização do presente projeto.

Bibliografia – Referências bibliográficas.

Anexos – Contêm toda a documentação relevante.

2 Revisão de literatura

2.1 Projetos de investimento

O projeto de investimento é um conceito que pode ser entendido segundo diferentes óticas, sendo que todo o projeto de investimento implica sempre a aplicação de fundos em ativos reais ou financeiros com o objetivo de obter um excedente que remunere adequadamente a despesa efetuada, num prazo mais ou menos longo (Esperança & Matias, 2009)

De acordo com a OCDE (1971), Manuel d'analyse des projects industrielles dans les pays en voie de développement, um projeto de investimento equivale a utilizar num futuro próximo recursos raros, ou pelo menos limitados, na esperança de obter como contrapartida durante um certo período de tempo um benefício financeiro ou receita resultante da venda de um produto ou uma vantagem social.

De acordo com Johnson e Scholes (2002), os bons projetos são os que dão valor aos *stakeholders* e que representam a capacidade de criação de riqueza a longo prazo ou, por outras palavras, uma prestação de serviços com valor acrescentado.

Os projetos requerem a utilização de recursos estruturados de uma forma inovadora e única, por um período de tempo específico, a fim de criar mudanças positivas (transformação) no negócio (Turner & Müller, 2003) e, conseqüentemente, contribuir para os objetivos organizacionais. Estas melhorias estratégicas no negócio são chamadas de «benefícios», que consistem em incrementos de valor do negócio, não apenas na perspetiva dos acionistas, mas também de clientes, fornecedores ou mesmo numa perspetiva social (Zwikael & Smyrk, 2011).

Todas estas definições, apesar das suas diferentes óticas não diferem significativamente no seu conteúdo, donde se pode concluir que todo o projeto de investimento implica sempre uma afetação de recursos num momento próximo, tendo em vista a obtenção de determinados benefícios num período de tempo mais ou menos longo (Barros, 1995).

A avaliação económica/financeira de um projeto de investimento consiste, muito simplesmente, em identificar todos os fluxos financeiros (cash-flows) gerados pelo projeto, aplicando posteriormente um conjunto de metodologias de avaliação que nos permitem avaliar se o projeto é ou não economicamente viável. (Mota, et al., 2020)

2.2 Conceitos básicos

2.2.1 Valor atual

Quando se adquire um determinado bem (investimento) que em vez de consumo imediato, se destina a produzir um determinado valor no futuro (renda), procurar-se-á conhecer esse valor; é pois este o objetivo do investidor, que poderemos definir como a procura de ativos reais que valem mais que o seu custo (Barros, 1995).

O valor atual diz-nos, portanto, qual o valor, no momento presente, de uma receita ou despesa a realizar no futuro. Neste sentido é possível comparar as receitas e despesas previsionais geradas por um projeto de investimento, referindo-as a um mesmo período, geralmente o momento de decisão (Barros, 1995).

2.2.2 Capital investido

O capital investido mede o montante de fundos que a empresa consagra à realização de um projeto de investimento. O montante investido compreende principalmente as despesas de aquisição e construção, mas igualmente todos os custos inerentes à colocação em funcionamento (Barros, 1995).

2.2.3 Cash-flow

A realização ou não de um projeto de investimento depende essencialmente da sua rentabilidade futura, ou por outras palavras, da capacidade de aquele gerar fluxos financeiros (receitas) num futuro mais ou menos próximo, de modo a cobrir as despesas efetuadas com a sua realização e funcionamento. Neste sentido há que apurar quais os fluxos anuais gerados pela exploração do projeto que devem ser comparados com as despesas realizadas. São esses fluxos anuais ao longo do período de vida do projeto de investimento que se convencionou chamar de *cash-flow* e que se obtém anualmente através do somatório dos resultados líquidos, reintegrações e/ou amortizações técnicas, provisões não utilizadas e encargos financeiros líquidos do efeito fiscal (Barros, 1995).

Como o valor residual dá normalmente origem à libertação de fluxos monetários, este deve ser adicionado ao último *cash-flow* previsional, caso a libertação de fundos se verifique (Barros, 1995).

2.2.4 Amortizações

O investimento permite à empresa proceder a amortizações, isto é, registar na contabilidade as reintegrações/depreciações do ativo imobilizado (perdas de valor) em função do tempo.

- a) Sob o ponto de vista económico, esta prática dá à empresa a possibilidade de reconstruir o montante de fundos iniciais, de modo a renovar o seu ativo e conservar um potencial de produção adequado.
- b) Por sua vez as amortizações são aceites como custo fiscal, pelo que permitem reduzir o montante dos impostos sobre os lucros. A amortização constitui um custo de exploração, mas não representa uma saída de dinheiro (a qual ocorreu quando se realizou a despesa de investimento respetiva), isto é, reflete o consumo do fator de produção (imobilizado).

2.2.5 Valor residual do investimento

O valor residual do investimento é estimado em função do seu período de funcionamento. A empresa fica na posse do valor residual das máquinas, que pode vender ou utilizar para outros fins. Este valor pode ser nulo ou mesmo negativo se necessita de despesas de desmontagem (Barros, 1995).

O mais frequente é que chegado o fim do período de vida do investimento, a empresa proceda a uma entrada de fundos que resulta em geral de duas situações:

- a) A venda dos equipamentos;
- b) A recuperação da totalidade, ou parte, das necessidades suplementares em fundo de maneo de que tinha necessidade no projeto.

No que diz respeito à venda dos equipamentos, é necessário ter em conta o valor residual do novo equipamento no fim da sua exploração, devendo ser adicionado ao último *cash-flow* do período considerado para o estudo (Barros, 1995).

O valor residual pode igualmente resultar da recuperação das necessidades de fundo de maneo necessário ao investimento. Os stocks podem ser liquidados, os créditos recuperados, as dívidas a curto prazo regularizadas, permitindo obter uma entrada de dinheiro apreciável e em princípio muito diferente da despesa inicial. Esta soma, isenta de impostos uma vez que se espera a sua realização ao valor contabilístico, é adicionada ao último *cash-flow* do investimento (Barros, 1995).

2.2.6 Vida económica de um investimento

A vida económica de um investimento representa o período de tempo durante o qual o investimento está em exploração. É sobre este período que convém fazer a previsão dos *cash-flows* de um projeto. A escolha deste período de tempo põe-se com certa acuidade. Logo, é necessário distinguir o período de vida física do período de vida económica de um investimento (Barros, 1995).

A vida física de um equipamento é determinada em função de um único fator de apreciação, a sua usura física. Esta última, segundo nos diz Pierre Massé, manifesta-se sob o ponto de vista industrial, pela diminuição da produtividade física dos equipamentos, seja pela perda de qualidade dos seus produtos, seja pelo acréscimo dos custo de conservação e reparação necessários para os manter em funcionamento (Barros, 1995).

O período de vida assim fixado é baseado em dados técnicos, além dos dados facultados pela experiência. Contudo num meio industrial dinâmico a depreciação qualitativa, também chamada desatualização ou obsolescência, inerente ao progresso técnico, vem abreviar a duração da vida física e dar lugar a um período de duração inferior chamado período de vida económica. A análise económica permite atualmente determinar a duração da vida ótima de um investimento, depois da qual é conveniente proceder à sua substituição (Barros, 1995).

2.3 Critérios de avaliação

O princípio da avaliação de um projeto de investimento assenta no exame das receitas geradas num período de tempo mais ou menos longo e comparadas com a despesa de investimento efetuada, que as gerou. Com o tempo, o progresso das técnicas de gestão, a racionalização crescente das decisões e a transformação das mentalidades, o investimento, noutros tempos domínio da intuição, foi objeto de uma apreciação mais objetiva (Barros, 1995).

Os critérios atualmente conhecidos para apreciar da oportunidade de um investimento diferem entre si. Propomo-nos examinar os principais critérios em razão da sua frequência de utilização e do valor que pensamos que lhes deve ser atribuído (Barros, 1995).

2.3.1 Valor atual líquido (VAL)

Este critério, fundado na atualização, compara o valor atual dos *cash-flows* gerados pelo projeto de investimento com o investimento realizado (Mota, et al., 2020).

A decisão deve ser de aceitar o projeto de investimento quando o VAL for positivo ($VAL \geq 0$), uma vez que permite não só recuperar o investimento realizado e remunerar os capitais investidos à taxa pretendida, como ainda gerar um excedente (Mota, et al., 2020)

2.3.2 Taxa interna de rentabilidade (TIR)

A taxa interna de rentabilidade (TIR) é a taxa de desconto que torna nulo o VAL, ou seja, é a taxa máxima a que o investidor pode remunerar os capitais investidos. O projeto é economicamente viável sempre que a TIR for igual ou superior à taxa de desconto do projeto (Mota, et al., 2020)

2.3.3 Comparação entre o VAL e a TIR

Estes dois métodos são utilizados muitas vezes de forma complementar, pois respondem a necessidades de análise diferentes. Em geral, a TIR permite apreciar os projetos de forma imediata, selecionando os que se situam acima de um valor estabelecido para a taxa de atualização, e eliminando os que se situam abaixo desse nível (Barros, 1995).

O método do VAL a uma determinada taxa, permite a comparação entre projetos. Dois projetos podem ter TIR iguais e VAL diferentes, tudo dependendo da sua intensidade capitalística. De igual modo, um projeto A pode ter uma TIR inferior à de um projeto B, mas um VAL superior. Será a política financeira da entidade que investe que selecionará os projetos a executar em função das disponibilidades e das diversas alternativas em presença (Barros, 1995).

Neste caso recorre-se ao conceito de *cash-flow* diferencial ou incremental, onde obteremos uma taxa de indiferença (taxa a que os dois projetos têm VAL igual), e que é a TIR desse *cash-flow*. Então, tendo por base a taxa de atualização ou de custo de capital dos projetos em análise, poderemos optar pelo projeto A ou B, consoante os seus VAL possíveis forem maiores ou menores, acima ou abaixo daquela taxa de indiferença encontrada (Barros, 1995).

2.3.4 Índice de rentabilidade ou retorno do investimento

O retorno do investimento é um índice de rentabilidade, isto é, dá-nos a rentabilidade efetiva por unidade de capital investido (Mota, et al., 2020). O seu cálculo faz-se através da razão entre o valor atual dos *cash-flows* de exploração e o valor do investimento.

Este critério deriva diretamente do VAL, podendo ser igual, superior ou inferior à unidade relacionando-se com o valor atual líquido da seguinte forma:

- Superior à unidade, significa que o valor atual líquido é positivo e que, portanto, o projeto é aceitável (rentável);
- Igual à unidade, significa que o valor atual líquido é nulo e que, portanto, o projeto é rentável;

- Inferior à unidade, significa que, para a taxa de atualização utilizada, o valor atual é negativo, e que, portanto, o projeto não é rentável.

2.3.5 Período de recuperação do capital investido

Este método, como o nome indica, tem em linha de conta a duração de vida do projeto e dá-nos o prazo durante o qual os capitais investidos são recuperados, isto é, o número de anos necessários para igualar o VAL a zero (Mota, et al., 2020).

Um projeto de investimento deve ser aceite se o período de recuperação for igual ou inferior ao prazo necessário para recuperar os capitais investidos.

Este critério tem a conveniência de ser fácil de calcular, além de, à partida, poder eliminar projetos que não satisfaçam os objetivos definidos de acordo com os montantes disponíveis para investir (Barros, 1995).

Tem também certos inconvenientes, como, por exemplo, não ter em conta o que se passa para além do prazo de recuperação dos capitais investidos. Além disso não tem em conta o escalonamento dos *cash-flows* no tempo, sendo um critério que privilegia as disponibilidades em detrimento da rentabilidade económica do projeto (Barros, 1995).

2.4 Atividades de financiamento

Recorrendo à definição apresentada no § 3 da Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) n.º 2 – “Demonstração de Fluxos de Caixa”, atividades de financiamento “São as atividades que têm como consequência alterações na dimensão e composição do capital próprio e nos empréstimos obtidos pela entidade”.

Fontes de financiamento são formas utilizadas pelas organizações para a obtenção de recursos necessários ao pagamento da sua atividade. Essas fontes de financiamento poderão ser internas ou externas (Pereira, 2022)

2.4.1 Fontes de financiamento internas

As fontes de financiamento internas estão relacionadas com operações de autofinanciamento, ou seja, corresponde à utilização de recursos próprios, o que na prática corresponde à retenção pela própria entidade dos resultados por si gerados. O facto de não se proceder à distribuição dos lucros ou dividendos pelos sócios ou acionistas, as entidades estão a autofinanciar-se, com todas as vantagens daí decorrentes (Pereira, 2022).

Uma das principais vantagens será o facto de a entidade ter mais independência, não dependendo de capital externo. Outra grande vantagem será o facto de não ter de suportar custos de financiamento explícitos (Pereira, 2022).

2.4.2 Fontes de financiamento externas

As fontes de financiamento externas são as operações em que a entidade recorre a capital externo (Pereira, 2022). Estas fontes de financiamento podem ter duas origens:

- Recursos obtidos junto dos sócios – podem ter como objetivo reforçar o capital próprio ou podem tomar a forma de suprimentos.
- Recursos obtidos junto de entidades terceiras – tomam a forma de empréstimos (mútuos).

2.4.3 Prestações suplementares

Uma forma de financiamento externo da sociedade por parte dos sócios são as prestações suplementares, também comumente designadas prestações suplementares de capital (Pereira, 2022).

A preferência dos sócios pelo financiamento societário através deste instrumento, prender-se-á normalmente com duas ordens de razões: por um lado, os custos inferiores relativamente a um aumento de capital social e, por outro, a maior facilidade na sua restituição (Pereira, 2022).

2.4.4 Suprimentos

Em termos societários os suprimentos estão regulados no capítulo IV do Código das Sociedades Comerciais (CSC), em concreto nos artigos 243.º a 245.º, “Artigo 243.º Contrato de suprimentos, 1 – Considera-se contrato de suprimento o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio convencionava com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos seus sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo carácter de permanência. ...”

2.5 Estrutura de capital

A investigação que tem sido levada a cabo para fornecer as melhores bases de sustentação para as decisões de estrutura de capital, tem sofrido alterações relevantes ao longo do tempo, e abandono dos principais pressupostos, por exemplo Modigliani e Miller, devido à volatilidade dos mercados, à estratégia de crescimento pretendida pelos seus acionistas, aos

conflitos de interesses que de tais estruturas de capitais podem emergir, aos seus custos, entre outros (Gonçalves, 2021).

As opções das empresas relativamente ao financiamento por capitais próprios e/ou endividamento têm-se assumido como um tema fundamental das finanças empresariais. No fundo, pretende-se saber qual o melhor *trade-off*, entre estas duas variáveis ao menor custo de capital, que permita a otimização dos *cash-flows* disponíveis permitindo às empresas os investimentos, sejam eles financeiros ou em ativos reais, com VAL positivo e salvaguardando conjuntamente uma valorização da rentabilidade dos capitais próprios (Gonçalves, 2021).

2.5.1 Principais critérios a considerar na decisão sobre a estrutura de capitais.

Os principais critérios a considerar na decisão sobre a estrutura de capitais a ser adotada incluem, o critério do custo, o critério do risco, o critério do *agency costs* da dívida, o critério de *financial distress* e o critério da flexibilidade.

Critério do custo – De acordo com este princípio, a estrutura de capital ideal é aquela que minimiza o custo e maximiza a Rendibilidade do Capital Próprio (RCP). Defende-se que a dívida é mais barata do que o capital próprio e os juros são fiscalmente dedutíveis para efeitos do cálculo do IRC, ao passo que tal dedução não é permitida para os dividendos (Gonçalves, 2021).

Critério do risco – Quanto ao princípio do risco, defende-se que será preferível o capital próprio para financiar as necessidades de capital que o recurso ao endividamento. O recurso a mais dívida significa maior compromisso sob a forma de pagamento de juros, o que numa conjuntura desfavorável dos negócios pode levar a perdas na RCP. Existem dois riscos associados, o risco de negócio, que resulta do mercado, setor, ambiente macroeconómico em que a empresa se encontra inserida e resulta da volatilidade destas variáveis e como elas afetam a mesma, e como influenciam consequentemente quer as receitas quer as despesas da empresa, e o risco financeiro, associado ao efeito da alavancagem financeira, ou seja, o risco suportado na RCP devido à utilização do endividamento na definição de uma estrutura de capitais (Gonçalves, 2021).

Critério do *agency costs* da dívida – Na definição da estrutura de capital, deve ter-se em conta que o controlo da gestão permaneça inalterado. Salvedor-se que a entrada de novos capitais próprios poderá afetar o controlo existente, e bem assim, habitualmente, tem custos mais elevados que o recurso ao endividamento. No entanto, este endividamento também se pode traduzir num maior risco financeiro conforme refletido no ponto anterior. Quando uma empresa tem dívida poderá existir um conflito de interesses entre os detentores de capitais

próprio e detentores de dívida, já que a decisão ótima para quem tem o controlo da empresa e assumindo que o gestor toma as melhores decisões tendo em conta o melhor interesse do acionista, poderá a mesma não ser melhor para o detentor da dívida (Gonçalves, 2021)

Critério de *financial distress* – No recurso aos capitais alheios por intermédio do aumento do endividamento assumem-se como despesas fixas as verbas associadas ao serviço da dívida. Neste critério, a empresa deve ter sempre presente o mapa de serviço da dívida e verificar se tem capacidade de gerar *cash-flow* operacional suficiente para a sua cobertura (Gonçalves, 2021).

Critério da flexibilidade – Este critério mais não é do que a escolha da combinação de fontes de financiamento, sejam elas capitais alheios ou próprios, por forma a ajustar às necessidades de capital que a empresa necessita para cumprimento do seu plano de negócios (Gonçalves, 2021).

3 Contextualização

3.1 A empresa

A sociedade anónima sobre a qual incide este trabalho, para o período compreendido entre os anos de 2014 a 2021, e que daqui em diante será designada por IMOTELSA, resultou da aquisição da totalidade do seu capital e das prestações suplementares, a um fundo de investimento imobiliário fechado, feita pelo seu atual acionista.

A aquisição concretizou-se no início do ano de 2014, através da celebração de um contrato de compra e venda de ações e de cessão de prestações suplementares, entre o fundo de investimento imobiliário fechado e o atual acionista em relação à IMOTELSA.

À data da aquisição, o fundo era titular de 100 000 (cem mil) ações ordinárias tituladas ao portador, com o valor nominal de 5,0 euros representativas de 100% do capital social da IMOTELSA, bem como de prestações suplementares no valor de 3,7 milhões de euros.

A sociedade adquirida é titular de um ativo fixo tangível (prédio urbano – terreno), sito em Lisboa para o qual existe licença de construção de um edifício destinado a hotel emitida pela Câmara Municipal de Lisboa.

O preço a pagar pelo comprador ao fundo como contrapartida da compra e venda de ações e de cessão de prestações suplementares foi de 8,6 milhões de euros.

A IMOTELSA tem por objeto social a gestão hoteleira, imobiliária e industrial, assim como compra e venda de bens imóveis e a revenda dos adquiridos para o mesmo fim, o desenvolvimento, exploração, arrendamento ou administração de bens imóveis, sob qualquer forma permitida por lei.

Iniciada a construção do edifício, no terreno agora propriedade da empresa, e o seu posterior apetrechamento com o mobiliário, acessórios e equipamento necessários, o hotel ficou concluído em 31 de agosto de 2017, tendo o custo total da unidade hoteleira sido de 20,2 milhões de euros.

Após ter sido negociado, foi celebrado um contrato de arrendamento, em 2017, na modalidade de arrendamento de espaço equipado, sujeito a IVA, para a exploração do hotel, contra o pagamento de uma renda anual no valor de 1,9 milhões de euros, acrescida de IVA à taxa legal em vigor, devendo ser pago em duodécimos mensais de 158,3 mil euros, acrescida de IVA à taxa legal em vigor (renda).

As rendas são pagas com três meses de antecedência. No primeiro ano de vigência do contrato de arrendamento, o montante devido a título de renda será proporcional ao número de meses corridos desde o início da exploração até ao final do ano civil.

A empresa, por sua vez tem vindo a estar atenta ao mercado imobiliário, com vista à realização de novos investimentos, sobretudo na zona da cidade de Lisboa. Nesse sentido, foram efetuados diversos investimentos como, a aquisição de um ativo imobiliário no valor de 6,3 milhões de euros no ano de 2018, assim como a aquisição de uma participação financeira, no ano de 2021.

A análise realizada no âmbito do presente trabalho terá por base a revisão dos valores subsequentes ao investimento direto respeitante à aquisição do terreno e edificação da unidade hoteleira no valor global de 28,8 milhões de euros.

À data, a empresa não se encontra exposta a qualquer risco, estando a liquidez a ser assegurada pelo acionista.

3.2 Aditamento e adenda ao contrato

Na sequência da Pandemia do COVID19, em junho de 2020, foi feito o 1.º Aditamento ao Contrato, com implicações nas rendas a faturar no ano de 2021:

(...) 8.5. Rendas referentes aos meses de setembro de 2020 a fevereiro de 2021

A partir de julho de 2020 e até dezembro de 2020 serão faturadas pela Senhoria e pagas pela Arrendatária, nos termos previstos na cláusula 8.3. do presente contrato, no montante de 50% das rendas referentes a setembro de 2020 a fevereiro de 2021.

Os restantes 50% das rendas referentes aos seis meses referidos no parágrafo anterior, no valor total de 490,9 mil euros serão faturados pela Senhoria e pagos pela Arrendatária, no prazo previsto na cláusula 8.3. do presente contrato, em 24 prestações mensais de 20,5 mil euros entre janeiro de 2021 e dezembro de 2022.

8.6. Rendas a partir de março de 2021

A partir de janeiro de 2021, para além das prestações referidas no parágrafo segundo do ponto 8.5., serão devidas e faturadas pela Senhoria e pagas pela Arrendatária as rendas previstas no presente contrato pelo seu valor total, referentes aos meses de março de 2021 e seguintes. (...)

No ano de 2021, em 22 de fevereiro, foi feita uma Adenda ao 1.º Aditamento ao Contrato, com implicações nas rendas a faturar no ano de 2021:

(...) 8.6 Rendas a partir de março de 2021

a) A partir de janeiro de 2021, para além das prestações referidas no parágrafo segundo do ponto 8.5., serão devidas e faturadas pela Senhoria e pagas pela Arrendatária as rendas previstas no presente contrato pelo seu valor total,

referentes aos meses de março e abril de 2021. b) As rendas referentes aos meses de maio e junho de 2021, que deveriam ser faturadas, respetivamente, em março e abril de 2021, não serão faturadas nem devidas, sendo anuladas. c) As rendas referentes julho e a agosto de 2021, que deverão ser faturadas, respetivamente, em maio e em junho de 2021, sê-lo-ão apenas em 50% do seu valor, sendo anulados os restantes 50% do valor das rendas referente a esses dois meses. d) A partir de julho de 2021 serão faturadas as rendas mensais contratuais por inteiro, o que implica que a renda de setembro de 2021 já seja faturada, em julho de 2021, pela totalidade do seu valor. (...)

3.3 Fundo de renovação e melhoria

O contrato celebrado entre as partes, prevê a existência de um fundo de renovação e melhoria de mobiliário, acessórios e equipamento (furniture, fixtures and equipment, or FF&E) existentes aquando do início da exploração do imóvel.

(...) Obrigações gerais

Cabe à Arrendatária zelar pela manutenção, reparação e substituição (máxime quando os mesmos atinjam o final da sua vida útil) do FF&E ao longo da vigência do presente Contrato, por forma a assegurar a verificação dos níveis de serviço exigíveis em função da categoria e classificação do Hotel.

Fundo FF&E

A Arrendatária deverá, desde o segundo aniversário contado da Data da Entrega e durante toda a vigência do arrendamento objeto do presente Contrato, contribuir anualmente para um fundo de renovação e melhoria do FF&E (“Fundo FF&E”), no valor correspondente aos seguintes montantes:

- (i) No segundo ano: 2% do Resultado Operacional Bruto (GOP) verificado durante o primeiro ano contado desde a Data de Entrega; e
- (ii) No terceiro ano e seguintes: 3% do Resultado Operacional Bruto (GOP) verificado durante o segundo ano e anos seguintes contados desde a Data de Entrega.

Os montantes depositados no Fundo FF&E serão usados pela Arrendatária de acordo com um calendário acordado, anualmente, com a Senhoria em resposta às necessidades do Hotel, devidamente comprovadas. Cada utilização pretendida pela Arrendatária dos referidos montantes depositados no Fundo FF& E deverá ser autorizada pela Senhoria.

Caso, num determinado ano, não haja necessidade de utilização dos montantes depositados no Fundo FF&E, os respectivos montantes ficarão depositados na Conta FF&E, por forma a serem utilizados nos anos seguintes, conforme as necessidades do Hotel.

As Partes acordam e aceitam que, no último ano de vigência do arrendamento objeto do presente Contrato, o Fundo FF&E não poderá ser utilizado pela Arrendatária. (...)

4. Resultados obtidos

A revisão e análise dos dados alcançados, efetuada ao longo do presente capítulo é resultado do estudo realizado, a mesma justifica todos os pressupostos assumidos à obtenção dos mesmos, assim como a sua fonte. Informação pormenorizada pode ser consultada nos documentos em anexo.

4.1 Análise histórica

4.1.1 Demonstração de resultados

Quadro 4.1 – Demonstração individual dos resultados por natureza em euros, 2017 a 2021

Demonstração individual dos resultados por natureza					
Anos	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas e serviços prestados	63.3333,32	1.899.999,96	1.932.109,7	1.472.702,61	1.472.702,58
Fornecimentos e serviços externos	111.522,16	65.153,45	53.590,76	56.303,45	36.134,84
Outros rendimentos	44.933,53	220.759,25	1.981,15	30.244,06	7.640,76
Outros gastos	41.820,45	23.990,47	92.267,95	62.400,00	92.322,49
EBITDA	524.924,24	2.031.615,29	1.788.232,18	1.384.243,22	1.351.886,01
Margem	82,9%	106,9%	92,6%	94,0%	91,8%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	397.797,64	1.198.533,5	1200198,81	1216803,72	1611264,31
EBIT	127.126,60	833.081,84	588.033,37	167.439,50	-259.378,30
Margem	20,1%	43,8%	30,4%	11,4%	-17,6%
Resultados financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	129700,00
Resultado antes de imposto	127.126,60	833.081,84	588.033,37	167.439,50	-129.678,30
Margem	20,1%	43,8%	30,4%	11,4%	-8,8%
Imposto sobre rendimento	26.336,40	187.144,17	139.659,42	38.355,72	33.192,16
Margem	4,2%	9,8%	7,2%	2,6%	2,3%
Resultado líquido do período	100.790,20	645.937,67	448.373,95	129.083,78	-162.870,46
Margem	15,9%	34,0%	23,2%	8,8%	-11,1%

Fonte – Relatórios e Contas

A análise da demonstração de resultados à data de 31/12/2017 apresentou um volume de vendas e serviços prestados de 633,3 mil euros, este deve-se fundamentalmente ao início da exploração do hotel no princípio do mês de setembro do mesmo ano. O valor registado anteriormente a esta data, naquela rubrica, ficou sobretudo a dever-se à exploração do terreno, como parque automóvel anterior ao início do processo de edificação, e outros rendimentos.

À mesma data a empresa registou um valor total de fornecimentos e serviços externos, e outros gastos de 153,3 mil euros, relativos à conclusão da edificação em curso.

O EBITDA, neste ano, apresentou o valor de 524,9 mil euros, representando 82,9% de margem. Enquanto o EBIT, na sequência do valor de amortização e reintegração (397,8 mil euros) registou o valor de 127,1 mil euros, a que corresponde uma margem de 20,1%.

O imposto sobre o rendimento registou o valor de 26,3 mil euros e uma margem de 4,2%. Assim, o resultado líquido do período foi de 100,8 mil euros e uma margem líquida de 15,9%, sendo este o valor atribuído ao detentor de capital.

Os valores anteriores à presente data seguem o mesmo raciocínio lógico de cálculo, não apresentando qualquer particularidade relevante necessária de justificação particular.

A 31/12/2018 a análise efetuada indicou um aumento do volume de vendas e serviços prestados da empresa na ordem dos 1,3 milhões de euros, cerca de 200%, comparativamente com o ano anterior, no qual a operacionalidade ocorreu durante 12 meses consecutivos, em contraste com os 4 meses do ano anterior.

O EBITDA, neste ano, apresentou o valor de 2,0 milhões de euros, representando 106,9% de margem. Enquanto o EBIT, na sequência do valor de amortização e reintegração (1,2 milhões de euros) registou o valor de 833,1 mil euros, a que corresponde uma margem de 43,8%.

O imposto sobre o rendimento registou o valor de 187,1 mil euros e uma margem de 9,8%. Durante o presente ano o resultado líquido do período, e correspondente valor atribuído ao detentor de capital, é de 646,0 mil euros e uma margem líquida de 34,0%.

A 31/12/2019 o volume de vendas e serviços prestados da empresa foi de 1,9 milhões de euros, o qual sofreu um ligeiro aumento, na ordem dos 32,0 mil euros, cerca de 1,7%, comparativamente com o ano anterior, que reflete a atualização do valor da cedência de exploração conforme previsto no ponto 8.2.1 do contrato celebrado entre as partes.

(...) Durante a vigência do presente Contrato, a Renda deverá ser atualizada anualmente de acordo com a taxa de inflação anual, calculada de acordo com o índice de preços no consumidor, excluindo habitação (IPC), divulgado pelo INE, sendo que a primeira atualização terá lugar um ano após a Data de Entrega, e com as seguintes limitações:

- (i) Caso o IPC do ano anterior seja igual ou superior a 3% a atualização de Renda será de 3%;
- (ii) Caso o IPC do ano anterior esteja compreendido entre 1% e 3% a atualização de Renda será igual ao coeficiente respetivo;
- (iii) Caso o IPC do ano anterior seja igual ou inferior a 1% não haverá atualização de Renda. (...)

Durante aquele ano (2019) o resultado líquido do período, e correspondente valor atribuído ao detentor de capital, é de 448,4 mil euros e uma margem líquida de 23.2%.

A 31/12/2020 o volume de vendas e serviços prestados da empresa foi de 1,5 milhões de euros, sofrendo uma diminuição, na ordem dos 459,0 mil euros, cerca de 24%, comparativamente com o ano anterior, que reflete o resultado do 1.º Aditamento ao Contrato feito em 30 de Junho, motivado pela Pandemia do COVID19. “A partir de Julho de 2020 e até Dezembro de 2020 serão faturadas pela Senhoria e pagas pela Arrendatária, nos termos previstos na cláusula 8.3. do presente contrato, no montante de 50% das rendas referentes a Setembro de 2020 a Fevereiro de 2021”.

O imposto sobre o rendimento registou o valor de 38,4 mil euros e uma margem de 2,6%. Durante o presente ano o resultado líquido do período, e correspondente valor atribuído ao detentor de capital, foi de 129,1 mil euros e uma margem líquida de 8,8%.

A 31/12/2021 o volume de vendas e serviços prestados da empresa foi de 1,5 milhões de euros, não sofreu alteração, comparativamente com o ano anterior, o que reflete o previsto no ponto 8.2.1 do contrato celebrado entre as partes e os aditamentos ao contrato na sequência da pandemia do COVID19.

O EBITDA, no ano corrente (2021), apresentou o valor de 1,4 milhões de euros, representando 91,8% de margem. Enquanto o EBIT, na sequência do valor de amortização e reintegração de 1,6 milhões de euros, o qual inclui 411,3 mil euros de amortização do *goodwill*, registou o valor de -259,4 mil euros, a que corresponde uma margem de -17,6%.

O resultado antes de impostos apresentou o valor de -129,7 mil euros e margem de -8,8%, valor e margem diferentes aos do EBIT, porque os resultados financeiros foram de 129,7 mil euros (Decorrente da aplicação do MEP à participação financeira adquirida).

O imposto sobre o rendimento registou o valor de 33,2 mil euros e uma margem de 2,3%. Assim, o resultado líquido do período foi de -162,9 mil euros e uma margem líquida de -11,1%, sendo este o valor atribuído ao detentor de capital.

4.1.2 Balanço

Quadro 4.2 – Balanço individual em euros, 2017 a 2021

Balanço individual						
Anos	2017	2018	2019	2020	2021	
Ativo						
Ativo não corrente						
Ativos fixos tangíveis	150,00			740.432,14	729.156,52	
Propriedades de investimento	20.811.986,29	26.357.258,28	25.194.706,63	23.257.571,92	22.087.100,54	
Goodwill					6.639.486,81	
Participações financeiras - MEP					3.606.417,83	
Outros investimentos financeiros					1.524.500,00	
	<u>20.812.136,29</u>	<u>26357.258,28</u>	<u>25.194.706,63</u>	<u>23.998.004,06</u>	<u>34.586.661,70</u>	
Ativo corrente						
Clientes		250.571,45	10.627,90	0,30	2.601,30	
Estado e outros entes públicos	36.729,80		26.198,58	2.909,28	755,84	
Outros créditos a receber	81.697,90	38.988,70	39.068,70	373.514,04	291.697,14	
Diferimentos	7.246,29	7.240,66	7.240,67	7.240,65	7.240,64	
Caixa e depósitos bancários	82.938,56	479.920,63	823.888,68	574.107,34	2.131.610,52	
	<u>208.612,55</u>	<u>776.721,44</u>	<u>907.024,53</u>	<u>957.771,61</u>	<u>2.433.905,44</u>	
Total do ativo	<u>21.020.748,84</u>	<u>27.133.979,72</u>	<u>26.101.731,16</u>	<u>24.955.775,67</u>	<u>37.020.567,14</u>	
Capital próprio e passivo						
Capital próprio						
Capital subscrito	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	
Outros instrumentos de capital próprio	3.688.281,47	3.688.281,47	3.688.281,47	3.688.281,47	3.688.281,47	
Reservas legais	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00	
Resultados transitados	243.189,66	343.979,86	989.947,53	1.438.319,48	1.567.403,26	
	<u>4.531.471,13</u>	<u>4.632.979,33</u>	<u>5.278.229,00</u>	<u>5.726.600,96</u>	<u>5.855.684,73</u>	
Resultado líquido do período	100.790,20	645.967,67	448.371,95	129.083,78	(162.870,18)	
Total do capital próprio	<u>4.632.261,33</u>	<u>5.278.229,00</u>	<u>5.726.600,95</u>	<u>5.855.684,73</u>	<u>5.692.814,55</u>	
Passivo						
Passivo não corrente						
Financiamentos obtidos	15.900.276,78	21.201.914,83	19.857.587,25	18.800.630,27	30.790.254,60	
	<u>15.900.276,78</u>	<u>21.201.914,83</u>	<u>19.857.587,25</u>	<u>18.800.630,27</u>	<u>30.790.254,60</u>	
Passivo corrente						
Fornecedores		11.408,25	15.081,26	8.863,30	1.420,30	
Estado e outros entes públicos	20.715,40	311.776,39	81.228,79	33.138,76	84.327,13	
Outras dívidas a pagar	150.828,67	13.984,59	99.214,55	49.557,20	87.850,54	
Diferimentos	316.666,66	316.666,66	322.018,34	207.901,41	363.900,02	
	<u>488.210,73</u>	<u>653.635,89</u>	<u>517.542,96</u>	<u>299.460,41</u>	<u>537.497,99</u>	
Total do passivo	<u>16.388.487,51</u>	<u>21.855.750,72</u>	<u>20.375.130,21</u>	<u>19.100.090,94</u>	<u>31.327.752,59</u>	
Total do capital próprio e do passivo	<u>21.020.748,84</u>	<u>27.133.979,72</u>	<u>26.101.731,16</u>	<u>24.955.775,67</u>	<u>37.020.567,14</u>	

Fonte – Relatórios e Contas

Da análise do balanço a 31/12/2017, verifica-se que houve um aumento de 5.8 milhões de euros em ativos não correntes registados na rubrica de propriedades de investimento devido à conclusão dos trabalhos de construção do edifício que está a ser explorado como hotel desde setembro de 2017.

O Ativo Corrente aumentou na ordem dos 78 mil euros, cerca de 59% comparativamente com o ano anterior, em resultado do aumento verificado nas rubricas de Outros Créditos a Receber (82 mil euros) de Diferimentos (7 mil euros) e de Caixa e Depósitos Bancários (42 mil euros), e da diminuição de Estado e Outros Entes Públicos (53 mil euros)

O Passivo não Corrente registou um aumento de cerca de 6 milhões de euros, cerca de 61% comparativamente com o ano anterior, justificado pelo aumento na rubrica de Financiamentos Obtidos do acionista (Suprimentos).

O Passivo Corrente diminuiu substancialmente, na ordem dos 273 mil de euros, cerca de 36% comparativamente com o ano anterior, justificado pela diminuição verificada nas rubricas de Fornecedores (8 mil euros) e de Outras Dívidas a Pagar (595 mil euros), e aos aumentos nas rubricas de Diferimentos (317 mil euros) e do Estado e Outros Entes Públicos (13 mil euros).

Por sua vez, a análise do balanço a 31/12/2018, permite constatar que se registou um aumento de 5,5 milhões de euros em ativos não correntes verificado na rubrica de Propriedades de Investimento devido aquisição de um edifício nesse ano.

O Ativo Corrente aumentou na ordem dos 568 mil de euros, cerca de 272% comparativamente com o ano anterior, em resultado do aumento verificado nas rubricas de Caixa e Depósitos Bancários (397mil euros), de Clientes (251 mil euros); e na diminuição nas rubricas do Estado e Outros Entes Públicos (37 mil euros) e de Outros Créditos a Receber (43 mil euros).

O Passivo não Corrente registou um aumento de cerca de 5,3 milhões de euros, cerca de 33% comparativamente com o ano anterior, justificado pelo aumento verificado nos Financiamentos Obtidos do acionista (Suprimentos).

O Passivo Corrente também aumentou substancialmente, na ordem dos 166 mil de euros, cerca de 34% comparativamente com o ano anterior, justificado pelos aumentos nas rubricas de Fornecedores (11 mil euros) e Estado e Outros Entes Públicos (291 mil euros), e diminuição na rubrica de Outras Dívidas a Pagar (137 mil euros).

A análise do balanço a 31/12/2019, permite afirmar que se registou uma redução de 1,1 milhões de euros verificada na rubrica de Propriedades de Investimento em resultado dos gastos de depreciações em 2019.

O Ativo Corrente aumentou na ordem dos 130 mil de euros, cerca de 17% comparativamente com o ano anterior, em resultado do aumento verificado na rubrica de Caixa e Depósitos Bancários (344 mil euros), na rubrica do Estado e Outros Entes Públicos (26 mil euros) e a diminuição na rubrica de Clientes (240 mil euros).

O Passivo não Corrente registou uma diminuição de cerca de 1,34 milhões de euros, cerca de 6% comparativamente com o ano anterior, justificado pelo reembolso verificado nos Financiamentos Obtidos do acionista (Suprimentos).

O Passivo Corrente também diminuiu substancialmente, na ordem dos 136 mil de euros, cerca de 21% comparativamente com o ano anterior, justificado pela diminuição verificada no Estado e Outros Entes Públicos (230 mil euros), e os aumentos nas rubricas de Fornecedores (4 mil euros) Outras Dívidas a Pagar (85 mil euros) e Diferimentos (5 mil euros).

A análise do balanço, a 31/12/2020, permite afirmar que se registou uma redução de 1,9 milhões de euros, verificada na rubrica de Propriedades de Investimento em resultado dos gastos depreciações em 2020.

O Ativo Corrente aumentou na ordem dos 51 mil de euros, cerca de 6% comparativamente com o ano anterior, em resultado do aumento verificado na rubrica de Outros Créditos a Receber (334 mil euros) e a diminuição nas rubricas de Clientes (11 mil euros), do Estado e Outros Entes Públicos (23 mil euros) de Caixa e Depósitos Bancários (250 mil euros).

O Passivo não Corrente registou uma diminuição de cerca de 1,1 milhões de euros, cerca de 5% comparativamente com o ano anterior, justificado pelo reembolso verificado nos Financiamentos Obtidos do acionista (Suprimentos).

O Passivo Corrente também diminuiu substancialmente, na ordem dos 218 mil de euros, cerca de 42% comparativamente com o ano anterior, justificado pela diminuição verificada nas rubricas de Fornecedores (6 mil euros), de Estado e Outros Entes Públicos (48 mil euros), de Outras Dívidas a Pagar (50 mil euros) e de Diferimentos (114 mil euros).

No que respeita à análise do balanço a 31/12/2021, pode-se afirmar que o ativo não corrente registou um aumento de 10,6 milhões de euros, cerca de 44% comparativamente com o ano anterior, verificada com a aquisição de uma participação financeira, essencialmente nas rubricas de *Goodwill*; de Participações financeiras – MEP e de Outros investimentos financeiros.

O Ativo Corrente aumentou na ordem dos 1,5 milhões de euros, cerca de 154% comparativamente com o ano anterior, em resultado do aumento verificado na rubrica de Caixa e Depósitos Bancários.

O Passivo não Corrente registou um aumento de 11,9 milhões de euros, cerca de 64% comparativamente com o ano anterior, justificado pelas entregas feitas pelo acionista para a aquisição da participação financeira de 50% na sociedade Participada – Imobiliária, S.A., refletida na rubrica de Financiamentos Obtidos do acionista (Suprimentos).

O Passivo Corrente registou também um aumento, na ordem dos 238 mil de euros, cerca de 79% comparativamente com o ano anterior, justificado pela diminuição verificada na rubrica de Fornecedores (7 mil euros), e os aumentos nas rubricas de Estado e Outros Entes Públicos (51 mil euros), Outras Dívidas a Pagar (38 mil euros) e Diferimentos (156 mil euros).

4.2 Estimativa e previsão de resultados

A análise efetuada ao período de investimento e operação (2017 a 2021) permite, com a adoção de pressupostos, estimar e prever a evolução expectável da empresa para o remanescente do período (2022 a 2026) adotado de vida útil do projeto.

4.2.1 Pressupostos

- i. A análise efetuada admite a vida útil do projeto de 10 anos, visto ser este o período pelo qual o contrato inicial de exploração da unidade hoteleira ter sido assinado.

“Duração – Prazo inicial – O presente contrato entra em vigor na data da sua celebração, mas o arrendamento é efetuado por um prazo inicial de 10 anos

Renovação – Findo o prazo inicial o contrato renovar-se-á automaticamente por 2 períodos de 5 anos cada, salvo oposição à renovação por qualquer das partes. O prazo máximo do arrendamento é de 20 anos.”
- ii. Será ainda considerado que findo o período de afetação pela pandemia, o valor a considerar das rendas será aquele que foi estipulado em 2017 por acordo do contrato celebrado com uma atualização anual de 2% (limite máximo estabelecido pelo Banco Central Europeu como objetivo para a inflação a médio prazo na zona euro – declaração de política monetária de 15 de dezembro de 2022), como o valor global dos rendimentos totais.
- iii. À semelhança dos rendimentos expectáveis assumidos, o valor dos gastos, variáveis e fixos, deve também sofrer uma atualização anual de 2% para o período remanescente.
- iv. No que diz respeito aos gastos de amortização e reintegração, a previsão dos mesmos para o remanescente período de vida útil do investimento é determinada através da adição do valor equiparado do ano anterior ao rácio entre o investimento em capital fixo e o período de vida útil do projeto.

- v. O valor adotado como taxa traduz o valor médio desde a conclusão da unidade hoteleira e durante o período de exploração em análise.
- vi. Relativamente ao fundo de maneo necessário, a previsão do mesmo é determinado através da razão entre as receitas e o valor médio do rácio entre o fundo de maneo necessário e os rendimentos totais durante a fase de investimento e exploração a partir do momento em que as rendas se tornam significativas.
- vii. O investimento em capital fixo será calculado através da média dos valores positivos dos anos completos (12 meses) de exploração da unidade hoteleira, e desprezando o valor máximo e mínimo, multiplicado pelo índice acumulado de inflação 3%, ligeiramente superior ao valor adotado para determinação dos rendimentos e gastos.
- viii. Será considerado como valor residual do investimento em análise aquele que corresponde à totalidade do investimento efetuado na aquisição do terreno e edificação da unidade hoteleira. Considera-se assim, que todo o investimento realizado é recuperado no final de vida útil do projeto.
- ix. A análise será feita a preços correntes, visto que nele as rendas e os gastos de exploração crescem ao ritmo da inflação, aliás as contas históricas até 2021 estão necessariamente a preços correntes.

4.2.2 Fluxos de caixa

A 31/12/2022 a estimativa expectável de valores relevantes à análise efetuada, na sequência da análise histórica realizada, quer às demonstrações de resultados, quer ao balanço, e dos pressupostos estabelecidos, permite obter o seguinte quadro.

Quadro 4.3 – Valores estimados em euros, 2022

ANOS	2022E
CICLO DE VIDA (ANOS)	6
RENDIMENTOS TOTAIS	2 097 753,53
Gastos (Variáveis + Fixos)	131 026,48
EBITDA	1 966 727,05
Meios Libertos Brutos (EBITDA)	1 966 727,05
Gastos de Amortização e Reintegração	1 635 903,97
Resultado Operacional (EBIT)	330 823,08
Taxa	23,00%
Impostos Ajustados=ANUAL	76 089,31
Resultado Líquido Ajustado = EBIT(1-t) = EBIAT	254 733,77
MEIOS LIBERTOS DO PROJETO	1 890 637,74
Fundo de Maneio Necessário (Working Capital) (c/IVA)	-419 550,71
Investimentos em Fundo de Maneio Necessário	-184 347,64
CASH-FLOW DE EXPLORAÇÃO=cfo-var	2 074 985,38
Investimentos em Capital Fixo (sem IVA)	246 396,59
CASH-FLOW (LÍQUIDO) DO PROJETO	1 828 588,78

Fonte – Elaboração própria

Os rendimentos totais e gastos são calculados com base nos pressupostos ii e iii, permitindo determinar o EBITDA, por conseguinte os meios libertos pelo projeto. Como rendimentos totais será apenas considerada a contribuição de vendas e serviços prestados, exclusiva do contributo da atualização da renda e relacionada com a sua relevância. Relativamente a gastos, estes são determinados exclusivamente da aplicação do pressuposto iii relativamente ao ano anterior.

Por sua vez, os gastos de amortização e reintegração são determinados exclusivamente da aplicação do pressuposto iv, o qual subtraído ao EBITDA permite obter o resultado operacional do período.

Através da aplicação do pressuposto v (da taxa), e da sua multiplicação pelo resultado operacional do período é possível determinar o imposto anual e, por conseguinte, o resultado líquido, ajustados.

Os meios libertos do projeto são calculados através da adição dos gastos de amortização e reintegração e o resultado líquido ajustado.

A determinação do fundo de maneo necessário, por aplicação do pressuposto vi, e consequente o diferencial em relação ao ano anterior permite determinar o investimento em fundo de maneo necessário.

O fluxo de caixa de exploração resulta desta forma da diferença entre os meios valores dos meios libertos do projeto e dos investimentos em fundo de maneo necessário.

Através da aplicação do pressuposto vii, o valor de investimento em capital fixo é determinado, possibilitando assim, o cálculo, através da sua subtração ao fluxo de caixa de exploração, do fluxo de caixa líquido do projeto.

A mesma linha de orientação de raciocínio é aplicada aos anos em análise remanescentes, em relação ao período de vida útil adotado. Enquanto a análise histórica efetuada dos anos de investimento e exploração do projeto (2017 a 2021) são arbitrados diretamente da consulta das demonstrações de resultados e do balanço disponíveis.

Quadro 4.4 – Valores previsionais em euros, 2023 a 2026

	ANOS	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
	CICLO DE VIDA (ANOS)	7	8	9	10	10+1
RENDIMENTOS TOTAIS		2 139 708,60	2 182 502,77	2 226 152,82	2 270 675,88	
Gastos Variáveis + Fixos		133 647,01	136 319,95	139 046,35	141 827,27	
EBITDA		2 006 061,59	2 046 182,82	2 087 106,48	2 128 848,27	
Meios Libertos Brutos (EBITDA)		2 006 061,59	2 046 182,82	2 087 106,48	2 128 848,27	
Gastos de Amortização e Reintegração		1 194 533,03	1 197 585,45	1 200 729,45	1 203 967,76	
Resultado Operacional (EBIT)		811 528,56	848 597,37	886 377,03	924 880,84	
Taxa		23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	
Impostos Ajustados=ANUAL		186 651,57	195 177,40	203 866,72	212 722,59	
Resultado Líquido Ajustado = EBIT(1-t) = EBIAT		624 876,99	653 419,98	682 510,31	712 158,25	
MEIOS LIBERTOS DO PROJETO		1 819 410,02	1 851 005,43	1 883 239,76	1 916 126,01	
Fundo de Maneio Necessário (c/IVA)		-427 941,72	-436 500,55	-445 230,56	-454 135,18	
Investimentos em Fundo de Maneio Necessário		-8 391,01	-8 558,83	-8 730,01	-8 904,61	
CASH-FLOW DE EXPLORAÇÃO=cfo-var		1 827 801,04	1 859 564,26	1 891 969,77	1 925 030,63	
Investimentos em Capital Fixo (sem IVA)		29 635,18	30 524,23	31 439,96	32 383,16	
CASH-FLOW (LÍQUIDO) DO PROJETO		1 798 165,86	1 829 040,03	1 860 529,82	1 892 647,47	28 768 555,09

Fonte – Elaboração própria

Os valores previsionais relativos ao período compreendido entre 2023 e 2026 sofrem, em geral, de uma evolução a par do valor de inflação arbitrado, resultado da aplicação do mesmo aos rendimentos totais e aos gastos. Esta evolução fica, também, justificada através da necessidade reduzida de investimento em capital fixo, ligeiramente superior ao valor de inflação.

4.2.3 Avaliação

Da aplicação dos critérios de avaliação de um investimento, é então possível avaliar o projeto em análise. É para isso necessário, em primeiro lugar, determinar a sua taxa de atualização.

A determinação da taxa de atualização é efetuada pela adição da taxa de rendibilidade de um ativo sem risco com o produto da medida do risco sistemático e o prémio de risco do ativo. Assim, e considerando uma taxa de rendibilidade do ativo sem risco equivalente à taxa de rendibilidade de obrigações do tesouro a 10 anos registada em outubro de 2022, 3,26% (Banco de Portugal, 2022), a medida do risco sistemático (unlevered beta corrected for cash) ao setor hoteleiro do mesmo ano, 1,1 (Damodaran, 2022), assim como o prémio de risco (total equity risk premium) para Portugal, 6,12% (Damodaran, 2022), o valor resultante como taxa de atualização é 9.99%.

Quadro 4.5 – Critérios de avaliação

TAXA DE ATUALIZAÇÃO	9,99%
VALOR ATUAL LÍQUIDO (=NPV) 2014	-1 964 496,82 €
V.A.L. Capi. 4 anos - 2017	-2 614 174,82 €
TAXA INTERNA DE RENDIBILIDADE	8,52%
ÍNDICE DE RENDIBILIDADE	0,367

Fonte – Elaboração própria

A aplicação do método de apreciação de investimentos segundo o valor atual líquido ao projeto em análise, e capitalizado a 4 anos, resulta num valor negativo, - 2,6 milhões de euros. Enquanto, a aplicação do método segundo a taxa interna de rentabilidade regista um valor substancialmente reduzido, 8,52%. Por último, o índice de rendibilidade, determinado através da razão entre o valor atual líquido e o valor do investimento, é inferior à unidade, 0,367, expectável, uma vez que à taxa de atualização utilizada o valor atual é negativo.

Torna-se, à partida, evidente que, segundo os pressupostos estabelecidos à análise efetuado do presente projeto este não se verifica rentável.

4.2.4 Revisão

Adicionalmente à análise efetuada torna-se necessário identificar qual ou quais as alterações necessárias que sejam admissíveis de consideração, que viabilizem o investimento realizado. Assim, e em primeira análise, justifica-se determinar o valor residual necessário e a taxa de valorização subjacente.

Quadro 4.6 – Valor residual necessário em euros, 2026

Taxa de atualização	9,99%
VAL em 2014	-10 305 605
Valor residual necessário em 2026	32 315 188
Anos de capitalização	12

Fonte – Elaboração própria

De acordo com os valores apresentados no quadro é possível observar que, admitindo a taxa de atualização utilizada na análise anterior, e com a determinação do VAL em 2014, de todos os *cash-flows*, exceto o valor residual arbitrado através do pressuposto viii, o valor residual necessário em 2026 que viabilize o investimento, segundo os anos de capitalização estipulados, 12 anos, é de 32 milhões de euros.

Ao valor residual necessário determinado resta agora calcular o valor da renda anual correspondente.

Quadro 4.7 – Renda anual necessária em euros

Cash-Flow anual crescente em 2027 respetivo	2 582 630
Amortização e depreciação nele contida	1 203 968
EBIT (1 - t) respetivo	1 378 662
taxa de impostos	0,2300
EBIT respetivo	1 790 470
EBITDA respetivo	2 994 438
Gastos operacionais desembolsáveis	141 827
Renda anual necessária	3 136 265

Fonte – Elaboração própria

Atendendo ao *cash-flow* anual crescente calculado em 2027, será possível, aplicando de forma inversa o raciocínio utilizado no ponto 4.2.2, determinar o valor da renda anual, assim, considerando os gastos de amortização e reintegração respetivos o valor do EBIT(1-t) é de 1,4 milhões de euros, enquanto o EBIT, através da taxa de imposto de 23%, é de 1,8 milhões de euros.

Reconsiderando os gastos de amortização e reintegração, verificamos que o valor do EBITDA é 3,0 milhões de euros, o qual adicionado gastos operacionais resulta numa renda anual necessária de 3,1 milhões de euros.

É ainda relevante, contabilizar o custo de oportunidade do investimento realizado, assim, é possível, ao reportar a 2014, data inicial do investimento, o valor dos fluxos de caixa negativos, obter o custo de oportunidade do investimento em 2017.

Quadro 4.8 – Custo de oportunidade em euros, 2017

VA dos cash-flows negativos em 2014	-17 263 967
Custo de oportunidade do investimento em 2017	-22 973 327

Fonte – Elaboração própria

Os valores obtidos traduzem assim o benefício da realização do investimento a partir do ano 2014, ao invés do ano 2017, com valor absoluto de 5,7 milhões de euros.

Por sua vez a taxa anual de valorização imobiliária necessária nos 9 anos subsequentes a 2017, tendo em conta o custo de oportunidade e o valor residual necessário, seria de 3,86%.

Quadro 4.9 – Taxa real de valorização imobiliária

Valorização Imobiliária Necessária (taxa anual)	3,86%
Taxa anual de inflação	2,00%
Taxa real de valorização imobiliária	1,83%

Fonte – Elaboração própria

Visto a taxa anual de inflação admitida ter sido de 2%, a taxa real de valorização imobiliária será de 1,83%.

5. Conclusão

A realização do presente projeto incidiu sobre o estudo de viabilidade económica do investimento imobiliário/hoteleiro em zona nobre da cidade de Lisboa.

Para a concretização do objetivo proposto foi efetuado o levantamento e a revisão documental necessária a dados financeiros recolhidos fundamentalmente das demonstrações financeiras e relatórios de gestão da empresa. A análise levada a cabo permitiu assim avaliar o investimento realizado.

À data de elaboração do presente estudo, o projeto de investimento admite um período de investimento realizado ao longo de 4 anos, e um período de exploração de 5 anos. Os dados referentes aos anos de investimento, em particular aos anos de exploração decorridos, permitiram estimar, assim como prever, os dados para os anos necessários a que fique completa a vida económica do investimento.

Dos valores recolhidos, assim, como dos estimados e ainda dos previstos resulta um valor atual líquido negativo, indicador de que o projeto não é economicamente viável, uma vez que não permite remunerar adequadamente o investimento realizado. Esta constatação fica ainda suportada através da taxa interna de rendibilidade, uma vez que esta se apresenta inferior à remuneração mínima exigida para o projeto, do facto do período de recuperação do capital investido ser superior ao número de anos do projeto, e ainda porque o índice de rendibilidade do mesmo é inferior à unidade.

Deve-se ainda realçar, que o investimento realizado ficou afetado de forma negativa pela pandemia de COVID19, onde de forma direta, as receitas apresentaram uma redução significativa durante o período entre 2020 e 2021. Ainda, que o valor residual estabelecido, considerando as tendências do mercado imobiliário na zona centro da cidade de Lisboa, seja, à data atual, uma estimativa com um elevado grau de segurança, uma vez que é expectável que o seu valor, em caso de necessidade de venda, exceda substancialmente o valor atribuído.

Como relevante, o facto de o presente contrato de arrendamento celebrado, e em vigor, prever uma duração inicial por um período total de 10 anos. Findo o prazo inicial, o contrato renovar-se-á automaticamente por 2 períodos de 5 anos cada, salvo oposição à renovação por qualquer das partes. O prazo máximo do arrendamento é de 20 anos, o dobro da vida económica do investimento arbitrado.

O financiamento, é também, suportado na sua totalidade por capitais próprios do acionista, e que, à data, a empresa não se encontra exposta a qualquer risco de taxa de juro, estando a liquidez a ser assegurada pelo acionista, não estando em causa a continuidade da

empresa. O acionista detém assim, em si, o controlo total da empresa e do investimento realizado e detido.

Assim, e pelo que aqui foi exposto, ainda que o acionista não esteja a ser, no presente, remunerado adequadamente face ao capital investido, o presente projeto não deve ser rejeitado ou menosprezado.

Como possíveis linhas de orientação futura é admissível ponderar, a realização de uma análise exaustiva de sensibilidade, que permita aferir o impacto em um ou mais valores dos critérios de avaliação do projeto resultantes da alteração efetuada a uma ou mais variáveis. Também a análise resultante da avaliação da decisão de financiamento é admissível de ponderação, avaliando alterações e possíveis benefícios de uma estrutura que combine capitais próprios com capitais alheios.

Bibliografia

- Banco de Portugal. (outubro de 2022). Obtido de <https://bpstat.bportugal.pt/>
- Barros, H. (1995). *ANÁLISE DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO* (3ª Edição ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Damodaran, A. (outubro de 2022). Obtido de <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Esperança, J., & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais*. Texto Editora.
- Gonçalves, J. F. (julho de 2021). O impacto da estrutura de capitais na rendibilidade dos capitais próprios. *Contabilista*.
- Johnson, G., & Scholes, K. (2002). *Exploring Corporate Strategy* (Sixth ed.). London: Prentice Hall.
- Miguel, A. F. (janeiro de 2020). A Decisão de Investimento. Lisboa.
- Mota, A. G., Barroso, C. D., Nunes, J. P., Oliveira, L., Ferreira, M. A., & Inácio, P. L. (2020). *Finanças da Empresa Teoria e Pática* (6ª Edição ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Pais, M. C. (2022). Avaliação de Empresas. Ordem dos Contabilistas Certificados.
- Pereira, M. (2022). Suprimentos e outros mútuos. Ordem dos Contabilistas Certificados.
- Plácido, C. M., & Mota, J. J. (2022). Aspectos societários relevantes para a contabilidade. Ordem dos Contabilistas Certificados.
- Teixeira, C., Pereira, L., & Teixeira, C. (janeiro de 2017). Projetos de investimento público em Portugal Lições e Perspetivas. *Revista de GESTÃO dos Países de Língua Portuguesa*.
- Turner, J., & Müller, R. (2003). On the nature of the project as a temporary organization. *Journal of Project Management*.
- Zwikael, O., & Smyrk, J. (2011). *Project Management for the Creation of Organizational Value* (First ed.). London: Springer-Verlag.

Anexos

Anexo A - Demonstração individual dos resultados por natureza

Demonstração individual dos resultados por natureza					
Anos	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas e serviços prestados	633.333,32	1.899.999,96	1.932.109,7	1.472.702,61	1.472.702,58
Fornecimentos e serviços externos	111.522,16	65.153,45	53.590,76	56.303,45	36.134,84
Outros rendimentos	44.933,53	220.759,25	1.981,15	30.244,06	7.640,76
Outros gastos	41.820,45	23.990,47	92.267,95	62.400,00	92.322,49
EBITDA	524.924,24	2.031.615,29	1.788.232,18	1.384.243,22	1.351.886,01
Margem	82,9%	106,9%	92,6%	94,0%	91,8%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	397.797,64	1.198.533,5	1.200.198,81	1.216.803,72	1.611.264,31
EBIT	127.126,60	833.081,84	588.033,37	167.439,50	-259.378,30
Margem	20,1%	43,8%	30,4%	11,4%	-17,6%
Resultados financeiros	0,00	0,00	0,00	0,00	129.700,00
Resultado antes de imposto	127.126,60	833.081,84	588.033,37	167.439,50	-129.678,30
Margem	20,1%	43,8%	30,4%	11,4%	-8,8%
Imposto sobre rendimento	26.336,40	187.144,17	139.659,42	38.355,72	33.192,16
Margem	4,2%	9,8%	7,2%	2,6%	2,3%
Resultado líquido do período	100.790,20	645.937,67	448.373,95	129.083,78	-162.870,46
Margem	15,9%	34,0%	23,2%	8,8%	-11,1%

Anexo B – Balanço individual

Balanço individual					
Anos	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo					
Ativo não corrente					
Ativos fixos tangíveis	150,00			740.432,14	729.156,52
Propriedades de investimento	20.8111.986,29	26.357.258,28	25.194.706,63	23.257.571,92	22.087.100,54
Goodwill					66.39.486,81
Participações financeiras - MEP					3.606.417,83
Outros investimentos financeiros					1.524.500,00
	20.812.136,29	26.357.258,28	25.194.706,63	23.998.004,06	3.458.6661,70
Ativo corrente					
Clientes		250.571,45	10.627,90	0,30	2.601,30
Estado e outros entes públicos	36.729,80		26.198,58	2.909,28	755,84
Outros créditos a receber	81.697,90	38.988,70	39.068,70	373.514,04	291.697,14
Diferimentos	7.246,29	7.240,66	7.240,67	7.240,65	7.240,64
Caixa e depósitos bancários	82.938,56	479.920,63	823.888,68	574.107,34	2.131.610,52
	208.612,55	776.721,44	907.024,53	957.771,61	2.433.905,44
Total do ativo	21.020.748,84	27.133.979,72	26.101.731,16	24.955.775,67	37.020.567,14
Capital próprio e passivo					
Capital próprio					
Capital subscrito	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00
Outros instrumentos de capital próprio	3.688.281,47	3.688.281,47	3.688.281,47	3.688.281,47	3.688.281,47
Reservas legais	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00
Resultados transitados	243.189,66	343.979,86	989.947,53	1.438.319,48	1.567.403,26
	4.531.471,13	4.632.979,33	5.278.229,00	5.726.600,96	5.855.684,73
Resultado líquido do período	100.790,20	645.967,67	448.371,95	129.083,78	(162.870,18)
Total do capital próprio	4.632.261,33	5.278.229,00	5.726.600,95	5.855.684,73	5.692.814,55

Passivo

Passivo não corrente					
Financiamentos obtidos	15.900.276,78	21.201.914,83	19.857.587,25	18.800.630,27	30.790.254,60
	<u>15.900.276,78</u>	<u>21.201.914,83</u>	<u>19.857.587,25</u>	<u>18.800.630,27</u>	<u>30.790.254,60</u>
Passivo corrente					
Fornecedores		11.408,25	15.081,26	8.863,30	1.420,30
Estado e outros entes públicos	20.715,40	311.776,39	81.228,79	33.138,76	84.327,13
Outras dívidas a pagar	150.828,67	13.984,59	99.214,55	49.557,20	87.850,54
Diferimentos	316.666,66	316.666,66	322.018,34	207.901,41	363.900,02
	<u>488.210,73</u>	<u>653.635,89</u>	<u>517.542,96</u>	<u>299.460,41</u>	<u>537.497,99</u>
Total do passivo	<u>16.388.487,51</u>	<u>21.855.750,72</u>	<u>20.375.130,21</u>	<u>19.100.090,94</u>	<u>31.327.752,59</u>
Total do capital próprio e do passivo	<u>21.020.748,84</u>	<u>27.133.979,72</u>	<u>26.101.731,16</u>	<u>24.955.775,67</u>	<u>37.020.567,14</u>

Anexo C – Folha de cálculo

ANOS	Período de (In)vestimento/(Ex)ploração			
	2014In	2015In	2016In	2017In/Ex
CICLO DE VIDA (ANOS)	-2	-1	0	1
RENDIMENTOS TOTAIS	147 792,08	37 797,09	55 426,80	678 266,85
Gastos (Variáveis + Fixos)	8 281,40	27 887,55	154 848,32	153 342,61
EBITDA	139 510,68	9 909,54	-99 421,52	524 924,24
Meios Libertos Brutos (EBITDA)	139 510,68	9 909,54	-99 421,52	524 924,24
Gastos de Amortização e Reintegração	0,00	299,75	449,62	397 797,64
Resultado Operacional (EBIT)	139 510,68	9 609,79	-99 871,14	127 126,60
Taxa	22,67%	34,18%	-7,62%	20,72%
Impostos Ajustados=ANUAL	31 631,44	3 284,68	7 615,03	26 336,40
Resultado Líquido Ajustado = EBIT(1-t) = EBIAT	107 879,24	6 325,11	-107 486,17	100 790,20
MEIOS LIBERTOS DO PROJETO	107 879,24	6 624,86	-107 036,55	498 587,84
Fundo de Maneio Necessário (Working Capital) (c/IVA)	-69 732,58	-77 845,07	-671 598,03	-362 536,74
Investimentos em Fundo de Maneio Necessário	-69 732,58	-8 112,49	-593 752,96	309 061,29
CASH FLOW DE EXPLORAÇÃO=cfo-var	177 611,82	14 737,35	486 716,41	189 526,55
Investimentos em Capital Fixo (sem IVA)	4 307 641,56	2 252 738,30	8 452 679,75	6 197 473,69
CASH FLOW (LÍQUIDO) DO PROJETO	-4 130 029,74	-2 238 000,95	-7 965 963,34	-6 007 947,14

ANOS	Período de (Ex)ploração/(Es)timado				
	2018Ex	2019Ex	2020Ex	2021Ex	2022Es
CICLO DE VIDA (ANOS)	2	3	4	5	6
RENDIMENTOS TOTAIS	2 120 759,21	1 934 090,89	1 502 946,67	1 472 702,58	2 097 753,53
Gastos (Variáveis + Fixos)	89 143,92	145 960,71	118 703,45	128 457,33	131 026,48
EBITDA	2 031 615,29	1 788 130,18	1 384 243,22	1 344 245,25	1 966 727,05
Meios Libertos Brutos (EBITDA)	2 031 615,29	1 788 130,18	1 384 243,22	1 344 245,25	1 966 727,05
Gastos de Amortização e Reintegração	1 198 533,45	1 200 198,81	1 205 527,72	1 188 692,31	1 191 569,51
Resultado Operacional (EBIT)	833 081,84	587 931,37	178 715,50	155 552,94	775 157,54
Taxa	22,46%	23,75%	21,46%	21,34%	23,00%
Impostos Ajustados=ANUAL	187 114,17	139 659,42	38 355,72	33 192,16	178 286,23
Resultado Líquido Ajustado = EBIT(1-t) = EBIAT	645 967,67	448 271,95	140 359,78	122 360,78	596 871,30
MEIOS LIBERTOS DO PROJETO	1 844 501,12	1 648 470,76	1 345 887,50	1 311 053,09	1 788 440,82
Fundo de Maneio Necessário (Working Capital) (c/IVA)	-357 035,08	-434 407,11	84 205,62	-235 203,07	-419 550,71
Investimentos em Fundo de Maneio Necessário	5 501,66	-77 372,03	518 612,73	-319 408,69	-184 347,64
CASH FLOW DE EXPLORAÇÃO=cfo-var	1 838 999,46	1 725 842,79	827 274,77	1 630 461,78	1 972 788,45
Investimentos em Capital Fixo (sem IVA)	393 805,44	37 647,06	8 825,11	18 220,93	28 772,01
CASH FLOW (LÍQUIDO) DO PROJETO	1 445 194,02	1 688 195,73	818 449,66	1 612 240,85	1 944 016,44

	Período (Pr)evisional/(De)sinvestimento				
ANOS	2023Pr	2024Pr	2025Pr	2026Pr	2027De
CICLO DE VIDA (ANOS)	7	8	9	10	11
RENDIMENTOS TOTAIS	2 139 708,60	2 182 502,77	2 226 152,82	2 270 675,88	
Gastos (Variáveis + Fixos)	133 647,01	136 319,95	139 046,35	141 827,27	
EBITDA	2 006 061,59	2 046 182,82	2 087 106,48	2 128 848,61	
Meios Libertos Brutos (EBITDA)	2 006 061,59	2 046 182,82	2 087 106,48	2 128 848,61	
Gastos de Amortização e Reintegração	1 194 533,03	1 197 585,45	1 200 729,45	1 203 967,76	
Resultado Operacional (EBIT)	811 528,56	848 597,37	886 377,03	924 880,84	
Taxa	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	
Impostos Ajustados=ANUAL	186 651,57	195 177,40	203 866,72	212 722,59	
Resultado Líquido Ajustado = EBIT(1-t) = EBIAT	624 876,99	653 419,98	682 510,31	712 158,25	
MEIOS LIBERTOS DO PROJETO	1 819 410,02	1 851 005,43	1 883 239,76	1 916 126,01	
Fundo de Maneio Necessário (Working Capital) (c/IVA)	-427 941,72	-436 500,55	-445 230,56	-454 135,18	
Investimentos em Fundo de Maneio Necessário	-8 391,01	-8 558,83	-8 730,01	-8 904,61	
CASH FLOW DE EXPLORAÇÃO=cfo-var	1 827 801,04	1 859 564,26	1 891 969,77	1 925 030,63	
Investimentos em Capital Fixo (sem IVA)	29 635,18	30 524,23	31 439,96	32 383,16	
CASH FLOW (LÍQUIDO) DO PROJETO	1 798 165,86	1 829 040,03	1 860 529,82	1 892 647,47	28 768 555,09

TAXA DE ATUALIZAÇÃO	9,99%
VALOR ATUAL LÍQUIDO (=NPV) 2014	-1 964 496,82
V.A.L. Capi. 4 anos - 2017	-2 614 174,82 €
TAXA INTERNA DE RENDIBILIDADE (=IRR)	8,52%
ÍNDICE DE RENDIBILIDADE	0,367
Taxa de atualização	9,99%
VAL para 2014 de todos os cash flows exceto valor residual	-10 305 605
Valor Residual Necessário em 2026 para viabilizar o projeto	32 315 188
Anos de capitalização	12
Cash Flow anual crescente em 2027 respetivo	2 582 630
Amortização e Depreciação nele contida	1 203 968
EBIT (1 -t) respetivo	1 378 662
taxa de impostos	0,2300
EBIT respetivo	1 790 470
EBITDA respetivo	2 994 438
Gastos operacionais desembolsáveis	141 827
Renda Anual Necessária	3 136 265
VA dos Cflows negativos em 2014	-17 263 967
Custo de Oportunidade do Investimento em 2017	-22 973 327
Valorização Imobiliária Necessária (taxa anual)	3,86%
Taxa anual de inflação	2,00%
Taxa real de valorização imobiliária	1,83%