

AVALIAÇÃO DO HOTEL VIDAMAR RESORTS MADEIRA

Valdemar Danilo Jorge Faria

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

Orientador:

Prof. Doutor Luís Miguel da Silva Laureano, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

abril 2014

RESUMO

Não existe um consenso na literatura académica sobre qual o melhor método a utilizar na avaliação de uma empresa. A opção por um método de avaliação é definida mediante as características da empresa analisada, e este projeto pretende selecionar o método com maior aplicabilidade às características do Hotel Vidamar, e estimar o valor subjacente à sua atividade hoteleira.

O Vidamar opera num ambiente macroeconómico instável devido às recentes crises financeiras que verificaram-se um pouco por todo o mundo. No entanto, a sua atividade é desenvolvida na ilha da Madeira, um destino turístico que apresenta ótimas potencialidades e com boas perspetivas para o futuro, ainda que sujeitas a alguma incerteza.

Após uma revisão de literatura, concluiu-se que a metodologia que melhor se aplica às características do Vidamar é o *Discounted Cash-flow*, através do desconto dos seus *cash-flows* futuros ao custo do capital. Neste contexto, obteve-se um valor para a sua atividade hoteleira de 14.224.341 euros, com referência a 31 de dezembro de 2013.

Palavras-Chave: Avaliação de empresas; *Discounted Cash-flow*; Hotel Vidamar Resorts Madeira; Turismo

JEL Classification:

G32 – Value of Firms

L83 - Tourism

ABSTRACT

There is no consensus in the academic literature about the best method to use in business valuation. The choice of a valuation method is defined by the characteristics of the analyzed company, and this project aims to select the method that best applies to the characteristics of Hotel Vidamar, and estimate the underlying value of its hotel business.

The Vidamar operates in an unstable macroeconomic environment due to recent financial crises that there have been all over the world. However, its activity is developed in the Região Autónoma da Madeira, a tourist destination that has great potential and conditions and with good prospects for the future, although subject to some uncertainty.

After a literature review, it was concluded that the methodology that best fits the characteristics of Vidamar is the Discounted Cash flow by discounting the future cash flows at the cost of capital. In this context, we obtained a value for your hotel business of 14.224.341 euros, as at December 31, 2013.

Keywords: Valuation; Discounted Cash-flow; Hotel Vidamar Resorts Madeira; Tourism

JEL Classification:

G32 – Value of Firms

L83 - Tourism

SUMÁRIO EXECUTIVO

O projeto surgiu no âmbito do Mestrado em Gestão do ISCTE Business School, e o tema escolhido foi a avaliação de empresa, que é uma ferramenta de tomada de decisão importante na gestão de empresas. Para *case study* foi selecionado o Hotel Vidamar Resorts Madeira, que é explorado pela empresa Carlos Saraiva Madeira – Exploração Turística, S.A.

Este projeto teve como principal objetivo estimar o valor da atividade hoteleira do Vidamar, sendo que o imóvel pertence à empresa-mãe do grupo. Para concretizar este objetivo foi necessário analisar e compreender os principais conceitos e métodos de avaliação para selecionar o método mais adequado tendo em conta as características deste hotel. Foi realizado um enquadramento macroeconómico e turístico para se conhecer a envolvente em que o Vidamar opera, e com informação da gestão do hotel e dados de mercado, foi realizada a avaliação da sua atividade.

O Hotel Vidamar é um dos hotéis mais conceituados na Região Autónoma da Madeira, situado na cidade do Funchal e com uma localização privilegiada junto ao mar. É reconhecido pela sua exclusividade e decoração luxuosa. O hotel dispõe de um centro de congressos, um spa, um ginásio, piscinas e diversos espaços destinados à realização de atividades para os seus hóspedes. É considerado pela Secretaria Regional do Turismo como hotel número um no segmento de grupos e incentivos (segmento de negócios).

O Vidamar desenvolve a sua atividade no destino turístico Madeira, que está bem cotado internacionalmente e já recebeu diversos prémios pela sua qualidade. Contudo, está sujeito a uma envolvente macroeconómica de incerteza e instabilidade tanto ao nível global, como nacional, onde o país encontra-se numa situação delicada devido à incapacidade de controlar a dívida soberana e está atualmente a suportar as consequências do financiamento externo (programa de reajustamento financeiro que teve início em 2011).

Após uma abordagem aos principais métodos de avaliação, constatou-se que a escolha por um método está inteiramente relacionada com as características da empresa analisada. Tendo em conta as características do Vidamar, optou-se por avaliar a sua atividade hoteleira através da metodologia *Discounted Cash-flow*, dado que a empresa não pretende recorrer a financiamento externo, descontando os seus *cash-flows* futuros ao custo do capital. Assim, obteve-se um valor intrínseco para a atividade do Vidamar de 14.224.341 euros, com referência a 31 de dezembro de 2013. Realizado um cenário mais conservador, o seu valor estimado reduz-se para aproximadamente metade do valor do cenário base.

Devido a algum grau de subjetividade implícito nos pressupostos definidos na avaliação, não é possível afirmar que os resultados obtidos sejam irrefutáveis. Ainda assim, acredita-se que o rigor técnico e a credibilidade dos pressupostos utilizados no processo de avaliação do Vidamar traduzem a realidade do seu desenvolvimento futuro.

Foi realizada uma análise de sensibilidade ao valor estimado para perceber qual o impacto que terá uma alteração dos seus principais *value drivers* do Vidamar, e conclui-se que este é mais sensível a alterações no montante de vendas (uma variação positiva ou negativa de 2 p.p. implica um aumento ou redução do seu valor de 33,5% ou 26,4%, respetivamente).

AGRADECIMENTOS

Uma dissertação é o ponto alto da formação académica de qualquer aluno, assim como o mais exigente, e este trabalho encerra um longo período de formação e crescimento na minha vida. Nesse sentido, gostaria de deixar uma palavra de agradecimento a algumas pessoas que fizeram parte desta caminhada e deste projecto, tornando-o possível.

Em primeiro lugar gostaria de agradecer às pessoas mais importantes na minha vida, os meus pais, não só pela paciência que tiveram comigo ao longo destes últimos meses, mas sobretudo pelo enorme esforço ao longo das suas vidas para me oferecer a oportunidade de chegar até aqui. Também aos restantes familiares e amigos que me acompanharam desde o início e me transmitiram imenso apoio.

Uma palavra de enorme de agradecimento ao Professor Doutor Luís Laureano, que aceitou o meu pedido para fazer parte deste projeto e disponibilizou-se sempre para ajudar, orientando-me para o melhor caminho a seguir. Sem a sua atenção e tempo despendido não seria possível o presente resultado deste projeto.

Gostaria também de deixar cá uma nota para importância da diretora de recursos humanos do Hotel Vidamar Resorts Madeira, Sónia Rodrigues, pela sua grandiosa atenção e informação disponibilizada, e ao diretor financeiro Sérgio Pereira pela sua contribuição para esta avaliação. Um muito obrigado.

Para o fim deixo um agradecimento especial mas não menos importante, à minha irmã, Sofia Faria, que apesar de estar ausente nos últimos meses e não ter a possibilidade de acompanhar-me neste trabalho foi a minha principal fonte de inspiração.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	1
1. REVISÃO DE LITERATURA.....	3
1.1. Enquadramento.....	3
1.2. Métodos de avaliação	4
1.2.1. <i>Discounted Cash-flow</i>	5
1.2.1.1 – Firm Valuation	6
1.2.1.2 – Equity Valuation.....	16
1.2.1.3 – Adjusted Present Value	19
1.2.1.4 – Modelos de Retorno em Excesso.....	24
1.2.2. <i>Relative Valuation</i>	26
1.2.3. <i>Liquidation and Accounting Valuation</i>	30
1.2.4. <i>Contigent claim Valuation</i>	31
2. METODOLOGIA	33
3. ENQUADRAMENTO.....	35
3.1. Enquadramento macroeconómico	35
3.2. Enquadramento turístico	37
4. ANÁLISE DO HOTEL VIDAMAR RESORTS MADEIRA.....	42
4.1. Apresentação do Vidamar	42
4.2. Marketing	44
4.3. Análise estratégica.....	46
4.4. Evolução da <i>performance</i> operacional e económico-financeira	52
5. AVALIAÇÃO DO VIDAMAR	56
5.1. Seleção do método de avaliação.....	56
5.2. Pressupostos da avaliação	57
5.2.1. Pressupostos macroeconómicos e fiscais	57
5.2.2. Pressupostos operacionais	59
5.2.3. Pressupostos de fundo de maneo.....	61
5.2.4. Pressupostos de investimento em capital	62
5.2.5. Custo do capital	63
5.2.6. Pressupostos de crescimento no longo prazo	65

5.2.7. Pressupostos do cenário conservador	66
5.3. Análise dos resultados	66
5.4. Análise de sensibilidade	68
CONCLUSÃO	70
BIBLIOGRAFIA.....	71
ANEXOS	76

Índice de figuras

Figura 1 - Métodos de avaliação (adaptado de Damodaran, 2006). _____	5
Figura 2 –Inputs necessários no método DCF (adaptado de Damodaran, 2006). _____	6
Figura 3 – Os múltiplos mais comuns em avaliações reais (adaptado de Fernández, 2001). _____	28
Figura 4 – Vista lateral do Hotel Vidamar. _____	43
Figura 5 – Entrada principal do hotel. _____	44
Figura 6 – Logotipo do Vidamar. _____	45
Figura 7 – Matriz de Ansoff do Hotel Vidamar (autoria própria). _____	46
Figura 8 – Processos de gestão do hotel (Fonte: Vidamar). _____	47
Figura 9 – Quadro das cinco forças competitivas de Porter aplicado ao Hotel Vidamar (autoria própria). _____	49
Figura 10 – Análise de sensibilidade do valor da atividade hoteleira do Vidamar _____	68
Figura 11 – Principais diferenças entre o método APV e o método WACC. _____	76
Figura 12 – Esquema da análise PEST. _____	78
Figura 13 – Esquema da análise SWOT. _____	79

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Evolução do número de hóspedes e estadia média na Madeira no período 2005-2012 (Fonte: DRE). _____	40
Gráfico 2 - Proveitos totais e RevPar dos estabelecimentos hoteleiros madeirenses no período 2005-2012 (Fonte: DRE). _____	40
Gráfico 3 - Evolução dos rendimentos e gastos operacionais do hotel no período 2008-2012. _____	53

Índice de tabelas

Tabela 1 – APV vs WACC. _____	24
Tabela 2 – Indicadores da economia Portuguesa (Fonte: Banco de Portugal, FMI e Comissão Europeia). _____	37
Tabela 3 – Indicadores turísticos internacionais e nacionais (valores em milhões; fonte: OMT e Turismo de Portugal). _____	38
Tabela 4 – Indicadores de vendas do hotel. _____	52
Tabela 5 – Rácios de liquidez do Vidamar. _____	54
Tabela 6 – Rácios de rentabilidade do Vidamar. _____	54
Tabela 7 – Rácios de estrutura do Vidamar. _____	55
Tabela 8 – Projeção do PIB e da taxa de inflação (Fonte: FMI). _____	58

Tabela 9 – Cálculo do custo do capital próprio do Vidamar. _____	65
Tabela 10 – Resultado da avaliação do Vidamar – Cenário base (valores em euros). _____	67
Tabela 11 – Evolução dos principais indicadores turísticos na Madeira no período 2005-2012. ____	77
Tabela 12 – Decomposição do número de hóspedes por país de residência no período 2005-2012. _	77
Tabela 13 – Demonstração dos resultados (no período 2008-2013 – valores em euros). _____	80
Tabela 14 – Balanço (no período 2008-2012 – valores em euros). _____	81
Tabela 15 – Evolução da rubrica de capital fixo e respetivas depreciações do Vidamar (valores em euros). _____	82
Tabela 16 – Evolução dos principais pressupostos de fundo de maneo do Vidamar. _____	82
Tabela 17 – Evolução das rubricas de fundo de maneo do Vidamar (valores em euros). _____	82
Tabela 18 – Demonstração dos resultados previsional do Vidamar – Cenário base (valores em euros). _____	83
Tabela 19 – Demonstração dos fluxos de caixa previsional do Vidamar – Cenário base (valores em euros). _____	83
Tabela 20 – Demonstração dos resultados previsional do Vidamar – Cenário conservador (valores em euros). _____	84
Tabela 21 – Demonstração dos fluxos de caixa previsional do Vidamar – Cenário conservador (valores em euros). _____	84

Índice de Anexos

Anexo 1 - Principais diferenças entre o método APV e o método WACC (adaptado de Damodaran [2006] e Koller <i>et al.</i> [2010]). _____	76
Anexo 2 - Evolução dos principais indicadores turísticos na Madeira e a decomposição dos hóspedes por país de residência (Fonte: DRE). _____	77
Anexo 3 - Esquema da análise PEST. _____	78
Anexo 4 - Esquema da análise SWOT. _____	79
Anexo 5 - Demonstrações financeiras do Vidamar (no período 2008-2013). _____	80
Anexo 6 - Evolução dos principais pressupostos da avaliação do Vidamar. _____	82
Anexo 7 - Resultados da avaliação do Vidamar – Cenário base. _____	83
Anexo 8 - Resultados da avaliação do Vidamar – Cenário conservador. _____	84

LISTA DE ABREVIACÕES

AFT – Ativo fixo tangível

β_L – Beta alavancado

β_U – Beta não alavancado

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

DRE – Direção Regional de Estatística

EBIT - *Earnings before interest and taxes*

EBITA – *Earnings before interest, taxes and amortization*

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

EOEP – Estado e outros entes públicos

EV – *Enterprise Value*

EVA – *Economic Value Added*

FCF – *Free cash-flow*

FCFE – *Free cash-flow to the equity*

FCFF – *Free cash-flow to the firm*

FMI – Fundo Monetário Internacional

FSE – Fornecimentos e serviços externos

g – Taxa de crescimento em perpetuidade

IHPC - Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

INE – Instituto Nacional de Estatística

K_d – Custo da dívida

K_e – Custo do capital próprio

K_u – Custo do capital próprio não alavancado

NOPLAT - *Net operating profit less adjusted taxes*

OMT – Organização Mundial do Turismo

t – Taxa de imposto sobre o rendimento

RevPar – *Revenue per available room*

ROE – *Return on Equity*

WACC – *Weighted average cost of capital*

INTRODUÇÃO

Este projeto surge no âmbito do Mestrado em Gestão do ISCTE Business School, com vista à obtenção do respetivo grau académico de Mestre em Gestão. O tema escolhido para desenvolver o projeto foi a avaliação de empresas, seleção que teve por base a excelente oportunidade que uma tese representa para especializarmo-nos numa determinada área, sendo as finanças a minha área de interesse. A avaliação de empresas é uma ferramenta de tomada de decisão cada vez mais importante no seio das empresas, nomeadamente em *corporate finance*, aconselhamento de potenciais investidores, situações de aquisição, fusão, privatização, entre outras.

Para a aplicação dos conceitos teóricos foi utilizado o Hotel Vidamar Resorts Madeira, que é explorado pela empresa Carlos Saraiva Madeira – Exploração Turística, S.A. Esta opção é fundamentada com o facto de este ser considerado pela Secretaria Regional do Turismo como hotel número um no segmento de grupos e incentivos na ilha da Madeira, e o turismo representar a principal fonte de receitas da região, que induz o setor hoteleiro madeirense como um fator central no seu desenvolvimento económico.

O projeto tem como principal objetivo atribuir um valor à atividade do Hotel Vidamar, uma vez que o imóvel pertence à empresa-mãe do grupo, a Hersal – Investimentos Turísticos, S.A. Para concretizar este objetivo será necessário analisar e compreender os principais conceitos e métodos de avaliação, através de uma revisão de literatura, para selecionar o método mais adequado à empresa em questão. A evolução da economia e do turismo será analisada, assim como serão enunciadas as suas principais perspetivas, para entender-se a envolvente macroeconómica desta avaliação. Com a apresentação e análises estratégicas que irão ser realizadas ao hotel, e alguns dados de mercado, ficar-se-á com informação capaz de sustentar o desenvolvimento futuro da atividade do Vidamar.

Relativamente à estrutura da dissertação, no capítulo 1 será realizada uma revisão de literatura sobre o tema, onde serão expostas as principais abordagens e métodos de avaliação. Serão utilizados sobretudo monografias e artigos científicos de autores que são considerados como referência nesta área.

O capítulo 2 limita-se à explicitação da metodologia utilizada neste projecto e no capítulo seguinte será elaborado o enquadramento macroeconómico e turístico, quer a nível internacional como nacional, e mencionadas as principais perspetivas para o seu desenvolvimento.

No capítulo 4 é efetuada a apresentação da atividade do Vidamar, abordadas as suas políticas de marketing e realizadas análises estratégicas que incidirão sobre o hotel e o setor hoteleiro madeirense, com o objetivo de dar a conhecer os principais elementos de criação de valor do Vidamar.

O quinto e último capítulo do projeto diz respeito à avaliação desenvolvimento da atividade hoteleira do Vidamar, através do processo de previsão dos *cash-flows* futuros da empresa. Serão devidamente justificados os pressupostos utilizados na avaliação e posteriormente enunciados os resultados finais. Estes resultados serão depois alvo de uma análise de sensibilidade.

No final serão enunciadas as principais conclusões deste projeto. Integra ainda este trabalho um conjunto de anexos com informação adicional relevante para a compreensão do projeto.

O Hotel Vidamar Resorts Madeira (atual designação) iniciou a sua atividade em 2000 e é um dos hotéis mais conceituados na Região Autónoma da Madeira (RAM), com uma localização privilegiada e uma agradável vista para o mar, onde possui a maior plataforma marítima da região. É reconhecido pela sua exclusividade e pelas suas infraestruturas. Dispõe de 300 quartos e diversos espaços de lazer, como ginásio e piscinas.

O Vidamar desenvolve a sua atividade no destino turístico Madeira que está bem cotado internacionalmente, e que já recebeu diversos prémios pela sua qualidade. Contudo, está sujeito a uma envolvente macroeconómica de incerteza e instabilidade tanto ao nível global, como nacional, pois o país encontra-se numa situação delicada devido à incapacidade de controlar a dívida soberana e está atualmente a suportar as consequências do financiamento externo a que recorreu.

1. REVISÃO DE LITERATURA

A presente revisão de literatura iniciar-se-á com uma breve introdução ao tema e de seguida irá analisar-se os principais métodos de avaliação, com especial ênfase nos métodos de *Discounted Cash-flow* (DCF) e da *Relative Valuation* (múltiplos), de acordo com um conjunto de monografias e artigos científicos publicados por diversos autores que são tidos como uma referência na avaliação de empresas.

1.1. Enquadramento

Avaliar uma empresa consiste em executar um conjunto de procedimentos que permite mensurar o valor de uma entidade e é um processo fulcral na área das finanças. Damodaran (2006) considera que este processo é demasiado subjetivo, uma vez que para além de não existir um consenso na literatura académica, os pressupostos da avaliação variam de pessoa para pessoa, o que levará a diferentes valores em função do ponto de vista de cada analista. O autor salienta que é necessário ter em conta que avaliar um conjunto de ativos é diferente de avaliar uma empresa, uma vez que esta é uma entidade em curso com ativos que possui no presente e ativos que prevê investir no futuro.

A avaliação de uma empresa é uma ferramenta importante na gestão da mesma, e pode surgir no âmbito de diferentes contextos (Fernández, 2007): indicar o valor de uma determinada empresa; justificar o preço que as ações são oferecidas no mercado; planeamento estratégico (fundamental para decidir que unidades de negócio manter, investir ou abandonar); é uma etapa antecedente a aquisições, fusões e privatizações; e permite identificar os elementos que criam mais valor para a empresa (*value drivers*).

Independentemente do contexto em que surja para a avaliação existe uma enorme variedade de métodos à disposição do analista e à partida deverá chegar-se a um valor idêntico. Contudo, Damodaran (2006) argumenta que nem sempre isso acontece, devido aos pressupostos assumidos, que por vezes acabam por funcionar como um complemento entre si. Os pressupostos são o principal motor de precisão de qualquer abordagem, nomeadamente os que estão relacionados com os *cash-flows* da empresa e o seu risco.

Fernández (2002a) realça que no âmbito da realização de uma avaliação é fundamental compreender o que determina o valor da empresa e saber como estimá-lo, e alerta que o valor da empresa não deve ser confundido com o seu preço, que é a quantidade acordada entre o comprador e o vendedor.

Koller, Goedhart & Wessels (2010: 3) descrevem valor como “*a dimensão que define a medição numa economia de mercado (...) é uma medida particularmente útil de desempenho, pois leva em conta os interesses de longo prazo de todas as partes interessadas na empresa (stakeholders), e não apenas os dos acionistas*”. Os autores afirmam que o princípio base da criação de valor é o investimento de capital, por parte das empresas, para gerar *cash-flows* futuros a taxas de retorno superiores ao custo desse capital.

Damodaran (2006) refere que o valor de uma empresa é função da sua capacidade de gerar *cash-flows*, do crescimento esperado nesses *cash-flows* e do risco associado, e Fernández (2002a) reforça que uma empresa apenas está a criar valor para os acionistas quando o retorno das suas ações excede o seu custo.

Koller *et al.* (2010) defendem que ter vantagens competitivas bem definidas permite às empresas atingir um forte crescimento e elevadas taxas de retorno do capital investido. Segundo os autores é esta a base da relação de uma vantagem competitiva à criação de valor, e sugerem que uma empresa deve continuar sistematicamente à procura de vantagens competitivas para conseguir criar valor de longo prazo.

1.2. Métodos de avaliação

Segundo Damodaran (2006), em termos gerais, existem quatro abordagens diferentes para avaliar uma empresa: o *Discounted Cash-flow*, que avalia um ativo em função do *cash-flow* que é esperado gerar no futuro, atualizado a uma taxa de desconto apropriada que reflita o seu risco; a *Relative Valuation*, que estima o valor de um ativo de acordo com o preço de mercado de ativos semelhantes; a *Liquidation and Accounting Valuation*, que avalia os ativos de uma empresa contabilisticamente e no pressuposto que estes têm de ser alienados com urgência; e uma última abordagem, *Contingent Claim Valuation*, que consiste no uso de modelos de *pricing*¹ de opções para mensurar ativos que possuem características de uma opção. Fernández (2007) partilha uma esquematização idêntica à de Damodaran, e apenas adiciona os *Mixed (Goodwill)* e os *Value Creation*.

¹ Nota: *pricing* é o processo de atribuir um preço a um ativo.

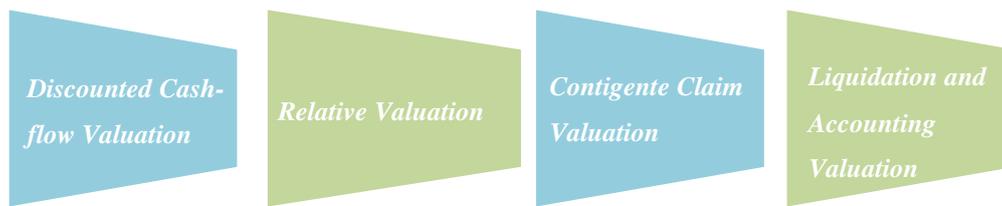


Figura 1 - Métodos de avaliação (adaptado de Damodaran, 2006).

A próxima secção abordará os principais métodos de avaliação de acordo com a sistematização de Damodaran (2006).

1.2.1. *Discounted Cash-flow*

O *Discounted Cash-flow* é uma abordagem que avalia os *cash-flows* de uma empresa com base no conceito do valor temporal do dinheiro, e consiste em estimar os *cash-flows* futuros e desconta-los a uma taxa de desconto que reflete o seu risco (Damodaran, 2006). O autor acredita que todo o ativo tem um valor intrínseco e que tentamos estimar esse valor olhando para os seus fundamentos. O sucesso da implementação destes métodos depende da precisão da estimativa dos *cash-flows* e dos pressupostos utilizados para calcular o risco e o custo do capital (Kaplan & Ruback, 1995).

Dado o elevado número de modelos de DCF que surgiram ao longo do tempo, Damodaran (2002) opta por classificá-los em três grupos principais: *Firm Valuation*, onde se avalia a empresa como um todo; *Equity Valuation*, em que se considera apenas a parte acionista, ou seja, o capital próprio da empresa; e *Adjusted Present Value (APV)*, em que se avalia, primeiro a empresa sem dívida (100% capital próprio) e depois adiciona-se os efeitos marginais do financiamento.

Young, Sullivan, Nokhasteh & Holt (1999) defendem que não existe um único modelo que seja teoricamente correto, no entanto Kaplan & Ruback (1995) afirmam que os métodos de *Discounted Cash-flow* possibilitam estimativas fiáveis do valor de mercado. Damodaran (2006) e Luehrman (1997a) mencionam que estes são os métodos mais utilizados pelos analistas no mundo real e Koller *et al.* (2010) acrescenta que são os que continuam a obter melhores resultados.

Fernández (2007) enuncia cinco passos essenciais para conduzir esta avaliação de forma eficaz: (i) análise histórica e estratégica da empresa e da indústria; (ii) estimativa dos *cash-flows* futuros; (iii) determinação do custo do capital; (iv) atualização dos *cash-flows*; e (v) interpretação dos resultados.

O autor exemplifica a formula básica de uma avaliação através do DCF, dada por:

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

[1]

Onde:

CF_t = *cash-flow* esperado da empresa no período t (em que n é o último ano do período explícito)

VR_n = valor residual da empresa

k = taxa de desconto apropriada face ao risco dos *cash-flows*

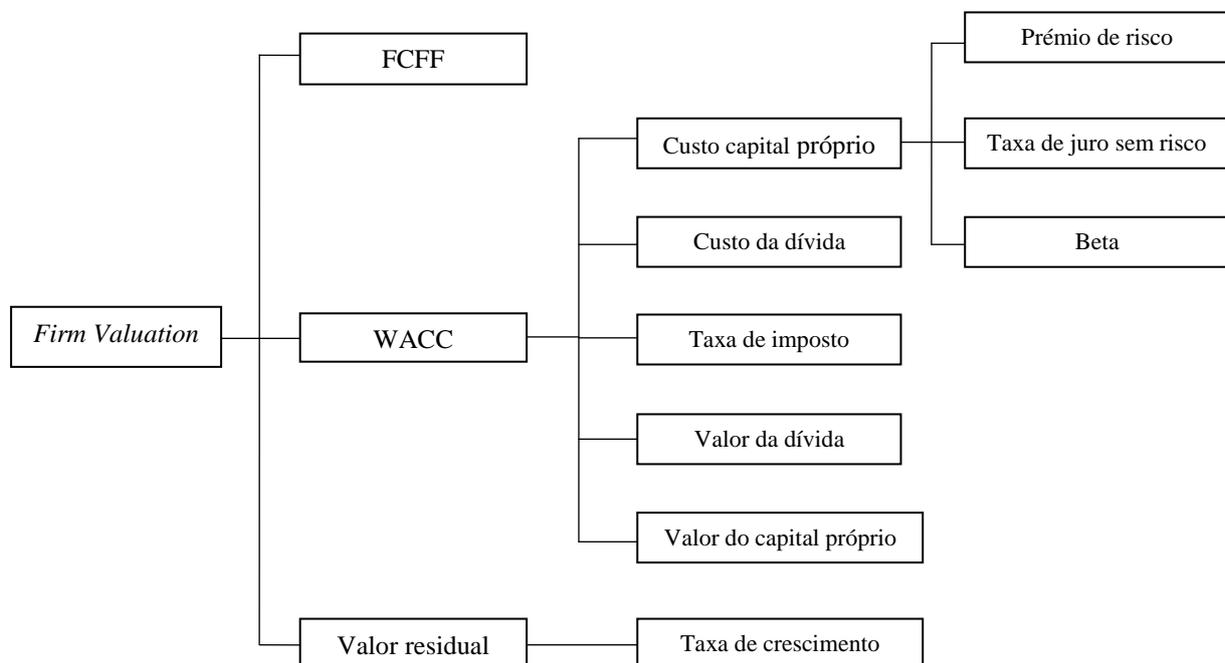


Figura 2 –Inputs necessários no método DCF (adaptado de Damodaran, 2006).

1.2.1.1 – Firm Valuation

A origem deste método está relacionada com os autores Modigliani & Miller (1958), que apresentaram o valor de uma empresa como sendo o valor dos *cash-flows* operacionais depois de impostos, descontados ao custo médio ponderado do capital (WACC). Luehrman (1997a) afirma que na década de 70 o método emergiu como a melhor prática para avaliar ativos.

O *Firm Valuation* consiste em calcular o valor de toda a empresa, ou seja, de todas as partes interessadas na empresa (*stakeholders*), e obtém-se descontando o *free cash-flow to the firm*

(FCFF) ao WACC. Neste custo estão incorporados os benefícios fiscais da dívida e o risco associado (Koller *et al.*, 2010), e a sua estimativa é a tarefa mais importante e delicada da avaliação (Fernández, 2007).

Milles & Ezzell (1980) e Koller *et al.* (2010) referem que este método tem como pressuposto um único custo do capital e um rácio de alavancagem constante ao longo do tempo, pelo que não é propício para as empresas com alterações significativas na sua estrutura de capital. No entanto, Damodaran (2006) argumenta que, mesmo nessas situações, continua a ser um método válido e que inclusive este torna-se vantajoso, mas Sabal (2007) e Koller *et al.* (2010) sustentam que o esforço necessário para o validar perante essas situações não valem a pena e recomendam o uso de outros métodos.

Uma vantagem deste método é os *cash-flow* relacionado com a dívida não ser considerado explicitamente, uma vez que são incorporados na taxa de desconto (Fernández, 2007), sendo o FCFF um *cash-flow* pré-dívida (Damodaran, 2006). O autor mostra que subtrair o valor de mercado dos direitos não acionistas do FCFF permite obter o valor dos investidores da empresa. A fórmula mais comum para representar o valor de toda a empresa é dada por:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{VR}_n}{(1 + \text{WACC})^n} \quad [2]$$

Onde:

FCFF_t = *cash-flow* esperado da empresa no período t (em que n é o último ano do período explícito)

VR_n = valor residual da empresa

WACC = Custo médio ponderado do capital

i) *Free cash-flow to the firm* (FCFF)

O *free cash-flow to the firm* (FCFF) representa os *cash-flows* que pertencem aos *stakeholders* da empresa (acionistas e credores) depois de efetuado o reinvestimento necessário, isto é, investimento em capital fixo e fundo de maneio. Contudo, é considerado antes do pagamento da dívida, que é o que provida a diferença para o FCFE (que neste a dívida e os juros são estimados ao longo do período explícito e não na taxa de desconto)

$$\begin{aligned}
 \text{Free cash-flow to the firm} &= \text{EBIT} \times (1 - \text{taxa de imposto sobre o rendimento}) & [3] \\
 &- \text{Investimento em capital} \\
 &+ \text{Amortizações} \\
 &- \Delta \text{ Necessidades de fundo de manei}o \text{ e outros itens } \textit{non-cash}
 \end{aligned}$$

Koller *et al.* (2010) realçam a importância de notar que o FCFF inclui apenas fluxos gerados das operações da empresa e que os restantes fluxos devem ser considerados de forma separada.

ii) Custo médio ponderado do capital

Para suportar os seus investimentos, as empresas conseguem capital através dos seus acionistas e credores, e estes exigem algum retorno (Damodaran, 2002). O custo médio ponderado do capital representa o custo do capital da empresa, utilizado como taxa de desconto nos seus *cash-flows* futuros, e este reflete as taxas de rentabilidade exigidas pelos *stakeholders* da empresa (Koller *et al.*, 2010).

Fernández (2007) realça que o valor dos benefícios fiscais normalmente está incorporado no WACC, o que segundo Koller *et al.* (2010) é por este não se encontrar incluído nos respetivos *cash-flows*.

O objetivo de uma empresa é estimar o *mix* ótimo entre ambas as fontes de financiamento para maximizar o seu valor (Damodaran, 2002). Koller *et al.* (2010) enfatizam que o custo do capital deve ser calculado com base nos valores de mercado dessas fontes de financiamento, o capital próprio e o capital alheio.

Modigliani e Miller (1963) assumem que as empresas mantêm um rácio de dívida constante ao longo do tempo, e Koller *et al.* (2010) salientam que os métodos baseados no WACC têm melhor desempenho quando essa condição se verifica.

Miles & Ezzell (1980) criticam a fórmula comum do WACC por assumir uma estrutura de capital constante, uma vez que isso nem sempre acontece. Luehrman (1997a) partilha essa visão, considerando essa estrutura como não realista, mas Damodaran (2006) argumenta que a fórmula do WACC pode ser utilizada perante diferentes rácios de alavancagem e que é fiável utiliza-la.

$$\text{WACC} = \frac{E}{E+D} \times k_e + \frac{D}{E+D} \times k_d \times (1 - t) \quad [4]$$

Onde:

E = valor do capital próprio

D = valor da dívida

k_e = custo do capital próprio

k_d = custo da dívida (antes de impostos)

t = taxa de imposto sobre o rendimento

O custo da dívida representa a taxa de rentabilidade exigida pelos credores da empresa. Koller *et al.* (2010) alegam que o custo da dívida antes de impostos (k_d) é dado pela soma da taxa de juro sem risco (*risk-free rate*) com o *spread* de incumprimento da empresa. Damodaran (2002) reforça que o custo da dívida é mensurado geralmente através de *bond ratings*², o que envolve três etapas: primeiro estima-se a dívida da empresa e os juros suportados, num segundo passo calculam-se os rácios financeiros para cada nível de dívida de forma a estimar o *rating* da empresa, e por fim adiciona-se o *spread* de incumprimento baseado no *rating* da empresa à taxa de juro sem risco para termos o custo da dívida antes de impostos.

Relativamente ao custo do capital próprio (k_e), esta é a componente mais complexa de calcular no WACC e representa a taxa de rentabilidade que é exigida pelos acionistas da empresa (Damodaran, 2002). A teoria mais comum para calcular o custo do capital próprio é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Outras teorias alternativamente abordadas são o *Fama-French Three-Factor Model* e o *Arbitrage Price Theory* (APT) (Koller *et al.*, 2010).

O CAPM tem sido amplamente utilizado ao longo dos anos e continua a ser um padrão na maioria das análises reais. O modelo tem por base que um investidor diversificado requer uma compensação pelo risco adicionado ao seu portfolio, que é calculado através de um beta (Damodaran, 2002). Mullins (1982) caracteriza o CAPM como a taxa de retorno apropriada de um determinado ativo, assumindo que o mercado de valores imobiliários é eficiente e que os investidores são avessos ao risco, exigindo um prémio pelo risco que assumem.

Originalmente estabelecido por Markowitz (1959), o CAPM foi desenvolvido por Sharpe (1964), Litner (1965) e Black & Scholes (1973), e é um dos modelos mais testados em finanças. Tem implícito que o retorno esperado de um ativo está linearmente relacionado com o seu beta, que mede o risco sistémico e pode variar dependendo do risco de um determinado

² Nota: *Bond rating* é uma classificação/nota que é atribuída a títulos de dívida para indicar a qualidade do crédito. Estas avaliações são providenciadas por serviços independentes (por exemplo a Standard's & Poor's).

ativo em comparação com um mercado específico. O modelo conclui umas das proposições básicas das finanças, que um risco superior deve ser recompensado com uma rentabilidade mais elevada ao longo do tempo (Trainor, 2012).

Mullins (1982) defende que o CAPM não é apropriado para empresas com taxas de crescimento mais elevadas que o custo do capital próprio e com política de distribuição de dividendos irregulares. Este modelo pode ser calculado através da conjugação de três determinantes: uma taxa de juro sem risco, um beta e um prémio de risco (Fernández, 2007).

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad [5]$$

Onde:

R_f = Taxa de juro sem risco

β = Beta da empresa

R_m = Retorno de mercado esperado

$R_m - R_f$ = Prémio de risco

Taxa de juro sem risco

O risco de um ativo é geralmente visto como a variância do seu retorno face ao retorno que lhe era esperado, pelo que para um investimento estar livre de risco é necessário verificar-se a rentabilidade que estava prevista. A taxa de juro sem risco é a taxa de retorno exigida pelo investidor num investimento que não apresente risco. No caso de um ativo que represente algum risco, será adicionado um prémio de risco a esta taxa (Damodaran, 2002).

A taxa de juro sem risco é crucial na construção da estimativa do custo do capital próprio e consequentemente do WACC, e Damodaran (2008) menciona que quanto mais alta a taxa de juro sem risco, se tudo o resto manter-se constante, maior será a taxa de desconto dos *cash-flows* e menor o valor atualizado na avaliação de DCF (intuitivamente, empresas em crescimento terão um valor inferior em relação a empresas maduras).

Damodaran (2008) e Koller et. al (2010) defendem que, para um investimento estar livre de risco é necessário cumprir dois requisitos:

- ✓ Não existir risco de incumprimento associado aos seus *cash-flows*, o que restringe somente a títulos emitidos pelo governo, uma vez que este tem poder de controlo sobre a moeda através da possibilidade de imprimi-la³;
- ✓ O investimento não pode estar associado a risco de reinvestimento, o que limita os títulos supramencionados apenas para os que têm uma taxa de cupão zero (devido aos risco de variação das taxas de juros).

Os autores argumentam que deveríamos refinar taxas de juro sem risco para torna-las específicas para cada ano, e neste caso faríamos o mesmo aos prémios de risco para obtermos consistência. No entanto, pode não valer o esforço em determinadas situações (e.g. em mercados maduros), e neste caso teríamos que utilizar sempre a mesma taxa ao longo do tempo.

Damodaran (2008) defende o uso das taxas de juro das obrigações do governo a 10 anos como taxa de juro sem risco em todos os *cash-flows*, nomeadamente em mercados maduros. No caso específico em que as taxas de juro desses títulos variam amplamente ao longo do tempo, devemos considerar o uso de uma taxa de juro sem risco capaz de refletir essa variação. Koller *et al.* (2010) salientam que em títulos emitidos com maturidade superior a 10 anos podem surgir problemas de liquidez e o preço não corresponder ao valor real.

Uma empresa não terá que ser necessariamente avaliada na sua moeda, mas Fernández (2004a) realça a necessidade da taxa de juro sem risco ser escolhida de acordo com a moeda em que os *cash-flows* são estimados. Assim, uma empresa que seja avaliada em Dólares, por exemplo, a taxa de juro sem risco deverá ser selecionada de acordo com as taxas de juro dos títulos obrigacionistas emitidos pelo governo dos Estados Unidos. Acrescenta ainda o autor que a principal causa para a diferença entre as taxas de juros sem risco é a inflação.

Relativamente às avaliações efetuadas em Euros, uma vez que nenhum país tem controlo efetivo sobre a moeda, existe algum risco de incumprimento em todos eles. Portugal e Grécia apresentam neste momento um elevado risco de incumprimento enquanto a Alemanha apresenta o mais baixo, pelo que deverá ser utilizada como taxa de juro sem risco a taxa de juro dos títulos emitidos pelo governo Alemão, para uma avaliação realizada em Euros.

³ Nota: No entanto tal pode não acontecer, como verificou-se recentemente com as dívidas públicas na União Europeia.

Damodaran (2008) defende que, em economias de mercado emergentes (e.g. a Índia) onde existe possibilidade de não cumprimento, poderá ser necessário adicionar um *spread* de incumprimento à taxa de juro dos seus títulos para se obter a taxa de juros sem risco.

Beta

O maior obstáculo no cálculo do CAPM é o beta (Koller *et al.*, 2010). O beta de uma ação é um parâmetro que mede o nível de risco sistémico (risco não diversificável), que significa o risco que não pode ser eliminado por um portfolio diversificado (Rosenberg & Rudd, 1982). O beta de um ativo é definido por Damodaran (1999) como sendo o risco adicionado por um investimento ao risco do portfolio de mercado.

Para Rosenberg & Rudd (1982) o principio base desta componente é que os investidores são recompensados apenas pelo risco de mercado pois, conseguem reduzir o risco do seu portfolio através da diversificação da carteira de investimentos.

Rosenberg & Rudd (1982) consideram o beta como o determinante principal do CAPM, e explicam que o beta do portfolio de mercado é 1, e que um beta superior a esse valor representa ações mais voláteis e um beta inferior representará ações com menor volatilidade. Koller *et. al* (2010) alegam que com um beta superior a 1 a empresa enfrenta um risco superior ao do mercado, e defendem que, enquanto que as taxas de juros sem risco e os prémios de risco são comuns às empresas, o beta não é.

Para Damodaran (1999) o beta alavancado de um ativo pode ser estimado através de uma regressão do retorno de um ativo face ao retorno de um índice que represente o portfolio de mercado, num determinado período de tempo [tipicamente 5 anos, com valores mensais, como sugerem Koller *et. al* (2010)]. O declive dessa regressão é o beta do ativo, porque mede o risco adicionado por esse ativo ao índice utilizado. Segundo o autor, o beta de uma empresa é determinado por três fatores: o tipo de negócio(s) em que a empresa opera, o grau da alavancagem operacional da empresa e a sua alavancagem financeira.

Damodaran (2002) defende que o índice de mercado usado deverá incluir o máximo número possível de ações. Koller *et al.* (2010) são da mesma opinião e argumentam que não se deve utilizar índices de mercado locais porque alguns índices são compostos por poucas empresas ou empresas de poucos setores e podem enviesar a estimativa do beta, uma vez que não representaria o risco sistémico.

Damodaran (1999) afirma que o beta não alavancado (β_U), necessário no cálculo do custo do capital próprio não alavancado no método do APV, está fortemente dependente da estrutura de capital e pode ser calculado segundo o beta alavancado (β_L), através da seguinte equação:

$$\beta_L = \beta_u \times \left[1 + \frac{D}{E} \times (1 - t) \right] \quad [6]$$

Para obter o beta de uma empresa os analistas muitas vezes baseiam-se no beta de empresas da mesma indústria, como defendem Rosenberg & Rudd (1982). Estes autores propõem que as diferenças entre betas estejam fortemente correlacionadas com quatro fatores, que são o grau de alavancagem financeira, a variabilidade nos lucros, o tamanho e o crescimento da empresa.

Estrada & Vargas (2012), com base num estudo em 47 países e 57 indústrias ao longo de quatro décadas, realçam a utilidade do beta para medir o risco e também como ferramenta de seleção de portfolio. Os autores evidenciam que portfolios com betas elevados são mais afetados quando surgem eventos inesperados.

Por outro lado, Trainor (2012) demonstrou que portfolios com betas inferiores têm melhor *performance*, e que em mercados com baixo nível de volatilidade, investir em portfolios com betas elevados deverá estar associado a retornos superiores.

Prémio de risco

O prémio de risco (*Equity Risk Premium*) é uma componente crítica na estimativa do custo do capital próprio. Os investidores são avessos ao risco, pelo que estão dispostos a pagar um preço superior por ativos que apresentam menor risco, embora com o mesmo retorno esperado dos restantes. A diferença que estão dispostos a pagar é designada de prémio de risco, que tem como objetivo compensar o investidor pelo risco assumido (Damodaran, 2012).

Existem três abordagens para estimar os prémios de risco. Uma primeira abordagem é entrevistar os investidores e gestores, perguntando o que exigem como retorno de forma a obter prémios de risco futuros (é preferível procurar o grupo de investidores que melhor reflita o mercado, uma vez que são milhões). Uma segunda abordagem é baseada no modo como as ações foram premiadas no passado, fazendo-se a diferença entre o retorno do mercado e o retorno do ativo sem risco, e usa-se este prémio histórico como expectativa. A última abordagem consiste em tentar estimar prémios de risco futuros com base em taxas de mercado ou preços de ativos hoje negociados (Damodaran, 2012).

O autor defende que, a seleção da melhor abordagem varia de situação para situação, pelo que deverá ser escolhida com base nas crenças sobre o mercado, no seu poder preditivo e no propósito dessa análise.

Damodaran (2012) enuncia (e exemplifica) alguns dos principais fatores que determinam um prémio de risco, como a adversidade ao risco dos investidores, o risco da economia, a informação disponível, a liquidez do ativo, o risco de ocorrência de catástrofe, as políticas governamentais e a componente de comportamento irracional. Num outro artigo, Damodaran (2008) sustenta que uma alteração na taxa de juro sem risco, para taxas superiores, geralmente será acompanhado por prémios de risco mais elevados.

Koller *et al.* (2010) aconselham o uso de um prémio de risco de 4,5 - 5% e argumentam que em países emergentes, com maior risco, deve-se acrescentar um prémio adicional (*country risk premium*), ou seja, adicionar o prémio de risco do país à taxa de desconto. Outros autores não concordam, como James *et al.* (2000), e defendem que este risco deve ser tido em conta nos *cash-flows*, de forma a ajudar os gestores na tomada de decisão. Damodaran (2012) evidencia que este risco deve ser incorporado na taxa de desconto.

Palazzo & Nobili (2010) examinaram os prémios de risco exigidos pelos investidores para permanecer com títulos obrigacionistas emitidos a 10 anos do governo Alemão e concluíram que os prémios destes títulos têm assumido uma tendência para baixar, desde meados de 1980 (andam à volta de 1%), devido à incerteza macroeconómica e ao aumento do poder de diversificação dos títulos emitidos pelos governos, dada a redução sistémica do risco. Os resultados do estudo mostram que os prémios futuros desses títulos deverão convergir nos 2-3% muito rapidamente.

Graham & Harvey (2013) evidenciam com base num questionário conduzido trimestralmente a diretores financeiros dos Estados Unidos desde 2000, que durante a recente crise mundial os prémios de risco atingiram o record de valores mais elevados nos dez anos da sua pesquisa, com um prémio exigido pelos investidores de 4,74% em plena crise financeira. Esses valores têm vindo a decrescer desde o pico da crise, para valores na ordem dos 3,83% em 2012.

iii) Valor residual

O valor de uma empresa representa os *cash-flows* esperados ao longo da sua vida, mas uma vez que não é possível estima-los para sempre, assumimos que a partir de um determinado período crescem em perpetuidade (período residual) a uma taxa de crescimento sustentável,

utilizada para calcular o valor residual, associado aos *cash-flows* do último ano da avaliação (Damodaran, 2002). Intuitivamente, empresas numa fase inicial e em crescimento devem ter taxas de crescimento superiores face a empresas maduras, de modo a refletir as suas vantagens competitivas.

Damodaran (2002) defende que a taxa de crescimento em perpetuidade terá que ser devidamente selecionada, uma vez que possui dois fatores críticos: tem que ser inferior à taxa de crescimento da economia e as características da empresa têm que ter pressupostos consistentes com crescimento sustentável.

Young *et al.* (1999) defendem no seu estudo que o valor residual é o elemento mais importante da avaliação de uma empresa e demonstram que para empresas com estimativas de *cash-flows* entre 3 a 10 anos o valor residual atingirá os 80-95% do valor da empresa. Mesmo para uma estimativa de *cash-flows* superiores a 10 anos, o valor residual nunca será inferior a metade do valor da empresa.

Calcular o valor de empresas a operar em indústrias cíclicas tende a ser um processo mais delicado. De Heer, Koller, Schauten & Steenbeek (2000) defendem que os analistas normalmente cometem erros na avaliação destas empresas, ou seja, as que estão mais suscetíveis a flutuações nos seus lucros e *cash-flows* como consequência de forças macroeconómicas. Os autores argumentam que a principal razão está no valor residual que é calculado apenas com base no *cash-flow* do último ano ($FCFF_n$), e se este ano estiver no pico do ciclo a empresa estará sobreavaliada (o contrário também será válido).

Os autores reforçam que para ultrapassar essa situação é necessário ter em conta que não devem ser feitas estimativas de longo prazo para estas empresas, uma vez que reduzirá a qualidade da avaliação, e que deverão ser normalizados os lucros, *cash-flows* e taxas de crescimento da empresa ao longo de todo o ciclo. Assim, o valor residual será calculado com base num valor que reflete o desempenho ao longo de todo o ciclo, ao invés de um determinado ponto específico.

$$\text{Valor residual} = \frac{FCFF_{n+1}}{r - g} \quad [7]$$

Onde:

$FCFF_{n+1}$ = *cash-flow* esperado no período n+1

r = taxa de desconto

g = taxa de crescimento constante dos *cash-flows*

1.2.1.2 – Equity Valuation

Em contraste com o *Firm Valuation*, o *Equity Valuation* foca-se apenas numa perspetiva acionista e considera unicamente os *cash-flows* a que estes têm direito, atualizados a uma taxa de desconto que reflete a taxa de rentabilidade exigida pelos investidores, ou seja, o custo do capital próprio (*cost of equity*) (Damodaran, 2006).

Fernández (2007) defende que se adicionarmos o valor de mercado da dívida, é possível calcular o valor total da empresa. Partilhando da mesma opinião, Koller *et al.*, (2010) afirmam que para converter o valor da empresa no valor do capital próprio é necessário subtrair a dívida de curto e longo prazo, os equivalentes de dívida e as ações híbridas.

Os métodos mais utilizados para avaliar o capital próprio de uma empresa são o *Dividend Discount Model* (DDM), que apenas tem em conta os dividendos distribuídos aos acionistas, e o *free cash-flow to the equity* (FCFE) que é uma extensão do primeiro, na medida em que adiciona os potenciais dividendos à avaliação.

$$\text{Valor do capital próprio} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{\text{VR}_n}{(1 + k_e)^n} \quad [8]$$

Onde:

FCFE_t = *cash-flow* esperado dos acionistas no período t (em que n é o último ano do período explícito)

k_e = custo do capital próprio

i) *Dividend Discount Model*

O *Dividend Discount Model* (DDM) é considerado o método de *Discounted Cash-flow* mais antigo e é utilizado para avaliar o preço das ações de uma empresa com base nos dividendos que são distribuídos aos seus acionistas (Damodaran, 2006). O autor refere que um investidor quando compra uma ação de uma empresa geralmente espera receber dois tipos de *cash-flows*: *cash-flows* futuros na forma de dividendos, e um preço pela ação no final desse período.

Segundo Foerster & Saap (2005) os *inputs* necessários para uma avaliação através do DDM são as projeções dos dividendos futuros (que terão que assumir pressupostos de crescimento

nos resultados futuros da empresa e nos seus rácios de *payout*⁴) e o custo do capital próprio, usado como taxa de desconto.

$$\text{Valor por ação} = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1 + k_e)^t} \quad [9]$$

Onde:

DPS_t = dividendos esperados por ação no período t

k_e = custo do capital próprio

Luehrman (1997a) considera que uma avaliação com base somente nos dividendos é demasiado restritiva, mas Damodaran (2006) defende que, enquanto os *cash-flows* estão dependentes dos lucros e dos reinvestimentos da empresa, os dividendos permanecem estáveis ao longo do tempo para a maior parte das empresas, pelo que uma avaliação baseada nestes será menos volátil e mais precisa.

Damodaran (2006) afirma que muitas variações do modelo têm surgido ao longo do tempo, assentes em diferentes pressupostos sobre o crescimento futuro. O *Gordon Growth Model* é um exemplo disso. É um modelo que permite calcular perpetuidades assumindo distribuição de dividendos infinitamente ao longo do tempo, e que se restringe a empresas com crescimento constante e que distribui o máximo que pode na forma de dividendos. Neste modelo é necessário ter em conta que a taxa de crescimento esperada dos dividendos em perpetuidade não pode exceder a taxa de crescimento da economia em que a empresa opera, e a taxa de crescimento das medidas de *performance* e dos dividendos devem ser iguais.

$$\text{Valor por ação} = \frac{\text{Dividendos esperados no período seguinte}}{(k_e - \text{taxa de crescimento esperada dos dividendos em perpetuidade})} \quad [10]$$

Damodaran (2006) acrescenta que, como resposta à procura por maior flexibilidade, desenvolveram-se outras variações suscetíveis de utilizar em empresas que não apresentam um crescimento constante, como o modelo *two-stage growth model* (uma extensão do modelo de Gordon), que numa fase inicial a taxa de crescimento da empresa não é constante mas numa segunda fase torna-se estável e tende a manter-se assim a longo prazo (vista como uma

⁴ Nota: o rácio de *payout* dá-nos o valor dos lucros da empresa que é distribuído aos sócios. Um rácio muito baixo indica que a empresa foca-se mais em manter os lucros do que distribui-los aos seus acionistas.

perpetuidade). Outros exemplos de variações do DDM abordados pelo autor são o *Multistage Growth Model* ou *H Model*.

Foerster & Saap (2005) analisaram a *performance* do método DDM e concluíram que este é particularmente efetivo para avaliar o capital próprio de empresas maduras, com histórico de pagamento de dividendos e taxas de crescimento constantes, no entanto Mullins (1982) considera que estes pressupostos limitam a sua aplicabilidade.

A atratividade do modelo está no facto dos dividendos serem o único *cash-flow* da empresa que é tangível para os investidores (Damodaran, 2006) e não serem necessários tantos pressupostos para obter os dividendos esperados como os *free cash-flows* (onde é necessário ter em conta as despesas de capital, depreciação e necessidades em fundo de maneio). Por outro lado, Luehrman (1997) afirma que a maior desvantagem do modelo está relacionada com a avaliação de empresas que apresentam um elevado crescimento e um nível de alavancagem instável, típico das empresas numa fase inicial.

Famas & French (2001) evidenciam que apenas 20,8% das empresas pagavam dividendos aos seus acionistas em 1999, que é uma percentagem muito baixa, face aos 66,5% registados em 1978, concluindo que as empresas estão a tornar-se menos propícias à distribuição de dividendos. Baker & Wurgler (2004) argumentam que este facto está relacionado com a mudança das leis fiscais e com o aumento de um novo segmento de investidores que não estão interessados em receber dividendos. Por sua vez, DeAngelo, DeAngelo & Skinner (2004) alegam que os dividendos agregados não baixaram e que o decréscimo de dividendos individuais pode ser traçado apenas às pequenas empresas que apresentam oportunidades de crescimento.

Damodaran (2006) argumenta que distribuir dividendos é uma decisão política da empresa, e que por vezes os gestores optam por direccionar os resultados da empresa para novos investimentos ou pagam dividendos superiores aos *cash-flows* disponíveis através de financiamento externo, pelo que os analistas consideram o DDM um método demasiado conservador e dão preferência a outros. Contudo, o autor verifica que em setores onde a estimação de *cash-flows* é difícil, os dividendos são o único determinante que pode ser estimado com alguma fiabilidade, mas dada a diferença entre os dividendos pagos e os potenciais dividendos, este método pode tornar-se um desafio.

ii) *Free cash-flow to the equity* (FCFE)

O *free cash-flow to the equity* (FCFE) pode ser interpretado como uma extensão do DDM, visto que para além de ter em conta os dividendos, considera também o valor dos potenciais dividendos, isto é, os *cash-flows* que são gerados para o acionista mas que os gestores optam por não distribuir (Damodaran, 2006). De forma implícita, quando uma empresa gera *cash-flows* que não distribui aos acionistas o valor do FCFE será superior ao DDM.

O *free cash-flow to the equity* representa assim a soma de todos os *cash-flows* que pertencem aos acionistas da empresa, depois do pagamento da dívida e do reinvestimento necessário (investimento em capital e necessidades em fundo de maneio), e são descontados também ao custo do capital próprio como no DDM para se obter o valor do capital próprio da empresa (Damodaran, 2006).

$$\begin{aligned} \text{Free cash-flow to the equity} &= \text{Resultado líquido} && [11] \\ &+ \text{Amortizações} \\ &- \text{Investimento em capital} \\ &- \Delta \text{Necessidades de fundo maneio e outros itens non-cash} \\ &- (\text{emissão de dívida} - \text{pagamento da dívida atual}) \end{aligned}$$

Luehrman (1997a) defende que apesar do FCFE ser mais abrangente que o DDM, este método é também restritivo na medida em que apenas tem em conta a parte acionista, alegando que o método é mais relevante quando existe alterações significativas no controlo da entidade ou em situações de fusão e aquisição.

1.2.1.3 – *Adjusted Present Value*

O *Adjusted Present Value* (APV) na sua forma convencional foi apresentado por Myers (1974), e neste método de *Discounted Cash-flow* avalia-se os efeitos da dívida isolados do valor dos ativos da empresa, que no método tradicional de DCF estão implícitos na taxa de desconto, e depois adiciona-se todas as componentes (Damodaran, 2006). O método é construído no pressuposto de que, calcular o impacto da dívida no valor da empresa em termos absolutos torna-se mais preciso do que em termos proporcionais e permite conferir de onde vem o valor da empresa, da atividade operacional ou da estrutura de capitais selecionada (Luehrman, 1997b).

Segundo Damodaran (2006), no APV começa-se por avaliar a empresa apenas com capital próprio, e à medida que se adiciona dívida à estrutura de capital, analisamos os seus efeitos no valor da empresa. O uso de dívida para financiar as operações de uma empresa cria benefícios fiscais, uma vez que os juros são fiscalmente dedutíveis, mas aumenta o risco de falência e os custos associados. Assim, o valor da empresa através do *Adjusted Present Value* é dado por:

$$\begin{aligned} \text{Valor da empresa} &= \text{Valor da empresa não alavancada} & [12] \\ &+ \text{Valor atualizado dos benefícios fiscais da dívida} \\ &- \text{Custos de falência esperados} \end{aligned}$$

O primeiro passo no método APV é estimar o valor da empresa sem dívida na sua estrutura de capital, ou seja, caso seja financiada 100% por capital próprio. De acordo com Damodaran (2006) o valor da empresa não alavancada é dado pelo FCFE descontado ao custo do capital próprio não alavancado (k_u).

$$\text{Valor da empresa não alavancada} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_u)^t} + \frac{\text{VR}_n}{(1 + k_u)^n} \quad [13]$$

Onde:

FCFE_t = *cash-flow* esperado da empresa no período t (em que n é o último ano do período explícito)

k_u = Custo do capital próprio não alavancado

Luehrman (1997b) destaca que, enquanto no WACC é a taxa de desconto que deve ser “ajustada” para refletir os efeitos da dívida, no APV esses efeitos são descontados a uma taxa de desconto apropriada dado o risco de cada componente. Assim, alterações na estrutura de capital não irão afetar nem o valor da empresa não alavancada nem o custo do capital.

Valor dos benefícios fiscais

O valor dos benefícios fiscais representa a poupança obtida através do pagamento dos juros relativos à dívida (uma vez que são dedutíveis fiscalmente), e é função da taxa de imposto sobre o rendimento, do nível de dívida da empresa e da taxa de desconto que reflete o risco desse *cash-flow*. Ao longo do tempo tem surgido algumas incongruências na literatura académica, principalmente sobre a taxa de desconto a utilizar para estes benefícios.

A discussão foi aberta por Modigliani & Miller (1963), que isolaram os benefícios fiscais referentes à existência de dívida na estrutura de capital, considerando a taxa de imposto e o nível de dívida constante, o que resulta numa poupança fiscal como perpetuidade a ser descontada à taxa de juro sem risco (não existe incerteza sobre os benefícios fiscais futuros, uma vez que se mantém tudo constante). Fernández (2004b) reforça que para esta hipótese ser válida é necessário se assumir o pressuposto de que o risco de falência é nulo.

Myers (1974), Luehrman (1997b) e Damodaran (2006) sugerem que perante um nível de dívida que varie ao longo do tempo, a poupança fiscal dos juros deve refletir essa alteração e ser descontada ao custo da dívida, visto que esses benefícios apresentam a mesma incerteza das componentes da dívida.

Kaplan & Ruback (1995) defendem descontar os benefícios fiscais ao custo do capital próprio não alavancado (k_u), assumindo que estes têm o mesmo risco sistémico dos *cash-flows* da empresa. Por outro lado, Milles & Ezzell (1980) sugerem que uma empresa com um rácio de alavancagem fixo deve descontar os benefícios fiscais ao custo da dívida (k_d) no primeiro ano, e nos anos posteriores ao custo do capital próprio não alavancado (k_u).

Fernández (2004b) defende que descontar os benefícios fiscais ao custo da dívida (Myers, 1974; Luehrman, 1997b; Damodaran, 2002) ou à taxa de juro sem risco (Modigliani & Miller, 1963) pode resultar numa estimativa do custo de capital próprio menor para empresas alavancadas face a empresas sem dívida, para perpetuidades em crescimento. Por outro lado, utilizar o custo do capital próprio não alavancado (Kaplan & Ruback, 1995) resultará em valores estimados demasiado baixos.

Para Fernández (2004b) o valor dos benefícios fiscais define o aumento do valor da empresa, e deve ser calculado pela diferença entre o valor atualizado dos impostos da empresa não alavancada e o valor atualizado dos impostos da empresa alavancada. Contudo, Cooper & Nyborg (2006) argumentam contra Fernández (2004b) alegando que o autor tentou fazer um *mix* com as teorias de alavancagem de Modigliani & Miller (M&M) e Milles & Ezzell (M&E), mas que não teve sucesso, e que o valor dos benefícios fiscais é igual ao valor atualizado da poupança fiscal dos juros.

Custos de falência

Relativamente ao último passo do método APV, avalia-se como efeito do endividamento a probabilidade da empresa entrar em falência e os custos associados esperados. Damodaran

(2006) considera ser este o passo mais problemático e o que gera menos consenso entre a literatura acadêmica, uma vez que nem a probabilidade nem os custos de falência podem ser estimados diretamente (não são conhecidos à priori).

$$\text{Custos de falência} = \pi_a \times BC \quad [14]$$

Onde:

π_a = Probabilidade da empresa entrar em falência depois de adicionar dívida

BC = Valor atualizado dos custos de falência

O autor defende que a probabilidade de falência pode ser estimada através de *bond ratings* da empresa ou de abordagens estatísticas que permitam a observação das características da empresa para cada nível de dívida.

Os custos de falência são divididos em custos diretos (relativos ao processo de falência) e custos indiretos (percepção do mercado relativamente à probabilidade da empresa entrar em falência), e podem também ser estimados, embora com algum erro (Warner, 1997). Kaplan & Ruback (1995) argumentam que estes custos não devem ser considerados, o que na prática muitas vezes acontece, mas não obteve concordância de Damodaran (2006)

Warner (1997) afirma que os custos diretos de falência são pequenos em relação ao valor da empresa, mas que por outro lado os custos indiretos podem ser catastróficos face à sua magnitude. A alavancagem financeira, o tamanho da empresa e o grau de concorrência são os determinantes que mais influenciam essa magnitude (Bhabra & Yao, 2011) que Andrade & Kaplan (1998) mostram estar compreendida entre 10 a 23% do valor da empresa, através de um estudo a transações de elevada alavancagem que entraram em dificuldades financeiras nos Estados Unidos.

Bhabra & Yao (2011) evidenciam que os custos de falência permaneceram relativamente estáveis ao longo dos últimos 25 anos. Os autores concluem através de uma amostra de grandes falências registadas nos Estados Unidos entre 1997 e 2004, que os custos indiretos de falência foram aproximadamente 2%, 6,2% e 14,9% do valor das empresas nos três anos que antecederam o anúncio de falência, respetivamente. No ano que antecedeu esse evento, os custos totais de falência ascendiam a 17,43%, ou seja, os custos diretos foram de 3% do valor da empresa. O excesso de dívida na estrutura de capital é a principal razão apontada pelos autores para o falhanço destas empresas.

i) APV vs WACC

Ambos os métodos APV e WACC foram desenvolvidos para avaliar ativos que geram *cash-flows* futuros, mas continua em aberto o debate acadêmico sobre qual o melhor método. Luehrman (1997b) defende que o APV é melhor alternativa que o método WACC, uma vez que este se tornou obsoleto apesar de continuar a ser o mais ensinado nas escolas de gestão. Geralmente os analistas optam pelo WACC por ser um método padrão, embora reconheçam a utilidade do APV que requer menos pressupostos e é mais transparente.

Enquanto nos métodos com base no WACC os efeitos do financiamento surgem na taxa de desconto, no APV analisam-se os efeitos marginais da dívida de forma isolada e depois somam-se todas as componentes (Luehrman, 1997a). Milles & Ezzel (1980) defendem que a escolha entre um destes métodos deverá depender do programa de pagamento da dívida e do rácio de alavancagem da empresa.

De um modo geral, o método WACC é mais adequado para situações em que uma empresa assume o rácio de dívida e a taxa de imposto sobre o rendimento como constantes, o que se verifica normalmente na maior parte das empresas de economias industrializadas (Sabal, 2007; Qi & Han, 2010). Contudo, a sua aplicação enfrenta sérios problemas quando se depara com mudanças na estrutura de capital, uma vez que as mesmas interferem no custo da dívida e do capital próprio, com repercussões em toda a fórmula do WACC (Luehrman 1997b; Koller *et al.*, 2010). Sabal (2007) defende que é possível eliminar essas fraquezas se for calculada uma taxa de desconto para cada período, tarefa que Koller *et al.* (2010) não recomendam por ser uma tarefa muito demorosa e nesse sentido não compensar.

O método APV torna-se mais conveniente para empresas que atravessam alterações na estrutura de capital, muitas vezes associadas a situações em mercados emergentes (Qi & Han, 2010; Koller *et al.*, 2010), com posições fiscais complicadas e uma estratégia de financiamento complexa (Luehrman, 1997b).

Sabal (2007) argumenta que os métodos são equivalentes quando subsiste uma única taxa de imposto sobre o rendimento, um rácio de alavancagem constante e não existe crescimento na perpetuidade dos *cash-flows*. Contudo, no mundo real estas condições não são muito comuns, e o autor, em conformidade com Koller *et al.* (2010), afirma que o APV apresenta um conjunto de recursos que o torna mais apropriado: não necessita de um rácio fixo de alavancagem, uma vez que o impacto do financiamento é considerado de forma independente,

e os benefícios fiscais são calculados para cada período, o que permite ajustar a taxa de imposto de acordo com a legislação em vigor em cada momento.

Damodaran (2006) reconhece essas vantagens mas expõe como limitações do método o árduo esforço de calcular os custos de falência e a inconsistência da taxa de desconto dos benefícios fiscais, uma vez que os analistas baseiam-se nas perspectivas que consideram mais adequadas à realidade, levando a resultados diferentes nas estimativas. Luehrman (1997b) adiciona o facto de não ter em conta os custos de falência de forma tão precisa como os restantes efeitos colaterais da dívida.

Sabal (2007) acrescenta que o WACC é o método mais preciso para descontar perpetuidades, visto que assume um rácio de dívida constante e ajusta automaticamente a taxa de desconto aplicada aos benefícios fiscais. Neste método os efeitos de alavancagem aparecem no custo do capital, com os benefícios fiscais incorporados no custo da dívida depois de impostos e os custos de falência no β_L e no custo de dívida antes de impostos (Damodaran, 2006).

Abaixo é apresentada uma tabela com os fatores primordiais do APV e do WACC, e em anexo (anexo 1) um quadro-resumo com as principais diferenças entre os dois métodos.

	APV	WACC
Cash-Flow	FCFF _u	FCFF
Taxa desconto	K _u	WACC
Estrutura de capital	Variação no rácio de dívida	Constante

Tabela 1 – APV vs WACC.

1.2.1.4 – Modelos de Retorno em Excesso

Os modelos de Retorno em Excesso (também conhecidos como Modelos de Criação de Valor) são uma variante do DCF tradicional, e nesta avaliação separamos os *cash-flows* em *cash-flows* com retorno normal (quando o lucro é igual ao montante de retorno exigido, depois de ajustado pelo risco) e *cash-flows* com retorno em excesso (*cash-flows* acima ou abaixo desse retorno normal) de projetos/investimentos atuais e futuros. Assim, um analista consegue perceber se a empresa está a criar ou a destruir valor (Damodaran, 2006).

Damodaran (2006) alega que o método tem a sua origem na regra do Valor Atual Líquido (VAL), e são vistos como uma simples extensão deste, explicitando que o VAL de um projeto é o valor atualizado do *Economic Value Added* (EVA) desse projeto no decorrer da sua vida.

Um investimento apenas é considerado viável se tiver um VAL positivo, independentemente do seu lucro, pelo que o crescimento dos *cash-flows* somente traduz valor quando é acompanhado por retorno em excesso, ou seja, um retorno superior ao custo do capital.

$$\text{Valor da empresa} = \text{Capital investido na empresa hoje} \quad [15] \\ + \text{Valor atualizado do retorno em excesso dos } \textit{cash-flows}$$

A metodologia de Retorno em Excesso foi desenvolvida com base numa ligação entre o crescimento e o reinvestimento de uma empresa (Damodaran, 2006), e existem diversas variantes. A mais utilizada é o *Economic Value Added* (EVA), que representa o montante de valor económico acrescentado por um investimento ou portfolio de investimentos, e pode ser utilizado para as diferentes áreas de negócio ou departamentos (Shil, 2009).

$$\text{EVA} = \text{NOPLAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital investido}) \quad [16]$$

Onde:

NOPLAT = *Net operating profit less adjusted taxes* (resultado operacional depois de impostos)

Damodaran (2006) afirma que é necessário ter em conta as distorções criadas por inconsistências contabilísticas em cada uma das três componentes que fazem parte da fórmula. Fernández (2008) defende que a informação necessária para calcular o EVA de uma empresa é a mesma do DCF e que o resultado deverá ser semelhante. O autor defende ainda que maximizar o valor do EVA significa maximizar o valor das ações da empresa.

Shil (2009) concorda com essa forte ligação entre o EVA e o preço das ações e argumenta que esta é uma ferramenta que pode ser utilizada em todas as funções de gestão. No entanto, afirma que o modelo tem como limitações, ser uma medida de *performance* de curto prazo e os retornos futuros não serem mensurados. Esta ferramenta é tão poderosa como as restantes, mas não deve ser utilizada autonomamente, apenas em conjunto com algum outro método de avaliação para tomar decisões mais eficazes.

Damodaran (2006) salienta ainda, o *Economic Profit*, uma variante muito idêntica ao EVA mas apenas utilizada numa perspetiva acionista. Esta ferramenta permite verificar quando e onde está a ser criado valor para os investidores da empresa.

$$\textit{Economic Profit} = (\text{ROE} - k_e) \times \text{valor do capital pr\u00f3prio} \quad [17]$$

Onde:

ROE = *Return on equity* (retorno do capital pr\u00f3prio)

O autor defende que este m\u00e9todo dever\u00e1 convergir com os restantes de DCF, mas apenas quando se realizar uma an\u00e1lise consistente sobre crescimento e reinvestimento, no entanto os valores dos modelos poder\u00e3o divergir devido aos pressupostos assumidos.

1.2.2. *Relative Valuation*

Enquanto no DCF tentamos estimar o valor intr\u00ednseco de um ativo atrav\u00e9s da sua capacidade de gerar *cash-flows* no futuro (Damodaran, 2006), na *Relative Valuation* (m\u00faltiplos) fazemos julgamentos acerca do valor de um ativo baseado no pre\u00e7o a que ativos semelhantes est\u00e3o a ser negociados no mercado. Se o mercado em m\u00e9dia estiver correto, os resultados das avalia\u00e7\u00f5es dever\u00e3o convergir, mas se os ativos estiverem (sub) sobreavaliados no mercado, ent\u00e3o os resultados dever\u00e3o desviar-se (Fern\u00e1ndez, 2002a). A *Relative Valuation* \u00e9 constru\u00edda com base em m\u00faltiplos, requer um menor n\u00famero de pressupostos e reflete melhor o estado de mercado (Suozzo, Cooper, Sutherland & Zeng, 2001).

Kaplan & Ruback (1995) explicam que o valor de uma empresa na *Relative Valuation* \u00e9 estimado atrav\u00e9s da multiplica\u00e7\u00e3o do m\u00faltiplo das empresas compar\u00e1veis pela medida de *performance* pela qual a empresa est\u00e1 a ser avaliada, geralmente o EBITDA, o EBIT, os lucros ou as receitas (vendas), e, segundo os autores, n\u00e3o existe uma ferramenta \u00f3bvvia para definir qual delas usar. Mencionam ainda dois pressupostos b\u00e1sicos: a previs\u00e3o do risco e dos *cash-flows* futuros tem de ser id\u00eantica \u00e0 das empresas compar\u00e1veis e o valor dos m\u00faltiplos usados tem de ser proporcional ao valor da empresa analisada.

No c\u00e1lculo dos m\u00faltiplos s\u00e3o tidas em conta empresas compar\u00e1veis, que Damodaran (2006) caracteriza como empresas com *cash-flows*, potencial de crescimento e risco id\u00eanticos \u00e0 empresa que est\u00e1 a ser avaliada, e defende que estas n\u00e3o t\u00eam de ser necessariamente da mesma ind\u00fas\u00e9ria. Contudo, Liu, Nissin & Thomas (2001) e Goedhart, Koller & Wessels (2005) sugerem que sejam do mesmo setor assumindo que t\u00eam um perfil de *cash-flow*, risco e crescimento semelhante \u00e0 empresa analisada, pelo que podem ser comparadas com maior legitimidade. Damodaran (2006) concorda, e afirma que \u00e9 mais dif\u00edcil utilizar m\u00faltiplos quando existem relativamente poucas empresas no setor, e alerta que empresas da mesma

indústria podem ter diferentes tamanhos, perspectivas de crescimento, margens de lucro, estruturas de capital ou risco.

O autor alerta que independentemente do cuidado que se tenha na escolha do conjunto de empresas comparáveis, existirá sempre empresas diferentes, e quando essas diferenças se verificarem relevantes será necessário utilizar mecanismos de controlo. O autor propõe controlar essas diferenças através de ajustamentos subjetivos, modificação dos múltiplos ou técnicas estatísticas.

Liu *et al.* (2001) mencionam que para criar um múltiplo é necessário (i) definir os *value drivers* e (ii) identificar as empresas comparáveis, e Suozzo (2001) afirma que estes podem variar amplamente, devido essencialmente a quatro fatores: diferenças na qualidade dos negócios (diferenças nos *value drivers*) das empresas comparáveis, ativos com preços diferentes do seu justo valor (*mispricing*), diferenças contabilísticas entre as empresas e existência de flutuações nos *cash-flows* e lucros.

Os múltiplos baseados em estimativas de resultados futuros apresentam uma melhor *performance* do que os múltiplos com base em dados históricos (Liu *et al.*, 2001; Lie & Lie, 2002), mas na impossibilidade de os estimar deve-se considerar os resultados dos últimos quatro trimestres (Goedhart *et al.*, 2005). Fernández (2001) realça que a escolha do múltiplo mais apropriado está dependente da indústria em que opera a empresa.

Existe essencialmente dois grandes grupos de múltiplos (Fernández, 2001): *enterprise multiples* e *equity multiples*. Os primeiros representam o valor total da empresa, e são menos afetados pela estrutura de capital, mais fáceis de aplicar ao *cash-flow* e permitem ao analista focar-se em estatísticas onde as diferenças das políticas contabilísticas podem ser minimizadas (Suozzo, 2001). Os segundos expressam o valor que pertence aos acionistas da empresa (Fernández, 2001) e são mais relevantes para as *Equity Valuations*, mais comuns aos investidores e apresentam maior fiabilidade (Suozzo, 2001). Goedhart *et al.* (2005) e Liu *et al.* (2001) recomendam o uso dos *enterprise multiples*, por serem mais precisos e não serem sistematicamente afetados pela estrutura de capital.

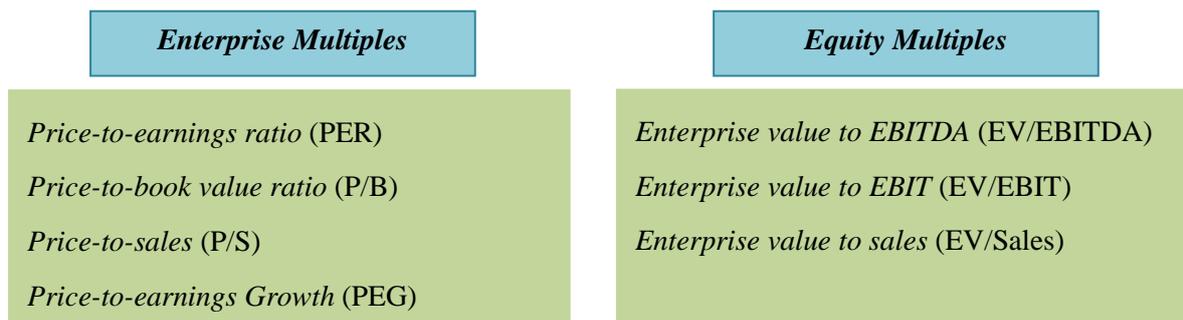


Figura 3 – Os múltiplos mais comuns em avaliações reais (adaptado de Fernández, 2001).

De um modo geral, empresas com taxas de crescimento elevadas, menor risco e potencial para gerar *cash-flows* futuros superiores, devem ser negociadas com múltiplos mais elevados (Damodaran, 2006). O autor alega que a maior parte das avaliações utilizam múltiplos, e Lie & Lie (2002) constatam que esta avaliação tem uma melhor *performance* em empresas financeiras, uma vez que têm mais ativos líquidos e estes são mais fáceis de estimar.

Fernández (2001) mostra que os métodos de avaliação mais utilizados pela Morgan Stanley Dean Witters⁵ são o múltiplo PER, seguido do EV/EBITDA, e, com alguma surpresa, o *Discounted cash-flow* apenas obteve o quinto lugar nesta lista. O autor evidencia que em 2000 os múltiplos PER e o EV/EBITDA eram estimados, em média, em 16,6 e 9,1, respetivamente, para empresas hoteleiras, e que em 2001 esses valores reduziram ligeiramente.

i) *Price-to-earnings ratio (PER)*

O rácio *price-to-earnings* é um *equity multiple*, e o mais utilizado nas avaliações de empresas (Fernández, 2001) uma vez que o preço das ações e os lucros por ação de empresas cotadas estão facilmente disponíveis (Damodaran, 2006). Contudo, não permite calcular o *firm value*.

O PER tem como principais limitações ser afetado pela estrutura de capital da empresa, os lucros incluem itens não operacionais ocasionais e sujeitos a diferentes políticas contabilísticas, não pode ser utilizado quando os lucros são negativos (Goedhart *et al.*, 2005) e não pode ter em conta o investimento exigido para suportar o crescimento futuro (Damodaran, 2006).

⁵ Nota: empresa multinacional americana de prestação de serviços financeiros (site: <http://www.morganstanley.com>).

Liu *et al.* (2002) evidenciam com base num estudo a cerca de 24 mil empresas cotadas em 10 países, que os múltiplos baseados em lucros apresentam melhor *performance* do que os que se baseiam em vendas.

$$\text{PER} = \frac{\text{Valor das ações}}{\text{Total do lucro}} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Lucro por ação}} \quad [18]$$

Uma variação do PER é o *Price-to-earnings Growth* (PEG), que representa o potencial PER dividido pela previsão média de crescimento dos lucros por ação nos próximos anos, e está mais direcionado para avaliar empresas com oportunidades de crescimento (Suozzo, 2001)

ii) *Price to-book value ratio* (P/B)

Enquanto por um lado os mercados financeiros fornecem uma estimativa do valor de uma empresa, os contabilistas frequentemente fazem-no de forma diferente, e os investidores têm em conta a discrepância entre essas duas abordagens para saber o quanto uma ação está (sub)sobreevalorizada.

O rácio *Price-to-book value* (P/B) é também um *equity multiple* e normalmente é utilizado em empresas de capital intensivo, como bancos. Este múltiplo indica o valor que o mercado atribui aos ativos da empresa, e pode variar amplamente entre indústrias, dependendo do potencial de crescimento e da qualidade de cada investimento (Damodaran, 2006).

Suozzo (2001) defende que existe uma fraca fiabilidade no valor contabilístico dos ativos devido aos diferentes sistemas contabilísticos, por serem mensurados pelo custo histórico e por refletir apenas o valor à data do relatório.

O rácio P/B é utilizado com maior frequência na avaliação de bancos, seguradoras, na indústria de papel ou em empresas de bens imóveis (Fernández, 2001; Damodaran, 2002).

$$\text{P/B} = \frac{\text{Valor das ações}}{\text{Valor contabilístico dos activos}} \quad [19]$$

iii) *Enterprise value to EBITDA* (EV/EBITDA)

O *enterprise value to EBITDA* é o segundo múltiplo mais utilizado (Fernández, 2001) e é o que diz mais sobre o valor da empresa. Este múltiplo permite comparações entre empresas

com diferentes estruturas de capital, face à menor manipulação desta componente e por incluir capital próprio e dívida. Koller *et al.* (2010) recomendam o seu uso em detrimento do PER.

As principais limitações apontadas ao múltiplo são: não incluir as variações em necessidades de fundo de maneio, não considerar os investimentos de capital (Fernández, 2001; Liu *et al.*, 2001) e ser impossível de utilizar quando o *cash-flow* é negativo (Suozzo, 2001).

Lie & Lie (2002) defendem que o múltiplo baseado no EBITDA geralmente produz melhores estimativas do que o múltiplo EBIT, com exceção para as empresas farmacêuticas, no entanto, Koller *et al.* (2010) argumentam que deve ser utilizado o EV/EBITA devido às diferenças contabilísticas no cálculo das amortizações.

Kaplan & Ruback (1995) enaltecem que, do mesmo modo que uma avaliação através do DCF se aproximam de forma correta dos valores de transação⁶, os múltiplos EBITDA também resultarão em idênticos níveis de precisão.

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{Valor da empresa}}{\text{EBITDA}} \quad [20]$$

Em função dos pressupostos assumidos em ambos os métodos de DCF e de *Relative Valuation*, poderá chegar-se a resultados diferentes, e essas diferenças provêm de visões de (in) eficiência de mercado divergentes. No DCF os mercados cometem erros, mas corrige-os ao longo do tempo, enquanto na *Relative Valuation* assume-se que os mercados cometem erros ao avaliar ativos individuais, mas que em média estão corretos (Damodaran, 2006).

Kaplan & Ruback (1995) alegam que, embora não devam ser considerados de forma autónoma, os múltiplos são no mínimo tão precisos como os métodos do DCF e têm o poder de ajudar a explicá-los, e Goedhart *et al.* (2005) adicionam que são úteis para obter o valor terminal na análise do DCF.

1.2.3. *Liquidation and Accounting Valuation*

Uma empresa é uma entidade em curso composta por ativos que já possui e ativos que espera investir no futuro, mas os métodos de *Liquidation and Accounting Valuation* consistem em avaliar uma empresa apenas através dos investimentos já realizados, negligenciando as oportunidades de crescimento que não são refletidas nas contas da empresa. Fernández (2007)

⁶ Nota: Kaplan & Ruback (1995: 1061) definem valores de transação como “*valor de mercado dos cash-flows futuros de uma empresa*”.

afirma que esta abordagem olha para a empresa numa perspetiva estática, não tendo em conta a evolução futura da empresa, e, portanto, não deverá ser utilizada em empresas com oportunidades de crescimento.

O método do *Accounting Valuation* avalia uma empresa de acordo com os valores dos ativos que estão apresentados nas demonstrações financeiras num determinado período (Damodaran, 2006). Segundo o autor, os contabilistas defendem que a estimativa contabilística do valor de uma empresa representa uma estimativa mais fiável do que outros modelos de avaliação baseados em suposições incertas sobre o futuro.

É necessário ter em conta que as diferentes normas contabilísticas adotadas pelas empresas é um aspeto fulcral neste tipo de avaliação, pois muitas das vezes não coincidem com os critérios de mercado, pondo em causa a comparação entre empresas dada a facilidade com que conseguem manipular os seus *cash-flows* (Fernández, 2007).

O método *Liquidation Valuation* avalia os ativos de uma empresa no pressuposto que estes têm de ser alienados com urgência, o que irá gerar um desconto face ao seu valor real, e a magnitude desse desconto estará relacionada com a quantidade de potenciais compradores dos ativos, das suas características e do estado da economia (Damodaran, 2006). Este método deve ser utilizado apenas para empresas em situação de falência, onde é suscetível de produzir estimativas mais realistas, pois nas restantes subavaliará.

Williamson (1988) defende que a possibilidade de realocação de um ativo, em termos de alternativas de uso, é um determinante fundamental no valor de liquidação de um ativo, mas Shleifer & Vishny (1992) realçam que a maior parte dos ativos são demasiado especializados e não podem ser realocados, aspeto que Williamson não teve em conta no seu estudo. Estes autores acrescentam o número de potenciais compradores existentes como determinante indispensável ao valor de liquidação.

1.2.4. *Contigent claim Valuation*

Inicialmente, a abordagem do *Contigent Claim Valuation* era utilizada para valorizar opções, através de modelos matemáticos que procuram antever mudanças de valor por condições controversas (Damodaran, 2006), mas a metodologia tem vindo a adaptar-se para avaliar ativos que apresentem características semelhantes de uma opção (e.g. patentes, exploração de petróleo, minas não desenvolvidas, entre outras) (Damodaran, 2002).

Em finanças, uma oportunidade é considerada uma opção, e Black & Scholes (1973: 637) definem opção como “*um título que dá o direito (mas não a obrigação) de vender ou comprar um ativo, sob certas condições, com um período de tempo específico*”, e Luehrman (1997a) explicita que o tempo, o dinheiro e o risco são os três aspectos fundamentais na análise de opções.

Segundo Luehrman (1997a) “*empresas com novas tecnologias, ideias de desenvolvimento de produtos ou posições defensivas em mercados de rápido crescimento são portadoras de oportunidades avaliáveis*”, e em algumas empresas estas oportunidades são o seu elemento mais valioso, sustenta o autor.

A *Contingent Claim Valuation* mantém um rótulo de promissora, e existem dois modelos principais para avaliar opções: o Método de Black-Scholes e o Método Binominal. O Método de Black-Scholes é o mais comum e define o preço de uma opção como função de cinco parâmetros: o preço do ativo, o período para o seu vencimento, o preço de “acionar” a opção, a variância do ativo e a taxa de juro sem risco (Black & Scholes, 1973). Este modelo reconhece um contínuo de resultados possíveis, o que o torna mais realista face ao número limitado de resultados assumido pelo Método Binominal. Em situações em que o Método Black-Scholes não possa ser utilizado, deverá usar-se o Método Binominal.

Segundo Damodaran (2006) a avaliação contingente permite usar a avaliação como uma ferramenta estratégica, e funciona como suplemento a outras análises, uma vez que permite reter a volatilidade das oportunidades de negócio, melhor que os modelos de avaliação de DCF. Fernández (2002b) menciona que a avaliação de opções é uma das técnicas mais complexas, e as suas componentes (e.g. volatilidade) são difíceis de estimar.

2. METODOLOGIA

O presente projeto surge no âmbito do Mestrado em Gestão do ISCTE Business School e este segue o modelo de Bolonha, na forma de projeto de empresa. O tema escolhido para o desenvolver foi a avaliação de empresas, com *case study* do Hotel Vidamar Resorts Madeira.

O paradigma de investigação é positivista, uma vez que os problemas emergem do conhecimento difundido através de bibliografia científica e as atividades a desenvolver estão especificadas desde o início do projeto. No entanto, pode-se considerar também o paradigma interpretativo visto que a avaliação de uma empresa varia de analista para analista, onde o investigador e os seus valores influenciam o processo de investigação, como defende Damodaran (2006). Assim, pode-se considerar um problema tipo híbrido.

Relativamente ao método, este é qualitativo uma vez que a realidade é subjetiva e múltipla (depende do ponto de vista do investigador, que pode ser mais otimista ou mais pessimista, interagindo com o objeto) e o problema está dependente de alguns juízos de valor sobre o desenvolvimento futuro do hotel em questão.

O objetivo principal deste projeto é estimar o valor da atividade hoteleira do Hotel Vidamar, que será sustentado com o ambiente macroeconómico prospetivado para os próximos anos, análises estratégicas realizadas ao hotel e informações de mercado disponíveis.

O projeto consiste essencialmente em 4 etapas. Depois de concretizada a revisão de literatura no capítulo 1, é realizado no capítulo 3 um enquadramento macroeconómico e turístico onde pretende-se obter uma visão geral sobre as expectativas de evolução da economia mundial e nacional e do setor turístico de uma forma global, informação relevante no processo de estimativa dos *cash-flows* futuros da empresa. A recolha dos dados foi realizada através de informação disponibilizada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), pela Direção Regional de Estatística (DRE) da Madeira, pela Organização Mundial do Turismo (OMT)⁷ e pelo Turismo de Portugal, I.P.⁸ nas suas plataformas eletrónicas, assim como alguns relatórios sobre a economia e o setor turístico (BES, Banco de Portugal, entre outros), e ainda através de algumas notícias pertinentes dos principais jornais portugueses.

⁷ A Organização Mundial do Turismo (<http://www2.unwto.org>) é uma agência das Nações Unidas responsável pela promoção e sustentabilidade universal do turismo. Funciona como um fórum a nível global de políticas e práticas turísticas e como fonte de *know how* sobre o setor turístico.

⁸ O Turismo de Portugal, I.P. (<http://www.turismodeportugal.pt>) é uma entidade turística nacional que está integrada no Ministério da Economia, que tem à sua responsabilidade a promoção e sustentabilidade da atividade turística nacional.

No capítulo 4 é feita uma breve apresentação da empresa e efetuadas análises estratégicas que permitem identificar as variáveis que influenciam a atividade corrente e futura da empresa, as suas principais fontes de criação de valor e o seu posicionamento competitivo no mercado, de modo a garantir uma avaliação que corresponda à realidade da empresa e do setor hoteleiro madeirense em específico. A recolha de informação para este capítulo ocorreu essencialmente junto do Hotel Vidamar, através do seu site e da Diretora de Recursos Humanos que disponibilizou toda a informação necessária para a concretização deste objetivo.

No quinto ponto procede-se à avaliação da atividade do Hotel Vidamar. O método utilizado foi o *Discounted Cash-flow* e o horizonte temporal da estimativa será de 5 anos. Neste capítulo são apresentados os pressupostos utilizados na avaliação, sustentados com a informação supramencionada, informação disponibilizada pelo Vidamar (entre outra, os relatórios e contas da empresa do ano 2008 a 2013) e com informação de mercado obtida através de entidades competentes. Os cálculos foram realizados num documento em excel e os principais resultados foram incorporados posteriormente no trabalho. É também elaborado neste capítulo um cenário mais conservador, assim como uma análise de sensibilidade ao valor estimado para a atividade do Vidamar.

No final serão apresentadas as principais conclusões do projecto.

3. ENQUADRAMENTO

Neste capítulo será realizado uma síntese da situação económica mundial e portuguesa a nível das principais variáveis macroeconómicas, e efetuada uma retrospectiva dos principais indicadores turísticos internacionais, nacionais e regionais que serão essenciais à compreensão da evolução do sector turístico. No final serão abordadas as expectativas futuras sobre o desenvolvimento desta temática, tendo em conta os parâmetros supramencionados.

3.1. Enquadramento macroeconómico

O turismo e o setor hoteleiro constituem uma indústria dependente do ambiente macroeconómico pelo que é fulcral analisar o estado da economia antes de efetuar qualquer previsão, dado que dificuldades económicas nos principais países emissores determinarão uma menor propensão para os seus cidadãos viajarem, e dificuldades nos países recetores terá como consequência o afastamento dos turistas para outros destinos.

Num panorama internacional, sente-se ainda alguma instabilidade económica resultante da crise imobiliária iniciada nos Estados Unidos em 2008 e da crise da dívida pública na Europa que remonta ao ano de 2009, onde diversos países perderam a capacidade de pagamento ou refinanciamento da sua dívida pública sem ajuda externa. Na Zona Euro começa-se a notar uma evolução positiva a partir de 2013, com as principais entidades competentes a perspetivar a saída do cenário de recessão económica, no entanto prevêem um crescimento lento para a economia nos próximos anos.

A economia mundial no ano de 2012 registou um crescimento de 3,2% face ao ano anterior, e para 2014 e 2015 o Fundo Monetário Internacional (FMI) prevê um crescimento de 3,7 e 3,9 pontos percentuais (p.p.), respetivamente. Na Europa, o Produto Interno Bruto (PIB) decresceu 0,2% em 2012, menos 1,8 p.p. face 2011. O grupo das economias emergentes registou um crescimento de 5,1% em 2012, 1,3 p.p. abaixo do ano anterior.

Para a economia da Zona Euro é esperado um crescimento de 1 p.p. percentual em 2014, continuando a sua recuperação económica, e em 2015 esse valor deverá ser de 1,4% (INE, 2013). No que respeita à inflação, medida segundo o Índice Harmonizado dos Preços ao Consumidor (IHPC), de acordo com o BCE, são esperadas taxas de 1,1% e 1,3% em 2014 e 2015, respetivamente, depois de em 2013 ter-se registado uma taxa de inflação de 1,4% (JN, 22 de fevereiro de 2014).

No contexto nacional, o país vive atualmente sob um clima de enorme austeridade e instabilidade política, consequência da incapacidade do país em liquidar a sua dívida pública que motivou um pedido oficial de assistência financeira ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira e ao FMI em abril de 2011. A ajuda externa visou apoiar um conjunto de políticas que permitirá à economia portuguesa recuperar os níveis de confiança e crescimento sustentável e preservar a sua estabilidade financeira.

Relativamente ao PIB nacional, este apresenta uma contracção desde 2010. Em 2011 a retração foi de 1,6%, em 2012 a situação agravou-se para 3,2%, e no ano seguinte registou-se novamente um decréscimo, de 1,6 p.p. Para os anos de 2014 e 2015, o FMI prevê que a economia cresça 0,8% e 1,5%, respetivamente, em consistência com as previsões do governo Português e dos credores internacionais (FMI, 2014).

Também a taxa de desemprego tem apresentado uma evolução negativa para a economia, já que em 2012 registavam-se 15,9% de desempregados, mais 3,2 p.p. que o ano anterior. Em 2013 o número de desempregados representava 16,5% da população ativa portuguesa, e a Comissão Europeia estima valores na ordem dos 16,8% e 16,5% para 2014 e 2015, respetivamente (Comissão Europeia, 2014).

A dívida pública Portuguesa atingiu em 2013 quase 130% do valor do PIB nacional, prevendo-se uma ligeira redução até 2015, até 125,5%. A balança corrente (em percentagem do PIB) registou uma variação negativa em 2012 face ao ano anterior (-1,9%), recuperando no ano seguinte (+0,5%) e com uma evolução esperada de 1,9% para 2014 (Ministério das Finanças, 2013).

Segundo dados do INE, em 2013 registou-se uma forte desaceleração da taxa de inflação em Portugal (0,4%), a menor subida do Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor desde 2009 (ano em que se verificou uma deflação) em comparação com os dados de 2011 (3,6%) e 2012 (2,8%), devido ao aumento do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) e à queda dos preços dos combustíveis. Segundo estimativas do Banco de Portugal a inflação em Portugal deverá crescer 0,5% em 2014 e 1% no ano seguinte (BdP, 2013).

No que respeita a taxas cambiais, assiste-se a uma constante evolução do euro face ao dólar, que segundo o Banco de Portugal, após ter sido cotado a uma média de 1,32 dólares no ano de 2013, em março de 2014 situava-se nos 1,38 dólares. Das principais moedas estrangeiras, apenas a libra esterlina obteve um aumento face ao euro, comparativamente ao mesmo período analisado anteriormente. Segundo a mesma fonte, as taxas de juro tanto de depósitos

como de empréstimos bancários baixaram em fevereiro de 2014 para particulares e empresas não financeiras, comparativamente ao período homólogo de 2013, com a única exceção a ser o crédito à habitação (BdP, 2014).

No Orçamento do Estado para 2014 está previsto uma recuperação do consumo privado de 1,3% para 2014, depois de ter variado negativamente nos últimos anos. Contudo, o resgate financeiro a que Portugal foi submetido incluiu um conjunto de medidas políticas e fiscais que fizeram com que os indicadores de confiança dos consumidores e das empresas nacionais se mantivessem em níveis muito baixos em termos médios anuais. O aumento dos impostos e os sucessivos cortes salariais e das pensões tem vindo a diminuir progressivamente o poder de compra da população portuguesa.

taxa de variação anual, exceto quando indicado	2012	2013	2014 E	2015E
PIB	-3,2	-1,6	0,8	1,5
Consumo privado	-3,1	-1,7	1,3	1,1
Dívida pública (% do PIB)	124,1	129,4	126,6	125,8
Taxa de desemprego (%)	15,9	16,5	16,8	16,5
Inflação	2,8	0,4	0,5	1

Tabela 2 – Indicadores da economia Portuguesa (Fonte: Banco de Portugal, FMI e Comissão Europeia).

3.2. Enquadramento turístico

Embora a instabilidade económica mundial supramencionada, de acordo com a Organização Mundial do Turismo o setor turístico tem demonstrado uma boa capacidade de adaptação às condições adversas de mercado, e nos últimos anos tem obtido resultados bastante positivos.

O turismo internacional apresentou um crescimento de 4% em 2012, onde pela primeira vez na história o número de chegadas internacionais superou a barreira de mil milhões de pessoas. Em 2013 esse número foi ainda mais positivo, com um aumento de 5% que corresponde a um valor record de 1.087 milhões de pessoas, em que sensivelmente metade dos passageiros elegeram a Europa como destino, apesar da situação económica da região. Ainda assim, o crescimento turístico continuou a ser liderado pelas economias emergentes, essencialmente devido ao desempenho da região Ásia/Pacífico (BES, 2013).

No que respeita às receitas do turismo internacional, estas aumentaram significativamente em 2012 com a Europa a representar cerca de 42,5% desse valor, o que corresponde a aproximadamente 355 mil milhões de euros. Embora as agitações políticas e o fraco desempenho de alguns dos principais mercados, nesse ano o setor turístico representava

qualquer coisa como 9,3% do PIB mundial, 8,7% do emprego total, 5,4% das exportações e 4,7% do investimento global. No ano de 2013, a África, a Ásia Pacífico e a Europa foram as regiões que mostraram maior dinâmica em termos de procura turística, e a nível de países manteve-se a grande expansão da China que em 2012 havia sido a líder mundial de despesas turísticas com valores na ordem de 102 milhões de dólares (BES, 2013).

Numa perspetiva interna, Portugal é das economias da Zona Euro que mais beneficia com o setor turístico, onde as receitas turísticas representavam cerca de 4,4% do PIB nacional em 2010, ocupando em 2012 o 28º lugar do ranking da OMT de países onde o turismo gera mais receitas. Em 2012 Portugal registou o seu valor mais elevado de dormidas em estabelecimentos hoteleiros (cerca de 40 milhões), respeitantes a 13,8 milhões de chegadas (BES, 2013).

A balança de pagamentos do Banco de Portugal, respeitante ao ano 2012, revela que as receitas turísticas tiveram um aumento de 5,9% face a 2011, contabilizando um saldo total de balança de 5.660 milhões de euros, que representa uma variação de +9,4% face a 2011. A Espanha, a França o Reino Unido e a Alemanha são os países que mais contribuem para esta estatística, gerando um total de receitas de 57,6% (INE, 2013).

Segundo o Relatório sectorial do BES, em 2012 as receitas turísticas supramencionadas representavam 5,2% do PIB nacional e 13,4% das exportações totais. Nos últimos anos Portugal teve um desempenho superior face ao panorama internacional e o ano de 2013 foi de recordes. Segundo o INE, as exportações do turismo desse ano elevaram-se para 9.250 milhões de euros (+7,5%) e os estabelecimentos hoteleiros acolheram aproximadamente 14,4 mil hóspedes (+4,2%). A receita por quarto disponível (RevPar) obteve um aumento de 5,6%, para 39,7€ (Sol, 2014), e nesse mesmo ano Portugal foi classificado pela Globe Spots⁹ como o melhor destino turístico do mundo (Globe Spots, 2013).

	2011	2012	2013
Internacional			
Chegadas	995	1.035	1.087
Receitas turísticas (euros)	749.000	837.000	845.560
Nacional			
Chegadas	13.992	13.845	14.431
Receitas turísticas (euros)	8.100	8.580	9.200
Taxa de ocupação-cama	42,8%	41,2%	43,6%

Tabela 3 – Indicadores turísticos internacionais e nacionais (valores em milhões; fonte: OMT e Turismo de Portugal).

⁹ A Glob Spots é um grupo independente de viajantes que tenta inspirar os restantes através das suas experiências, não sendo considerada uma agência de viagens.

A nível regional, o setor turístico representa uma fonte média de receitas significativa na economia da Região Autónoma da Madeira, entre 25% a 30% (Política Regional da União Europeia, 2011), e tem uma enorme importância estratégica no seu desenvolvimento. A Madeira é um destino turístico maduro e conhecido internacionalmente (ainda mais depois do protagonismo do Cristiano Ronaldo), e a diversidade que a ilha apresenta a nível de gastronomia, plantas, atividades e paisagens exorbitantes, bem como a possibilidade de relaxamento e bem-estar por parte dos seus visitantes, tem sido galardoada com diversos prémios de destino por excelência, que se traduz numa mais-valia para o setor hoteleiro da região. Em 2013 a Madeira foi eleita pela World Travel Awards¹⁰ como o melhor destino turístico insular da Europa (World Travel Awards, 2013).

A Madeira tem no seu clima tropical e na sua floresta (hoje classificada como Património Mundial da UNESCO) um dos principais pontos fortes, no entanto é afetada por algumas limitações aéreas e pela sazonalidade da procura, com os picos da procura a se verificarem essencialmente na Páscoa (março e abril) e no verão (julho, agosto e setembro). Por sua vez, o Réveillon, o Carnaval (fevereiro), a Festa da Flor (maio) e o Rally Vinho Madeira (agosto) são os eventos que atraem mais turistas à ilha.

Segundo os dados da DRE (DRE, 2013), disponíveis no anexo 2, o valor record de hóspedes nos estabelecimentos hoteleiros da região foi registado em 2008, de aproximadamente 1 milhão de pessoas. No entanto, deu-se algumas quebras nos anos seguintes, onde em 2012 registou-se apenas 840 mil hóspedes, e no ano de 2013 esse valor era de 1.082 mil, o que deixa antever boas perspetivas para os próximos anos (Turismo de Portugal, 2014). O consumo interno representa uma fatia compreendida entre 20% a 30% e o turista é sobretudo Europeu, com maior representatividade para o mercado Alemão, Britânico e Francês.

Relativamente ao número de dormidas, o indicador tem acompanhado a tendência da evolução do número de hóspedes, e a estadia média dos visitantes variou ao longo do período entre 5,1 e 5,6 dias de estadia. A taxa de ocupação-cama tem verificado alguma variação nos últimos anos, e segundo o Turismo de Portugal, em 2013 este indicador situava-se nos 60,5%.

¹⁰ A World Travel Awards (<http://www.worldtravelawards.com>) reconhece e premeia a excelência em todos os setores da indústria de viagens e turismo global.

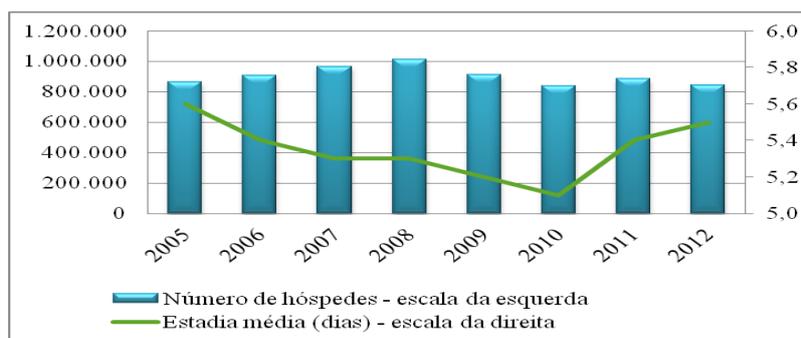


Gráfico 1 - Evolução do número de hóspedes e estadia média na Madeira no período 2005-2012 (Fonte: DRE).

Em 2011 contavam-se 195 estabelecimentos hoteleiros¹¹ em funcionamento, com uma capacidade de alojamento total até 28.400 camas. Em 2012, foram encerrados 35 desses estabelecimentos como consequência da atual crise económica, reduzindo a capacidade de alojamento em 2,35%. O Funchal é o concelho com a maior oferta turística, e a preferência dos turistas recai sobre os hotéis quatro estrelas, seguindo-se os de cinco (DRE, 2013).

Os estabelecimentos hoteleiros registaram em 2008 um valor record de proveitos, na ordem dos 300 milhões de euros, mas 2010 foi o pior ano devido às fortes cheias que abalaram a ilha, com uma quebra de 25%. Os anos seguintes revelaram uma evolução positiva e, em sentido contrário, observou-se uma redução no pessoal ao serviço e nos custos associados (DRE, 2013). O RevPar registou o seu mínimo em 2010, mas o Turismo de Portugal sustenta que o indicador evoluiu positivamente desde então, com um valor de 35€ em 2013.

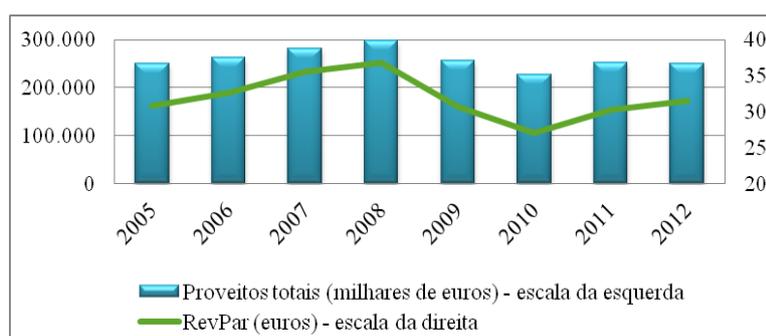


Gráfico 2 - Proveitos totais e RevPar dos estabelecimentos hoteleiros madeirenses no período 2005-2012 (Fonte: DRE).

Em suma, no ano de 2010 a forte intempérie supramencionada prejudicou significativamente a *performance* do destino turístico Madeira, mas a partir do ano seguinte observou-se uma

¹¹ Nota: nos estabelecimentos hoteleiros estão incorporados as seguintes categorias: hotéis, hotéis-apartamentos, apartamentos turísticos, pousadas, estalagens, pensões e aldeamentos turísticos (estes apenas a partir de 2008) (Fonte: Série Retrospectiva, Estatísticas do Turismo 1976 – 2012, DRE).

evolução positiva que representava o início da recuperação dos efeitos diretos e indiretos desse temporal. Os dados do Turismo de Portugal relativos à RAM no ano de 2013 deixam antever boas perspectivas para os próximos anos.

Expetativas de desenvolvimento do setor

O clima económico e financeiro global e a evolução do PIB, do emprego e do rendimento disponível das famílias constitui um verdadeiro desafio ao setor hoteleiro e exige uma elevada prudência na projeção dos fluxos turísticos futuros.

Ainda assim, a OMT prevê que o turismo mundial cresça de forma sustentada 3,3% ao ano nas próximas duas décadas (cerca de 40 milhões de turistas por ano) apontando a um total de 1,8 mil milhões de chegadas internacionais no ano de 2030, e antecipa ainda que as economias emergentes deverão superar as economias avançadas em *share* já em 2015, com o dobro do crescimento. Num horizonte de seis anos, o crescimento anual do turismo na Europa deverá rondar os 3,5%. As previsões do World Travel & Tourism Council¹² apontam para um peso de 10% do setor turístico no PIB mundial daqui a 10 anos, e 9,9% do emprego total (BES, 2013).

Numa perspetiva nacional, segundo o Plano Estratégico Nacional do Turismo (PENT) para o período de 2013-2015, os objetivos traçados são melhorar a *performance* turística e a ocupação dos empreendimentos turísticos. O saldo da balança turística é expectável que evolua a uma taxa de 9,5% ao ano até 2015. Portugal ambiciona crescer 5% anualmente no número de turistas até 2015 (para os 20 milhões), e a 9% nas receitas, para valores na ordem dos 15 mil milhões de euros no mesmo período. Em 2015 o setor turístico deverá representar mais de 15% do PIB e do emprego nacional (Ministério da Economia e do Emprego, 2012).

A nível regional, a Madeira tem conseguido dar uma resposta positiva às condições adversas supramencionadas. O ano de 2013 trouxe resultados bastante positivos, e segundo a Secretaria Regional do Turismo é expectável que assim continue em 2014, (DN da Madeira, 2014). O Turismo de Portugal assegurou que a Madeira seria a única região do país com perspectivas de um inverno (2013/14) melhor que o do ano passado, e o Secretário de Estado do Turismo salienta a importância da região para o turismo português, prometendo cooperação forte e intensa na sua promoção no sentido de preservar aquele que é um dos destinos turísticos mais importantes de Portugal (JM, 2014).

¹² O World Travel & Tourism Council (<http://www.wttc.org>) é uma organização internacional que promove viagens e turismo por todo o mundo e funciona como um fórum para executivos.

4. ANÁLISE DO HOTEL VIDAMAR RESORTS MADEIRA

Neste ponto será feita uma descrição da atividade do Hotel Vidamar e das suas políticas de marketing, assim como uma análise estratégica através de ferramentas como as cinco forças de Porter ou análise SWOT. No final será descrita a evolução operacional e económico-financeira da empresa com base nos relatórios e contas da empresa, com recurso a indicadores financeiros e de *performance*.

4.1. Apresentação do Vidamar

A empresa Carlos Saraiva Madeira – Exploração Turística S.A é uma sociedade anónima, constituída a 2 de maio de 2006, com sede no Funchal e com um capital social de 50.000 euros, que se dedica à exploração hoteleira e à restauração, tendo como atividade a exploração do Hotel Vidamar Resorts Madeira. Pertence à empresa-mãe Hersal - Investimentos Turísticos, S.A, que é a detentora do imóvel.

O Vidamar Resorts Madeira, conhecido por grande parte das pessoas como o antigo CS Madeira, é um hotel cinco estrelas que iniciou atividade em 2000, com o nome Crowne Plaza Resort, e que a partir de novembro de 2012 passou a funcionar sob a gestão da marca “VidaMar”. Aliado a esta mudança iniciou-se uma operação de melhoramento em todo o hotel durante os dois primeiros anos (ainda a decorrer), refletindo-se nos seus segmentos de lazer e negócios.

A atividade de negócio do Vidamar é suportada pelo seu sistema de gestão da qualidade, estruturado de acordo com as orientações da norma ISO 9001, e contempla o sistema HACCP (certificação alimentar) relativo às atividades de comida e bebida, desenvolvido de acordo com as normas internacionais aplicáveis. Atualmente o hotel dispõe de 180 funcionários e de outras 27 pessoas recrutadas através de *outsourcing* (seguranças, jardineiros e auxiliares de limpeza) e aposta em profissionais de elevada preparação e experiência técnica, assegurando que as atividades de cada função sejam realizadas por pessoas capacitadas e que estão sujeitas a avaliação.

A unidade hoteleira, reconhecida pela elegância das suas duas torres gémeas, está situada estrategicamente sobre uma falésia na baixa da cidade do Funchal, a 20 minutos do aeroporto, e beneficia de uma localização exclusiva junto a promenades e ao mar, onde possui a maior plataforma marítima da Madeira.

A exclusividade, a qualidade e o requinte são as principais características atribuídas ao Hotel Vidamar, que tem nas suas infraestruturas um estilo contemporâneo com decoração luxuosa e espaços amplos e luminosos. Os seus grandes investimentos ocorreram em 2007 com a renovação geral do edifício que teve como objetivo aumentar os espaços destinados à restauração e ao lazer. Em 2008 procedeu-se à abertura do centro de congressos e o novo SPA estava concluído em 2009. A oferta do hotel tem por base 300 quartos e suites modernos (com 5 tipologias diferentes) que usufruem de vistas magníficas das suas varandas para o oceano.



Figura 4 – Vista lateral do Hotel Vidamar.

Atualmente o hotel dispõe de uma área Aqua (com jacuzzi, sauna, banho turco e piscina interior), jardins tropicais que permitem observar a exuberância da natureza através de passeios em seu redor, um campo de ténis, dois de *squash* e outro multifuncional, dois bares e quatro piscinas exteriores para a época balnear. Disponibiliza uma zona de entretenimento para os mais novos que permite aos pais disfrutar das restantes atividades do resort sabendo que os seus filhos estão bem acompanhados. Tem estacionamento privado e coberto, existem adaptações para os deficientes em toda a estrutura e é considerado um hotel seguro.

Entre os serviços que fazem parte da oferta da unidade hoteleira, destacam-se os do Thalasso Sea SPA que evidenciam a dedicação do Vidamar ao relaxamento e à saúde, e os do Health Club VIDA com serviço de treino especializado, ambos com acesso gratuito para os hóspedes. Dispõe de espaços destinados à organização de eventos comemorativos e sociais, bem como para a organização de reuniões e conferências exteriores, através do Centro de Congressos Vidamar.

Um dos seus pontos fortes é o conceito de “*Dine Around*”¹³, implementado através do vasto leque de opções dos seus 5 restaurantes, dando aos seus hóspedes a possibilidade de conhecerem diferentes experiências gastronómicas locais e internacionais.

¹³ Nota: *Dine Around* significa um diversificado leque de opções de restaurantes num hotel.

4.2. Marketing

O Vidamar caracteriza-se por oferecer um produto único e diferenciado na ilha da Madeira, com diversidade de atividades e de restauração, e espaços destinados a eventos profissionais através do seu Centro de Congressos. O Vidamar segmenta o mercado em individuais (com fins recreativos e de lazer) e em grupos e incentivos (reuniões e conferências), sendo neste último que centra maior atenção, onde é considerado como número um na região pela Secretaria Regional do Turismo, devido à flexibilidade e competência no serviço prestado neste segmento.



Figura 5 – Entrada principal do hotel.

Relativamente à política de preço, o Vidamar pratica um preço em conformidade com a concorrência, e o valor de reserva não difere caso seja efetuada através do site, balcão ou por *call center*. Contudo, o valor de reserva terá um ligeiro acréscimo se a venda do serviço for intermediada por uma agência de viagens. Foi implementado há relativamente pouco tempo um sistema de cartão de descontos, que é possível criar muito facilmente através do site ou do balcão, e do qual são esperados excelentes resultados nas vendas do hotel.

A nível de comunicação, realça-se o slogan “nós fazemos a diferença” e ao longo dos anos o hotel construiu uma imagem forte e reconhecida no mercado, que faz com que não exista a necessidade de investir significativamente em publicidade, que é realizada essencialmente através do seu site (<http://www.vidamarresorts.com>), das redes sociais (<https://www.facebook.com/hotelsvidamarresorts>), das agências de viagens e ao balcão, não constituindo uma aposta os panfletos ou anúncios televisivos. O Vidamar tem vindo a focar-se na organização de eventos sociais e a associar-se a causas solidárias, que dinamizará o reconhecimento da marca. Não é utilizado o conceito de marketing *one to one*¹⁴, uma vez que a gestão não considera necessário, dados os resultados que são apresentados. Existe ainda a

¹⁴ Nota: técnica de marketing que consiste em fazer uma oferta diferenciada para cada cliente em específico.

possibilidade do cliente entrar em contacto com o hotel através do seu email, info@madeira.vidamarresorts.com.



Figura 6 – Logotipo do Vidamar.

As reservas através do site são muito simples e não costumam surgir problemas no pagamento das mesmas uma vez que são aceites diversos tipos de cartões de crédito. Contudo, no que respeita à distribuição, as agências de viagens e operadores turísticos têm uma importância acrescida na venda do serviço, e os clientes optam por efetuar as reservas preferencialmente junto destes por sentirem-se mais seguros.

Os esforços do departamento de marketing visam superar a concorrência no setor hoteleiro, onde o hotel tem como principal concorrente o hotel Pestana Casino Park Hotel, nomeadamente no segmento negócios e conferências, e o Choupana Hills Resort & Spa, no segmento de individuais, ambos situados também no Funchal. Para superar esta concorrência, o Vidamar tenta fazer a diferença através de um serviço único e com qualidade, que vai de encontro às pretensões dos seus clientes, e em 2013 registou uma taxa de ocupação-cama de 66,84% (+ 6,45 p.p. que 2012) e um RevPar de 78€ (+ 9,30€ que 2012).

De acordo com a Matriz de Ansoff, ferramenta utilizada para determinar oportunidades de crescimento de uma empresa, observa-se que o Vidamar encontra-se numa posição de Desenvolvimento de Mercado (ver figura 7). Atualmente os principais clientes são o mercado inglês, alemão, francês, espanhol, holandês e português, mas existe uma tentativa de aproximação a mercados emergentes, como o russo ou o polaco, através do serviço que já possui. O mercado americano não tem um peso significativo dado a sua distância geográfica.

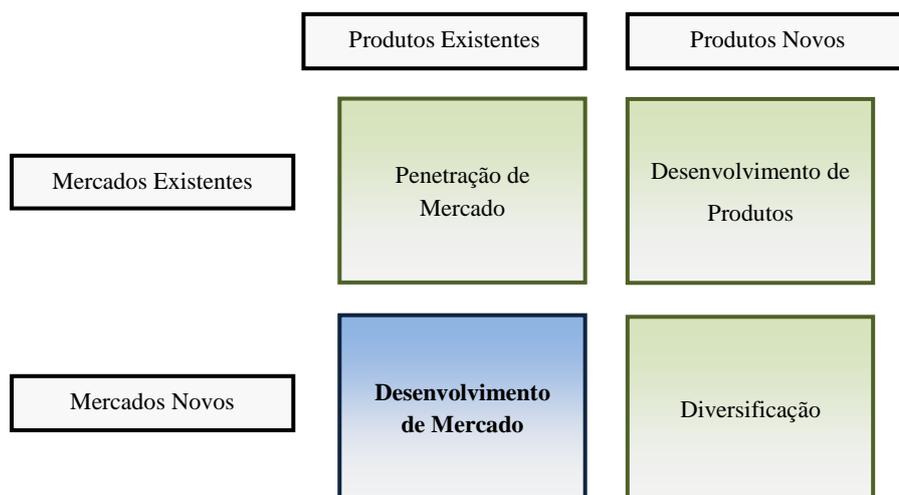


Figura 7 – Matriz de Ansoff do Hotel Vidamar (autoria própria).

4.3. Análise estratégica

A atividade do Hotel Vidamar centra-se na prestação de serviços de hotelaria, essencialmente serviços diretamente associados à atividade hoteleira (alojamento e refeição) e serviços complementares (transferes, tratamento de beleza, conferências e reuniões, entre outros). O seu propósito de negócio está materializado na sua visão e missão.

Como visão o Vidamar deseja ser conhecido e reconhecido como o mais completo resort de cinco estrelas na ilha da Madeira e proporcionar férias de alta qualidade. A missão do hotel passa por manter a tradição e a atmosfera de excelência e reconhecimento num ambiente moderno para os seus clientes, locais e internacionais, juntamente com o real significado de hospitalidade garantindo a máxima satisfação e a fidelização aos visitantes.

A operacionalidade da atividade de negócio é garantida através dos seus processos, divididos em processos de negócio, que contemplam atividades relacionadas com a gestão global da empresa, processos nucleares, que respeitam à prestação do serviço e que acrescentam valor para o cliente, e processos de suporte que dizem respeito às atividades relacionadas com a gestão dos recursos humanos e fornecedores (ver figura abaixo).

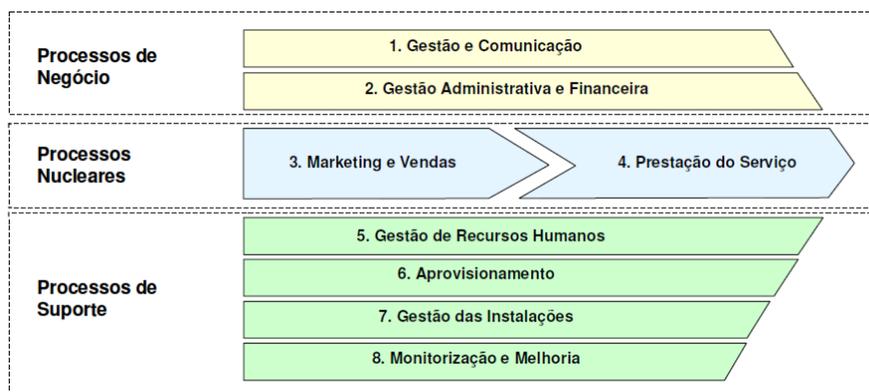


Figura 8 – Processos de gestão do hotel (Fonte: Vidamar).

No que respeita à cadeia de valor do hotel, o Vidamar está muito dependente das parcerias com as agências de viagens e dos operadores turísticos, devido às limitações áreas que afetam a ilha da Madeira. Existe uma relação de confiança com os fornecedores e a equipa de gestão está repartida por cinco departamentos, sendo eles a direção, o comercial/vendas, o financeiro, o marketing e o de recursos humanos. Existe uma aposta forte no *outsourcing*, nomeadamente na área da segurança e de limpeza, através das empresas Prosegur e a Serlima.

Os objetivos do hotel são definidos a curto prazo. Para o ano de 2014 pretende ultimar a transferência para a marca Vidamar através da finalização da remodelação dos quartos (comprar novas mesas e cadeiras para as varandas dos quartos), realizar obras no restaurante espanhol Flamenco & Tapas de modo a passá-lo para um restaurante típico madeirense no final de abril. Pretende também colocar disponível uma estação de quentes no restaurante japonês Koi Sushi e fazer algumas remodelações no restaurante de pequenos almoços e jantares (Ocean Buffet). No final do ano é esperado atingir um resultado operacional na ordem dos 950 mil euros.

Um dos aspetos essenciais na formulação estratégica do Hotel Vidamar consiste na compreensão da sua envolvente, uma vez que é esta que molda a competição e irá determinar a *performance* do hotel, pelo que é importante analisar o setor hoteleiro madeirense para entender o ambiente competitivo de modo a identificar ações e estratégias futuras para obter vantagens no mercado.

Para tal, será utilizada a metodologia das cinco forças competitivas de Porter, ferramenta que permite conferir a posição competitiva do Vidamar no mercado, e que consiste em avaliar qualitativamente cinco forças que moldam a competição no setor, influenciando os investimentos, os preços e os custos do hotel. Estas forças são conhecidas como a rivalidade

no setor, a ameaça de novos produtos ou serviços, as barreiras à entrada de novos concorrentes, o poder de negociação dos clientes e o poder de negociação dos fornecedores.

A rivalidade no setor hoteleiro madeirense é extremamente feroz pois existe um elevado número de *players* no mercado que competem pelo preço, qualidade e inovação dos serviços (em 2012 existiam 160 estabelecimentos hoteleiros em funcionamento na região, dos quais 61 eram hotéis [DRE, 2013]). A guerra por preços é elevada face às percentagens que os custos fixos representam para um hotel, e a saída do mercado não se afigura fácil devido aos elevados custos e à conceção das suas estruturas não permitir utilizá-las para outra função sem acarretar intensos custos de transformação.

Para além dessa rivalidade percebida, a entrada de novos *players* no setor hoteleiro madeirense poderá afetar a *performance* do Vidamar, pelo que é importante analisar a rispidez dessa ameaça, que é função das barreiras à entrada de novos concorrentes e da reação dos hotéis já existentes. O principal entrave à iniciação da atividade hoteleira é o avultado capital necessário para construir as infraestruturas.

No entanto, não existem gastos operacionais que inviabilizem novos empreendimentos, as economias de escala são limitadas e na ótica do cliente não existem custos de mudança para os novos hotéis uma vez que os preços praticados não devem divergir significativamente e o serviço deverá ser muito idêntico (não existindo uma diferenciação que possa constituir uma barreira à entrada). Assim, considera-se as barreiras à entrada de novos *players* de nível baixo/médio.

O aparecimento de novos serviços hoteleiros não constitui uma forte ameaça para Vidamar. Na ilha da Madeira começa-se a desenvolver o conceito de aldeamento turístico¹⁵ e acresce a importância do turismo rural (DRE, 2013), que são vistos como uma alternativa por parte do consumidor devido à relação custo/benefício. Contudo, a grande maioria dos turistas continuam a preferir a estadia em hotéis face à maior tradicionalidade, e este não representa o público-alvo do Vidamar, pelo que não se justifica uma requalificação da sua oferta.

Os clientes do Vidamar e o elevado número de turistas que visitam a ilha (em 2012 registou-se 842 mil chegadas, ver anexo 2) tem um enorme leque de opções de alojamento e a ausência de custos de mudança de uma unidade hoteleira por uma outra atribui-lhes poder de negociação, que permite colocar pressão sobre os hotéis para baixarem os seus preços e

¹⁵ Nota: estabelecimento de alojamento turístico constituído por um conjunto de instalações funcionalmente interdependentes com expressão arquitetónica homogénea, situadas num espaço delimitado e sem soluções de continuidade (DRE, 2013).

melhorar a qualidade do serviço prestado, o que juntamente com a padronização do setor hoteleiro da região garante-lhes um elevado poder de negociação.

Se por um lado o poder dos clientes é elevado, o poder de negociação dos fornecedores considera-se menor. Existe uma enorme concentração de fornecedores com possibilidade de abastecer o Vidamar, com produtos e serviços não diferenciados nem exclusivos, e, apesar de muitos serviços do hotel serem realizados através de *outsourcing*, não existem contratos com fornecedores que impliquem custos de mudança. O Vidamar adquire em grandes quantidades a certos fornecedores, o que reduz ainda mais o seu poder de negociação.

O objetivo estratégico do Vidamar é encontrar uma posição no mercado que permita defender-se destas forças e influenciá-las a seu favor, de forma a otimizar a sua *performance* e dificultando a operação da concorrência, precavendo-se de eventuais alterações no mercado.

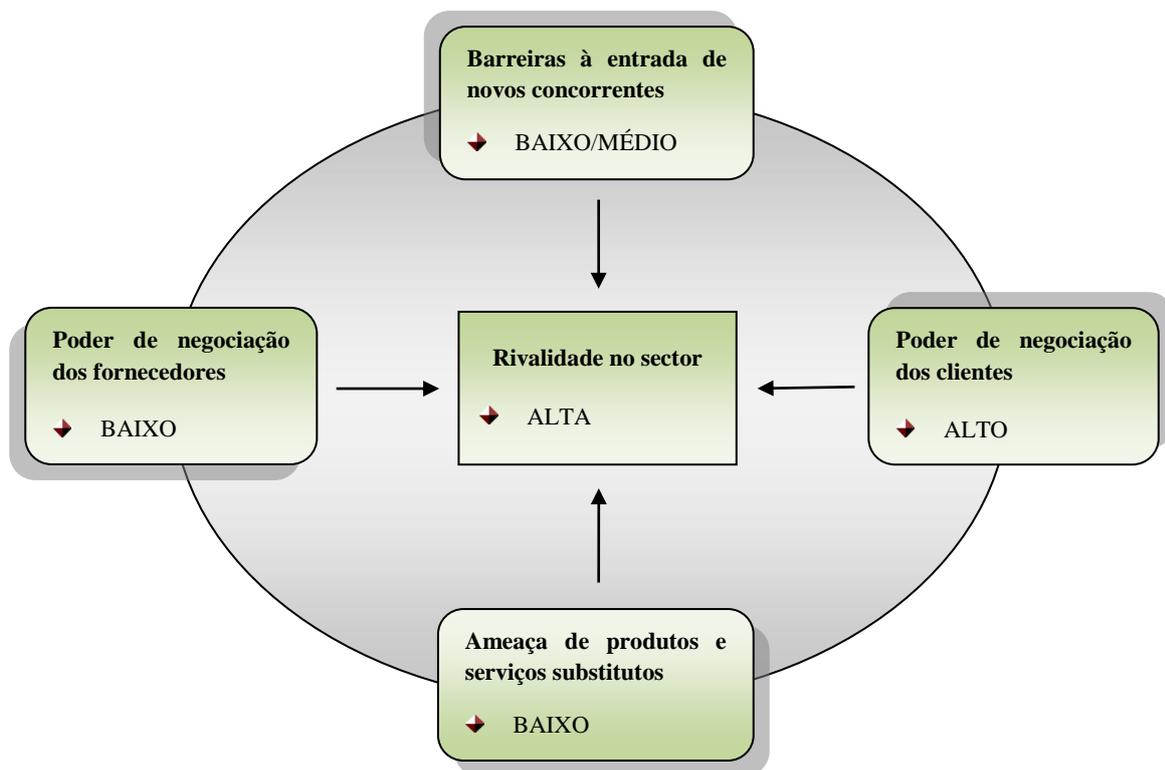


Figura 9 – Quadro das cinco forças competitivas de Porter aplicado ao Hotel Vidamar (autoria própria).

O posicionamento no mercado torna-se cada vez mais importante para o Vidamar face à situação económica que se vive atualmente, e eleva-se a necessidade de analisar o ambiente organizacional em que está inserido. A análise PEST é uma ferramenta de gestão útil para compreender a dinâmica da sua envolvente macroeconómica, que consiste em determinar os

fatores que afetam a sua atividade com base nas variáveis político-legal, económica, sociocultural e tecnológica.

A nível político, o governo português atravessa um momento de enorme instabilidade que pode conduzir ao afastamento de potenciais visitantes para outros destinos turísticos. A elevada austeridade do país tem sido acompanhada por um constante aumento das taxas de impostos e de alterações nas políticas laborais. Contudo, o Estado tem uma visão positiva do setor hoteleiro dado que o turismo tem um peso significativo na economia (entre 25% a 30% no caso da RAM, como mencionado anteriormente) e pelo facto dos turistas estrangeiros deixarem uma parte das suas poupanças na região.

A instabilidade política supramencionada é consequência da crise económica e financeira que permanece na União Europeia e que atingiu Portugal, verificando-se uma contração do PIB nacional desde 2010, acompanhado por níveis de desemprego extraordinários e cortes salariais significativos, reduzindo o poder de compra do consumidor interno e a propensão para viajar. As taxas de câmbio ao desvalorizar algumas moedas de determinadas regiões e países face ao euro levam os potenciais turistas a optar por destinos turísticos mais atrativos financeiramente.

Numa vertente mais cultural, os fluxos turísticos mundiais e nacionais estão em crescimento assim como a população (apesar da tendência para tornar-se mais envelhecida), e denota-se uma alteração nos hábitos e padrões de consumo (o “vá para fora cá dentro”) resultante da maior exposição do consumidor aos meios de comunicação, benéfica para o Vidamar. O hotel necessita interagir com diferentes culturas e a hotelaria é vista como um serviço de luxo pelas famílias, sendo dos primeiros gastos a cortar em tempos difíceis, e é fortemente influenciada pelas características do destino turístico em que está inserida, onde a Madeira é reconhecida pela sua qualidade e pela hospitalidade reconhecida aos madeirenses.

O Estado disponibiliza apenas uma pequena percentagem do PIB nacional para I&D, aproximadamente 1,5% em 2012, (Pordata, 2014) e o setor hoteleiro tem na tecnologia um fator crucial para fazer chegar a sua oferta aos mercados emissores. Os avanços tecnológicos permitiram ao Vidamar equipar o seu Centro de Congressos com tecnologia de ponta, utilizar novas técnicas de gestão e bases de dados, satisfazer o cliente de forma mais eficaz, e, por outro lado, alteraram as necessidades dos consumidores. Através das mudanças na internet e na tecnologia móvel tornou-se mais fácil disponibilizar informação atualizada e efetuar a reserva e o seu respetivo pagamento, de forma mais rápida e segura.

Uma vez que se trata de um hotel, é importante adicionar a variável ambiental à análise, onde se encontram fatores como a sazonalidade da procura no setor hoteleiro madeirense, o clima tropical do destino ou a necessidade de transmitir uma imagem de segurança para o exterior face às recentes catástrofes naturais que têm assolado a ilha.

Estas 5 variáveis representam oportunidades e ameaças que o Hotel Vidamar deve tentar aproveitar ou evitar, e caracterizam-se por estar fora do controlo direto da empresa, no entanto afetam o seu desempenho e as suas estratégias, pelo que é necessário adaptar-se a estes factores. Encontra-se no anexo 3 uma sistematização desta análise.

As variáveis abordadas anteriormente podem integrar uma outra ferramenta de gestão, a análise SWOT, nos quadrantes das oportunidades e ameaças. Esta ferramenta permite fazer uma análise de cenário e é utilizada para a gestão estratégica das empresas, onde são tidas em conta as oportunidades e ameaças que o meio envolvente proporciona à empresa, assim como os pontos fortes e pontos fracos da entidade em questão.

O setor hoteleiro madeirense é favorecido por uma proximidade geográfica aos principais mercados europeus e poderá beneficiar com o crescimento do turismo internacional e do turismo interno (“faça férias lá fora, cá dentro”). As novas rotas operadas até ao aeroporto da Madeira, como por exemplo da Polónia e da cidade de Glasgow, constituem uma oportunidade para o Vidamar, assim como o contínuo reconhecimento da qualidade do destino Madeira. A natureza, o património e a história da ilha da Madeira constituem também uma oportunidade de exploração por parte do Vidamar.

Por outro lado, existe uma diversidade de ameaças que podem pôr em causa a sua *performance*. O setor turístico tem revelado de certa forma uma boa adaptação à instabilidade política e económica já abordada, no entanto a diminuição do rendimento disponível das famílias, a redução do crédito concedido pelo banco e do poder de compra do consumidor, leva que os serviços hoteleiros sejam prejudicados por serem considerados pelas famílias como serviços supérfluos.

As ligações aéreas para a Madeira continuam ainda bastante limitadas e emergem destinos turístico com acesso mais facilitado que pode fazer escapar o potencial turista. Ainda assim, a maior ameaça para o Vidamar é são as recentes catástrofes naturais que têm abalado a ilha da Madeira e que inclusive têm causado imenso prejuízo nas suas infraestruturas.

Como pontos fortes, o Vidamar tem uma presença sólida no setor hoteleiro madeirense, sendo considerado pela Secretaria Regional do Turismo hotel número um no segmento de grupos e

incentivos, resultado das ótimas condições do seu Centro de Congressos, reforçando o seu reconhecimento no mercado. Dispõe de uma vista magnífica das suas varandas para o Oceano Atlântico e oferece aos seus hóspedes um conjunto de atividades, que aliado à diversificada restauração permite aos clientes disfrutar de uma boa estadia. A sua localização constitui também um ponto forte, assim como a flexibilidade e competência dos seus colaboradores no atendimento ao cliente (caso este não esteja agradado com a disposição da sala de reuniões, por exemplo, rapidamente o hotel encarregue-se de alterá-la e sem qualquer custo adicional).

Os seus pontos fracos são a pouca formação académica dos colaboradores (inclusive os quadros de gestão), a aposta em poucos mercados emissores (essencialmente o Alemão, o Britânico e o Francês) e a ausência de um plano de acompanhamento para os hóspedes durante a sua estadia na região, como por exemplo a realização de levadas ou uma *tour* pela cidade. Também não existem parcerias com empresas de animação turística nem promoções para os clientes mais regulares (encontra-se no anexo 4 uma sistematização desta análise).

Em suma, as análises efetuadas anteriormente permitem ao Vidamar perceber a sua posição no mercado e o modo como atua toda a sua envolvente, identificando oportunidades que devem ser exploradas e as ameaças que devem ser minimizadas, de forma a superar a concorrência.

4.4. Evolução da *performance* operacional e económico-financeira

Para a realização da evolução da atividade passada da empresa será utilizada informação disponibilizada pelo hotel, nomeadamente os seus relatórios e contas desde o ano 2008 até 2012, e indicadores operacionais e financeiros.

A taxa de ocupação e o RevPar do Vidamar foram significativamente superiores à média registada no sector hoteleiro madeirense nos últimos anos, observando-se também aqui o efeito da crise em 2009 e o impacto da intempérie de 20 de fevereiro de 2010 (ver figura 4). Em 2013 a taxa de ocupação situava-se nos 66,8%, mais 6,4 p.p. do que o ano anterior, e o RevPar foi de 78 euros, 10 euros acima do valor registado em 2011.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Taxa de ocupação-cama	66,1%	58,3%	56,8%	62,0%	60,4%	66,8%
Roomnights vendidas	72.707	63.478	62.819	68.165	N/D	N/D
RevPar - €	79	71	68	68	70	78

Tabela 4 – Indicadores de vendas do hotel.

A prestação de serviços é a componente que contribui com maior peso para os rendimentos operacionais da empresa. A nível operacional, 2008 representa o melhor ano para o Vidamar onde foram registadas vendas superiores a 9 milhões de euros. Em 2009 esta rubrica teve um decréscimo significativo como consequência da crise, e no ano seguinte, apesar das consequências diretas e indiretas do temporal, foi registado um aumento de 1%. No ano de 2013 as vendas foram de aproximadamente 8.560 mil euros, representando um crescimento de 10% face ao ano anterior.

Por outro lado, os fornecimentos e serviços externos (FSE) e os gastos com o pessoal são as rubricas com maior peso nos gastos operacionais (excluindo as amortizações) da empresa, e observa-se que os FSE e o custo da mercadoria vendida apresentam uma variação positiva ou negativa consoante a evolução verificada nas vendas, pelo que estão directamente associados (custos variáveis). Em 2013 os gastos operacionais foram cerca de 8.733 mil euros, verificando-se um aumento de 17% face ao ano anterior e superiores aos rendimentos.

O resultado operacional é a medida de *performance* utilizada pelo hotel na delineação dos seus objetivos, e, embora não regulares, verificaram-se resultados positivos nos últimos anos à exceção de 2013. De uma forma geral, a evolução dos rendimentos e gastos operacionais do Vidamar (ver gráfico 3) segue a situação observada no setor hoteleiro da região em períodos homólogos, com exceção do ano 2010 onde o Vidamar conseguiu dar uma resposta mais positiva aos efeitos da intempérie, aumentando em 35% os seus resultados operacionais.

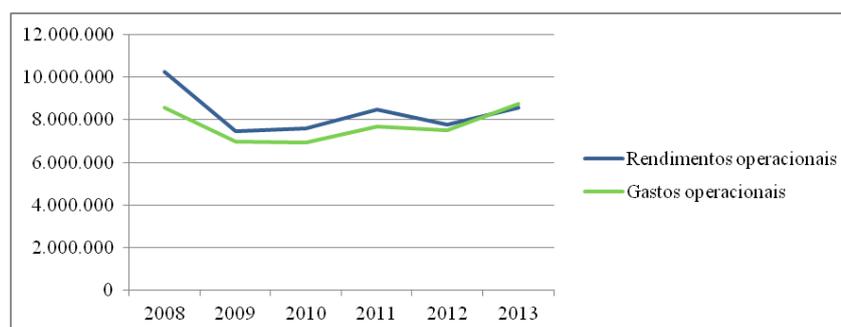


Gráfico 3 - Evolução dos rendimentos e gastos operacionais do hotel no período 2008-2012.

Numa perspetiva económico-financeira, serão utilizados rácios financeiros que permitem quantificar factos ou características do hotel e fazer comparações no tempo com o objetivo de avaliar o seu desempenho histórico. Estes rácios podem ser divididos essencialmente em 3 grupos: rácios de liquidez, rácios de rentabilidade e rácios de estrutura.

No que respeita à liquidez da empresa, ou seja, a capacidade de realizar os seus compromissos de ordem financeira de curto prazo, é possível verificar que os rácios de liquidez geral, reduzida e imediata (ver tabela 5) tiveram uma variação pouco significativa até 2011 e baixos níveis de liquidez (nunca superiores a 12%), o que revela uma fraca capacidade da empresa satisfazer os seus compromissos correntes. Contudo, em 2012 os níveis de liquidez aumentaram substancialmente, devido à redução de fornecimento de imobilizado por parte da empresa-mãe, com implicações na rubrica de passivo “acionistas/sócios (empresas do grupo)” e na rubrica de capital próprio “outros instrumentos de capital próprio”.

A liquidez geral da empresa em 2012 foi de 55,8%, mais 3,3 p.p. que a liquidez reduzida, o que evidencia uma importância reduzida das existências na liquidez da empresa, e uma vez que estes rácios não diferiram significativamente ao longo do período em análise, não há evidência de existências com dificuldades de esgotamento. Por outro lado, os índices da liquidez imediata, que em 2008 era quase nula, evidenciam que as disponibilidades da empresa são muito reduzidas face ao seu passivo de curto prazo.

	2008	2009	2010	2011	2012
Rácios de liquidez					
Liquidez geral	11,9%	10,6%	11,3%	11,7%	55,8%
Liquidez reduzida	10,7%	9,3%	10,1%	10,6%	52,5%
Liquidez imediata	0,8%	0,9%	1,8%	1,4%	9,3%

Tabela 5 – Rácios de liquidez do Vidamar.

Os rácios de rentabilidade relacionam os lucros de uma empresa com o seu património. O rácio principal é a rentabilidade dos capitais próprios ou financeira, que permite avaliar a taxa de retorno do capital investido e comparar com outras remunerações oferecidas no mercado. O Vidamar enfrenta uma situação de resultados líquidos negativos de 2009 a 2012, pelo que a rentabilidade do capital próprio foi também negativa durante esse período, assim como os restantes rácios de rentabilidade (consultar tabela 6).

	2008	2009	2010	2011	2012
Rácios de rentabilidade					
Rentabilidade dos capitais próprios	0,8%	-20,9%	-9,8%	-8,1%	-10,6%
Rentabilidade dos ativos	2,8%	-4,2%	-3,4%	-2,4%	-5,2%
Rentabilidade das vendas	0,6%	-14,2%	-6,0%	-4,1%	-17,2%

Tabela 6 – Rácios de rentabilidade do Vidamar.

No que concerne à estrutura do balanço, do mesmo que os rácios de liquidez, também os rácios de estrutura obtiveram uma variação significativa no ano 2012 (consultar tabela 7). Através do rácio de autonomia financeira observa-se que até 2011 o valor do capital próprio da empresa não superou 1/3 do seu ativo líquido, evidenciando alguma dependência em relação aos seus credores, o que para além dos riscos associados é desfavorável na negociação de futuros financiamentos para o hotel. Em 2012 este rácio aumentou para 75% (mais 50,7 p.p que 2011), o que revela uma dependência menor face a capitais alheios.

A solvabilidade da empresa em 2012 situava-se nos 303%, mais 270 p.p. que o ano anterior, o que evidencia uma boa capacidade da empresa em satisfazer todos os seus compromissos com terceiros a médio e a longo prazo (desde o ano 2008 que o rácio se encontrava em queda e em níveis menos desejáveis). O rácio *debt to equity* é uma pura inversão do de solvabilidade e indica-nos que a empresa recorreu de forma agressiva a capital alheio entre os anos 2008 e 2011, com valores superiores a 200%. Em 2012 inverteu-se essa situação com a redução da rubrica do passivo e aumento da rubrica do capital próprio abordadas anteriormente.

	2008	2009	2010	2011	2012
Rácios de estrutura					
Autonomia financeira	31,2%	27,6%	25,7%	24,5%	75,2%
Solvabilidade	45,3%	38,1%	34,6%	32,4%	303,0%
<i>Debt to equity ratio</i>	221%	263%	289%	308%	33%

Tabela 7 – Rácios de estrutura do Vidamar.

O capital do Vidamar está totalmente subscrito e realizado e é composto por 10.000 ações com um valor nominal de 5 euros/ação. Durante os últimos exercícios não ocorreram movimentos no número de ações em circulação, e é de realçar que em 2009 houve um aumento de reservas no valor de 3.340€.

No que diz respeito à estrutura de capital da empresa, foi utilizado anteriormente o sistema de financiamento através de locação financeira para comprar equipamento básico (tal como mesas, televisões, aparelhos de ar condicionado e outros), mas os contratos já cessaram em 2012, onde foi exercida a respetiva opção de compra.

Em anos anteriores foi paga uma renda pelo imóvel no valor de 1.050.000 euros à empresa-mãe. A partir de 2013 esta renda foi substituída pelos custos centrais, que contempla entre outros, os custos de administração e custos relacionados com o hotel do Algarve que pertence

também à empresa-mãe e que a empresa tem de suportar. Estes custos passaram a ser incorporados na demonstração dos resultados (DR), na rubrica gastos com o pessoal.

Verifica-se ainda que a empresa não respeita a regra do equilíbrio financeiro uma vez que os seus capitais permanentes não são suficientes para cobrir o ativo não corrente, e assim está a financiar investimentos de médio e longo prazo com capitais de curto prazo.

5. AVALIAÇÃO DO VIDAMAR

Neste capítulo é realizada a avaliação da atividade hoteleira do Vidamar. Numa primeira instância será justificada a escolha do método de avaliação utilizado, e de seguida fundamentados os principais pressupostos do desenvolvimento futuro da atividade do hotel, onde será produzido um cenário mais conservador. No final serão expostos os principais resultados da avaliação e elaborada uma análise de sensibilidade ao valor estimado.

5.1. Seleção do método de avaliação

Na avaliação do Hotel Vidamar será utilizada a metodologia *Discounted Cash-flow*. Fundamenta-se a escolha pelo facto de esta abordagem ser utilizada em grande parte das avaliações reais, por ser a mais ensinada nas escolas de gestão (Luehrman, 1997b) e por ser a que continua a obter melhores resultados (Koller *et al.* [2010]).

Será usado o método *Firm Valuation* para estimar o valor de toda a empresa, descontando os *cash-flows* futuros ao WACC, uma vez que este método é sugerido para situações em que a estrutura de capital da empresa e o custo da dívida e do capital próprio são constantes (Millez & Ezzel, 1980; Koller *et al.*, 2010), situação que se irá verificar nesta avaliação uma vez que as informações da equipa de gestão do hotel apontam para a não utilização de financiamento externo no futuro. É de salientar que, uma vez que a empresa-mãe é detentora do imóvel, a presente avaliação terá como objetivo avaliar somente a exploração do hotel pela empresa Carlos Saraiva Madeira, isto é, a atividade hoteleira do Vidamar.

Os métodos *Liquidation and Accounting Valuation* não serão utilizados nesta avaliação por não terem em conta o crescimento futuro da empresa e não existir necessidade de liquidação dos ativos do hotel. O *Contingent Claim Valuation* também não será utilizado dada a sua

complexidade de pressupostos e dificuldade na obtenção de informação. Do mesmo modo, a *Relative Valuation* também não será usada devido à falta de empresas comparáveis.

O período explícito da avaliação será de 5 anos. Após este período, ou seja, depois de 2018, assume-se que a empresa entra em modo de cruzeiro e estabilizará os seus *cash-flows* (esta informação encontra-se detalhada no ponto 5.2.6).

Após a obtenção e análise dos resultados da avaliação, será efetuada uma análise de sensibilidade em torno das variáveis consideradas críticas de forma a analisar o impacto de diferentes pressupostos no valor da empresa.

5.2. Pressupostos da avaliação

Neste tópico proceder-se-á à explicitação e justificação dos pressupostos utilizados na avaliação do Vidamar, que têm em conta os valores históricos da empresa, obtidos através dos relatórios e contas dos exercícios do ano 2008 ao ano 2013 (demonstrações financeiras disponíveis no anexo 5), as expectativas da gestão do Vidamar e informações de mercado. É de realçar que haverá alguma simplificação em determinados pressupostos devido à dificuldade na obtenção de informação.

O primeiro passo da avaliação da atividade do Vidamar será estimar os seus *cash-flows* futuros. Recordando a equação 3, no *free cash-flow to the firm* temos como principais *drivers* do *cash-flow* os resultados operacionais depois de imposto, as depreciações e o investimento em capital e fundo de maneio. Calculado o *free cash-flow to the firm*, este será descontado ao custo de capital para se obter o valor dos *cash-flows* atualizados, e o seu somatório corresponderá ao valor da empresa.

O processo de estimativa de *cash-flows* é um processo subjetivo, pelo que uma avaliação realizada por outro analista poderá obter resultados divergentes, como refere Damodaran (2006). Contudo, esta estimativa foi realizada com pressupostos que se acredita espelharem a realidade futura do hotel, da economia e do turismo, e que retratam o verdadeiro valor da atividade do Vidamar.

5.2.1. Pressupostos macroeconómicos e fiscais

De acordo com as estimativas do FMI para a evolução da taxa de inflação até 2019 (a estimativa utilizada do Banco de Portugal anteriormente era apenas até 2016), é esperada uma evolução da taxa de inflação baseada no IHPC de 0,8% em 2014 e até um máximo de 1,8%

em 2018 (FMI, 2014). Assim, a avaliação do Vidamar foi realizada a preços constantes, por se considerar que a taxa de inflação estimada para os próximos anos será reduzida e não variará significativamente.

O setor hoteleiro está exposto à influência da situação económica do país, pelo que para efeitos de projeção económico-financeira será tido em conta o desenvolvimento da economia Portuguesa para os próximos anos, de forma a assumir pressupostos mais realistas. Para o crescimento da economia nacional foi utilizada a estimativa do FMI para o PIB, que prevê o início de uma estabilização a partir de 2016 (ver tabela 8).

taxa de variação anual	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
PIB	0,8	1,5	1,7	1,8	1,8
Taxa de inflação	0,8	1,2	1,4	1,5	1,5

Tabela 8 – Projeção do PIB e da taxa de inflação (Fonte: FMI).

No que respeita às políticas fiscais, a taxa de Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) praticada na Região Autónoma da Madeira sofreu uma alteração a 1 de abril de 2012 no âmbito do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro da Madeira, onde o IVA à taxa normal passou de 16% para 22%. No entanto, os serviços de alojamento hoteleiro estão sujeitos à taxa reduzida, que situa-se nos 5% (PwC, 2014).

Para o apuramento do valor do IVA foi aplicada a taxa normal ao IVA dedutível (a deduzir dos FSE) e a taxa reduzida ao IVA a pagar (a liquidar de receitas), assumindo-se que estas taxas não sofrerão alterações nos próximos anos. Considerou-se um prazo médio de recebimento do Estado de 60 dias e um prazo médio de pagamento ao Estado de 30 dias.

O montante de Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas (IRC) será estimado com base nas taxas de IRC e de derrama, estabelecidas nos objetivos do governo para os próximos anos, aplicadas aos resultados previsionais da empresa antes de impostos. Assim, para o ano 2014 será utilizado uma taxa de IRC de 23%, perspetivando-se uma descida para 21% no ano seguinte. Até ao final do período explícito será assumido uma taxa de IRC média de 18%, de acordo com o intervalo da meta proposta pelo governo para 2016, entre 17% e 19%, em função da evolução da situação económica e fiscal do país. A taxa de derrama aplicada para empresas com atividade no concelho do Funchal é de 1,5% (com isenção no caso em que o volume de negócios do ano anterior não ultrapasse os 150 mil euros), que será assumido manter-se constante durante o período explícito (PwC 2014).

A empresa adotou a política de impostos diferidos nos últimos anos, mas a partir de 2013 essa política foi alterada, e o valor presente na rubrica “imposto sobre o rendimento do período” da DR da empresa em 2012 reflete a regularização dos ativos por impostos diferidos que ocorreram em anos transatos. Segundo informação disponibilizada, esta política de impostos diferidos não deverá voltar a ser aplicada no futuro.

5.2.2. Pressupostos operacionais

Como mencionado anteriormente no ponto 4.4, os objetivos do Vidamar são definidos do ponto de vista operacional, mais concretamente a nível do indicador EBITDA. No final de 2012 foi efetuada a mudança para a marca “VidaMar” e é esperado um impacto bastante positivo nos resultados do hotel. Em março de 2014 estava orçamentado um resultado operacional de 937.787 euros para esse mesmo ano. Segundo avançou a empresa, para 2015 e 2016 é esperado um EBITDA de aproximadamente 1,5 e 2 milhões de euros, respetivamente, e não será credível ultrapassar este valor significativamente nos anos seguintes, na qual perspectiva uma situação de estabilização.

Rendimentos operacionais

Nos rendimentos operacionais estavam integrados subsídios de exploração que eram fornecidos pelo governo e direcionados à formação profissional, no entanto estes foram recebidos pela última vez em 2011 não sendo provável que o hotel volte a usufruir deste benefício no futuro, pelo que não integram a avaliação.

O alojamento é a categoria que tem maior impacto nas vendas da empresa. Contudo, no último trimestre de 2013 foi iniciada uma política de meia-pensão obrigatória para todos os clientes, o que traduzir-se-á num aumento do peso da categoria de comida e bebida (*food and beverage*) nas vendas.

Estando prevista a finalização das principais mudanças do hotel para a marca “VidaMar” em 2014 e tendo em conta as expectativas turísticas para os próximos anos, a empresa espera obter um impacto de 60% nas vendas num prazo de três anos (com base no valor de 2013). De acordo com as previsões da gestão, em 2014 as vendas deverão cifrar-se em 10.362.937 euros, resultante de uma taxa de ocupação média estimada em 69%, 2,2 p.p. acima da registada no ano transato, e em 2016 o impacto da mudança da marca deverá traduzir-se num montante de vendas de cerca de 11.951.733 euros (aproximadamente mais 5.122 mil euros que em 2013).

Assim, para 2015 e 2016 assume-se que haverá um crescimento de 20% e 10% nas vendas, respetivamente, devido ao maior impacto esperado da marca no início da sua implementação.

Após esse período, tendo em conta que a taxa de crescimento do turismo na Europa estimada pela OMT até 2020 é de 3,5%, assume-se que as vendas do Vidamar crescem 0,3 p.p. acima dessa taxa, uma vez que o hotel tem demonstrado uma *performance* ligeiramente superior face ao sector, no que respeita aos principais indicadores turísticos. Assim, para os anos 2017 e 2018 será utilizada uma taxa de crescimento em vendas de 3,8%, sustentando esta estagnação de crescimento com a estabilização do crescimento da economia nacional, estimada pelo FMI (consultar tabela 8), e com as indicações da gestão do hotel de um crescimento pouco significativo a partir deste período.

Para a rubrica outros rendimentos e ganhos são assumidos os mesmos pressupostos de crescimento das vendas e prestação de serviços.

Gastos operacionais

O custo das mercadorias vendidas, os FSE e outros gastos e perdas são as componentes que estão incluídas nos custos variáveis da empresa, pelo que serão estimadas em função das suas vendas.

O custo das mercadorias vendidas teve um peso nas vendas da empresa em 2008 de 13,17%, e essa relação tem vindo constantemente a aumentar até os 16,65%, em 2013. Com a adoção do sistema de meia-pensão como obrigatório, deu-se um aumento significativo do custo das mercadorias vendidas (sobretudo bens alimentares), com um primeiro impacto na DR de 2013. Para efeitos de projeção futura, o custo das mercadorias vendidas foi estimado com o pressuposto que o seu peso nas vendas irá crescer a uma média histórica de 4,86%, tendo em conta que a grande maioria dos hóspedes irá passar a usufruir da restauração do hotel.

Os fornecimentos e serviços externos, fazendo parte dos custos variáveis da empresa estão também dependentes do volume de vendas. Em 2014 a empresa tem orçamentado um total de FSE no montante de 127.541 euros. Após esse ano, o valor desta rubrica representará 31% das vendas, relativamente menor que o peso médio histórico, tendo em conta que o custo das mercadorias vendidas irá obter um maior peso nas vendas da empresa nos próximos anos.

Segundo a gestão do Vidamar, o número atual de funcionários por conta do hotel é para manter, a médio prazo. Foram recrutados novos funcionários para a área da restauração em 2013 devido à passagem para o sistema obrigatório de meia-pensão, e no início de 2014 essa

equipa foi reforçada com recurso a *outsourcing*. Segundo informação disponibilizada pela empresa, o aumento significativo dos gastos com pessoal em 2013 está também relacionado com o suporte dos custos centrais, mencionados anteriormente.

Em 2014 os gastos com o pessoal irão ter um aumento de aproximadamente 100 mil euros devido aos reajustamentos da área de restauração, e após esse ano é intenção da empresa aumentar a sua eficiência de modo a reduzir estes gastos (ainda que sem muito significado). Assim, após 2014 foi assumido que os gastos com pessoal irão decrescer à taxa média histórica de variação de 1 ponto percentual (foi excluída desta ponderação o valor de 2013 visto ser o ano em que esta rubrica começou a incorporar os custos centrais, pelo que a variação nesse ano assumiria valores extraordinários).

Os outros gastos e perdas (onde estão incorporadas as perdas por imparidade de adiantamentos [perdas/reversões]) foram estimados tendo em conta o peso médio histórico desta rubrica nas vendas da empresa, de 1,7%, uma vez que não houve variações significativas.

5.2.3. Pressupostos de fundo de manei

O fundo de manei é a margem de segurança que uma empresa necessita de dispor com o objetivo de precaver a existência de ruturas de tesouraria, ou seja, o volume mínimo de disponibilidades que a empresa irá precisar para responder sem dificuldades a eventuais atrasos nos recebimentos de clientes e/ou antecipações no pagamento aos seus fornecedores que não estavam previstos, calculado pela subtração dos ativos não correntes aos capitais permanentes da empresa.

Assim, as necessidades de fundo de manei (investimento em *working capital*) respeitam ao montante de recursos que é necessário à empresa para financiar as suas operações, isto é, o valor dos recursos que a empresa precisa para que os seus compromissos sejam realizados dentro dos prazos de vencimento. Para efeitos de projeção económico-financeira, o investimento em *working capital* foi calculado com base em dados históricos da empresa, nas suas políticas de gestão e de acordo com os pressupostos fiscais mencionados anteriormente.

Existências

As existências não representam um valor demasiado avultado para o hotel uma vez que este tem como principal objetivo a prestação de um serviço. Em termos históricos, em 2008 e 2012, as existências representavam 1,85% (169.270) e 1,75% (135.636) das vendas,

respetivamente, observando-se assim pouca variação ao longo do período. Para efeitos de estimativa desta rubrica de balanço, foi usado o seu peso médio histórico sobre as vendas da empresa de 1,82% para cada ano.

Clientes

A rubrica clientes foi estimada tendo em conta um prazo médio de recebimento de clientes de 60 dias (uma vez que grande parte das vendas do Vidamar são realizadas através de agências de viagens). Segundo a equipa de gestão seria mais vantajoso baixar para os 30 dias, mas isso muito dificilmente irá ser possível. Assim, assume-se que não haverá nenhuma alteração na política de gestão de clientes no futuro.

Fornecedores

Do mesmo modo que a rubrica clientes, a rubrica fornecedores foi estimada com base na atual política de gestão de fornecedores da empresa, que tem um prazo médio de pagamento de 90 dias, e também muito dificilmente sofrerá alterações no futuro.

Estado e outros entes públicos

No lado do ativo, a rubrica Estado e outros entes públicos (EOEP) foi estimada através do valor do IVA dedutível (a deduzir de FSE), associado ao prazo médio de recebimento de IVA (60 dias).

No que respeita ao passivo, a rubrica foi estimada tendo em conta o valor do IVA a pagar (a liquidar das vendas) e com um prazo médio de pagamento de 30 dias. As contribuições para a segurança social, tanto por conta do pessoal como da empresa, e as retenções na fonte de IRS não serão utilizadas nesta avaliação devido à dificuldade na obtenção de informação.

5.2.4. Pressupostos de investimento em capital

Contabilisticamente a empresa adota o método das quotas constantes para calcular o valor das depreciações dos seus ativos fixos tangíveis (AFT), que contempla equipamento básico, equipamento administrativo e outros ativos fixos tangíveis. Dado que as taxas médias de depreciação anual dos AFT não sofreram variações significativas nos últimos anos, para efeitos de projeção económico-financeira será utilizada uma taxa média de depreciação de AFT de 7,04%, com base nas taxas de depreciação históricas desde 2008.

A gestão do Vidamar adianta que haverá um investimento total em capital fixo nos próximos anos a rondar os 2 milhões de euros. O hotel pretende efetuar algumas remodelações durante

os próximos anos, mas devido à falta de verbas apenas será consumado um investimento de 247.850 euros numa primeira fase, destinado essencialmente a equipamentos básicos e de transporte. Apresenta-se no anexo 6 o programa de investimento do hotel para os próximos cinco anos, facultado pela gestão, bem como as respetivas depreciações (com base na taxa supramencionada).

5.2.5. Custo do capital

Finalizada a análise dos pressupostos da projeção económico-financeira que têm influência nos *cash-flows* da empresa, resta-nos calcular o custo do capital, que é a parte mais importante da avaliação (Fernández, 2007). Os juros que surgem nas demonstrações financeiras projetadas dizem respeito exclusivamente aos pagamentos com cartões de crédito e às diferenças cambiais.

A estrutura de capital da empresa durante o período explícito será composta apenas por capital próprio, visto que equipa de gestão garante que não recorrerá a empréstimos nem locações financeiras, o que terá implicações diretas no cálculo do custo do capital da empresa. Neste sentido, foi tido em conta apenas a remuneração do próprio capital (excluindo o fator custo da dívida mencionado no capítulo de revisão de literatura), que é depois utilizado como taxa de desconto dos *cash-flows* futuros da empresa. Nesta situação específica, o valor da empresa alavancada é igual ao valor da empresa não alavancada, logo $WACC = k_u$ e $\beta_L = \beta_u$.

Para o cálculo do k_d será usado o modelo CAPM (através da equação 5), uma vez que é tido como um padrão e o mais utilizado nas avaliações reais como mencionado no capítulo I.

A taxa de juro sem risco utilizada no cálculo do custo de capital deverá ser uma taxa de juro que não esteja associada a qualquer risco de incumprimento nem de reinvestimento, e devido à situação económica atual de Portugal essas premissas não são satisfeitas. Na União Europeia os títulos do governo Alemão são os que apresentam condições mais próximas de ausência de risco, pelo que devem ser estes os títulos a ter em conta na seleção da taxa de juro sem risco para esta avaliação uma vez que foi realizada em euros, como refere Damodaran (2008).

Segundo a Bloomberg¹⁶, a *yield* dos títulos emitidos pelo governo Português com maturidade de 10 anos era de 4,39% em 11 de março de 2014 (Bloomberg, 2014). Contudo, para satisfazer as premissas mencionadas anteriormente foi utilizada uma taxa de juro sem risco de

¹⁶ A Bloomberg (www.bloomberg.com) é uma empresa que fornece informação sobre o mercado financeiro e a economia mundial.

1,62%, de acordo com a *yield* dos títulos do governo Alemão com maturidade de 10 anos à mesma data e produzida pela mesma entidade. A maturidade é a sugerida por Damodaran (2008), e segundo Koller *et al.* (2010) não se justifica refinar as taxas para cada ano em específico, pelo que é usada a taxa mencionada para todo o período da avaliação.

Quanto ao prémio de risco exigido pelos investidores, a tendência é para este aumentar devido à conjuntura económica global. No caso específico de Portugal, devido à dificuldade em controlar a dívida soberana, os investidores exigem prémios mais elevados para investir no país. Para calcular o prémio de risco será utilizada a metodologia sugerida por Damodaran (2012), de introduzir um prémio de risco adicional. Assim, ao prémio de risco utilizado (*equity risk premium*), deverá ser adicionado o prémio de risco de Portugal (*country risk premium*).

No cálculo do prémio de risco desta avaliação foi utilizada a folha de cálculo de prémios de risco de Damodaran, atualizada no início do presente ano (Damodaran, 2014b).

Assim, iniciou-se pelo *credit default swap* (CDS) *spread* de Portugal de 4,03% associado a um *rating* de Ba3 atribuído pela agência Moody's¹⁷, subtraiu-se o CDS *spread* alemão de 0,56% (uma vez que para o prémio de risco de um mercado maduro será tido em conta o do mercado alemão), e obteve-se um *spread* para Portugal de 3,47%.

A curto prazo, o prémio de risco do país é provável ser maior que o seu *spread*, pelo que estimou-se o prémio de risco ajustado do país, multiplicando o *spread* pela volatilidade do mercado de ações em relação ao mercado de títulos do governo. Foi usada a média dos mercados emergentes de 1.5 para estimar o prémio de risco adicional, uma vez que os mercados de ações são 150% mais voláteis que os mercados de títulos. Assim, obteve-se um prémio de risco para Portugal de 5,2%.

No final, a este prémio de 5,2% foi adicionado o prémio de 5% para mercados maduros, obtido através do prémio implícito no S&P 500¹⁸, o que conclui com um prémio de risco total para esta avaliação de 10,2%. Também nesta componente não serão refinadas taxas para anos específicos à margem daquilo que foi dito anteriormente para a taxa de juro sem risco.

$$\text{Prémio de risco} = 5\% + 5,2\%$$

¹⁷ A Moody's (www.moodys.com) é uma agência que fornece *ratings* de crédito, pesquisas e análises sobre o mercado financeiro.

¹⁸ A S&P 500 é também uma agência de *rating*, tal como a Moody's.

= 10,2%

[21]

Para o beta foram utilizados os dados disponibilizados por Damodaran, com base em empresas americanas a partir de janeiro de 2014, com um valor do beta não alavancado para a categoria hotéis de 0,87 (Damodaran, 2014a). Nesta situação não é necessário usar a equação 6, uma vez que o beta alavancado terá o mesmo valor que o beta não alavancado dado que a empresa não irá recorrer a financiamento desenvolver a sua atividade.

Assim, recorrendo à equação 5, temos um custo do capital da empresa de 8,40%, como representado na tabela 9.

<i>Inputs do custo do capital próprio</i>	
Taxa de juro sem risco	1,62%
Prémio de risco	10,20%
Beta não alavancado	0,87
	K_e 10,49%

Tabela 9 – Cálculo do custo do capital próprio do Vidamar.

5.2.6. Pressupostos de crescimento no longo prazo

A atividade hoteleira do Vidamar foi estimada com base num período explícito de 5 anos, uma vez que segundo De Heer *et al.* (2000) não devem ser efetuadas estimativas de longo prazo para empresas sujeitas a forças macroeconómicas, como é o caso. O crescimento após o período explícito é crítico para a avaliação, visto que parte expressiva do valor de uma empresa provém do valor do período residual, como demonstram Young *et al.* (1999).

Como foi dito no capítulo I, De Heer *et al.* (2000) alegam que é necessário ter precaução quando o *cash-flow* do último ano da estimativa está no pico do ciclo (situação em que se deve normalizar lucros, *cash-flows* e vendas). As expectativas da gestão em relação ao desenvolvimento futuro da atividade do hotel traduzem-se num crescimento lento e posteriormente numa estabilização após 2016, pelo que se considera correto usar o último ano do período explícito como base para o cálculo do valor residual (neste caso o FCFF₂₀₁₈), uma vez que não estará no pico.

Para o longo prazo assume-se que a empresa entrará em modo de cruzeiro e estabilizará os seus *cash-flows*, não havendo crescimento ($g=0$). Deste modo, para o apuramento do valor residual da empresa será utilizada a equação 3, em que apenas se considera o FCFF e a taxa de desconto, uma vez que não haverá taxa de crescimento em perpetuidade. Assim:

$$\text{Valor residual do Vidamar} = \frac{1.729.256}{10,49\%}$$

= 16.478.522 euros

[22]

5.2.7. Pressupostos do cenário conservador

Foi realizado um cenário conservador que pressupõe uma evolução pessimista de alguns pressupostos analisados anteriormente, caso as perspetivas do desenvolvimento da economia e do turismo não evoluam como previsto pelas entidades competentes, e o Vidamar não apresente a *performance* esperada pela gestão.

Assim, neste cenário, a nível macroeconómico foi tido em conta que a evolução económica e fiscal pode não ser tão positiva como é esperado pelo governo, e foi assumido que a taxa de IRC manter-se-á constante a partir de 2015, à taxa de 21%.

A nível interno, assume-se que o aumento de 60% nas vendas no prazo de três anos pode ser uma visão demasiado otimista da parte da gestão, e num cenário mais conservador assume-se um aumento de apenas 35%, e um crescimento menos otimista para o ano 2015 de cerca de 12%, considerando que a mudança da marca pode ter um impacto menor. Caso a estimativa da OMT para o crescimento do turismo na Europa não se verifique isso afetará as vendas nos dois últimos anos do período explícito, pelo que é assumido que se possa verificar um crescimento de 1 ponto percentual abaixo do cenário base para 2017 e 2018.

Dada a maior afluência na zona da restauração devido ao sistema obrigatório de meia-pensão, põe-se a hipótese de se verificar um aumento de gastos com o pessoal (ao contrário daquilo que são as expectativas da gestão), e assim utilizou-se uma taxa de crescimento nestes gastos de 0,5% ao ano. O peso do custo da mercadoria vendida sobre as vendas também poderá ser mais representativo pela razão supramencionada, e assumiu-se para este cenário um crescimento nessa relação de 5,25%. Para a rubrica de outros gastos e perdas é considerado um peso sobre as vendas relativamente superior ao do cenário base, de 2% (mais 3 p.p.).

5.3. Análise dos resultados

Realizada a análise histórica e estratégica da empresa e do setor hoteleiro, devidamente apresentados os pressupostos da estimativa dos *cash-flows* futuros da atividade hoteleira do Vidamar, determinado o custo do capital e efetuada a respetiva atualização dos *cash-flows*, de

acordo com os cinco passos para conduzir uma avaliação de forma eficaz na ótica de Fernández (2007) resta-nos agora interpretar os resultados obtidos.

Refere-se novamente que a avaliação foi realizada com base na metodologia *Discounted Cash-flow* e num período explícito de 5 anos a terminar em 2018, e que o valor estimado para a atividade do hotel terá como referência 31 de dezembro de 2013.

A avaliação da atividade hoteleira do Vidamar resultou num valor de 14.224.341 euros. O *cash-flow* do ano 2015 foi o que apresentou a maior valorização, de quase 100% face ao do ano anterior. Após esse ano, o crescimento dos *cash-flows* diminuiu progressivamente, o que de certa forma vai de encontro áquilo que são as expetativas da empresa, e em 2018 regista-se um crescimento de apenas 0,46%, entrando de seguida em modo cruzeiro com uma estabilização de *cash-flows* (para informação mais detalhada sobre esta avaliação, consultar o anexo 7).

O valor residual da empresa é de 10.005.177 euros, o que representa 70% do seu valor total. Embora Young *et al.* (1999) defendam que numa avaliação com período explícito entre 3 a 10 anos o valor residual da empresa deve cifrar-se acima de 80%, nesta situação tal não acontece devido à ausência de taxa de crescimento em perpetuidade, uma vez que é esperada uma estabilização de *cash-flows* após o período explícito, o que faz aumentar o peso do valor do período explícito face ao valor total da empresa.

Valor atualizado do período explícito	4.219.164
Valor atualizado do valor residual	10.005.177
Valor da empresa	14.224.341

Tabela 10 – Resultado da avaliação do Vidamar – Cenário base (valores em euros).

Apesar do desempenho menos positivo nos últimos anos, após a mudança para a marca “VidaMar” e efetuadas algumas reestruturações, são esperados resultados bastante satisfatórios nos próximos anos, perspetivando-se uma melhoria no estado da economia europeia, um bom desempenho e crescimento turístico nacional uma boa resposta por parte do setor hoteleiro madeirense às situações ambientais que tanto têm afetado a sua *performance*.

Caso se verifique o cenário conservador (disponível no anexo 8), que considera uma reclassificação da taxa de IRC e uma redução do impacto da mudança da marca através de uma diminuição de vendas e aumento dos gastos com o pessoal e outros gastos e perdas, o valor da empresa seria de apenas 7.473.746 euros, sensivelmente metade do valor do cenário

base). O valor residual deste cenário é inferior em apenas 4 p.p. face ao cenário supramencionado, e realça-se o valor do *cash-flow* do ano 2016 e 2018, que apresentou uma variação negativa.

5.4. Análise de sensibilidade

Uma vez que a evolução da situação económica e do setor turístico estão subjacentes a um certo nível de incerteza, neste tópico pretende-se testar o valor estimado da atividade do Vidamar quando enfrenta mudanças nos seus principais *value drivers*, de modo a perceber o impacto de possíveis desvios nos pressupostos assumidos. Deste modo, foi realizada uma análise de sensibilidade (consultar figura 10) com o objetivo de certificar o grau de exposição do valor estimado a uma panóplia de variáveis macroeconómicas e operacionais que se considera ter um impacto relevante (a cada variação de uma variável do cenário base, permaneceram todas as outras constantes).

No que respeita a pressupostos operacionais, as vendas são a variável com o impacto mais relevante no valor da atividade hoteleira do Vidamar. Uma variação nas vendas de mais ou menos 2 p.p. em relação ao cenário base significa um impacto positivo ou negativo de 33,5% e 26,4% no seu valor, respetivamente. Os gastos com o pessoal também são uma rubrica crítica, uma vez que uma variação de mais ou menos 1,5 p.p. nestes gastos modifica o valor estimado em -12,2% e 14,9%, respetivamente.

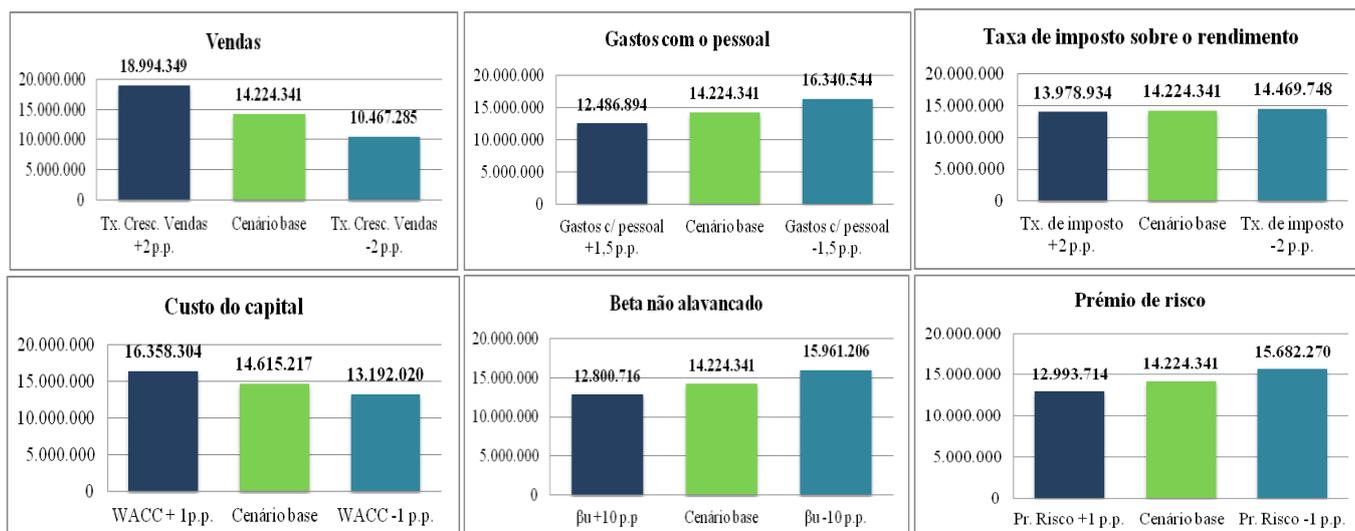


Figura 10 – Análise de sensibilidade ao valor estimado da atividade hoteleira do Vidamar

Se considerar-se que as componentes do custo do capital podem assumir um valor maior ou menor, para uma alteração do beta não alavancado em 10 p.p e o prémio de risco em 1 p.p em relação ao cenário base, resultará num impacto relativamente superior na primeira componente, que traduzir-se-á numa mudança positiva de 12,2% e negativa de 10%. No caso de uma variação de 1 p.p no custo do capital, verifica-se uma evolução semelhante.

No caso de ser considerada uma taxa de crescimento de longo prazo de 1,5%, em linha com o pressuposto básico referido por Damodaran (2006) de ser inferior ao crescimento da economia, haverá um impacto positivo no valor do Vidamar de 11,7%, que de certa forma verifica-se idêntico ao impacto de algumas variáveis abordadas em cima.

Por outro lado, se fosse considerado que os títulos emitidos pelo governo português cumpriam as premissas mínimas para serem usados na estimativa da taxa de juro sem risco, e tendo em conta o valor supramencionado de 4,39% respeitante a *yield* produzida para esses títulos¹⁹, obter-se-ia um impacto negativo de cerca de 3.345 mil euros (-23,5%) na atividade futura do Vidamar, o que revela que o seu valor está mais dependente da taxa de juro sem risco selecionada do que do crescimento no longo prazo.

¹⁹ Nota: consultar o ponto “5.2.5. Custo do capital”.

CONCLUSÃO

Este projeto teve como objetivo estimar o valor da atividade hoteleira do Vidamar, através de uma revisão aos principais métodos de avaliação utilizados nas situações reais, e de expectativas sobre a economia, o turismo e da própria equipa de gestão do hotel.

A revisão de literatura focou-se nos principais métodos de avaliação e na sua aplicabilidade a diferentes situações, e denota-se que não existe um consenso entre diferentes os autores. Observa-se que a avaliação de uma empresa é um processo subjetivo e que não existe um método exato que se aplique a toda e qualquer empresa, e que certos métodos têm melhor aplicação em empresas com determinadas características. É importante considerar as vantagens, a facilidade de implementação e o realismo dos pressupostos de cada método de modo a perceber qual a melhor opção dada a situação da empresa.

De acordo com as características do Hotel Vidamar, parece legítimo que a metodologia *Discounted Cash-flow*, descontando os *cash-flows* futuros ao WACC, é a opção mais correta e a que apresenta uma melhor aplicabilidade uma vez que a estrutura de capitais da empresa será composta exclusivamente por capital próprio.

Dado que a situação económica e financeira global e as perspetivas de evolução do turismo estão sujeitos a alguma incerteza, procurou-se conjugar as melhores práticas de avaliação de empresas com as atuais perspetivas de mercado. Recorda-se que, uma vez que o imóvel pertence à empresa-mãe do grupo, a avaliação realizada corresponde apenas à atividade hoteleira do Hotel Vidamar. Neste contexto, chegou-se a um valor para a atividade do Vidamar de 14.224.341 euros, com referência a 31 de dezembro de 2013. Num cenário mais conservador, o valor estimado reduziria para cerca de metade.

Existe um certo grau de subjetividade associado aos pressupostos assumidos ao longo da avaliação e não se pode afirmar que os resultados obtidos sejam irrefutáveis. Porém, acredita-se que estes pressupostos são credíveis e o rigor no processo de avaliação espelha a realidade da envolvente macroeconómica e turística e da atividade do Vidamar, embora alguma limitação no que respeita à obtenção de informação.

Os resultados da análise de sensibilidade realizada alertam para o impacto que alterações nos principais *value drivers* do Vidamar terão no seu valor estimado, que tem a maior dependência nas suas vendas (uma variação positiva ou negativa de 2 p.p. implica um aumento ou redução do seu valor de 33,5% ou 26,4%).

BIBLIOGRAFIA

Monografias e artigos científicos:

- Andrade, G., & Kaplan, S. 1998. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that become distressed. *Journal of Finance*, 53(3): 1443-1493.
- Baker, M., & Wurgler, J. 2004. A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3): 1125-1165.
- Bhabra, G. S., & Yao, Y. 2011. Is bankruptcy costly? Recent evidence on magnitude and determinants of indirect bankruptcy costs. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(2): 39-68.
- Black, F., & Scholes, M. 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *The Journal of Political Economy*, 81(3): 637-654.
- Cooper, I. A., & Nyborg, K. 2006. The value of tax shields is equal to the present value of tax shields. *Journal of Financial Economics*, 81(1): 215-225.
- Damodaran, A. (1999). *Estimating risk parameters*. Stern School of Business, New York.
- Damodaran, A. 2002. *Investment valuation - Tool and techniques for determining the value of any asset* (2^a ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. 2006. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. In Constantinides G. M., Allen F., Lo A. W., & Stulz R. M. (1^a ed), *Foundations and trends*, 1(8): 693-784. Boston: Now Publishers Inc.
- Damodaran, A. 2008. *What is the riskfree rate? A search for the basic building block*. Stern School of Business, New York.
- Damodaran, A. 2012. *Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications (The 2012 Edition)*. Stern School of Business, New York.
- De Heer, M. D., Koller, T., Schauten, M. B., & Steenbeek, O. W. 2000. The valuation of cyclical companies. *The McKinsey Quarterly*, pp. 62-96.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. 2004. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3): 425-456.
- Estrada, J., & Vargas, M. 2012. Black swans, beta, risk, and return. *Journal of Applied Finance*, 22(2): 77.
- Fama, E. F., & French, K. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1): 3-43.
- Fernández, P. 2001. *Valuation using multiples: How do analysts reach their conclusions?*. Research Paper no. 450, IESE Business School, Barcelona.

- Fernández, P. 2002a. *Valuation methods and shareholder value creation*. USA: Academic Press.
- Fernández, P. 2002b. *Valuing real options: Frequently made errors*. Research Paper no. 455, IESE Business School, Barcelona.
- Fernández, P. 2004a. *80 common and uncommon errors in company valuation*. Working Paper no. 550, IESE School of Business, Barcelona.
- Fernández, P. 2004b. The value of tax shields is not equal to the present value of tax shields. *Journal of Financial Economics*, 73(1): 145-165.
- Fernández, P. 2007. *Company valuation methods. The most common errors in valuation*. Working Paper no. 449, IESE School of Business, Barcelona.
- Fernández, P. 2008. *Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation*. Research Paper no. 487, IESE Business School, Barcelona.
- Foerster, S. R., & Sapp, S. 2005. The dividend discount model in the long-run: A clinical study. *Journal of Applied Finance*, 15(2): 55-75
- Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. 2005. The right role for multiples in valuation. *McKinsey on Finance*, pp. 7-11.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. 2013. *The Equity Risk Premium in 2013*. Fuqua School of Business, North Carolina & National Bureau of Economic Research, Massachusetts.
- James, M., & Koller, T. 2000. Valuation in emerging markets. *The McKinsey Quarterly*, pp. 78-85.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. 1995. The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 50(4): 1059-1093.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. 2010. *Valuation. measuring and managing the value of companies* (5^a ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Lie, E., & Lie, H. J. 2002. Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58: 44-54.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. 2001. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40: 135-172.
- Luehrman, T. 1997a. What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75(3): 132-142.
- Luehrman, T. A. 1997b. Using APV: A better Tools for valuing operations. *Harvard Business Review*, 75(3):145-152.
- Miles, J. A., & Ezzell, J. R. 1980. The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: A clarification. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(3): 719-730.
- Modigliani, F., & Miller, M. 1963. Income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3): 433-443.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and theory investment. *The American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- Mullins, D. W. 1982. Does the capital asset pricing model works? *Harvard Business Review*. 105-114
- Myers, S. C. 1974. Interactions of corporate financing and investment decisions - Implications for capital budgeting. *The Journal of Finance*, 29(1): 1-25.
- Palazzo, G., & Nobili, S. 2010. Explaining and forecasting bond risk premiums. *Financial Analysts Journal*, 66(4): 67-82.
- Qi, H., & Han, G. 2010. Is APV better than WACC for non-stationary debt ratio. *The Journal of Finance Issues*, 8(2): 79-88.
- Rosenberg, B., & Rudd, A. 1982. The corporate uses of beta. *Chase Financial Quarterly*. 1(4).
- Sabal, J. 2007. APV or WACC? *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 2(2): 1-15.
- Shil, N. C. 2009. Performance measures: An application of economic value added. *International Journal of Business and Management*, 4(3): 169-177.
- Shleifer, A., & Vishny, R. 1992. Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 47(4): 1343-1366.
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Deng, Z. 2001. *Valuation multiples: A primer*. Global Equity Research, UBS Investment Bank, Zurich.
- Trainor, W. J. 2012. Volatility and compounding effects on beta and returns. *The International Journal of Business and Finance Research*, 6(4): 1-11.
- Warner, J. N. 1977. Bankruptcy cost: Some evidence. *Journal of Finance*, 32(2): 337-347.
- Williamson, O. E. 1988. Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43(3): 567-591.
- Young, M., Sullivan, P., Nokhasteh, A., & Holt, W. 1999. *All roads lead to rome: An integrated approach to valuation models*. Goldman Sachs Investment Research.

Relatórios:

- Banco de Portugal. 2013. *Projeções para a economia portuguesa: 2014-2016*. Portugal
- Banco de Portugal. 2014. *Boletim estatístico 2014*. Portugal
- BES. 2013. *Turismo: evolução recente e perspetivas* (junho 2013). Relatório sectorial, Portugal
- Direção Regional de Estatística. 2013. *Série Retrospectiva, Estatísticas do Turismo 1976 – 2012*. Madeira, Portugal.

Fundo Monetário Internacional. 2014, *Tenth review under the extended arrangement and request for waivers of applicability of end-december performance criteria – Staff report; press release; and statement by the executive director for Portugal*. Country Report no. 14/56, Washington D.C.

Vidamar. 2008. *Relatório e contas de 2008*

Vidamar. 2009. *Relatório e contas de 2009*

Vidamar. 2010. *Relatório e contas de 2010*

Vidamar. 2011. *Relatório e contas de 2011*

Vidamar. 2012. *Relatório e contas de 2012*

Instituto Nacional de Estatística, I.P. 2013. *Estatísticas do Turismo 2012* (Edição de 2013). Lisboa, Portugal.

Ministério da Economia e do Emprego. 2012. *Plano Estratégico Nacional do Turismo – Horizonte 2015*.

Ministério das Finanças. 2013. *Orçamento do Estado para 2014 (outubro de 2013)*. Lisboa, Portugal.

Política Regional da União Europeia. 2011. *Growth factors in the ourtermost regions* (março, 2011). Final Report, Vol 2.

PricewaterhouseCoopers. 2014. *O OE e a reforma do IRC 2014)*

Referências da Internet:

- Banco de Portugal. 2014. *Estatísticas* (online), disponível em: <https://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas>. Acedido pela última vez a 25 de março de 2014
- Bloomberg. 2014. *Rates & Bonds* (online), disponível em: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>. Acedido a 11 de março de 2014.
- Comissão Europeia. 2014. *Economies of the members states – Portugal* (online), disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/countries/portugal_en.htm. Acedido a 26 de fevereiro de 2014.
- Damodaran. 2014a. *Betas by setor* (online), disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acedido a 5 de abril de 2014.
- Damodaran. 2014b. *Country defaults spreads and risk premiums* (online), disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acedido a 5 de abril de 2014.
- Diário de Notícias da Madeira. 2014. *Hotéis madeirenses com melhor janeiro dos últimos 6 anos*, disponível em: <http://turismo.dnoticias.pt/artigo/4492-hoteis->

- [madeirenses-com-o-melhor-janeiro-dos-ultimos-seis-anos](#). Acedido a 25 de março de 2014.
- Globe Spots. 2013. *Top 10 destinations for 2013* (online), disponível em: <http://www.globespots.com/besttravel.php?year=2013>. Acedido a 20 de fevereiro de 2014.
 - Hotel Vidamar Resorts Madeira. 2014 (online). Disponível em: www.vidamarresorts.com. Acedido pela última vez a 15 de março de 2014.
 - Instituto Nacional de Estatística. 2014 (online). *Destaques e contas nacionais*, disponível em: www.ine.pt Acedido pela última vez em 18 de março de 2014.
 - Jornal da Madeira. 2014. *Secretário de Estado do Turismo destaca a Madeira no crescimento do setor para o próximo ano*, disponível em: <http://online.jornaldamadeira.pt/artigos/secretario-de-estado-do-turismo-destaca-madeira-no-crescimento-do-setor-para-o-proximo-ano>. Acedido a 20 de fevereiro de 2014.
 - Jornal de negócios. 2014. *Previsões do BCE apontam para inflação inferior a 1,5% até 2015*, disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/previsoes_do_bce_apontam_para_inflacao_inferior_a_15_ate_2015.html. Acedido a 22 de fevereiro de 2014.
 - Organização Mundial do Turismo. 2014 (online). Disponível em: <http://www2.unwto.org>. Acedido pela última vez a 14 de Março de 2014.
 - Pordata. 2014. *Despesas em I&D em % do PIB – Portugal* (online), disponível em: [http://www.pordata.pt/Portugal/Despesas+em+atividades+de+investigacao+e+desenvolvimento+\(I+D\)+em+percentagem+do+PIB+por+setor+de+execucao-1133](http://www.pordata.pt/Portugal/Despesas+em+atividades+de+investigacao+e+desenvolvimento+(I+D)+em+percentagem+do+PIB+por+setor+de+execucao-1133). Acedido a 24 de fevereiro de 2014.
 - Sol. 2014. *Ano de recordes no turismo em Portugal* (online), disponível em: http://sol.sapo.pt/inicio/Economia/Interior.aspx?content_id=100125. Acedido a 26 de fevereiro de 2014.
 - Turismo de Portugal. 2014. *Quadros estatísticos* (online), disponível em: <http://www.turismodeportugal.pt/Portugu%C3%AAs/ProTurismo/estat%C3%ADsticas/quadroestatisticos/Pages/Quadroestat%C3%ADsticos.aspx>. Acedido pela última vez a 28 de março de 2014
 - World Travel Awards. 2013. *Europe leading islands destination 2013* (online), disponível em: <http://www.worldtravelawards.com/award-europes-leading-island-destination2013>. Acedido a 5 de fevereiro de 2014.

ANEXOS

Anexo 1 – Principais diferenças entre o método APV e o método WACC (adaptado de Damodaran [2006] e Koller et al. [2010]).

Variável/Fator	APV	WACC
<i>Cash-flow</i>	FCFF _u	FCFF
Taxa de desconto	Custo do capital próprio não alavancado	Custo médio ponderado do capital (WACC)
Benefícios fiscais da dívida	Adicionados separadamente e descontados à taxa que reflete melhor o risco desse <i>cash-flow</i>	Incorporada na taxa de desconto
Nível de dívida	Dívida fixa	Determinados pelos rácios de dívida usados no custo do capital. Se o rácio da dívida permanece fixo, o nível da dívida aumenta com a empresa.
Taxa de desconto para a poupança fiscal dos juros suportados	Custo da dívida antes de imposto	Custo do capital próprio não alavancado
Custos de falência	Calcula-se de forma separada, baseados na probabilidade de falência e nos custos associados (na prática são muitas vezes ignorados)	Refletidos na taxa de desconto, como aumento do custo do capital próprio e da dívida caso o risco de incumprimento aumente
Aplicabilidade	Realça mais facilmente as mudanças na estrutura de capital do que nos modelos baseados no WACC	Funciona melhor para projetos e empresas que gerem a sua estrutura de capital para um nível de dívida alvo

Figura 11 – Principais diferenças entre o método APV e o método WACC.

Anexo 2 – Evolução dos principais indicadores turísticos na Madeira e a decomposição dos hóspedes por país de residência (Fonte: DRE).

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total de hóspedes	864.870	908.095	967.134	1.013.281	911.345	840.514	885.063	841.963
(variação)		5,00%	6,50%	4,77%	-10,06%	-7,77%	5,30%	-4,87%
Nº de dormidas	5.632.830	5.720.476	5.990.015	6.208.144	5.496.926	4.993.525	5.565.286	5.507.685
Estadia média (dias)	5,6	5,4	5,3	5,3	5,2	5,1	5,4	5,5
Capacidade de alojamento (camas)	28.069	27.799	27.307	28.057	28.915	28.530	28.399	27.732
(variação)		-0,96%	-1,77%	2,75%	3,06%	-1,33%	-0,46%	-2,35%
Proveitos totais (milhares de €)	248.846	262.358	281.810	297.847	255.852	226.738	252.791	250.025
RevPar (€)	30,86	32,60	35,57	36,76	30,62	26,98	30,27	31,42
Taxa de ocupação-cama	54,8%	56,4%	60,1%	60,4%	52,1%	47,9%	53,7%	54,4%
Custos com pessoal (milhares de €)	101.542	100.892	102.373	103.414	100.806	96.489	94.555	90.564

Tabela 11 – Evolução dos principais indicadores turísticos na Madeira no período 2005-2012.

Hóspedes por país de residência	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total de hóspedes	864.870	908.095	967.134	1.013.281	911.345	840.514	885.063	841.963
Portugal	227.724	238.153	239.677	222.460	258.721	254.616	241.822	173.594
Estrangeiro	637.146	669.942	727.457	790.821	652.624	585.898	670.241	668.369
Alemanha	147.616	163.103	174.023	164.570	148.536	135.003	140.703	153.780
Dinamarca	19.580	18.803	20.320	19.882	17.314	18.348	14.477	16.973
Espanha	39.582	45.527	46.948	43.020	37.182	27.188	33.919	34.676
Finlândia	29.460	25.663	20.773	26.984	20.347	21.075	20.602	20.467
França	47.620	56.790	63.152	81.217	78.898	63.341	90.342	102.727
Países Baixos	26.188	28.481	29.219	33.329	30.487	29.963	33.465	31.515
Reino Unido	197.696	178.355	188.843	238.616	159.676	151.541	168.407	139.527
Suécia	27.542	22.106	21.926	24.025	14.236	13.760	12.713	13.656
Outros Países	101.862	131.114	162.253	159.178	145.948	125.679	155.613	155.048

Tabela 12 – Decomposição do número de hóspedes por país de residência no período 2005-2012.

Anexo 3 – Esquema da análise PEST.

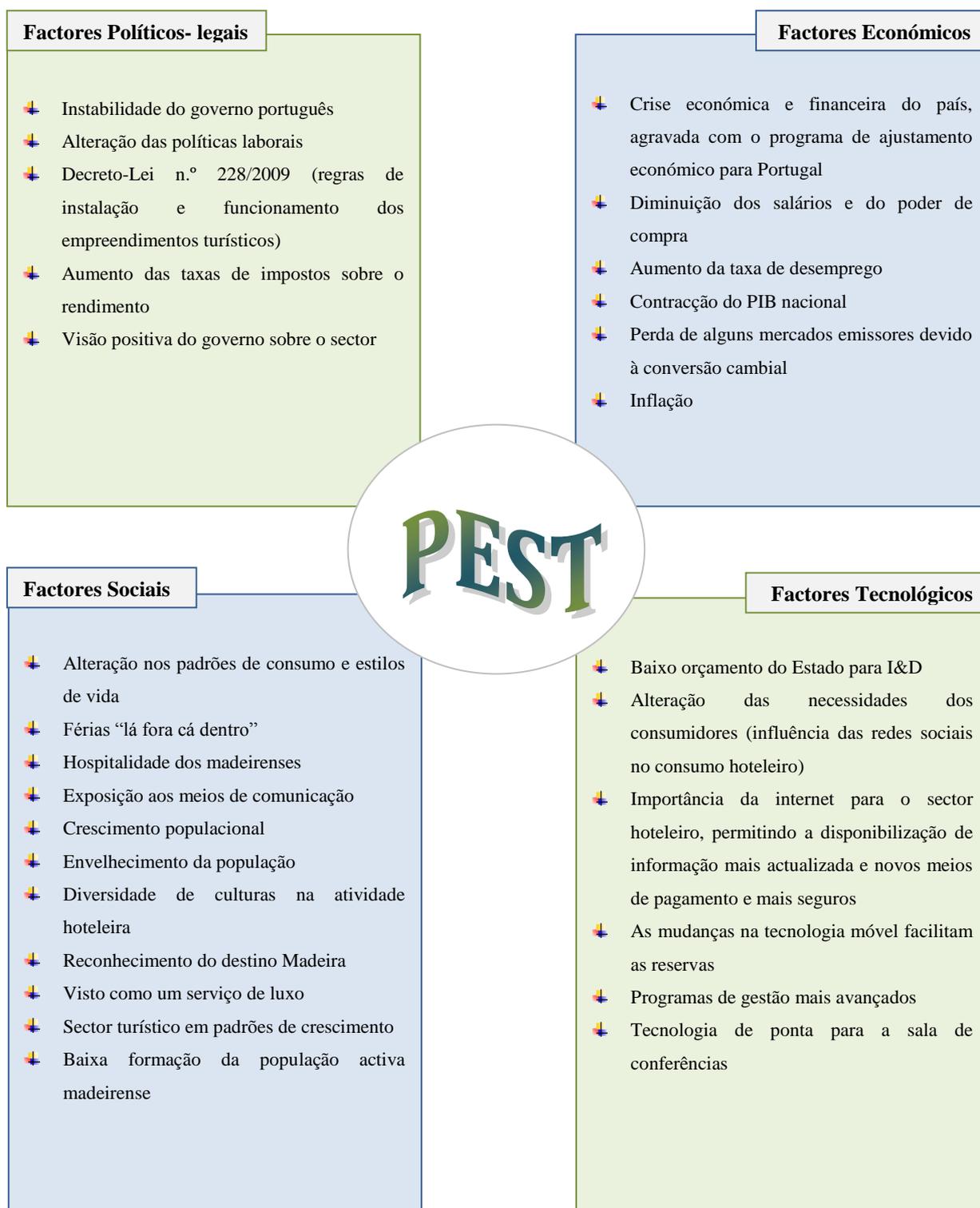


Figura 12 – Esquema da análise PEST.

Anexo 4 – Esquema da análise SWOT.

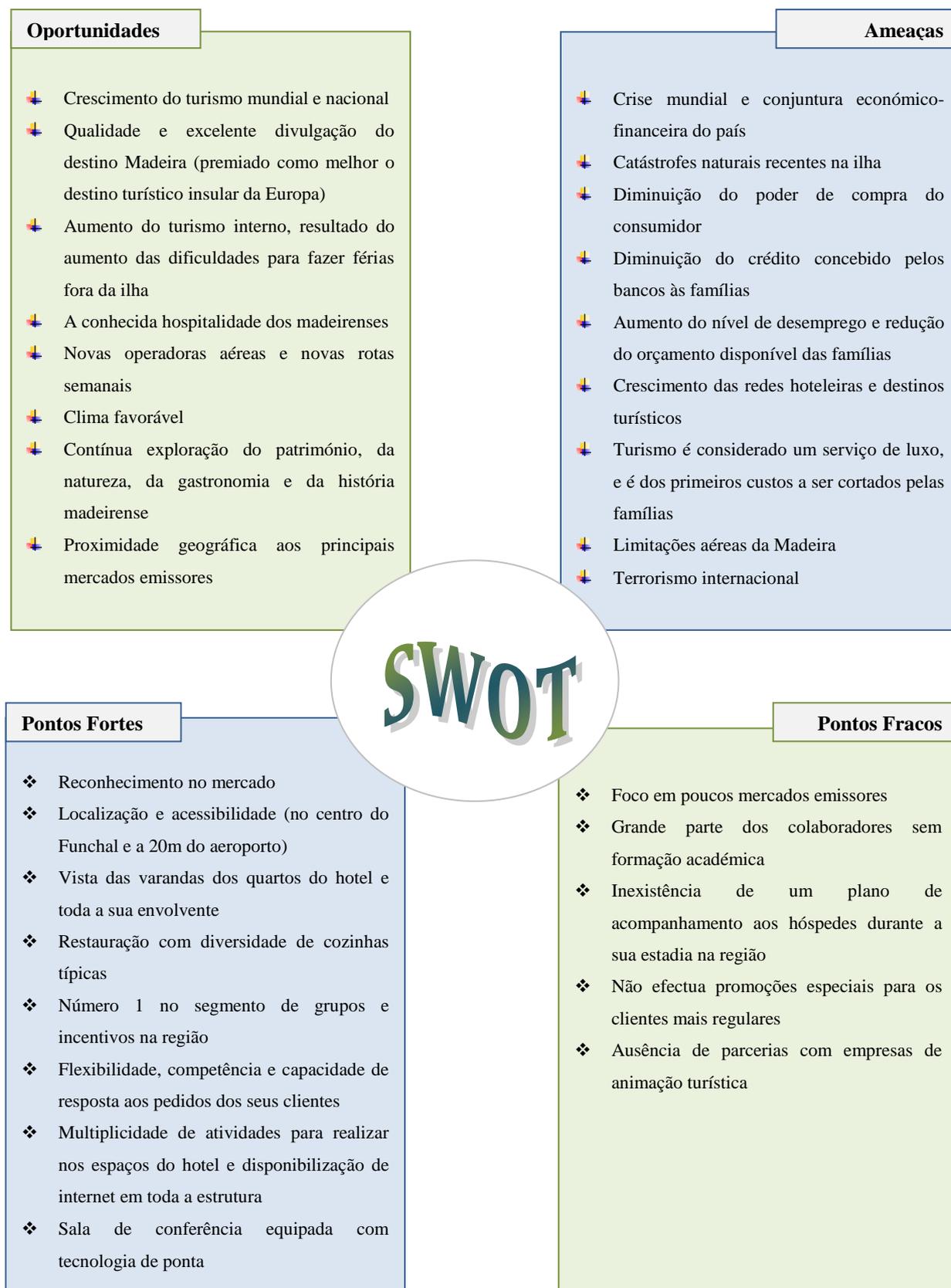


Figura 13 – Esquema da análise SWOT.

Anexo 5 – Demonstrações financeiras do Vidamar (no período 2008-2013).

	2008		2009		2010		2011		2012		2013		Média %
	€	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%		
Rendimentos operacionais	10.259.387	7.484.791	-27%	7.587.016	1%	8.480.455	12%	7.772.914	-8%	8.559.063	10%	-2%	
Vendas e serviços prestados	9.155.353	7.477.785	-18%	7.562.020	1%	8.454.164	12%	7.759.533	-8%	8.536.952	10%	-1%	
Trabalhos para a própria entidade	1.055.310	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-	-	
Subsídios à exploração	34.223	2.103	-94%	14.845	606%	6.013	-59%	0	-	0	-	151%	
Outros rendimentos e ganhos	14.501	4.903	-66%	10.151	107%	20.278	100%	13.381	-34%	22.111	65%	34%	
Gastos operacionais	-8.596.589	-7.002.621	-19%	-6.934.127	-1%	-7.678.814	11%	-7.492.438	-2%	-8.733.305	17%	1%	
Custo de mercadoria vendida	-1.205.602	-1.011.841	-16%	-1.052.971	4%	-1.298.095	23%	-1.205.808	-7%	-1.421.479	18%	4%	
Fornecimentos e serviços externos	-4.224.475	-2.979.536	-29%	-3.103.486	4%	-3.238.359	4%	-3.087.701	-5%	-2.688.602	-13%	-8%	
Gastos com o pessoal	-3.119.658	-2.939.326	-6%	-2.697.736	-8%	-2.857.278	6%	-2.940.309	3%	-4.554.409	55%	-1%	
Outros gastos e perdas	-46.854	-71.918	53%	-79.934	11%	-285.082	257%	-258.620	-9%	-68.815	-73%	48%	
EBITDA	1.662.798	482.170	-71%	652.889	35%	801.641	23%	280.476	-65%	-174.242	-162%	-48%	
Gastos/reversões de depreciação	1.116.328	1.259.200	13%	1.262.161	0%	1.228.607	-3%	1.144.668	-7%	1.028.915	-10%	-1%	
EBIT	546.470	-777.030	-242%	-609.272	-22%	-426.966	-30%	-864.192	102%	-1.203.157	39%	-30%	
Juros e gastos similares suportados	-473.601	-282.502	-40%	-217.881	-23%	-4.400	-98%	-413	-91%	-1.110	169%	-17%	
Resultados antes de imposto	72.869	-1.059.532	-1554%	-827.153	-22%	-431.366	-48%	-864.605	100%	-1.204.267	39%	-297%	
Imposto sobre o rendimento do período	-21.405	-2.168	-90%	376.135	-17449%	85.832	-77%	-467.871	-645%	-17.748	-96%	-3672%	
Resultado líquido	51.464	-1.061.700	-2163%	-451.018	-58%	-345.534	-23%	-1.332.476	286%	-1.222.015	-8%	-393%	

Tabela 13 – Demonstração dos resultados (no período 2008-2013 – valores em euros).

	2008	2009		2010		2011		2012		Média %
	€	€	%	€	%	€	%	€	%	
ATIVO										
Ativo fixo tangível	18.252.161	17.007.567	-7%	16.107.643	-5%	15.469.462	-4%	14.457.519	-7%	-6%
Ativos por impostos diferidos	0	0	-	377.231	-	464.888	23%	0	-100%	-38%
Total ativo não corrente	18.252.161	17.007.567	-7%	16.484.874	-3%	15.934.350	-3%	14.457.519	-9%	-6%
Inventários	169.270	172.823	2%	150.274	-13%	143.892	-4%	135.636	-6%	-5%
Clientes	856.290	687.339	-20%	804.498	17%	911.707	13%	967.016	6%	4%
Estado e outros entes públicos	14.367	28.060	95%	15.339	-45%	37.148	142%	35.701	-4%	47%
Outras contas a receber	426.303	391.187	-8%	287.626	-26%	266.025	-8%	797.259	200%	39%
Caixa e depósitos bancários	107.355	117.189	9%	242.379	107%	180.160	-26%	386.514	115%	51%
Total ativo corrente	1.573.585	1.396.598	-11%	1.500.116	7%	1.538.932	3%	2.322.126	51%	12%
Total ativo	19.825.746	18.404.165	-7%	17.984.990	-2%	17.473.282	-3%	16.779.645	-4%	-4%
CAPITAL PRÓPRIO										
Capital realizado	50.000	50.000	0%	50.000	0%	50.000	0%	50.000	0%	0%
Outros instrumentos de capital próprio	6.000.000	6.000.000	0%	6.000.000	0%	6.000.000	0%	15.671.164	161%	40%
Reservas legais	4.060	7.400	82%	7.400	0%	7.400	0%	7.400	0%	21%
Resultados transitados	76.877	78.360	2%	-983.342	-1355%	-1.434.361	46%	-1.779.897	24%	-321%
Resultado líquido	51.464	-1.061.700	-2163%	-451.018	-58%	-345.534	-23%	-1.332.476	286%	-490%
Total capital próprio	6.182.401	5.074.060	-18%	4.623.040	-9%	4.277.505	-7%	12.616.191	195%	40%
PASSIVO										
Financiamentos obtidos	467.005	205.404	-56%	42.651	-79%	7.899	-81%	0	-	-72%
Passivo não corrente	467.005	205.404	-56%	42.651	-79%	7.899	-81%	0	-	-72%
Fornecedores	8.248.456	5.537.249	-33%	2.537.366	-54%	2.216.166	-13%	1.878.541	-15%	-29%
Estado e outros entes públicos	150.130	144.402	-4%	146.606	2%	149.982	2%	101.061	-33%	-8%
Acionistas/sócios (empresas do grupo)	839.241	6.001.021	615%	9.018.454	50%	9.627.302	7%	1.033.953	-89%	146%
Financiamentos obtidos	244.397	254.968	4%	162.845	-36%	34.785	-79%	7.899	-77%	-47%
Outras contas a pagar	3.694.116	1.187.061	-68%	1.454.028	22%	1.159.643	-20%	1.142.000	-2%	-17%
Total passivo corrente	13.176.340	13.124.701	0%	13.319.299	1%	13.187.878	-1%	4.163.454	-68%	-17%
Total passivo	13.643.345	13.330.105	-2%	13.361.950	0%	13.195.777	-1%	4.163.454	-68%	-18%
Total capital próprio e passivo	19.825.746	18.404.165	-7%	17.984.990	-2%	17.473.282	-3%	16.779.645	-4%	-4%

Tabela 14 – Balanço (no período 2008-2012 – valores em euros).

Anexo 6 – Evolução dos principais pressupostos da avaliação do Vidamar.

	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Quantia líquida escriturada inicial (AFT)	14.457.519	13.543.232	12.837.842	12.360.005	12.035.147	11.600.694
Investimento em capital fixo	114.628	247.850	425.755	545.100	412.641	368.654
Depreciações acumuladas	7.198.832	8.227.747	9.180.987	10.084.579	10.954.537	11.801.631
Depreciações do período	1.028.915	953.240	903.591	869.959	847.094	816.515
Quantia líquida escriturada final (AFT)	13.543.232	12.837.842	12.360.005	12.035.147	11.600.694	11.152.833

Tabela 15 – Evolução da rubrica de capital fixo e respetivas depreciações do Vidamar (valores em euros).

	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	
Prazo médio recebimento (dias)	60	60	60	60	60	60	360
Prazo médio pagamento (dias)	90	90	90	90	90	90	360
Prazo médio pagamento EOEP (dias)	30	30	30	30	30	30	360
Prazo médio de recebimento EOEP (dias)	60	60	60	60	60	60	360
Taxa de IVA a liquidar	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Taxa de IVA dedutível	22%	22%	22%	22%	22%	22%	
Taxa de IRC	25%	23%	21%	18%	18%	18%	
Derrama (isenção quando < 150.000€ em n-1)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	

Tabela 16 – Evolução dos principais pressupostos de fundo de maneo do Vidamar.

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Inventários	188.764	226.516	248.804	258.259	268.073
Clientes	1.727.156	2.072.587	2.276.521	2.363.028	2.452.823
EOEP	103.259	141.350	155.259	161.159	167.283
Necessidades cíclicas	2.019.178	2.440.454	2.680.584	2.782.446	2.888.179
Fornecedores	1.156.372	1.532.925	1.714.128	1.812.320	1.917.167
EOEP	43.179	51.815	56.913	59.076	61.321
Recursos cíclicos	1.199.551	1.584.740	1.771.041	1.871.396	1.978.488
<i>Working capital</i>	819.627	855.714	909.543	911.050	909.691
Investimento em Working capital	205.808	36.087	53.828	1.507	-1.359

Tabela 17 – Evolução das rubricas de fundo de maneo do Vidamar (valores em euros).

Anexo 7 – Resultados da avaliação do Vidamar – Cenário base.

	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Rendimentos operacionais	8.559.063	10.389.777	12.467.733	13.694.552	14.214.945	14.755.113
Vendas e serviços prestados	8.536.952	10.362.937	12.435.524	13.659.123	14.178.170	14.716.940
Outros rendimentos e ganhos	22.111	26.840	32.208	35.429	36.776	38.173
Gastos operacionais	-8.733.305	-9.451.990	-10.944.403	-11.641.815	-11.995.980	-12.377.578
Custo de mercadoria vendida	-1.421.479	-1.809.345	-2.276.688	-2.622.184	-2.854.049	-3.106.417
Fornecimentos e serviços externos	-2.688.602	-2.816.143	-3.855.013	-4.234.328	-4.395.233	-4.562.252
Gastos com o pessoal	-4.554.409	-4.654.409	-4.606.191	-4.558.472	-4.511.247	-4.464.512
Outros gastos e perdas	-68.815	-172.093	-206.511	-226.831	-235.451	-244.398
EBITDA	-174.242	937.787	1.523.330	2.052.737	2.218.966	2.377.535
Gastos/reversões de depreciação	1.028.915	953.240	903.591	869.959	847.094	816.515
EBIT	-1.203.157	-15.453	619.739	1.182.778	1.371.872	1.561.021
Juros e gastos similares suportados	-1.110	1.135	1.159	1.201	1.178	1.185
Resultados antes de imposto	-1.204.267	-14.318	620.898	1.183.979	1.373.050	1.562.206
Imposto sobre o rendimento do período	-17.748	-3.007	-111.762	-213.116	-247.149	-281.197
Resultado líquido	-1.222.015	-17.324	509.136	970.863	1.125.901	1.281.009

Tabela 18 – Demonstração dos resultados previsional do Vidamar – Cenário base (valores em euros).

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBIT (1 - t)	-11.899	489.594	969.878	1.124.935	1.280.037
Depreciações	953.240	903.591	869.959	847.094	816.515
Investimento em capital fixo	247.850	425.755	545.100	412.641	368.654
Investimento em <i>working capital</i>	205.808	36.087	53.828	1.507	-1.359
FCFF	487.684	931.343	1.240.909	1.557.881	1.729.256
Valor residual					16.478.522
DCF	441.367	762.838	919.864	1.045.152	11.055.120
Valor da empresa	14.224.341				

Tabela 19 – Demonstração dos fluxos de caixa previsional do Vidamar – Cenário base (valores em euros).

Anexo 8 – Resultados da avaliação do Vidamar – Cenário conservador.

	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Rendimentos operacionais	8.559.063	10.389.777	11.636.551	12.411.648	12.759.174	13.116.431
Vendas e serviços prestados	8.536.952	10.362.937	11.606.489	12.378.580	12.725.181	13.081.486
Outros rendimentos e ganhos	22.111	26.840	30.061	33.067	33.993	34.945
Gastos operacionais	-8.733.305	-9.416.695	-10.571.041	-11.111.115	-11.445.592	-11.799.534
Custo de mercadoria vendida	-1.421.479	-1.816.112	-2.140.833	-2.403.116	-2.600.100	-2.813.230
Fornecimentos e serviços externos	-2.688.602	-2.816.143	-3.598.012	-3.837.360	-3.944.806	-4.055.261
Gastos com o pessoal	-4.554.409	-4.577.181	-4.600.067	-4.623.067	-4.646.183	-4.669.414
Outros gastos e perdas	-68.815	-207.259	-232.130	-247.572	-254.504	-261.630
EBITDA	-174.242	973.083	1.065.510	1.300.533	1.313.582	1.316.897
Gastos/reversões de depreciação	1.028.915	953.240	903.591	869.959	847.094	816.515
EBIT	-1.203.157	19.843	161.918	430.574	466.488	500.382
Juros e gastos similares suportados	-1.110	1.135	1.159	1.201	1.178	1.185
Resultados antes de imposto	-1.204.267	20.978	163.077	431.775	467.666	501.567
Imposto sobre o rendimento do período	-17.748	4.405	-34.246	-90.673	-98.210	-105.329
Resultado líquido	-1.222.015	25.383	128.831	341.102	369.456	396.238

Tabela 20 – Demonstração dos resultados previsional do Vidamar – Cenário conservador (valores em euros).

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBIT (1 - t)	15.279	127.915	340.153	368.526	395.302
Depreciações	953.240	903.591	869.959	847.094	816.515
Investimento em capital fixo	247.850	425.755	545.100	412.641	368.654
Investimento em <i>working capital</i>	204.116	-23.250	22.897	-9.532	-12.456
FCFF	516.553	629.002	642.115	812.510	855.619
Valor residual					8.153.414
DCF	467.494	515.198	475.989	545.097	5.469.967
Valor da empresa	7.473.746				

Tabela 21 – Demonstração dos fluxos de caixa previsional do Vidamar – Cenário conservador (valores em euros).