



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

**Avaliação Financeira da Área Produtiva da
Fundação Eugénio de Almeida**

Martim Ramos de Sousa Cabral

Orientação: Prof^a Doutora Elisabete Gomes Santana Félix

Mestrado em Gestão

Área de especialização: *Finanças*

Relatório de Estágio

Évora, 2014



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

**Avaliação Financeira da Área Produtiva da
Fundação Eugénio de Almeida**

Martim Ramos de Sousa Cabral

Orientação: Prof^a Doutora Elisabete Gomes Santana Félix

Mestrado em Gestão

Área de especialização: *Finanças*

Relatório de Estágio

Évora, 2014

Agradecimentos

A conclusão deste relatório não teria sido possível sem o contributo de diversas pessoas e instituições, que passo a referir:

Agradeço,

À minha orientadora, Prof^a Doutora Elisabete Félix, pelo apoio constante durante a elaboração do relatório, pela preocupação demonstrada e também pelo conhecimento transmitido que enriqueceu tanto o trabalho como a minha pessoa.

À Direção de Gestão da Fundação Eugénio de Almeida que tornou possível este trabalho e facultou todas as informações necessárias à sua preparação e onde para mim a realização do estágio e a continuação como trabalhador são um motivo de orgulho.

À Doutora Maria do Rosário Carvalho e à Doutora Rita Rosado, pela ideia inicial e pelo encorajamento e palavras de incentivo.

Ao Pedro Durão, meu colega e amigo, pelo tempo despendido e ajuda, que sem a qual teria tornado o trabalho mais árduo e longo.

E por fim, à Rita Fernandes, minha namorada, pelo acompanhamento constante desde o primeiro minuto, incentivando-me nos momentos mais difíceis.

O meu muito obrigado!

Resumo

O objetivo principal deste trabalho consiste na avaliação do ponto de vista financeiro da área produtiva da Fundação Eugénio de Almeida, procedeu-se a uma apresentação geral da entidade em estudo, por forma a permitir uma familiarização com as suas atividades empresariais. A metodologia baseou-se na pesquisa exploratória e bibliográfica, assim utilizou-se informação contabilística da Fundação Eugénio de Almeida, nomeadamente os dados retirados do seu sistema informático e a informação relevante contida nos relatórios de contas anuais. Foi efetuada uma seleção, e posterior aplicação, dos tradicionais métodos de avaliação de empresas que mais se ajustavam à tipologia da organização.

Os resultados obtidos permitiram concluir que a Fundação Eugénio de Almeida tem um valor positivo.

Com este trabalho esperamos contribuir um pouco mais para um tema pouco abordado em Portugal, como é a avaliação de empresas não cotadas em Bolsa e, em particular, o caso de uma Fundação.

Palavras-Chave: Avaliação de empresas; Métodos de avaliação; Valor Financeiro; Valor da Empresa; Fundações.

Jel-Classification: G300; G310; G320.

Financial Evaluation of the Fundação Eugénio de Almeida Productive Area

Abstract

The main objective of this work is to evaluate from the financial point of view the Productive Area of the Foundation Eugenio de Almeida, we have done an overview of this entity, so we can familiarize with their business activities. The methodology was based on exploratory research and literature, we used accounting information from FEA, including the data from their computer system and relevant information contained in the annual reports. It has been carried a selection, and subsequent application, of traditional methods of business valuation that more adjusted to this type of organization.

The results allow us to conclude that the FEA has a positive value.

With this work we hope to contribute a little more to a topic rarely addressed in Portugal, as is the evaluation of companies not listed and, in particular, the case of a foundation.

Keywords: Firm Evaluation; Evaluation Methods; Financial Value; Firm Value; Foundations

Jel-Classification: G300; G310; G320.

Índice

Índice de Gráficos.....	x
Índice de Tabelas.....	xi
Índice de Figuras.....	xii
Lista de Abreviaturas.....	xiii
1 - Introdução.....	14
1.1. Problemática do estudo.....	14
1.2. Motivos de escolha do trabalho.....	14
1.3. Apresentação e discussão do problema em estudo.....	15
1.4. Objetivos do trabalho.....	15
1.5. Metodologia.....	16
1.6. Estrutura do Relatório.....	17
2 - Caracterização da Fundação Eugénio de Almeida.....	18
2.1. Introdução.....	18
2.2. A Fundação Eugénio de Almeida.....	18
2.3. A Fundação Eugénio de Almeida – A Área Produtiva.....	23
2.4. A Fundação Eugénio de Almeida em Évora.....	24
3 – Revisão de Literatura.....	27
3.1. Introdução.....	27
3.2. Métodos baseados na Óptica Patrimonial.....	27
3.2.1. Método do Valor Contabilístico.....	28
3.2.2. Método do Valor Contabilístico Corrigido.....	29
3.2.3. Método do Valor Substancial.....	30
3.2.4. Método do Valor de Liquidação.....	30
3.2.5. Método do Lucro Líquido.....	31

3.2.6. Método dos Rácios	31
3.2.7. Método do Valor da Rendibilidade do Ativo.....	32
3.2.8. Método do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio	33
3.2.9. Método do <i>Goodwill</i>	33
3.3. Métodos baseados na Óptica dos <i>Cash-Flows</i>	35
3.3.1 – Valor Atual dos Fluxos de Tesouraria Esperados (VAFTE)	37
3.3.2 – Present Certainty Equivalent (PCE).....	38
3.3.3 – Shareholder Value Added (SVA).....	38
3.3.4 – Economic Value Added (EVA)	39
3.3.5 – Market Value Added (MVA).....	41
3.3.6 – Cash Value Added (CVA)	42
4 - Metodologia	44
4.1. Introdução.....	44
4.2. Objetivos	44
4.3. Especificações.....	45
4.4. Metodologia de recolha de dados.....	46
5 – Resultados e discussão	47
5.1. Introdução.....	47
5.2. Análise de Resultados	47
5.2.1. Análise de Balanços e Demonstrações de Resultados	47
5.2.2. Análise da Demonstração de Fluxos de Caixa.....	54
5.2.3. Análise de Quantidades Engarrafadas	56
5.2.4. Análise de Resultados - Métodos na Óptica Patrimonial	58
5.2.5. Análise de Resultados - Métodos na Óptica dos <i>Cash-Flows</i>	63
6 – Conclusões.....	67
6.1. Centradas nos objetivos gerais	67
6.2. Centradas nos objetivos específicos	68

6.3. Limitações	68
Bibliografia.....	69

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução dos Resultados Líquidos.....	20
Gráfico 2 - Evolução das vendas Totais Vinho Engarrafado.....	24
Gráfico 3 - Quantidades de Azeite Engarrafado.....	56
Gráfico 4 - Quantidades de Vinho Engarrafado.....	57
Gráfico 5 - Evolução dos valores do método valor contabilístico e do contabilístico corrigido(€).....	59
Gráfico 6 - Evolução dos valores do método Cash Value Added (CVA) (€).....	65

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Qualificação dos funcionários.....	22
Tabela 2 – Balanço da FEA [2006-2010] (€).....	48
Tabela 3 – Análise da estrutura do Balanço da FEA [2006-2010] (%).....	50
Tabela 4 – Demonstração de Resultados da FEA [2006-2010] (€).....	51
Tabela 5 – Demonstração de Resultados da FEA [2006-2010] em % das Vendas	53
Tabela 6 – Demonstração de Fluxos de Caixa da FEA [2006-2010] (€).....	55
Tabela 7 – Dados Contabilísticos (€).....	58
Tabela 8 – Valores do ROE e ROI.....	60
Tabela 9 – Valores do Método do Valor Substancial.....	61
Tabela 10 – Valores dos Rácios.....	62
Tabela 11 – Valores Anuais do <i>Goodwill</i> (€).....	62
Tabela 12 – Valor da Empresa (€).....	63
Tabela 13 – Valores do EVA e do SVA.....	64
Tabela 14 – Valores do MVA.....	66

Índice de Figuras

Figura 1. Organigrama da FEA.....	23
-----------------------------------	----

Lista de Abreviaturas

CE - *Certainty Equivalent*

CVA - *Cash Value Added*

DGERT - Direção Geral do Trabalho e das Relações de Trabalho

EVA - *Economic Value Added*®

FEA – Fundação Eugénio de Almeida

FLL - Fluxo Líquido de Liquidez

IPSS - Instituição Particular de Solidariedade Social

MVA - *Market Value Added*

PCE - *Present Certainty Equivalent*

PCGA - Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites

POC - Plano Oficial de Contas

ROE - Valor de Rendibilidade do Capital Próprio

ROI - Rendibilidade Operacional do Ativo

ROLI - Resultados Operacionais Líquidos de Imposto

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

SVA - *Shareholder Value Added*

VAFTE - Valor Atual dos Fluxos de Tesouraria Esperados

VAL - Valor Atual Líquido

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

1 - Introdução

1.1. Problemática do estudo

A FEA tem procurado manter-se fiel às suas origens, adaptada ao seu tempo e preparada para os desafios emergentes de um mundo em permanente transformação. Por isso é do maior interesse do Conselho de Administração saber, concretamente, qual é o valor da Fundação, mesmo nas circunstâncias atuais. O estágio efetuado vai permitir tirar conclusões sobre o valor financeiro atual da Área Produtiva da FEA, uma vez que apesar de ser realizado na Direção de Gestão, diretamente ligado à contabilidade financeira da entidade, o contacto com as outras direções da FEA é constante. A FEA é uma instituição de direito privado e utilidade pública, reconhecida como uma Instituição Particular de Solidariedade Social (IPSS) sediada em Évora. Os seus estatutos foram redigidos pelo próprio fundador, Vasco Maria Eugénio de Almeida, aquando da sua criação em 1963, que a dirigiu até 1975. A sua estrutura assenta em duas áreas de atuação distintas, uma de carácter produtivo e outra área de carácter institucional. A área produtiva é administrada pelo Administrador Delegado, eleito pelo conselho de administração, enquanto que o desenvolvimento das atividades inerentes à área institucional é dirigida pela Secretária Geral. A área produtiva é composta por quatro direções de serviço (a direção de gestão, a direção agropecuária, a direção vitivinícola e a direção comercial) e um departamento (departamento de qualidade).

Pretende-se não avaliar a FEA por completo, mas sim apenas a área produtiva, indo, assim, de encontro ao que nos refere Neves (2000c) “Por vezes, não se pretende avaliar a empresa como um todo, mas apenas uma das unidades de negócio”.

1.2. Motivos de escolha do trabalho

Na sociedade em que vivemos atualmente, a missão de qualquer gestor, está intimamente ligada à criação de valor, o valor de qualquer empresa está patente nos relatórios financeiros, em revistas e jornais da especialidade e em discursos e congressos. A avaliação de empresas é uma preocupação dos gestores, administradores, accionistas e demais *stakeholders*, por isso, considero não só importante, mas também cativante, este relatório, de forma a dar um

contributo a uma área que tem sido pouco explorada e na qual existem poucas avaliações feitas, a avaliação de empresas não cotadas em bolsa.

Hoje em dia os sócios, administradores ou até gestores levantam muitas vezes a questão: qual será o valor da sua empresa? “A avaliação é importante para a reestruturação dos grupos, na medida em que ela consiste, frequentemente, na criação de novas empresas e na realização do seu capital em espécie” (Brandão, 2002:333).

A FEA tem como missão o desenvolvimento humano pleno, integral e sustentável, com especial incidência na região de Évora, pese embora esta centralidade geográfica, a Fundação alarga a sua esfera de influência a todo o território nacional, projetando-se também além fronteiras, por ser um pilar da comunidade eborense no que toca à criação de postos de trabalho, desenvolvimento económico e social sustentável, assim como valorização do património cultural e arqueológico eborense, senti-me tentado a dar o meu contributo através deste relatório.

1.3. Apresentação e discussão do problema em estudo

Ao iniciarmos a pesquisa sobre este trabalho, apercebemo-nos rapidamente que eram muito poucos os estudos feitos sobre avaliações de empresa não cotadas em bolsa. Os métodos mais comuns de avaliação de empresa são mais apropriados às avaliações de empresas cotadas em bolsa do que a não cotadas, com este trabalho vamos utilizar os métodos que julgámos serem mais adequados e assim conseguir dar uma ideia do valor da Área Produtiva da Fundação Eugénio de Almeida.

1.4. Objetivos do trabalho

O presente trabalho apresenta como objetivo geral, a demonstração do valor financeiro da área produtiva da FEA no período de 2006 a 2010.

Como objetivos específicos, por forma a melhor alcançar o objetivo principal, apresentam-se:

- Calcular o valor da FEA através dos Métodos do Valor Contabilístico e do Valor Contabilístico Corrigido;
- Calcular o valor da FEA através do Método do Valor de Rendibilidade do Ativo e do Método do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio;
- Calcular o valor da FEA através do Método do Valor Substancial;
- Calcular o valor da FEA através do Método dos Rácios;
- Calcular o valor da FEA através do Método do *Goodwill*;
- Calcular o valor da FEA através do Método dos *Cash-Flows*;
- Calcular o valor da FEA através do Método do EVA e do SVA;
- Calcular o valor da FEA através do Método do CVA;
- Calcular o valor da FEA através do Método do MVA,

1.5. Metodologia

No capítulo da metodologia, é demonstrada a consolidação de toda a informação e aprendizagem obtida ao longo do período de estágio, tendo em conta as bases teóricas que foram adquiridas no decorrer da parte curricular do mestrado. Faremos uma breve descrição dos métodos a usar, de modo a facilitar a perceção do problema em estudo, damos a conhecer os objetivos geral e secundários do relatório, assim como a metodologia utilizada na recolha de dados e tratamento da informação. Na metodologia foram dois os tipos de pesquisa utilizados, a pesquisa exploratória, que permite a perceção da realidade e familiarização com problema e uma pesquisa bibliográfica, feita através da leitura de livros e artigos de autores de relevo na área da avaliação de empresas. As fontes de informação foram maioritariamente primárias, os dados contabilísticos foram retirados em grande parte dos Relatórios Contas anuais que a FEA disponibiliza no seu sítio de internet sendo a restante informação retirada do sistema informático atualmente em funcionamento na FEA, o qual permite uma consulta clara e rápida.

1.6. Estrutura do Relatório

De modo a alcançar os objetivos propostos, estruturamos o relatório da seguinte forma:

- 1) Introdução – Damos a conhecer a realidade em análise, a problemática em estudo e os motivos de escolha do trabalho, os seus objetivos e a metodologia utilizada para os alcançar, mostrando também a estrutura do relatório em si.
- 2) Caracterização da Fundação Eugénio de Almeida – Capítulo onde é descrita de forma sucinta e abreviada a missão e atividade da Fundação Eugénio de Almeida, mostrando a suas várias áreas de atuação.
- 3) Revisão de Literatura – Neste capítulo iremos fazer uma breve e sintética descrição dos métodos patrimoniais/rendimento e *cash-flows* mais utilizados nas avaliações de empresas. Vai servir como enquadramento teórico e base de sustentação dos métodos utilizados nos capítulos seguintes.
- 4) Metodologia – Aqui identificamos os principais elementos a ter em conta na elaboração deste relatório de estágio, durante o período do estágio teve lugar um acompanhamento da realidade da área produtiva da FEA, para uma maior familiarização, e onde foi descrita a maneira com a informação e os dados foram recolhidos.
- 5) Resultados e Discussão – Apresentamos e discutimos os resultados dos vários métodos em análise.
- 6) Conclusões – Pretendemos apresentar as conclusões finais do estágio, tendo em conta, o objetivo principal e os objetivos secundários, as suas limitações e propor temas para investigações futuras.

2 - Caracterização da Fundação Eugénio de Almeida

2.1. Introdução

Neste capítulo iremos descrever a instituição onde foi realizado o estágio, no caso em particular, a Fundação Eugénio de Almeida (FEA). Para tal, será descrito de uma forma generalizada, a sua missão e atividade.

2.2. A Fundação Eugénio de Almeida

A Fundação Eugénio de Almeida é uma instituição de direito privado e utilidade pública, sediada em Évora. Os seus estatutos foram redigidos pelo próprio Fundador, Vasco Maria Eugénio de Almeida aquando da sua criação, em 1963.

A primeira fase da vida da FEA foi marcada pela personalidade de Vasco Maria Eugénio de Almeida, que assegurou a direção efetiva da instituição até à sua morte, em 1975.

Os objetivos, materializaram-se nesse período na recriação do Convento da Cartuxa como centro de vida espiritual, na construção do Oratório de S. José orientado para a formação escolar e profissional de milhares de crianças e na criação, em 1964, e manutenção, em colaboração com a Companhia de Jesus, do Instituto Superior Económico e Social de Évora (ISESE) que iniciou a restauração da Universidade de Évora e formou centenas de quadros e altos dirigentes da administração pública e privada.

São várias as atividades que a FEA desenvolve, que se subdivide em duas áreas uma Área Institucional e uma Área Produtiva, em primeiro lugar iremos falar nas atividades da Área Institucional, de seguida falaremos na Área Produtiva.

A Área Institucional subdivide-se em três áreas de atuação: Área Social; Área Cultural; e, Área Espiritual, iremos descrever o âmbito concreto de cada área de atuação. Vejamos:

Área Social:

1. Voluntariado (Banco de Voluntariado da FEA); e,
2. Apoio a instituições de voluntariado e obras sociais.

Área Cultural:

1. Exposições;
2. Ciclos de música e cinema;
3. Seminários, conferências, colóquios e *workshops* de temáticas diversas; e,
4. Programas de bolsas de Mestrado e Doutoramento.

Área Espiritual:

1. Apoio a organizações de inspiração cristã; e,
2. Manutenção da Cartuxa de Santa Maria Scala Coeli.

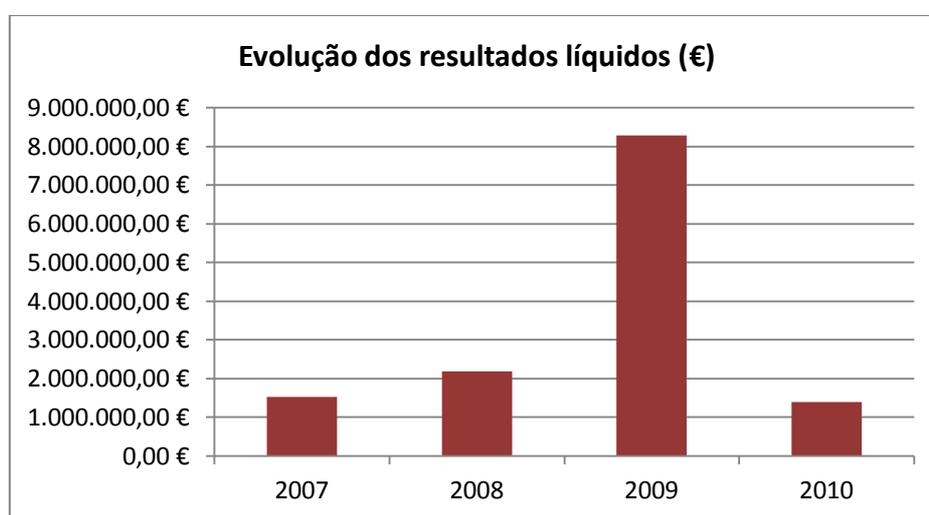
A Área Produtiva da FEA resulta de um vasto património, doado pelo seu Fundador, sendo este a sua base de sustentabilidade e desenvolvimento económico. De entre o património destaca-se um conjunto de propriedades rústicas na região de Évora, que totalizam 6.727ha, nas quais se desenvolve a atividade industrial e agropecuária. Destacamos, também, um conjunto de edifícios urbanos situados tanto em Évora como em Lisboa, entre os quais, o Páteo de S. Miguel, Palácio da Inquisição, Convento da Cartuxa, Casas Pintadas, Palácio dos Condes de Basto, Fórum Eugénio de Almeida, Casa de Santa Gertrudes, sendo que em Lisboa destacamos dois edifícios na Rua Rodrigo da Fonseca.

A FEA nos últimos tempos, tem apresentado um grande crescimento e expansão económica da sua Área Produtiva, designadamente: com a produção e comercialização de azeite; com o aumento da sua capacidade produtiva de vinho; pelo aumento significativo da exportação de vinho; e, também pela inauguração de dois espaços ligados ao turismo: o Enoturismo Cartuxa; e, o *Winebar*.

Em Janeiro de 2010 a FEA obteve a certificação na ISSO 9001 e ISO 22000, na produção de vinho e azeite, obtendo igualmente a certificação da Direção Geral do Trabalho e das Relações de Trabalho (DGERT) no que toca à formação.

Como podemos observar no gráfico abaixo, a evolução dos resultados líquidos foi positiva no horizonte temporal em análise.

Gráfico 1 – Evolução dos Resultados Líquidos



Fonte: Elaboração Própria

Podemos verificar que houve um acréscimo no resultado de ano de 2008, facto esse que corresponde ao primeiro ano de produção vinícola após a instalação da nova adega, em 2009 registou-se um aumento significativo no resultado, justificado pela venda de parte de um terreno, à Câmara Municipal de Évora, tendo a FEA acedido um pedido da mesma por ser considerado vital para o desenvolvimento económico de Évora, para que se procedesse à instalação de um parque aeronáutico, que permitisse a criação de valor e postos da trabalho, fomentando assim o desenvolvimento da região.

Desde a sua constituição que é política da Instituição oferecer produtos e serviços de qualidade aos seus clientes, tendo sempre em atenção a inovação, mudança e qualidade que o mercado exige.

Com vista a garantir a melhoria contínua e a qualidade dos seus processos, produtos e serviços, a FEA compromete-se com os seguintes princípios (Política/qualidade, 2012b):

1. Gerir o património e otimizar os recursos na defesa do interesse geral da Fundação contribuindo para o desenvolvimento económico e social da comunidade;
2. Criar produtos e serviços de excelência, respeitando sempre a qualidade do produto e a segurança alimentar, assim como os valores tradicionais e o meio ambiente, de forma a que estes sejam reconhecidos pelos consumidores, permitindo deste modo aumentar a perceção do seu valor de mercado;
3. Promover a divulgação dos produtos, da história, da cultura e tradições locais;
4. Antecipar e satisfazer as necessidades dos clientes com vista a estabelecer uma relação de parceira com os mesmos;
5. Desenvolver profissionalmente os colaboradores através de uma adequada conjugação entre formação e prática, promoção de um ambiente de trabalho atrativo que motive e incentive o trabalho de equipa e o surgimento de novas ideias e a sua valorização;
6. Assegurar e potencializar a comunicação interna e externa com as diferentes partes interessadas ao longo da cadeia: clientes; fornecedores; e, autoridades competentes;
7. Cumprir com todas as disposições regulamentares e legais em vigor e com as normas e especificações aplicáveis;
8. Conseguir a melhoria contínua e a eficácia do Sistema de Gestão da Qualidade e Segurança Alimentar.

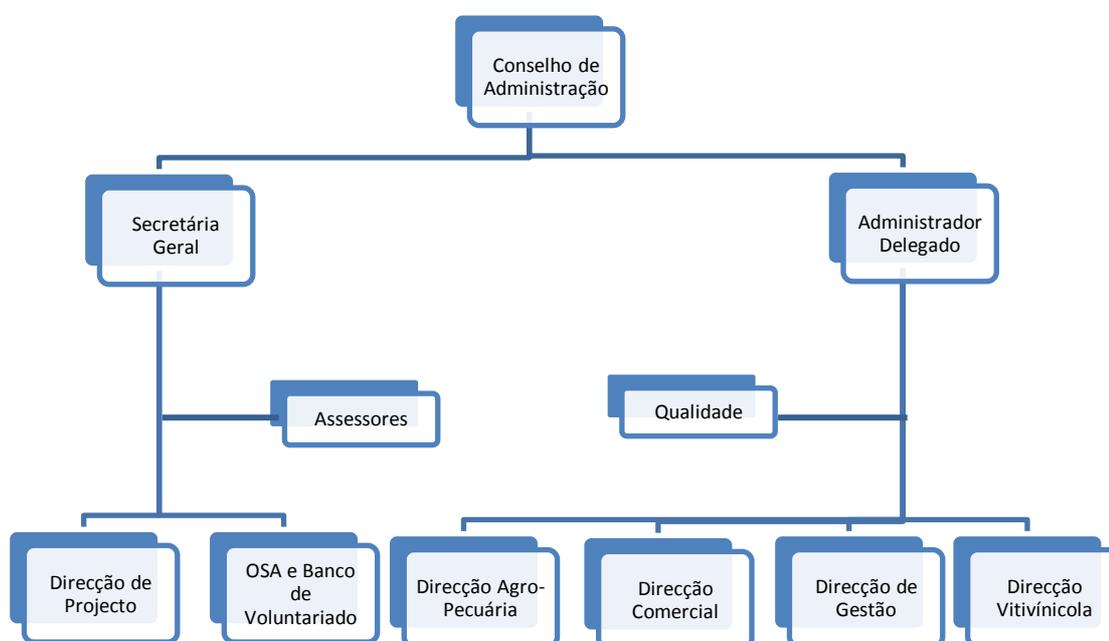
No que aos recursos humanos diz respeito, a FEA gera um significativo número de postos de trabalho, atualmente estão contabilizados como trabalhadores efetivos 123 pessoas, sendo que 45 destas possuem habilitações literárias ao nível da licenciatura ou superior. A FEA emprega também funcionários com contrato de termo incerto, os chamados sazonais, sendo que na altura da vindima e da campanha da azeitona este número pode duplicar.

Tabela 1 – Qualificação dos funcionários

	Não Qualificados	Qualificados	Total
Efetivos	78	45	123
Sazonais	68	8	76

Fonte: Guia de Acolhimento, FEA (2010)

Apresenta-se em seguida o organigrama da FEA:



Fonte: Guia de Acolhimento, FEA (2012a).

O organigrama da FEA é um organigrama do tipo clássico, elaborado com retângulos que representam os órgãos e linhas que fazem a ligação hierárquica e de comunicação entre eles.

No topo do organigrama temos o Conselho de Administração composto por cinco membros: um representante da Arquidiocese de Évora, que preside; um delegado do Instituto Superior de Teologia; um representante da Universidade de Évora; e, dois vogais escolhidos pelos anteriores membros.

A FEA tem duas áreas de atuação diferentes, uma de carácter produtivo e outra de carácter institucional. A área produtiva é administrada pelo Administrador Delegado, eleito pelo Conselho de Administração, enquanto que, a área institucional é chefiada pela Secretária Geral.

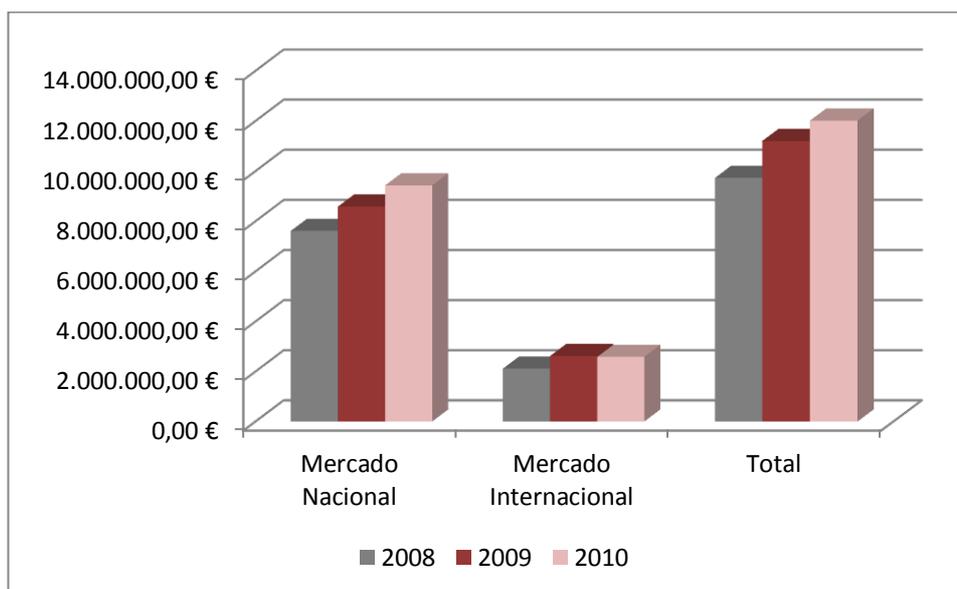
A área produtiva (chefeada pelo Administrador Delegado) é composta por quatro direções de serviço (a direção de agropecuária, a direção comercial, a direção de gestão e a direção vitivinícola) e um departamento (departamento da qualidade).

2.3. A Fundação Eugénio de Almeida – A Área Produtiva

A produção vitivinícola da FEA é a sua principal atividade empresarial e é a atividade com maior impacto no seu resultado líquido. Em 2007, foi inaugurada a nova Adega da Cartuxa no Monte de Pinheiros, dotada das mais recentes tecnologias de produção de vinho, como a capacidade de refrigeração, a triagem da uva entregue feita na adega através de uma máquina de escolha automática e por último mas não menos importante a movimentação e transferência de massas através da gravidade. Procedeu-se também à instalação de um equipamento de extração de ar controlado automático por sensores de CO₂, garantindo um ar seguro dentro da adega e assegurando a sua conservação aquando das trocas com o exterior tendo em conta as condições climatéricas. Com a inauguração da nova adega, a linha de engarrafamento sofreu um aumento, passando a engarrafar anualmente em média, 2.650.000 garrafas, de vinhos tintos, brancos e rosés, isto fez disparar a capacidade produtiva, o que fez também disparar os seus gastos de produção, é do interesse de todas as empresas ter gastos de produção cada vez menores, para que as margens de lucro sejam cada vez maiores. Atualmente a adega da FEA transforma toda a uva própria, mas também toda a uva comprada, o que permite reduzir nos custos de transformação feitos por terceiros.

No gráfico abaixo podemos evidenciar a evolução das vendas desde a implementação da nova adega.

Gráfico 2 – Evolução das vendas Totais | Vinho Engarrafado



Fonte: Elaboração Própria

Podemos constatar, que as vendas cresceram significativamente desde a implementação da nova adega, resultado do aumento da capacidade produtiva. Apesar da produção vitivinícola ter o maior peso na atividade da FEA, a atividade agrícola também tem um peso significativo, apesar da crise instalada a nível nacional, a FEA tem conseguido escoar os seus produtos agrícolas, e de ano para ano, têm conseguido aumentar a sua produção, o milho e o olival são os produtos que têm maior destaque no total de produtos agrícolas, tendo começado recentemente a produção de uma nova cultura, novidade na área agrícola desta instituição, a cultura do tomate.

2.4. A Fundação Eugénio de Almeida em Évora

Aquando do 25 de Abril de 1974, a Fundação viu muito do seu património ser ocupado e expropriado resultando numa redução de atividade da Fundação, coincidindo com o desaparecimento do seu Fundador.

Na década de 80, após a devolução dos bens, a Fundação iniciou uma fase de relançamento patrimonial, cuja consolidação lhe permite seguir hoje, num novo contexto, a obra inspirada

nos valores que lhe transmitiu o seu fundador, constituindo-se como um elemento de convergência e congregação de esforços no desenvolvimento da região.

A FEA tem enriquecido a oferta cultural da cidade de Évora, ao colocar ao dispor dos cidadãos locais e visitantes, o que de melhor se tem produzido, no domínio das artes plásticas do nosso tempo, numa aposta continuada na diversidade, na qualidade e na inovação. O Fórum Eugénio de Almeida, situado em pleno centro histórico da cidade, é o local onde todas estas valências podem ser observadas, além de ser um espaço privilegiado de acolhimento e divulgação das mais diversas manifestações culturais e artísticas, também põe ao dispor da população ações formativas e de promoção de conhecimento.

Em 2010, realizaram-se 4 exposições com um total de 13.611 visitantes, 14 concertos, 3 conferências, 8 *workshops*, 3 cursos e 34 ações de formação ligadas à área social, totalizando 1012 participantes.

Também em 2010, deu-se um passo importante na requalificação do património histórico-artístico da FEA, mediante a aprovação pelas entidades competentes do Projeto Acrópole XXI, que tem como principal objetivo a requalificação e restauro dos conjuntos edificados do Pátio de S.Miguel e Palácio da Inquisição/ Casas Pintadas.

O valor total do investimento, incluindo os dois conjuntos, foi fixado em 3.611.799,35€, sendo que 2.511.944,74€ são cofinanciados pelo In-Alentejo (correspondendo a uma taxa média de participação de 69,55%).

A execução do Projeto Acrópole XXI vai servir a comunidade, promovendo o seu desenvolvimento social, cultural e educativo. O Projeto Acrópole XXI caracteriza-se pela intervenção junto do núcleo urbano da cerca velha do Centro Histórico de Évora que visa a revitalização da “cerca velha” da cidade e promover ações de regeneração urbana, acompanhadas da dinamização da atividade económica do comércio tradicional, do turismo, do património e da cultura.

O Projeto Acrópole XXI resulta de uma candidatura ao Quadro de Referência Estratégico Nacional, no âmbito do programa Parcerias para a Regeneração Urbana que estabeleceu um conjunto de objetivos gerais que enquadram ações materiais e imateriais a desenvolver pelos parceiros. A FEA teve como parceiros neste projeto a Câmara Municipal de Évora, a Associação Comercial do Distrito de Évora, a Biblioteca Pública de Évora, o Cabido da Sé de Évora, a Direção Regional de Cultura do Alentejo, a Fundação Inatel, o Museu de Évora, o

Sistema Integrado de Transportes e Estacionamento de Évora, Universidade de Évora e a Sociedade de Reabilitação Urbana Évora Viva.

Como já foi referido anteriormente, a FEA participa na parceria do Programa Acrópole XXI, com uma intervenção que tem como objetivo principal requalificar alguns edifícios históricos mais emblemáticos da cidade e, até, do país. À semelhança do que fez o seu Fundador há mais de meio século atrás, a FEA está empenhada em dar-lhes uma nova vocação e pô-los ao serviço e à fruição da população residente em Évora e aos seus visitantes. O último objetivo deste projeto vai de encontro à missão institucional da FEA, visar o desenvolvimento humano pleno, integral e sustentável, em quatro áreas fulcrais: área social, área cultural e a área económica da cidade e da região de Évora.

Assim, a missão institucional da FEA concretiza-se nos domínios culturais e educativos, sociais e espirituais, visando sempre o desenvolvimento humano pleno, integral e sustentável, com especial incidência na região de Évora, pese embora esta centralidade geográfica a Fundação alargue a sua esfera de influência a todo o território nacional.

Desta forma a FEA tem procurado manter-se fiel às suas origens, adaptada ao seu tempo e preparada para os desafios emergentes de um mundo em permanente transformação.

3 – Revisão de Literatura

3.1. Introdução

Neste capítulo pretendeu-se fazer um enquadramento teórico sobre a problemática em estudo, os métodos de avaliação de empresas, serviu também para dar um contributo para o conhecimento, tendo sido feita uma pesquisa bibliográfica alargada, uma vez que são muitos os autores que se debruçam sobre métodos de avaliação de empresas.

No universo dos métodos de avaliação de empresas, existem três grandes grupos de métodos, os da óptica patrimonial/rendimento, dos *cash-flows* e os métodos dinâmicos, no presente trabalho vamos ter apenas em conta os dois primeiros, onde falaremos dos principais, e acima de tudo dos métodos disponíveis para avaliação do tipo de empresas em estudo, as empresas não cotadas em bolsa.

3.2. Métodos baseados na Óptica Patrimonial

Os métodos baseados na óptica patrimonial/rendimento são estabelecidos com base nos documentos contabilísticos. Estes fornecem, apenas, informação sobre a situação patrimonial da Empresa, informação essa que demonstra uma situação patrimonial hirta, no entanto existem autores que consideram que estes métodos são o início de qualquer avaliação.

Estes métodos são constituídos pelo: método de Valor Contabilístico; Método do Valor Contabilístico Corrigido; Método do Valor Substancial; Método de Valor de Liquidação; Método de Lucro Líquido; Métodos dos Rácios; Método do Valor de Rendibilidade do Ativo; Método do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio e, por fim, Método de *Goodwill*. Todos estes métodos têm como característica comum serem claros e com fácil aplicabilidade.

Segundo *Bauman* (1999), todos os métodos têm limitações que podem reduzir a sua potencialidade relativamente à sua eficácia como instrumento, não só de avaliação, como também, de medição de riqueza criada. Esta redução de potencial foi verificada através dos Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (PCGA) determinando que os métodos que se apoiam no valor contabilístico nem sempre são os mais corretos. *Covarsí* (2000) refere que

estes métodos não consideram variáveis decisivas, como por exemplo o custo do capital, o risco da empresa e as suas futuras expectativas.

Feltham e Ohlson (1996) referem que as demonstrações financeiras baseadas apenas no custo histórico podem prover valores falseados, sendo estes incompatíveis com as demonstrações financeiras que proporcionam a informação atualizada sobre a evolução de uma Empresa.

Segundo *Pettit* (2000) as medidas financeiras tradicionais podem ainda levar a anomalias relativas à contabilidade económica subjacente do negócio. Outra das críticas que surge relativamente a estes métodos é que a maioria dos indicadores está sujeita a práticas contabilísticas que resultam de resultados a curto prazo, ou seja, que podem prejudicar a empresa a longo prazo. O cálculo destes métodos é realizado no seu todo não tendo em conta as áreas de negócio que constituem a empresa, não incentivando os investimentos que fornecem rendibilidade superior ao custo de oportunidade dos acionistas. Embora existam autores que consideram que este é o maior desafio que se coloca à contabilidade, ou seja, a eliminação da grande diferença entre o valor do balanço e o valor do mercado (*Seetharaman e Sooria*, 2002).

Amat (2000) refere que apesar das limitações existentes, todos os indicadores referidos anteriormente têm um poder informativo, sendo estes, úteis para a maioria das empresas.

Segundo *Neves* (2002, p. 4) “de acordo com a teoria financeira, não tem sentido basear o valor da empresa em modelos estáticos históricos (tais como óptica patrimonial e comparação com o mercado), pois a empresa vale pena sua potencialidade de criar riqueza no futuro”. Assim, quando se adquire uma empresa existem vários fatores a ter em conta, ou seja, não se pode apenas ter em conta o que essa empresa está no presente, mas sim a sua potencialidade relativamente ao seu desenvolvimento no futuro, isto porque, o investimento inicial necessitará de ser revertido/aumentado no futuro.

3.2.1. Método do Valor Contabilístico

Este método consiste na análise pura das demonstrações financeiras realizadas, ou seja, o valor da empresa é obtido através do balanço contabilístico (diferença entre o ativo e o passivo), dando-nos os recursos próprios, ou capital próprio.

$$VC = \text{Valor Ativo} - \text{Valor Passivo} \quad (1)$$

Os ativos são avaliados através de preços históricos porém estes não refletem, nem a verdadeira situação da empresa nem as expectativas de rendibilidade futuras. A subjetividade a que os Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (PCGA'S) e os critérios valorimétricos utilizados estão sujeitos pode dar origem a diferenças entre o valor de mercado e o valor contabilístico.

Na opinião de vários autores, tais como *Ohson e Zhang* (1998) a diferença entre o valor contabilístico e o valor de mercado deve-se ao facto do valor contabilístico ser calculado com base numa perspetiva estática, ou seja, não considerando a possível evolução da empresa, nem o valor temporal do dinheiro, enquanto que, segundo *Howell* (2002) o valor de mercado reflete, à partida, as expectativas dos acionistas relativamente aos seus fluxos monetários futuros.

Como foi possível observar existem limitações que podem induzir a erros no que diz respeito não só à rendibilidade como às expectativas futuras, desta forma, e com vista a ultrapassar algumas destas limitações foi elaborado o método de Valor Contabilístico Corrigido que pretende colmatar as limitações anteriormente referidas estabelecendo um valor da empresa com maior precisão.

3.2.2. Método do Valor Contabilístico corrigido

Este método consiste na utilização de preços de mercado relativamente às rubricas que compõem o balanço. A avaliação é realizada através da retificação dos critérios valorimétricos usados.

Para se obter o Valor Contabilístico Corrigido é necessário que o balanço esteja ajustado obtendo-se um novo balanço atualizado aplicando-se, posteriormente, a seguinte equação:

$$\text{VCC} = \text{Valor Ativo Corrigido} - \text{Valor Passivo Corrigido} \quad (2)$$

Neves (2000b) refere que apesar do método demonstrar maior eficácia do que o método anterior este não serve para determinar o valor das empresas, isto porque, o método não tem em conta o *goodwill* da empresa nem os ativos obsoletos que não podem ser avaliados a preços de mercado.

Para que esta limitação possa ser ultrapassada foi desenvolvido o método do Valor Substancial que prevê eliminar a limitação, anteriormente referida.

3.2.3. Método do Valor Substancial

Este método consiste no valor substancial, ou seja, este valor é o valor de reposição, a valores atuais, de todos os elementos que constituem o ativo, tendo em conta os bens e direitos indispensáveis à exploração da empresa. Determinam-se os custos necessários para o inicial funcionamento da empresa, tendo em conta, as mesmas características da empresa que se está a avaliar.

O valor substancial pode ser visto como ponto de referência na avaliação das empresas, visto que, comprova os valores atuais que compõem o ativo destas.

O valor substancial difere do valor contabilístico por apenas ter em conta o ativo da empresa, ignorando a sua política de financiamento.

3.2.4. Método do Valor de Liquidação

Este método consiste na alienação de todos os ativos e na liquidação de todas as dívidas, sendo o valor obtido no caso de ser necessário proceder à sua alienação, tende a ser uma avaliação do valor mínimo da empresa, e esse valor é menor quanto maior for a urgência em vender e quanto menos poder de decisão tiver o vendedor.

Pode ser utilizado em empresas cuja situação financeira seja desfavorável, a sua utilização é aconselhada em casos em que a empresa quer encerrar a sua atividade por não ter expectativas de melhoria da sua situação, mas que possuam ativos tangíveis e intangíveis que possam ser levados em conta, também é aconselhada quando os desempenhos da empresa são fracos e em que a sua liquidação poderá ser mais vantajosa do que a sua manutenção. Segundo Menezes (1996) a utilização deste método é particularmente aconselhada quando a estratégia de desenvolvimento da empresa, durante o horizonte temporal de referência, for assumidamente contencionista.

O valor de liquidação não é representativo da potencial de geração de resultados, este método é apenas utilizado quando o comprador tem interesse nas instalações físicas, na maquinaria,

na capacidade de produção da empresa e não na sua capacidade de gerar fluxos de caixa à *posteriori*.

3.2.5. Método do Lucro Líquido

Este método calcula-se com uma relativa facilidade uma vez que, para o seu cálculo, apenas é necessária a última declaração de rendimentos. Muitos autores acreditam que este método tem limitações, tais como: não ser reflexo da situação atual; por se basear em períodos anteriores; e, por não mostrar o atual valor da empresa ou até o seu valor futuro, embora esta situação possa ser evitada, fazendo uma previsão futura.

3.2.6. Método dos Rácios

O método dos Rácios tem como principal objetivo fazer com que as diferentes rubricas das demonstrações financeiras se relacionem entre si, ou seja, relacionar elementos dos mapas financeiros da empresa, ou com outras empresas, que modo que se consiga obter informações sintéticas e relevantes à gestão. Este método, têm um grau de aceitação bastante elevado por ser de fácil aplicabilidade, mas há que ter em atenção que apesar da sua fácil aplicação, não deve ser utilizado de forma isolada para não induzir em erro e também que serve para mostrar situações e não para explicar razões.

Como todos os métodos tem as suas vantagens e desvantagens, comecemos pelas primeiras:

1. Serve de apoio à análise financeira;
2. É utilizado como ferramenta de controlo de gestão;
3. Auxílio na análise e avaliação de estratégias a seguir pelos gestores;

No que às desvantagens diz respeito:

1. Apesar da sua fácil perceção, não revela tudo o que é necessário saber acerca da empresa;
2. Baseiam os resultados em fatores quantitativos e custos históricos, não tendo em consideração fatores como a inflação;

3. A comparação entre empresas pode ser falseada por seguirem diferentes práticas apesar da normalização;

De acordo com *Brealey e Myers* (1998) o método dos rácios pode ser agrupado em quatro sub grupos:

1. Rácios de endividamento: permite obter informações sobre o grau de endividamento no recurso a capitais alheios como meio de financiamento;
2. Rácios de liquidez: indicam a capacidade da empresa em fazer face aos seus compromissos de curto prazo;
3. Rácios de rendibilidade: medem a eficiência com que a empresa está a utilizar os seus recursos;
4. Rácios de valor de mercado: dão indicações a todos os investidores e credores da empresa, combinando informação contabilística e da bolsa de valores.

3.2.7. Método do Valor da Rendibilidade do Ativo

De acordo com *Damodaran* (2007), o método do Valor da Rendibilidade do Ativo resulta da diferença entre o lucro operacional ou lucro líquido antes de juros e impostos e o ativo total médio, assim sendo temos:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Activo Total Médio}} \quad (3)$$

Wernke (2008) define a Rendibilidade Operacional do Ativo (ROI) como o indicador que evidencia o retorno conseguido com capital aplicado pela empresa em ativos num determinado período de tempo. Este método tem muitas vantagens, uma vez que permite identificar as oscilações da margem de lucro, mede a eficiência dos ativos em criar riqueza para a empresa, e demonstra se estão a ser tomadas medidas para o controle de custos por parte dos gestores. Segundo *Amat* (2000), este método tem vantagens que podem levar a que o gestor atinja melhores resultados, tais como, a decisão de não realizar investimentos que tenham rendibilidades inferiores ao ROI e não basear as suas decisões apenas nos documentos contabilísticos da empresa, uma vez que estes são documentos históricos, mas também apresenta a desvantagem de o ativo das empresas poder influenciar o resultado, uma vez que

empresas com mais tempo de laboração, poderem apresentar resultados aparentemente melhores.

3.2.8. Método do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio

Para *Wernke* (2008) o Valor de Rendibilidade do Capital Próprio ou o ROE evidencia o retorno do capital próprio utilizado na empresa, é um método muito utilizado para medir o sucesso de uma empresa e quantificar a riqueza gerada. O cálculo do ROE é feito através da seguinte expressão:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad (4)$$

Segundo *Assaf* (2008), o ROE é de extrema importância para os acionistas, uma vez que relaciona a rendibilidade que vão ter dos investimentos efetuados, ou seja, o retorno dos seus investimentos. Para os acionistas, o ROE pode ser comparado ao custo de oportunidade, para que seja gerada riqueza num determinado período de tempo a rendibilidade dos acionistas tem que ser superior à das ações.

Tal como o método anterior, este apresenta também algumas limitações, por ser um método calculado de acordo com os capitais próprios, há que ter em conta que os capitais próprios não estão atualizados de acordo com o tempo e com a inflação, que não pode ser determinado por direções, secções ou departamentos, uma vez que o capital próprio não é divisível e também que o lucro gerado em períodos anteriores, não pode refletir as expectativas futuras de geração de riqueza da empresa (sendo esta limitação facilmente ultrapassada com recurso a previsões).

3.2.9. Método do *Goodwill*

O método do *Goodwill* pode ser enquadrado nos Métodos da Óptica Patrimonial/Rendimento porque apesar de ter em conta os ativos intangíveis da empresa, também se consideram os ativos tangíveis.

A maioria das avaliações patrimoniais consideram principalmente os ativos tangíveis da empresa, e descartam os ativos intangíveis, ativos como marcas, relacionamento humano, carteiras de clientes, localização, capital intelectual, entre outros, sendo estes os principais geradores de riqueza, e não estando refletidos nos balanços patrimoniais da empresa estes ativos fazem com a empresa apresente um valor adicional, o denominado *Goodwill*. O *Goodwill* pode ser entendido como um agregado de características, qualidades e atributos de uma empresa, sendo expressos através da capacidade futura de gerar riqueza e retornos superiores, diferenciando-se das empresas concorrentes. Segundo Menezes (1996), quando o valor de rendimento é superior ao valor patrimonial diz-se que há *Goodwill*, no caso inverso, diz-se que existe *Badwill*.

Existem algumas formas para se estimar o *Goodwill*, de acordo com Neves (2002) existem três métodos:

1. No método aditivo avalia-se e adiciona-se cada fonte de *Goodwill*, tais como: a marca; o *know-how* do pessoal; etc. Este método é pouco prático e de difícil execução. A exceção de aplicação deste método reporta-se ao caso das marcas, em que os avaliadores fazem a distinção desse intangível e nesse caso a avaliação da marca é feita de forma autónoma.
2. No método subtrativo o *Goodwill* é estimado pela diferença entre o valor de rendimento da empresa e o seu valor substancial. Este método é também conhecido como método indireto de cálculo do *Goodwill*.
3. O método direto é o mais utilizado para estimação do *Goodwill*, sendo também conhecido como o método dos lucros excedentários, do lucro económico, do resultado supranormal, do resultado residual ou anglo-saxónico. O *Goodwill* estima-se tendo em conta o valor atual dos resultados supranormais em relação à rendibilidade considerada adequada para os capitais investidos na empresa.

Os três métodos podem estimar o *Goodwill* de acordo com duas ópticas: a Óptica do Capital Próprio, em que o rendimento a ter em conta é o resultado líquido da empresa porque é este que vai remunerar o capital próprio; a Óptica da Entidade, onde se consideram os capitais totais investidos, ou seja, os capitais próprios e os capitais alheios que estão investidos na empresa.

São várias as formas de se calcular o *Goodwill*, mas continua a ser um dilema para as empresas conseguirem calcular o seu valor porque em termos contabilísticos o seu cálculo ainda apresenta complicações.

3.3. Métodos baseados na Óptica dos *Cash-Flows*

Os métodos baseados na Óptica dos *cash-flows* são caracterizados pela sua utilização na avaliação de empresas cujo valor depende da sua capacidade de criar *cash-flows* no futuro. A criação de valor numa nova economia exige não só a introdução na dimensão financeira da análise estratégica, como também, da flexibilidade organizacional e da precisão da direção (Rérolle, 1998).

Segundo Barber *et al.*, (2000) para uma empresa que entre numa nova economia o mais importante não é o capital físico investido, ou seja, o valor monetário investido, mas sim as boas ideias e o relacionamento empático e forte que a empresa mantém com os seus clientes.

Esta óptica envolve vários métodos, sendo estes os principais: O “Valor Atual dos Fluxos de Tesouraria Esperados” (VAFTE), sendo este também conhecido como *Free Cash-Flow*; o *Present Certainty Equivalent* (PCE); O *Shareholder Value Added* (SVA); o *Economic Value Added*® (EVA), o “*Market Value Added* (MVA), e por fim, o *Cash Value Added* (CVA).

Em suma, posso referir que este método de óptica dos *Cash-Flows* combina um conjunto de características comuns de vários métodos. Segundo Myers (1996), em modo virtual todos os métodos se encontram interligados ao conceito de que as empresas não devem olhar só para os lucros produzidos, os quais estão sujeitos a distorções contabilísticas, mas sim à rentabilidade da empresa que exceda o seu custo de capital.

De acordo com Menezes (1996) o método de óptica dos *Cash-Flows* é, de entre os métodos de avaliação de empresas, aquele que é conceitualmente melhor fundamentado, por isso a sua utilização prática tem-se generalizado, ao ponto de ser considerado obrigatório em qualquer avaliação significativa de empresas.

Segundo Strack *et al.* (2001) embora o CVA e o EVA utilizem conceitos diferentes, estes dois métodos funcionam de forma equivalente. Neste método os resultados dos ativos é obtido, como no Valor Atual Líquido (VAL), o Fluxo Líquido de Liquidez (FLL) e não nos resultados operacionais, tal como observamos no método de EVA. Não existem diferenças entre o valor do investimento líquido e o investimento inicial, visto que ambos têm valores iguais.

Nicholson et al. (1999) referem que nesta medida os gestores estão mais alerta para identificar as novas oportunidades de negócio, visto que, estes agem e pensam mais como investidores. A justificação deste pensamento parte da própria medida que se relaciona diretamente com a rendibilidade do capital e o risco de negócio.

Alguns autores, tais como *Deimler e Whitehurst* (1999) citam que existem medidas, como por exemplo o CVA, que usufruem particularmente de um grau de confiabilidade para que se possa avaliar os negócios que exigem uma maior aproximação do custo com a eficiência dos ativos base.

Olsen (1999) defende que é através de medidas como EVA e CVA que podemos observar até que ponto os negócios podem contribuir para o aumento não só para o próprio acionista, como também, o valor do capital que deve ser investido. Embora existam entre estes dois métodos diferenças que devem ser referidas. *Myers* (1996) refere que as diferenças entre estes dois métodos prendem-se com o facto de no método EVA existir uma medição do lucro operacional, subtraindo os custos de capital produzidos por esses mesmos lucros, enquanto que o CVA é uma medida de eficiência que compara os *cash-flows* com o total dos ativos que produzem esses *cash-flows*.

Na teoria, segundo *Damodaran e Bernstein* (1998) e *Copeland* (2002), o CVA corrige um maior número de distorções da contabilidade existentes no método EVA, demonstrando os *cash-flows* produzidos com um determinado capital investido. É através do aumento da taxa de crescimento esperado dos *cash-flows* que a empresa aumenta o seu valor, reduzindo o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). É preciso ter em conta que estas medidas não são fáceis de aplicar e/ou determinar e esta situação leva que a análise seja, posteriormente, produzida em valores quantitativos, ignorando por vezes outros de outra natureza, tais como: a qualidade de administração; o nome da marca; decisões estratégicas; e, o *marketing* seguido pela própria empresa. Segundo o mesmo autor, o método CVA usufrui de pontos importantes que determinam o total de dinheiro em caixa, conciliando não só a parte económica como também financeira da empresa. Já o método EVA considera apenas a parte económica da empresa, tal como verificamos anteriormente.

Para uma melhor perceção dos métodos baseados na óptica dos *cash-flows* expõem-se em seguida cada um dos métodos utilizados, tendo em conta o seu grau de complexidade e a necessidade de surgimento de cada método.

3.3.1 – Valor Atual dos Fluxos de Tesouraria Esperados (VAFTE)

O VAFTE ou *Free Cash-Flow* como é mais conhecido é para *Pareja e Tam* (2004) a capacidade da empresa gerar valor no futuro. A avaliação através deste método é fácil por um lado e difícil por outro, é fácil porque são usados conceitos básicos para o seu cálculo e é difícil porque é necessário fazer uma previsão dos fluxos de caixa anuais. A avaliação feita através deste método, mesmo que seja feita com cuidado, é sempre incerta, porque é feita através das previsões dos *cash-flows* da empresa e da realidade do mercado (*Damodaran e Bernstein* 1998).

Para se calcular o valor da empresa, utiliza-se o Valor Atual dos *Cash-Flows* através da seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{CF_t}{(1+r)^t} \right) \quad (5)$$

onde:

CF_t – *Cash-Flows*

r – Taxa de atualização

t – 1, ..., n

Como a maioria dos métodos de avaliação, este também apresenta as suas limitações, segundo *Damodaran e Bernstein* (1998):

1. Empresas em dificuldades, normalmente em empresas nestas situações os *cash-flows* são negativos e a empresa não espera criar valor no futuro, por isso a estimação de *cash-flows* futuros apresenta-se difícil, uma vez que existe uma grande probabilidade de falência;
2. Empresa com carácter de atividade temporária tende a seguir com a evolução da economia (geram riqueza quando a economia prospera e têm dificuldades quando se vivem períodos de recessão), ao ser usado nestas empresas o método dos *free cash-flows*, normalmente tem carácter negativo, uma vez que a estimações futuras são de acordo com as previsões de evolução da economia, que como se sabe é muito difícil de prever, se não mesmo impossível.

3.3.2 – Present Certainty Equivalent (PCE)

Para *Powell e Baker (2005)*, o CE ou mais conhecido *Certainty Equivalent*, é o rácio entre o retorno certo e o retorno com risco. Este método reflete as perceções dos gerentes das empresas em relação aos *cash-flows* esperados tendo em conta o risco associado a elas, também reflete o grau de aversão ao risco por parte dos gerentes.

De acordo com *Feltham e Olson (1996)* o CE é definido como o montante disponível para se comprar com os *outputs* de uma determinada decisão.

Segundo *Powell e Baker (2005)*, o CE tem as suas vantagens e desvantagens. Começando pelas vantagens:

1. Este método separa o risco do valor temporal do dinheiro, logo não é necessário, a estimação relativa ao prémio de risco no tempo;
2. O CE leva a um valor único estimado, o que facilita a tomada de decisão.

No que toca às desvantagens, os autores concluem que o CE tem uma grande desvantagem: a estimação do CE pode ser complicada uma vez que não existe nenhuma fórmula, nenhum modo de se calcular, varia conforme as perceções dos gerentes.

3.3.3 – Shareholder Value Added (SVA)

O método do *Shareholder Value Added* foi criado por *Rappaport* nos anos 80, definindo-o como o valor do capital dos acionistas através da diferença entre o valor da empresa e o valor atual das dívidas, correspondendo o valor da empresa ao valor atual dos *cash-flows* Líquidos, subtraindo o WACC. O SVA representa os lucros económicos criados por uma empresa, superiores ao retorno mínimo exigido pelos acionistas. O valor é criado quando o valor do *cash-flows* atualizados é superior ao valor do custo do capital utilizado (*Australian Society of CPAs*, 1998). De acordo com *Assaf (2003)* o SVA pode se definir como a contribuição de um gestor para o aumento do valor de uma empresa num determinado período de tempo, em suma, o SVA representa o lucro gerado por uma empresa quando é superior ao retorno mínimo exigido pelos acionistas.

Como os outros métodos em estudo, o SVA tem as suas vantagens e desvantagens, em relação às primeiras:

1. O SVA utiliza informações completas, tendo em conta tanto dados históricos como atuais, para determinar o montante dos fluxos de caixa futuros;
2. Ao escolherem estratégias que criem mais valor para os acionistas, os gestores irão beneficiar outras partes interessadas, como funcionários, clientes e outros investidores da empresa.

No que concerne às desvantagens:

3. O SVA tem um carácter subjetivo uma vez que utiliza previsões de fatores que podem ter grandes variações no futuro;
4. Na grande maioria dos casos, os acionistas são os principais beneficiados, não sendo os gestores recompensados pelo seu esforço;

O valor do capital da empresa pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{SVA} = \text{Lucro Operacional} \times (1 - t) - \text{WACC} \times \text{Ci} \quad (6)$$

onde:

t – Taxa de imposto

WACC – Weighted Average Cost of Capital

Ci – Capital Investido

3.3.4 – *Economic Value Added (EVA)*

O EVA é a diferença entre o lucro operacional após pagamento de impostos e o custo do capital de terceiros ou acionistas (Stewart, 1991). Este método baseia-se no conceito de *Economic Value Added* desenvolvido pela empresa *Stern Stewart & Co*, em que de acordo com o mesmo é possível obter o valor de uma empresa com base no seu lucro económico.

Segundo Young e O'Byrne (2000) o objetivo principal de qualquer empresa é aumentar o seu valor, em qualquer empresa os funcionários não alteram o seu comportamento em benefício

dos seus acionistas, para que seja criada riqueza para que os acionistas possam retirar dividendos, os funcionários têm que estar motivados.

O aumento de valor da empresa determinado pelo EVA é muitas vezes distribuído tanto por funcionários como por acionistas, uma vez que também é utilizado como medida de avaliação de desempenho, utiliza-se na definição de políticas de remuneração e para a redução de conflitos de interesses entre gestores e acionistas.

Visto por este ponto, o EVA parece não diferir do conceito de lucro financeiro ou contabilístico, mas difere na medida em que incorpora o custo de todo o capital investido e não apenas o custo do capital alheio. Segundo *Stewart* (1991) o EVA é uma medida de criação de valor porque permite aos investidores avaliarem o retorno do seu investimento com o custo de oportunidade. São várias as opiniões para cálculo do EVA, mas para *Young e O'Byrne* (2000) o seu cálculo apresenta-se de uma maneira relativamente simples, o EVA resulta da diferença entre o lucro operacional da empresa depois de impostos e o custo do capital investido, que se calcula através da seguinte fórmula:

$$EVA = RO * (1 - t) - WACC * Ci \quad (7)$$

onde:

RO – Resultado Operacional

t – Taxa de Imposto

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Ci – Capital Investido

São várias as vantagens tiradas do uso do EVA: pode-se usar para calcular o valor de uma empresa no seu todo, como em certos departamentos e até filiais; é um método de fácil execução e de fácil compreensão para qualquer gestor; pode ser calculado em qualquer empresa e não só em empresas cotadas em bolsa; e, na sua avaliação tem em consideração todos os recursos utilizados e os seus respetivos custos.

Para *Young e O'Byrne* (2000) existem duas grandes desvantagens em qualquer empresa que utilize o EVA:

1. Os executivos e acionistas inquietam-se que o EVA e o custo de capital que ele impõem sobre todos os ativos levem ao desencorajamento por parte dos gestores em investir,

porque devido ao aumento das despesas de capital o EVA diminui, o que faz com que o respetivos incentivos sejam inferiores.

2. A segunda desvantagem diz respeito à utilização do EVA em seções e departamentos diferentes dentro da mesma empresa, para que a proposta de criação de valor numa empresa com várias seções tenha sucesso é preciso que haja sintonia entre elas, quer seja na forma de serviços ou ativos compartilhados, por vezes a competição que existe entre as diferentes seções de uma empresa é tão grande que pode levar a custos mais elevados.

3.3.5 – *Market Value Added* (MVA)

De acordo com *Copeland* (2002), o MVA é calculado pela diferença entre o valor de mercado do total de ações de uma empresa e o total de capital investido. Este método é muito utilizado porque ao ter com referência o valor de mercado das ações permite fazer comparações entre empresas que laborem em diferentes setores de atividade.

A ligação deste método com o método EVA é evidente, porque resulta da limitação deste em não ter em conta na avaliação as perspectivas de futuro da empresa. Segundo *Neves* (2002), o EVA determina-se pela diferença entre os resultados operacionais após imposto previstos para a empresa e o montante de resultados exigidos pelos acionistas e pelos credores, correspondendo assim ao excedente de resultados operacionais relativamente ao resultado exigido pelos acionistas e credores. O valor atualizado desse excedente é conhecido como MVA. Este método é muito popular entre os acionistas porque, de um certo modo, corresponde ao valor líquido criado, para os acionistas o que interessa é a quantidade de riqueza gerada pela empresa, que resultou do capital investido por eles, o retorno do investimento.

De acordo com *Neves* (2002), o MVA pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$MVA = \frac{[RO (1 - t) - km \cdot Ci]}{km} \quad (8)$$

onde:

RO – Resultado Operacional

km = WACC – Weighted Average Cost of Capital

Ci – Capital Investido

t – Taxa de imposto

Mas, tal como outros métodos, apresenta as suas limitações:

1. Para empresas não cotadas em bolsa, este método torna-se muito difícil de aplicar, uma vez que para estas empresas não existe uma cotação de mercado, e para se poder utilizar a solução passaria por efetuar a comparação entre uma empresa com as mesmas características mas que fosse cotada em bolsa, sendo uma tarefa muito complicada.
2. O MVA não pode ser utilizado para calcular o valor de diferentes seções ou departamentos da empresa, uma vez que a empresa no seu todo é que está cotada em bolsa e não um ou outro departamento.
3. O MVA não tem em conta o custo de oportunidade dos investimentos realizados.

3.3.6 – *Cash Value Added (CVA)*

O método do *Cash Value Added (CVA)* foi criado pela empresa de consultoria norte-americana *Boston Consulting Group*, com o intuito de medir a criação de valor, CVA não difere muito do EVA, com a nuance de utilizarem conceitos diferentes, com a utilização do CVA o que se espera obter são os cash-flows líquidos e não os resultados operacionais.

Para *Ottoson e Weissenrieder (1996)* em vez de medir o custo de oportunidade do capital dos investidores em termos percentuais, o modelo CVA usa o custo de oportunidade de capital em termos de dinheiro. Com este método, os gestores atuam mais como investidores do que como gestores em si, dado que têm em atenção a rentabilidade do capital e o risco do negócio, conseguindo assim identificar melhor as oportunidades de negócio.

De acordo com *Neves (2000a)* o CVA pode ser calculado através da seguinte equação:

$$CVA = RCF = MOLI - WACC * Ci \quad (9)$$

onde:

MOLI – Meios Libertos Líquidos de Imposto

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

Ci – Capital Investido

O CVA indica em que medida os negócios estão a criar valor para a empresa, contribuindo assim para a criação de valor para os acionistas, por esta razão, este é um método popular entre os acionistas.

4 - Metodologia

4.1. Introdução

Este relatório foi elaborado tendo por base um estágio em Contabilidade e Gestão realizado na FEA, no qual se teve contacto com as diversas direções de modo a conhecer a organização e dinâmica da entidade, mas tendo sido a sua principal incidência a avaliação financeira, numa perspetiva crítica, da Área Produtiva da FEA, fazendo a avaliação tendo em conta a óptica dos métodos patrimoniais e a óptica dos *cash-flows*.

O objetivo principal deste capítulo, é a consolidação de toda a informação e aprendizagem obtida ao longo do período de estágio, tendo como ponto de partida as bases teóricas que foram adquiridas no decorrer da parte curricular do mestrado. Irá ser feita uma breve descrição dos métodos a usar, de modo a facilitar a compreensão da avaliação pretendida, o horizonte temporal da avaliação será o período de 2006 a 2010, tendo o seu início coincidido com a instalação da nova adega. No que concerne aos métodos propriamente ditos, foram usados, na óptica patrimonial: o Valor Contabilístico; Método do Valor Contabilístico Corrigido; Método do Valor de Rendibilidade do Ativo; o Método do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio; o Método dos Rácios; o Valor de Liquidação; e, o Valor Substancial enquanto que na óptica dos *cash-flows* foram utilizados: o “Valor Atual dos Fluxos de Tesouraria Esperados” (VAFTE); o *Economic Value Added*® (EVA); o “*Cash Value Added*” (CVA); o *Shareholder Value Added* (SVA); o *Market Value Added* (MVA).

O objetivo do estágio foi, assim, a avaliação financeira da Área Produtiva da FEA. O estágio teve a duração de 6 meses, nos quais o estagiário recolheu as informações necessárias para proceder a essa avaliação e para fornecer à Administração os dados que permitiriam ter uma perceção do valor da FEA nessa área.

4.2. Objetivos

O presente trabalho apresenta como objetivo geral a demonstração do valor financeiro da área produtiva da FEA no período de 2007 a 2010.

Como objetivos específicos, por forma a melhor alcançar o objetivo principal, apresentam-se:

1. Calcular o valor da FEA através dos Métodos do Valor Contabilístico e do Valor Contabilístico Corrigido;
2. Calcular o valor da FEA através do Método do Valor de Rendibilidade do Ativo e do Método do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio;
3. Calcular o valor da FEA através do Método do Valor Substancial;
4. Calcular o valor da FEA através do Método dos Rácios;
5. Calcular o valor da FEA através do Método do Goodwill;
6. Calcular o valor da FEA através do Método dos *Cash-Flows*;
7. Calcular o valor da FEA através do Método do EVA e do SVA;
8. Calcular o valor da FEA através do Método do CVA;
9. Calcular o valor da FEA através do Método do MVA;

4.3. Especificações

Na presente avaliação irão ser usados os métodos adequados a este tipo de empresas (empresas não cotadas em bolsa). Em relação aos métodos baseados na óptica patrimonial, estes fundamentam-se, principalmente, em documentos contabilísticos, fornecendo informação sobre as situações patrimoniais das empresas, para vários autores estes métodos levam a que se consigam avaliações com situações patrimoniais estáticas, não tendo em conta outros fatores importantes. Os métodos dos *cash-flows* constituem como que uma alternativa aos métodos patrimoniais, porque têm em conta informação atualizada, que permite medir o desempenho económico das empresas demonstrando, assim, se se está a criar valor no momento atual.

Para mais especificações o leitor deverá ler as secções do capítulo de revisão de literatura sobre os métodos de avaliação de empresas.

Nos métodos utilizados de acordo com óptica dos *cash-flows* é necessário o cálculo do *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) ou Custo Médio Ponderado de Capital, este é obtido através do custo de cada fonte de capital, procedemos ao cálculo do Custo do Capital Próprio (o quociente entre o valor do Resultado Líquido e o valor do Capital Próprio) e ao Custo do Capital Alheio (o quociente entre o valor dos Juros e o valor das Dívidas a Instituições de Crédito).

Para procedermos ao cálculo do WACC foi utilizada a seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = \text{Custo Capital Próprio} * \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo}} + \text{Custo Capital Alheio} * \frac{\text{Capital Alheio}}{\text{Ativo}} \quad (24)$$

4.4. Metodologia de recolha de dados

Na elaboração deste relatório houve lugar a uma aplicação prática, uma vez que realizado em contexto real, ao longo de 6 meses de estágio, permitiu que se avaliasse a área produtiva da FEA. Para uma melhor perceção do objeto de estudo, foi feito um acompanhamento da realidade em análise, ou seja, foi feito o acompanhamento de todo o processo produtivo do vinho, processo esse que vai desde a apanha da uva até ao seu produto final o vinho engarrafado, da produção agrícola e pecuária, onde entre outros, são criados o gado ovino e bovino, a plantação e manutenção dos olivais e onde é produzido o milho, e também visitas à loja onde são vendidos os vinhos e os azeites, de modo a facilitar a elaboração do relatório e conhecimento e familiarização com a realidade da área produtiva e os seus envolventes.

No que à parte documental diz respeito, para aplicação dos métodos de avaliação acima descritos, foi necessário o apoio de documentação contabilística e financeira, no caso específico da FEA. A obtenção dessa informação não foi difícil, uma vez que o *software* de gestão em utilização permite o armazenamento de informação e respetiva utilização com relativa facilidade, nomeadamente demonstrações financeiras, mapas, balanços, etc. Por outro lado, a informação menos recente, que não esteja armazenada no *software* de gestão, foi facilmente consultada, nos relatórios contas que a FEA edita anualmente e põe ao dispor no seu sítio de internet.

5 – Resultados e discussão

5.1. Introdução

Neste capítulo vamos passar à avaliação propriamente dita, iremos começar pelos métodos da óptica patrimonial/rendimento. Para esta avaliação mostramos tabelas com os dados necessários ao cálculo dos respetivos métodos, sendo que nos métodos patrimoniais/rendimento os dados são maioritariamente contabilísticos, tendo sido retirados dos balanços anuais e das demonstrações financeiras existentes nos relatórios de contas anuais. Em relação aos métodos da óptica dos *cash-flows*, também serão utilizados dados contabilísticos, mas serão necessários alguns cálculos para determinar valores que são imprescindíveis ao cálculo dos métodos.

5.2. Análise de Resultados

5.2.1. Análise de Balanços e Demonstrações de Resultados

Neste capítulo, através da análise de duas das mais importantes demonstrações financeiras utilizadas no nosso sistema de contabilidade, iremos demonstrar a situação económico-financeira da FEA no horizonte de tempo em análise, analisando os aspetos que nos parecem mais importantes e que levaram a organização à situação em que está hoje.

Tabela 2 - Balanço da FEA [2006-2010] (€ e Δ%)

	dados históricos									
	2006	Δ%	2007	Δ%	2008	Δ%	2009	Δ%	2010	
Ativo não corrente										
Ativos fixos tangíveis	38.685.856,10	19,46%	46.214.787,55	-1,93%	45.321.153,65	-12,15%	39.814.738,00	3,08%	41.042.611,00	
Propriedades de investimento							2.630.571,00	-3,44%	2.540.002,00	
Ativos intangíveis							93.825,00	-15,26%	79.503,00	
Ativos biológicos										
Participações financeiras	90.236,48	0,00%	90.236,48	0,00%	90.236,48	662,39%	687.952,00	-3,52%	663.751,00	
Accionistas/sócios										
Outros Ativos financeiros	5.019.783,58	11,58%	5.601.210,84	-0,90%	5.550.986,54	-5,28%	5.257.926,00	4,39%	5.488.510,00	
Ativos por impostos diferidos										
Total do Ativo não corrente	43.795.876,16	18,52%	51.906.234,87	-1,82%	50.962.376,67	-4,86%	48.485.012,00	2,74%	49.814.377,00	
Ativo corrente										
Inventários	3.547.400,90	34,96%	4.787.592,31	42,41%	6.818.243,32	25,65%	8.567.081,00	10,71%	9.484.327,00	
Ativos biológicos	498.305,47	70,40%	849.125,70	-5,27%	804.386,49	525,03%	5.027.693,00	9,12%	5.486.434,00	
Clientes	3.268.987,97	-35,22%	2.117.803,66	31,96%	2.794.574,57	-13,63%	2.413.618,00	52,71%	3.685.729,00	
Adiantamentos a fornecedores	11.873,35	-89,35%	1.264,66	2283,82%	30.147,24	-100,00%				
Estado e outros entes públicos	255.787,23	-28,67%	182.452,16	-100,00%			80.032,00	-45,01%	44.012,00	
Outras contas a receber	755.165,19	90,31%	1.437.143,45	-52,65%	680.539,22	81,97%	1.238.366,00	0,51%	1.244.685,00	
Diferimentos	591.486,04	-10,15%	531.447,60	42,02%	754.786,32	-96,28%	28.061,00	-15,16%	23.807,00	
Outos Ativos financeiros	308.612,72	0,00%	308.612,72	-100,00%						
Caixa e depósitos bancários	93.719,97	711,35%	760.392,49	111,98%	1.611.849,14	157,34%	4.147.965,00	-60,91%	1.621.526,00	
Total do Ativo corrente	9.331.338,84	17,62%	10.975.834,75	22,95%	13.494.526,30	59,34%	21.502.816,00	0,41%	21.590.520,00	
TOTAL DO ATIVO	53.127.215,00	18,36%	62.882.069,62	2,50%	64.456.902,97	8,58%	69.987.828,00	2,02%	71.404.897,00	
Fundos Patrimoniais										
Fundo Social	13.705.204,67	0,00%	13.705.204,67	0,00%	13.705.204,67	0,00%	13.705.205,00	0,00%	13.705.205,00	
Reservas legais	15.869.608,12	0,00%	15.869.608,12	0,00%	15.869.608,12	-100,00%				
Outras reservas	11.449.023,69	5,72%	12.103.814,57	5,36%	12.753.148,39	11,12%	14.171.315,00	54,29%	21.865.428,00	
Resultados transitados			457.390,98	0,00%	457.390,98	205,93%	1.399.279,00	-4,41%	1.337.583,00	
Outras variações nos fundos patrimoniais							16.845.055,00	1,58%	17.111.098,00	
Resultado líquido do período	1.384.790,88	10,69%	1.532.828,87	43,10%	2.193.554,02	277,44%	8.279.323,00	-83,06%	1.402.478,00	
Total dos Fundos Patrimoniais	42.408.627,36	2,97%	43.668.847,21	3,00%	44.978.906,18	20,95%	54.400.177,00	1,88%	55.421.792,00	
Passivo não corrente										
Provisões	598.557,49	0,00%	598.557,49	0,00%	598.557,49	-48,11%	310.599,00	0,00%	310.599,00	
Financiamentos obtidos	4.127.124,56	90,61%	7.866.612,56	20,44%	9.474.408,38	23,15%	11.667.901,00	-17,58%	9.616.397,00	
Total do passivo não corrente	4.725.682,05	79,13%	8.465.170,05	18,99%	10.072.965,87	18,92%	11.978.500,00	-17,13%	9.926.996,00	
Passivo corrente										
Fornecedores	2.837.023,44	-38,55%	1.743.300,34	-22,72%	1.347.169,17	-24,43%	1.018.078,00	57,13%	1.599.711,00	
Adiantamentos de clientes					152,05	-100,00%			5.425,00	
Estado e outros entes públicos	69.884,06	17,84%	82.349,75	1,76%	83.795,49	22,08%	102.296,00	107,83%	212.606,00	
Financiamentos obtidos	430.512,00	1365,82%	6.310.513,01	-5,04%	5.992.204,18	-75,31%	1.479.561,00	43,62%	2.124.980,00	
Outras contas a pagar	732.978,70	-78,35%	158.674,17	-18,24%	129.732,15	630,95%	948.271,00	119,76%	2.083.884,00	
Diferimentos	1.922.507,39	27,60%	2.453.215,09	-24,51%	1.851.977,88	-96,71%	60.945,00	-51,59%	29.504,00	
Total do passivo corrente	5.992.905,59	79,35%	10.748.052,36	-12,50%	9.405.030,92	-61,63%	3.609.151,00	67,80%	6.056.110,00	
Total do passivo	10.718.587,64	79,25%	19.213.222,41	1,38%	19.477.996,79	-19,97%	15.587.651,00	2,54%	15.983.106,00	
TOTAL DOS FUNDOS PATRIMONIAIS E DO PASSIVO	53.127.215,00	18,36%	62.882.069,62	2,50%	64.456.902,97	8,58%	69.987.828,00	2,02%	71.404.898,00	

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Devido à aprovação do DL nº 158/2009, de 13 de julho, que obriga à adoção do SNC, a FEA teve de encerrar o ano de 2009 segundo o normativo subjacente ao Plano Oficial de Contas (POC), e nos termos das Normas de Contabilidade e Relato Financeiro (NCRF) nº 3 – Adoção pela primeira vez das normas contabilísticas e de relato financeiro, reexpressar o referido exercício dos termos do novo normativo (Económica, 2014). Este requisito vem ao encontro de que as demonstrações financeiras devem ser comparáveis, pelo que devem ser adotados

procedimentos de reconhecimento, desconhecimento, reclassificação e mensuração que permitam essa exigência, para tal procedeu-se à adoção da referida NCRF.

Assim, a FEA teve de reverter todo o seu plano de contas, segundo as novas regras contabilísticas.

Após a análise do balanço da empresa concluímos que, ao nível do ativo, as alterações mais significativas ocorreram de 2008 para 2009 com a mudança de POC para SNC, verificámos que os ativos fixos tangíveis diminuíram, o que nos poderia levar a dizer que não houve lugar a investimento, ou que as amortizações acumuladas foram superior aos investimentos, mas com a entrada do novo sistema de contabilidade, a política de mensuração de ativos tornou-se mais rigorosa, o que levou a alterações significativas, tanto no valor dos ativos fixos tangíveis como das propriedades de investimento.

O valor de clientes, refere-se na maior parte aos grandes clientes da FEA, que totalizam uma percentagem superior a 50% das vendas anuais. A rubrica de outras contas a receber, apresenta valores elevados, que dizem respeito aos subsídios que estão por receber, nomeadamente dos valores em aberto dos projetos financiados e também de empréstimos que a FEA atribui aos seus colaboradores. Em relação ao valor da rubrica caixa e depósitos bancários, denotam-se alterações significativas de 2006 para 2007, onde houve um aumento significativo do valor das vendas e o aumento de produção resultante do aumento da adega, de 2008 para 2009, que corresponde ao ano em que se efetuou a venda de um terreno, já mencionada anteriormente, e em 2010 registou-se uma diminuição, aproximando-se dos valores registados antes da venda.

No que ao passivo diz respeito, destacamos as alterações ao nível dos financiamentos obtidos que com a já falada construção da nova adega, foi preciso um esforço financeiro maior, o que levou a FEA a obter financiamento junto das entidades bancárias.

Na rubrica do Fundos Patrimoniais, destacamos os valores do resultado líquido do exercício atingido no ano de 2009 devido ao fator acima referido, e sua conseqüente diminuição, devida em grande parte à crise económica que afetou o nosso país. De salientar que a FEA, por ser uma Instituição Particular de Solidariedade Social, tem que, de acordo com o artigo 10º do Código do IRC, Decreto 442 B de 30 de novembro, republicado pela lei 2/2014 de 16 de

janeiro de 2014, afetar pelo menos 50% do seu rendimento global líquido em fins de utilidade social (Económica, 2014).

Tabela 3 - Análise da estrutura do Balanço da FEA [2006-2010] (%)

	dados históricos				
	2006	2007	2008	2009	2010
Ativo não corrente	82,4%	82,5%	79,1%	69,3%	69,8%
Ativo corrente	17,6%	17,5%	20,9%	30,7%	30,2%
TOTAL DO ATIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Fundos Patrimoniais	79,8%	69,5%	69,8%	77,7%	77,6%
TOTAL DOS FUNDOS PATRIMONIAIS	79,8%	69,5%	69,8%	77,7%	77,6%
Passivo não corrente	8,9%	13,5%	15,6%	17,1%	13,9%
Passivo corrente	11,3%	17,1%	14,6%	5,2%	8,5%
TOTAL DO PASSIVO	20,2%	30,6%	30,2%	22,3%	22,4%
TOTAL DOS FUNDOS PATRIMONIAIS E DO PASSIVO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Após a análise do quadro acima, concluímos que o ativo não corrente se manteve aproximadamente nos 80% até 2009, isto deve-se sobretudo ao facto de uma grande parcela seus dos ativos biológicos terem sido transferidos para o ativo corrente de acordo com as novas regras contabilísticas, no sentido inverso, devido ao mesmo facto, o valor do ativo corrente subiu na ordem dos 10%.

No caso dos fundos patrimoniais, notamos que a sua autonomia financeira se encontra perto dos 75% o que nos leva a dizer que a FEA tem uma grande capacidade para fazer face aos seus compromissos financeiros. O passivo não corrente apresenta um valor médio de 14%, muito por causa do aumento do passivo corrente, facto esse justificado pelos financiamentos obtidos para a construção da nova adega. Por fim, o passivo corrente, deve o seu valor sobretudo devido às rubricas de fornecedores e financiamento de curto prazo, que registou o seu valor mais elevado em 2006 e 2007, que se traduziu numa perda de autonomia financeira na ordem dos 10%, mas que a partir do ano de 2009 se nota uma diminuição do passivo corrente e respetivo ganho na autonomia financeira.

Tabela 4 - Demonstração de Resultados da FEA [2006-2010] (€ e Δ%)

	dados históricos									
	2006	Δ%	2007	Δ%	2008	Δ%	2009	Δ%	2010	
Rendimentos e Gastos										
Vendas e serviços prestados	9.668.986,58	-3,60%	9.320.504,42	25,47%	11.693.972,82	4,01%	12.163.395,00	14,44%	13.919.441,00	
Subsídios à exploração							763.022,00	-14,11%	655.344,00	
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos							84.000,00	85,79%	156.067,00	
Variação nos inventários da produção	-132.374,57	-1149,09%	1.388.729,83	44,69%	2.009.307,51	-1,81%	1.972.962,00	-74,36%	505.843,00	
Trabalhos para a própria entidade	9.500,00	103,67%	19.348,79	225,48%	62.976,15	-100,00%				
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	2.117.616,96	48,91%	3.153.357,71	18,91%	3.749.814,74	-13,40%	3.247.379,00	20,17%	3.902.219,00	
Fornecimentos e serviços externos	2.961.342,12	5,41%	3.121.643,82	9,23%	3.409.691,70	-0,49%	3.393.037,00	11,09%	3.769.366,00	
Gastos com o pessoal	2.974.326,38	11,11%	3.304.709,26	2,46%	3.386.062,18	9,60%	3.711.037,00	12,25%	4.165.528,00	
Imparidade de inventários (perdas/reversões)							358.643,00	-99,53%	1.676,00	
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)							-287.958,00	-100,00%		
Provisões (aumentos/reduções)	1.578.175,95	22,13%	1.927.503,49	30,90%	2.523.078,76	-111,41%	8.729,00	-100,00%		
Imparidade de investimentos não depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)										
Aumentos/reduções de justo valor	1.353.422,10	11,15%	1.504.347,85	-2,31%	1.469.562,54	-100,00%			1.146,00	
Outros rendimentos e ganhos	571.111,25	160,94%	1.490.278,76	-40,48%	887.003,85	750,47%	7.543.674,00	-83,00%	1.282.225,00	
Outros gastos e perdas	275.734,72	37,93%	380.319,54	8,68%	413.346,41	-7,57%	382.051,00	-37,70%	238.008,00	
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	1.563.449,23	17,41%	1.835.675,83	43,86%	2.640.829,08	343,58%	11.714.135,00	-62,07%	4.443.269,00	
Gastos/reversões de depreciação e de amortização							2.722.612,00	-0,50%	2.708.933,00	
Imparidade de investimentos depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)										
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	1.563.449,23	17,41%	1.835.675,83	43,86%	2.640.829,08	240,48%	8.991.523,00	-80,71%	1.734.336,00	
Juros e rendimentos similares obtidos	59.936,97	454,68%	332.460,10	69,53%	563.619,72	-100,00%				
Juros e gastos similares suportados	238.595,32	166,27%	635.307,06	59,12%	1.010.894,78	-29,55%	712.201,00	-53,40%	331.856,00	
Resultado antes de impostos	1.384.790,88	10,69%	1.532.828,87	43,10%	2.193.554,02	277,44%	8.279.322,00	-83,06%	1.402.480,00	
Imposto sobre o rendimento do período										
Resultado líquido do período	1.384.790,88	10,69%	1.532.828,87	43,10%	2.193.554,02	277,44%	8.279.322,00	-83,06%	1.402.480,00	

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Após a análise da Demonstração de Resultados para o horizonte em análise, concluímos que o volume de negócios da FEA aumentou significativamente, uma vez que as vendas aumentaram de ano para ano.

Em direta proporção com a evolução das vendas, estão as rubricas dos fornecimentos e serviços externos, do custo da mercadorias vendidas e das matérias consumidas e dos gastos com o pessoal, uma vez que para fazer face ao aumento da produção, são necessárias mais matérias-primas, mais recursos e mais mão-de-obra.

Realçamos também os valores da rubrica dos subsídios à exploração, que apesar de serem inexistentes até 2009, a partir daí começaram a ter um impacto significativo no resultado anual. Ocorreu também uma variação significativa na rubrica dos inventários da produção, explicada pelo aumento da capacidade produtiva da nova adega, e que com o decorrer dos anos veio a diminuir, até ao ponto de não haver excessos de produção.

Tabela 5 - Demonstração de Resultados da FEA [2006-2010] em % das Vendas

	dados históricos				
	2006	2007	2008	2009	2010
Rendimentos e Gastos					
Vendas e serviços prestados	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Subsídios à exploração	0,00%	0,00%	0,00%	6,27%	4,71%
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	0,00%	0,00%	0,00%	0,69%	1,12%
Variação nos inventários da produção	1,37%	14,90%	17,18%	16,22%	3,63%
Trabalhos para a própria entidade	0,10%	0,21%	0,54%	0,00%	0,00%
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	21,90%	33,83%	32,07%	26,70%	28,03%
Fornecimentos e serviços externos	30,63%	33,49%	29,16%	27,90%	27,08%
Gastos com o pessoal	30,76%	35,46%	28,96%	30,51%	29,93%
Imparidade de inventários (perdas/reversões)	0,00%	0,00%	0,00%	2,95%	0,01%
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0,00%	0,00%	0,00%	2,95%	0,01%
Provisões (aumentos/reduções)	16,32%	20,68%	21,58%	-2,37%	0,00%
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%	0,00%
Aumentos/reduções de justo valor	14,00%	16,14%	12,57%	0,00%	0,01%
Outros rendimentos e ganhos	5,91%	15,99%	7,59%	62,02%	9,21%
Outros gastos e perdas	2,85%	4,08%	3,53%	3,14%	1,71%
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	16,17%	19,70%	22,58%	96,31%	31,92%
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	0,00%	0,00%	0,00%	22,38%	19,46%
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	16,17%	19,70%	22,58%	73,92%	12,46%
Juros e rendimentos similares obtidos	0,62%	3,57%	4,82%	-5,86%	-2,38%
Juros e gastos similares suportados	2,47%	6,82%	8,64%	0,00%	0,00%
Resultado antes de impostos	14,32%	16,45%	18,76%	68,07%	10,08%
Imposto sobre o rendimento do período					
Resultado líquido do período	14,32%	16,45%	18,76%	68,07%	10,08%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

De acordo com o quadro acima, chegamos à conclusão que o custo das mercadorias vendidas, os fornecimentos e serviços externos e os gastos com o pessoal, têm um grande impacto no valor total das vendas, valores esses mais elevados no ano de 2007, explicado pelo facto de ser o primeiro ano de laboração da nova adega, em que se registou uma produção elevada, com valores nunca conseguidos até então.

5.2.2. Análise da Demonstração de Fluxos de Caixa

Nesta secção iremos analisar a Demonstração de Fluxos de Caixa da FEA, de modo a proporcionar-nos informação sobre os recebimentos e pagamentos da organização, no decorrer da sua atividade operacional, e perceber se é capaz de gerar excedentes de dinheiro no decurso da sua atividade.

Tabela 6 - Demonstração de Fluxos de Caixa da FEA [2006-2010] (€)

	dados históricos				
	2006	2007	2008	2009	2010
Fluxos de caixa das atividades operacionais					
Recebimentos de clientes	9.317.028,14	10.446.430,28	11.006.964,29	12.179.276,00	12.651.078,00
Pagamentos a fornecedores	5.025.110,86	6.658.847,14	7.445.192,92	6.404.727,00	7.422.032,00
Pagamentos ao pessoal	2.942.147,85	3.137.449,36	3.458.572,77	3.548.548,00	4.158.278,00
Pagamento/Recebimentos Imposto sobre o Rendimento	21.399,70	4.911,10	2.899,58	6.381,00	1.564,00
Outros pagamentos/recebimentos da actividade operacional	-54.759,14	-1.386.701,35	-616.122,25	272.859,00	
Recebimentos de rubricas extraordinárias	78.955,42	162.189,88	524.516,78		
Pagamentos de rubricas extraordinárias	82.391,22	6.427,94	8.521,71		
Fluxos de caixa das actividades operacionais (1)	1.379.693,07	2.187.685,97	1.232.416,34	1.946.761,00	1.069.204,00
Fluxos de caixa das actividades de investimento					
Pagamentos respeitantes a:					
Ativos fixos tangíveis	2.161.067,72	10.461.415,58	1.510.232,49	2.867.143,00	1.356.502,00
Ativos intangíveis				206.356,00	224.607,00
Investimentos financeiros	257.298,57	610.352,98	137.807,32	175.610,00	1.226.228,00
Outros Ativos					
Recebimentos provenientes de:					
Ativos fixos tangíveis		33.657,28		6.481.893,00	
Ativos intangíveis					
Investimentos financeiros					
Outros Ativos	489.484,54	236.443,16	78.177,97	84.000,00	652.088,00
Juros e rendimentos similares	10.596,62	242.491,25	287.496,50	535.784,00	302.177,00
Fluxos de caixa das actividades de investimento (2)	-1.918.285,13	-10.559.176,87	-1.282.365,34	3.852.568,00	-1.853.072,00
Fluxos de caixa das actividades de financiamento					
Recebimentos provenientes de:					
Financiamentos obtidos	631.521,57	9.619.489,01	1.289.486,99		
Realizações de capital e de outros instrumentos de capital próprio					
Outras operações de financiamento				7.580,00	
Pagamentos respeitantes a:					
Financiamentos obtidos				2.485.841,00	1.406.085,00
Juros e gastos similares	206.857,36	492.366,18	735.781,26	752.895,00	309.864,00
Reduções de capital e de outros instrumentos de capital próprio					
Outras operações de financiamento					
Fluxos de caixa das actividades de financiamento (3)	424.664,21	9.127.122,83	553.705,73	-3.231.156,00	-1.715.949,00
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)	-113.927,85	755.631,93	503.756,73	2.568.173,00	-2.499.817,00
Efeito das diferenças de câmbio		-88.959,41	39.087,20	-32.057,00	-26.623,00
Caixa e seus equivalentes no início do período		402.332,69	1.069.005,21	1.611.849,14	4.147.965,00
Caixa e seus equivalentes no fim do período		402.332,69	1.069.005,21	1.611.849,14	4.147.965,00

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Após da análise da Demonstração de Fluxos de Caixa, concluímos que os recebimentos de clientes tiveram uma evolução positiva em todo o horizonte em análise, que nos três primeiros anos a FEA obteve valores elevados de financiamento de longo prazo, para fazer face à construção e implementação da nova adega, e que nos anos seguintes esteve a pagar esse financiamento.

5.2.3. Análise de Quantidades Engarrafadas

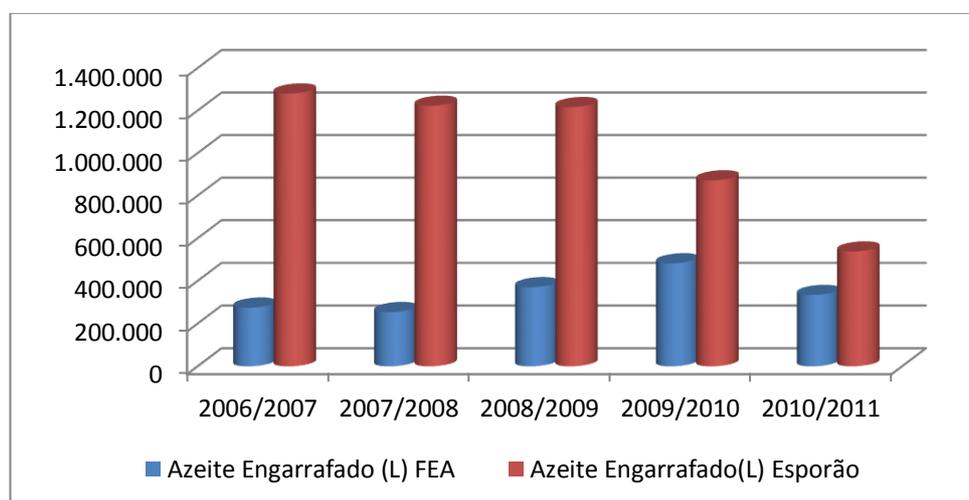
Devido à proximidade geográfica e tipo de produtos que comercializa, o maior concorrente da FEA é a Herdade do Esporão (HE), este grupo empresarial classifica-se como uma empresa familiar, onde o gosto pela terra e ligação às raízes os levou e enveredar pelo mercado do vinho e do azeite, estão situados no Alentejo, mais propriamente na região de Reguengos de Monsaraz, onde se encontram as suas vinhas, adegas, lagar, enoturismo e *winebar*.

O nosso objetivo nesta secção era fazer uma análise em valor, de modo a podermos comparar a FEA e a HE, no que às quantidades vendidas e aos preços praticados diz respeito, mas por uma questão de sigilo profissional não foi possível ter acesso a esses dados, e o que iremos analisar abaixo será a evolução e as diferenças das quantidades de azeite e vinho engarrafado por cada uma das organizações.

Através da análise dos gráficos abaixo, comprovamos que a HE apresenta quantidades bastante superiores tanto no azeite engarrafado como no vinho, o que não é de espantar visto que apresenta áreas de vinha e olival superiores à da FEA.

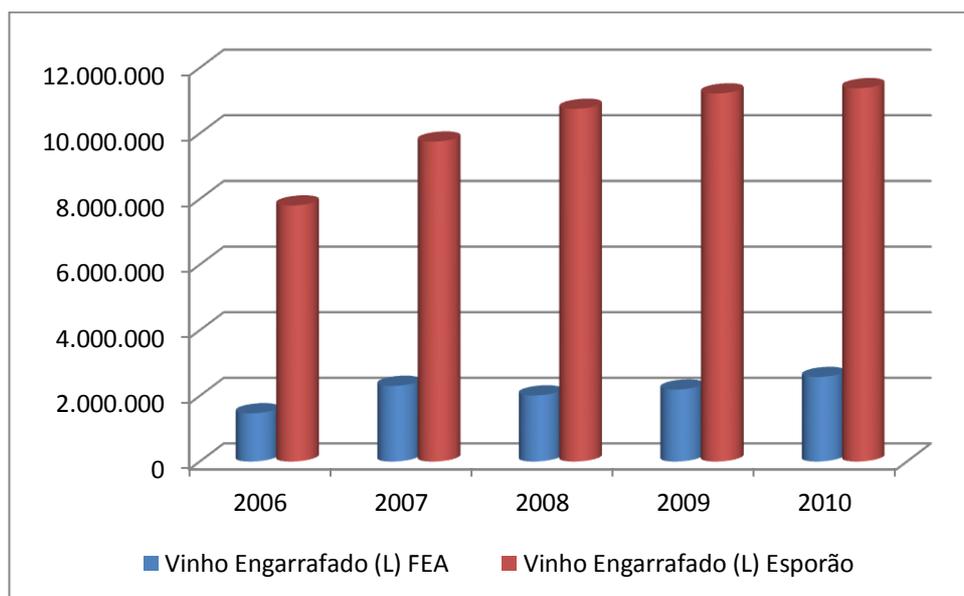
No que ao azeite diz respeito, a evolução das quantidades engarrafadas por parte da HE decresceu, enquanto que a FEA obteve uma evolução positiva, à exceção do ano de 2010/2011 onde houve decréscimo - decréscimo este justificado pela fraca qualidade da azeitona e pela conjuntura económica.

Gráfico 3 – Quantidades de Azeite Engarrafado (L)



Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Gráfico 4 – Quantidades de Vinho Engarrafado (L)



Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

No caso das quantidades de vinho engarrafado, tanto a HE como a FEA tiveram evoluções positivas, não obstante as quantidades engarrafadas pela HE serem significativamente superiores. A FEA apenas registou uma diminuição no ano de 2008, o ano seguinte à entrada em pleno da nova adega, onde o objetivo foi otimizar a produção de modo a não haver excedentes.

5.2.4. Análise de Resultados - Métodos na Óptica Patrimonial

Para que a avaliação por parte dos métodos patrimoniais/rendimento seja mais facilmente compreendida, elaboramos uma tabela com os dados necessários para o cálculo dos métodos acima descritos, a tabela foi elaborada com os dados disponíveis nos Relatórios Contas Anuais no período compreendido entre 2006 e 2010.

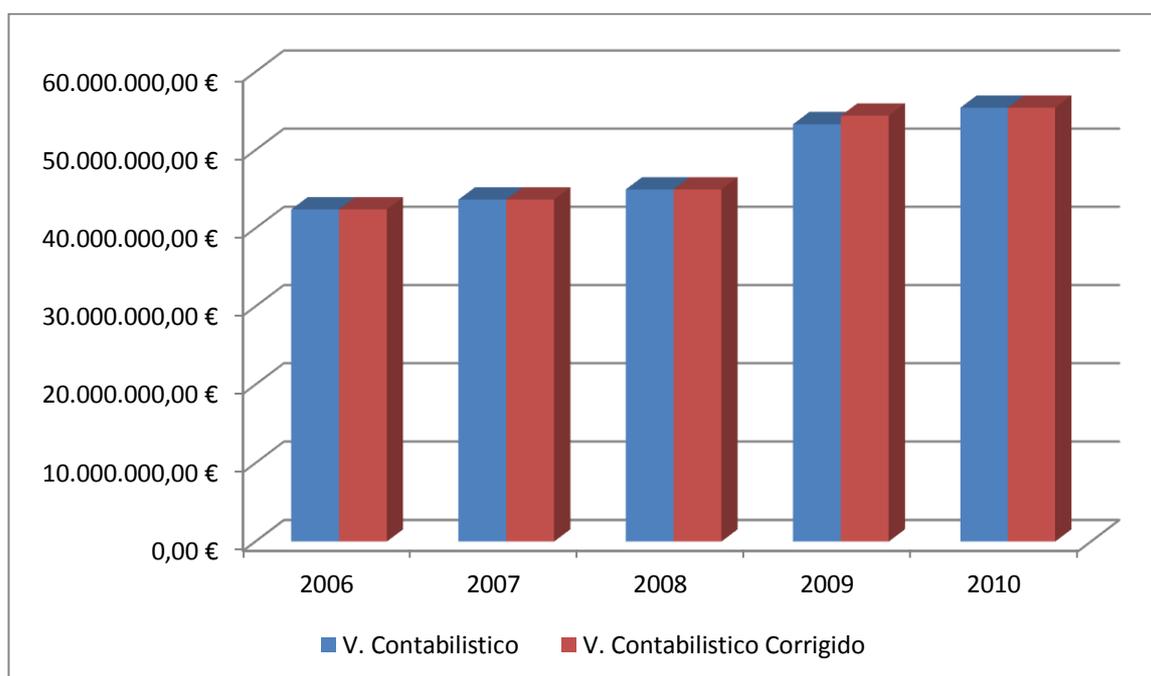
Tabela 7 – Dados Contabilísticos (€)

	2006	Δ%	2007	Δ%	2008	Δ%	2009	Δ%	2010
Ativo	53.127.215,00	18,36%	62.882.069,62	2,50%	64.456.902,97	8,39%	69.865.149,67	2,20%	71.404.897,00
<i>Ativo Corrigido</i>	53.127.215,00	18,36%	62.882.069,62	2,50%	64.456.902,97	8,58%	69.987.828,00	2,02%	71.404.897,00
Passivo	10.718.587,64	79,25%	19.213.222,41	1,38%	19.477.996,79	-15,05%	16.546.945,91	-3,41%	15.983.106,00
<i>Passivo Corrigido</i>	10.718.587,64	79,25%	19.213.222,41	1,38%	19.477.996,79	-19,97%	15.587.651,00	2,54%	15.983.106,00
Capital Próprio	42.408.627,36	2,97%	43.668.847,21	3,00%	44.978.906,18	18,54%	53.318.203,76	3,95%	55.421.791,00
Lucro Operacional	1.525.309,65	3,06%	1.571.979,76	34,83%	2.119.486,96	324,23%	8.991.525,00	-80,71%	1.734.334,00
Resultado Líquido	1.384.790,88	10,69%	1.532.828,87	43,10%	2.193.554,02	278,86%	8.310.409,76	-83,12%	1.402.478,00
Ativo Curto Prazo	10.427.198,82	16,01%	12.096.681,00	20,02%	14.518.859,68	38,82%	20.154.718,21	7,12%	21.590.520,00
Passivo Curto Prazo	5.992.905,59	79,35%	10.748.052,00	-13,02%	9.348.472,49	-51,95%	4.492.378,40	34,81%	6.056.109,00

Fonte: Elaboração própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Os métodos do valor contabilístico e valor contabilístico corrigido são, possivelmente, os métodos mais diretos de se calcular, uma vez que resultam da diferença entre as duas grandes rubricas do balanço. No gráfico abaixo podemos ver a evolução do valor da área produtiva da FEA no período compreendido entre 2006 e 2010.

Gráfico 5 – Evolução dos valores do método valor contabilístico e do contabilístico corrigido (€)



Fonte: Elaboração Própria

Ao analisarmos o gráfico podemos comprovar, que o valor da FEA através destes dois métodos foi evoluindo positivamente no período em análise, sendo esse valor mais acentuado no ano de 2009 - que coincide com a venda de um terreno à Câmara Municipal de Évora, por parte da FEA. De salientar também que, com a exceção do ano de 2009, os valores dos métodos do valor contabilístico e do valor contabilístico corrigido foram idênticos. Em 2009 a FEA, com a aprovação do DL nº 158/2009 de Julho que obriga à adoção do Sistema de Normalização Contabilística (SNC), efetuou o seu encerramento de contas segundo o normativo inerente ao Plano Oficial de Contas (POC), mas mais tarde emitiu as contas do exercício de 2009 segundo o novo normativo, o que levou a valores atualizados do seu Ativo

e Passivo, mas que não levaram a alterações significativas, tendo nos outros anos em análise ficado com os valores expressos nos Relatórios Contas anuais (*Económica*, 2014).

Tanto um método como outro, têm evoluções positivas mas apesar dessas evoluções não podemos deixar de referir que estes valores não refletem o valor de mercado da FEA. A subjetividade inerente aos Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (PCGA'S) pode levar a que exista diferença entre o valor de mercado e o valor contabilístico, uma vez que os dados são estáticos e não traduzem nem a verdadeira situação da empresa nem as rendibilidades futuras. No método do valor contabilístico corrigido, apesar de ser calculado com base em valores ajustados, não tem em conta a evolução acima referida nem o *goodwill* da empresa.

Ainda dentro da óptica Patrimonial/Rendimento vamos calcular o valor da FEA, através dos métodos do Valor da Rendibilidade do Ativo e do Valor de Rendibilidade do Capital Próprio. Para permitir ver a evolução elaboramos uma tabela com os valores dos respetivos anos:

Tabela 8 – Valores do ROE e ROI

	2006 (%)	2007 (%)	2008 (%)	2009 (%)	2010 (%)
ROE	2,87%	2,50%	3,29%	12,87%	2,43%
ROI	3,27%	3,51%	4,88%	15,22%	2,53%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

A fazermos a análise da tabela, podemos comprovar que o valor da FEA calculado por cada um dos métodos teve evoluções semelhantes. Começamos pelo ROE, no ano de 2006, 2008 e 2009 a evolução foi sempre positiva, em 2007 este valor deve-se ao fato de ter entrado em pleno funcionamento a nova Adega, fazendo com que a capacidade produtiva aumentasse expressivamente e que levou a um incremento no resultado operacional, em 2009 o aumento foi bastante significativo, muito por causa da venda de um terreno já anteriormente falada, em 2007 a evolução foi negativa devido ao esforço financeiro elevado o que levou ao disparo dos custos, em 2010 e também muito por causa do valor registado no ano anterior, a evolução foi negativa. Através desta análise podemos comprovar que o ROE é um bom

indicador de crescimento, ao indicar o ano certo em que se deu o crescimento, neste caso 2008, servindo também para medir a eficiência dos ativos em criar riqueza para a empresa.

Ao analisarmos a evolução do ROI, notamos que teve um comportamento semelhante ao do ROE, registando de 2006, 2008 e 2009 uma evolução positiva, sobressaindo o valor em 2009, muito por causa da venda que surtiu efeitos no dois métodos, que fez o Resultado Líquido aumentar e conseqüentemente o valor da FEA, no ano de 2007, e pelas mesma razões que falámos no ROE, o valor decresceu, em 2010 o valor diminui. Mas olhando para os anos anteriores a 2009, podemos ver que não é um decréscimo relevante. De salientar que este método não tem em conta as expetativas futuras da empresa, sendo que, para ultrapassar isso, muitas vezes são feitas previsões, frisando também que os capitais próprios são invariáveis e não estão atualizados tendo em conta o tempo e a inflação.

Tabela 9 – Valores do Método do Valor Substancial

	2006	Δ%	2007	Δ%	2008	Δ%	2009	Δ%	2010
Capital Próprio	42.408.627,36	2,97	43.668.847,21	3,00	44.978.906,18	20,95	54.400.177,00	1,88	55.421.791,00

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Como já foi abordado no capítulo da metodologia este método calculado pela óptica do valor substancial líquido equivale ao valor substancial bruto deduzido de todo o passivo, ou seja, o valor do capital próprio, como podemos ver no quadro acima os valores foram sofrendo evoluções positivas no horizonte temporal em análise, contribuindo assim para um aumento do valor da empresa, de salientar a evolução mais significativa em 2009, que uma vez mais corresponde ao ano em que se efetuou a venda do terreno.

Passamos agora ao cálculo do valor da empresa através do método dos rácios, escolhemos três rácios correspondentes a três dos quatros tipos de rácios mais utilizados, os rácios do endividamento, da liquidez e a da rendibilidade.

Tabela 10 – Valores dos Rácios

	2006	2007	2008	2009	2010
Endividamento Geral	0,20	0,31	0,30	0,22	0,22
Liquidez Geral	1,74	1,13	1,55	4,49	3,57
Rendibilidade Líquida Vendas	0,14%	0,17%	0,23%	0,74%	0,12%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Ao analisarmos os valores acima, comprovamos que foram diferentes as evoluções, em relação ao rácio do endividamento geral, constatamos que o grau de endividamento da empresa foi mais elevado no ano de 2007 e 2008, correspondendo estes dois anos ao período de construção da nova adega, o que justifica o endividamento superior, vindo estes valores a diminuir nos anos seguintes. Os valores da liquidez tiveram variações diferentes, entre 2006, 2007 e 2010 houve lugar a uma diminuição enquanto que em 2009 e 2010 houve um aumento, estas variações podem ser explicadas pela construção da adega no período de 2007 a 2008 e pela venda do terreno em 2009, que fez aumentar a facilidade com que a empresa pôde aceder às suas disponibilidades. A rendibilidade líquida das vendas registou uma evolução positiva de 2006 a 2009, decrescendo em 2010, o que se pode justificar pela conjuntura que atualmente ainda vivemos, o que leva a que as vendas diminuam, mas mesmo assim conseguimos ver que, através dos valores acima, a FEA tem conseguido utilizar os seus ativos com eficiência.

Por último, vamos analisar o resultado da avaliação através do método do *Goodwill*, como já tínhamos falado anteriormente, calculámos o *Goodwill* através da óptica da entidade, tendo em conta o Resultado Operacional da empresa no horizonte temporal em análise. A taxa utilizada foi o WACC.

Tabela 11 – Valores Anuais do *Goodwill* (€)

	2006	2007	2008	2009	2010
GW	16.054,62 €	57.504,38 €	-143.185,73 €	3.421.074,39 €	440.863,70 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Na tabela acima, verificamos que apenas no ano de 2008, se registou um valor de *Goodwill* negativo, justificado pelo incremento do valor do ativo e pelo aumento da taxa do *WACC*, o que faz com que o seu valor seja positivo em 3.792.695,54€, umas das desvantagens da aplicação deste método é o seu delicado cálculo, é difícil avaliar ativos intangíveis, porque a contabilidade foi criada para os ativos tangíveis, é complicado avaliar uma empresa com base em ativos intangíveis como marcas, relacionamento humano, localização, capital intelectual, etc.

5.2.5. Análise de Resultados Métodos na Óptica dos Cash-Flows

Através do cálculo do método do valor descontado dos *Cash-Flows* conseguimos depreender se a empresa tem capacidade para gerar valor no futuro. Tal como no cálculo do *Goodwill* a taxa de atualização utilizada, foi o *WACC*, porque é variável de ano para ano, e reflete o custo do capital próprio e o custo do capital alheio. Procedemos ao cálculo do valor da continuidade, sendo esse valor o quociente entre o valor do Meios Libertos Líquidos de 2010 e o *WACC*, consideramos este último 5,8%.

Tabela 12 – Valor da Empresa (€)

	2006	2007	2008	2009	2010
Free Cash Flow	2.704.292,54	3.227.355,30	4.648.876,75	11.334.602,94	82.404.331,23
Valor da Empresa	85.283.695,54				

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios Contas da FEA

Após a análise do quadro acima, concluimos que o valor da empresa é aproximadamente 85.283.695,54€¹. Temos que ter em atenção que o cálculo do valor da empresa através deste método apresenta sempre condicionantes que podem influenciar o seu resultado.

Este método é calculado com base em previsões o que pode sempre distorcer um pouco o valor da empresa. O mercado onde a FEA se insere, é um mercado não cotado em bolsa, o

¹ De referir que, por impossibilidade na obtenção dos valores, não estão aqui incluídos os valores de mercado do património imobiliário nem da dívida.

que torna mais difícil a sua avaliação, visto que não é fácil obter informações sobre o mesmo, e que ficamos um pouco limitados. Outro aspeto que pode ser considerado com condicionante do valor, é o facto de a FEA por ser uma IPSS, não ser sujeita a imposto sobre o rendimento.

Podemos concluir, após análise dos resultados, que o valor de uma empresa depende dos fluxos de caixa futuros gerados pelo negócio, o valor de qualquer ativo é proporcional ao valor de fluxos de caixa que gera, do tempo durante o qual gera esses mesmos fluxos e do risco associado, como tal, podemos afirmar que a FEA é uma empresa com potencial interno de crescimento e com a capacidade de gerar valor no futuro.

Passemos agora à análise de resultados com base no EVA. A FEA sendo reconhecida como Instituição Privada de Solidariedade Social (IPSS), encontra-se isenta de imposto sobre o rendimento das Pessoas Coletivas, nos termos do art.º 10º do CIRC. Para efeito é necessária a observância continuada de requisitos enumerados no citado artigo, merecendo destaque a afetação aos fins estatutários de pelo menos 50% do rendimento global líquido, que estaria sujeito a tributação nos termos gerais (FEA, Relatório Contas, 2011), assim sendo e tendo em conta que para o cálculo do EVA é necessário o resultado operacional da empresa depois de impostos, resolvemos não utilizar qualquer taxa de imposto.

Tabela 13 – Valores do EVA e do SVA

	EVA/SVA (€)
2006	-68.506,80
2007	-314.482,33
2008	-1.103.358,19
2009	-90.944,46
2010	306.236,06

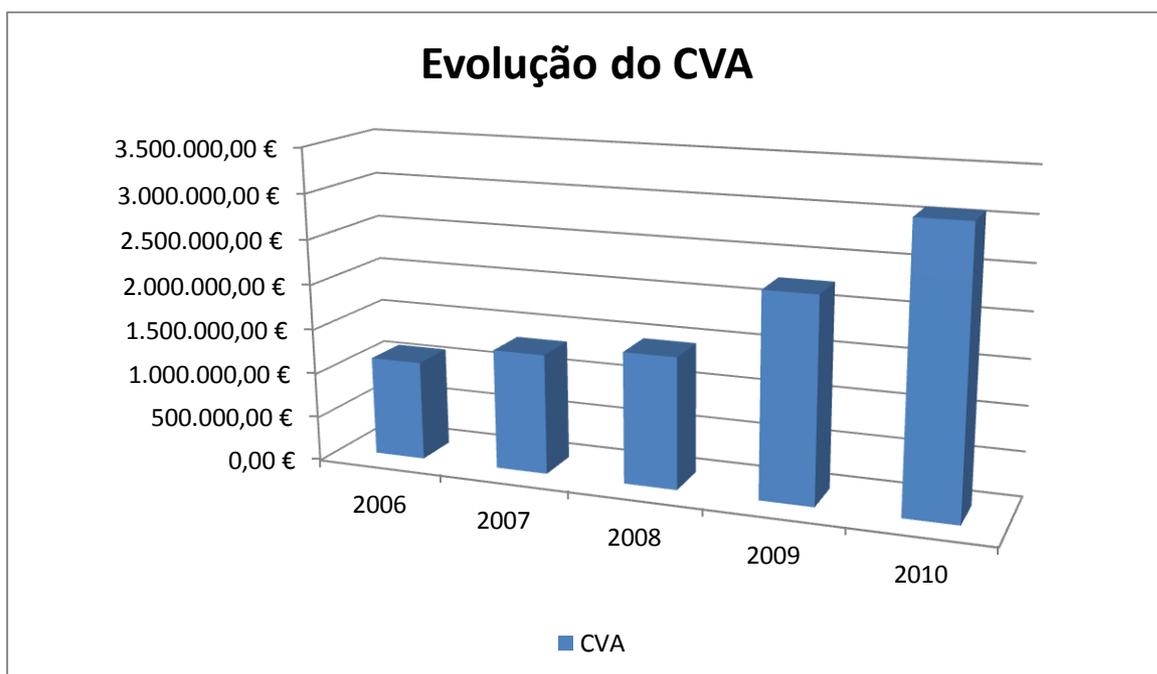
Após o cálculo dos valores, concluímos que a empresa só criou valor no ano de 2010, de 2006 a 2009 houve destruição de valor, ou seja, não existiu incremento de valor, porque a empresa não conseguiu gerar um resultado maior do que o custo do capital investido. Tal como já foi enunciado nos métodos calculados anteriormente, estes valores resultam do esforço financeiro efetuado, no período de 2007 a 2008, sendo que em 2010 já se registou um valor positivo,

muito por culpa da alienação de um terreno, mas também de salientar o aumento da capacidade produtiva da adega que levou a um aumento das vendas. Este aumento de resultado determinado pelo EVA, pode vir a ser distribuído por funcionários, como política de remuneração pelo desempenho, o que leva a um maior compromisso por parte dos mesmos em alcançar os objetivos e metas determinadas.

Passemos agora ao cálculo do valor através do SVA, como referimos no capítulo 4 o SVA e o EVA são apurados através da mesma fórmula, logo os seus resultados são idênticos. Tendo em conta o SVA, podemos afirmar que estes valores refletem a contribuição que os gestores deram para o aumento de valor da empresa.

Em relação ao método do CVA, decidimos elaborar um gráfico, que nos permitisse alcançar um melhor entendimento da evolução do valor da empresa:

Gráfico 6 – Evolução dos valores do método Cash Value Added (CVA) (€)



Fonte: Elaboração Própria

Após a análise do gráfico, concluímos que a evolução do valor foi positiva, no horizonte temporal em análise, registaram-se aumentos de valor de ano para ano, o que significa que a empresa está a criar valor. Estes valores indicam-nos que os negócios estão a contribuir para o aumento de valor e que a empresa está a conseguir conciliar a vertente económica da empresa com a vertente financeira.

Através do cálculo do MVA, chegamos a um valor positivo, registou-se criação de valor ($MVA > 0 =$ Criação de valor). Este método está ligado ao EVA porque tanto um como outro, não têm em conta as expectativas de crescimento futuras, baseando os seus resultados nos valores fornecidos pelas demonstrações financeiras.

Tabela 14 – Valor do MVA (€)

	2006	2007	2008	2009	2010
Valor da Perpetuidade					12.608.156,40
Fator de desconto	1,00	0,98	0,95	0,93	0,91
Valor atual do EVA	-68.506,80	-314.482,33	-1.103.358,19	-90.944,46	306.236,06
Valor atualizado do EVA	-68.506,80	-307.025,08	-1.051.651,24	-84.627,02	278.206,17
Valor da Empresa	11.374.552,43				

Fonte: Elaboração Própria

Após o cálculo do valor da Área Produtiva da FEA de acordo com os métodos acima utilizados, podemos concluir que se verificam algumas diferenças de resultados, mas que na maior parte dos resultados chegámos a um valor significativamente positivo. Começámos por calcular primeiro através da óptica dos métodos patrimoniais/rendimento que, na sua totalidade, apresentam valores positivos e dão a ideia que a Área Produtiva se encontra em crescimento e com boas perspetivas de futuro, tendo em conta a evolução registada no horizonte temporal em análise. De seguida calculámos o valor tendo em conta os métodos da óptica dos *Cash-Flows*, concluímos que o valor foi positivo de acordo com o cálculo do método do valor descontado dos *Cash-Flows*, do CVA e do MVA uma vez que através do EVA e do SVA, apenas no último ano se registou um valor positivo.

6 – Conclusões

6.1. Centradas nos objetivos gerais

Ao longo deste trabalho, que teve como objetivo principal demonstrar o valor financeiro da área produtiva FEA, considerámos que o processo de avaliação é também um meio de obtenção de informação da entidade em estudo. Após a análise dos resultados das avaliações calculadas através dos vários métodos, consideramos que objetivo foi alcançado, uma vez que conseguimos chegar a valores concretos da avaliação. Através do cálculo do valor pelo método dos *Cash-Flows*, concluímos que a Área Produtiva da FEA tem um valor de 85.283.695,54€. Comprovámos que os dados recolhidos durante a pesquisa exploratória e bibliográfica foram suficientes para conseguirmos apurar valores que nos permitissem chegar a valores finais das avaliações sobre os outros métodos, apesar de terem sido necessários cálculos suplementares que nos auxiliassem a calcular os métodos escolhidos.

Verificámos também, que para este tipo de entidade, os Métodos da Óptica Patrimonial são mais adequados uma vez que são calculados com base nos documentos contabilísticos, que dão uma informação sobre a situação atual da empresa.

Constatámos que apenas dois dos doze métodos calculados registam valor negativo, que nesses o valor foi negativo no horizonte temporal em análise, de 2006 a 2010, mas que no último ano, já se registou um valor positivo, o que nos leva a crer que a FEA se encontra em franco crescimento, porque apesar de ter efetuado um grande esforço financeiro, aquando da já mencionada construção da nova adega, já se encontra a colher os “frutos” desse esforço, uma vez que o aumento da sua capacidade produtiva fez com que houvesse um aumento do valor das vendas, valor esse que contribui significativamente para o aumento de valor da Área Produtiva da Fundação Eugénio de Almeida. Em suma, após o estágio verificámos que, em termos gerais, a FEA apresenta um valor significativamente positivo e que dispõe de condições técnicas, humanas e financeiras para fazer com o seu valor continue a evoluir positivamente.

6.2. Centradas nos objetivos específicos

Neste trabalho foram apresentados vários métodos de avaliação de empresas, na revisão de literatura apresentámos mais pormenorizadamente aqueles que nos pareciam mais corretos para avaliar este tipo de entidade, podemos afirmar que existe uma bibliografia variada sobre os métodos de avaliação, embora o facto de não existirem muitas avaliações sobre empresas não cotadas em bolsa, foi relativamente fácil encontrar livros e artigos que nos pudessem ajudar a alcançar os nossos objetivos específicos de calcular o valor da empresa com base nos vários métodos da óptica patrimonial e da óptica dos *cash-flows*.

6.3. Limitações

Neste trabalho considerámos que as principais limitações foram o facto de a FEA não ser uma empresa cotada em bolsa, o que iria permitir fazer a sua avaliação sobre o leque mais vasto de métodos e também o facto de face ao seu reconhecimento como IPSS, se encontrar isenta de imposto sobre o rendimento das pessoas coletiva e assim não termos podido utilizar nenhuma taxa de imposto no cálculo dos métodos.

Bibliografia

- Amat, O., 2000. *EVA – Valor Añadido Económico. Un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor*. Ediciones Gestión 2000, Espanha.
- Assaf, N.A., 2008. *Curso de Administração Financeira*. Atlas, 2008, Brasil.
- Australian Society of CPAs, 1998. Shareholder Value Analysis, A Discussion paper for business enterprises. Sidney
- Barber, F., Strack, R. e Villis, U., 2000. *Opportunities for Action in Consumer Markets – Valuing the Assets of the New Economy*. The Boston Consulting Group; <http://www.consumer.bcg.com>, pp. 25-27.
- Bauman, M.P., 1999. An Empirical Investigation of Conservatism in Book Value Measurement. *Managerial Finance*, Vol. 25 (12), pp. 42-57.
- Brandão, E., 2002. *Finanças*. 2ª Edição, Porto Editora, Lisboa, Portugal.
- Brealey, R.A. e Myers, S.C., 1998. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª Edição, McGraw-Hill de Portugal. Lisboa. Portugal.
- Copeland, T., 2002. Want to create value? *Strategic Finance*, N.º 9, Vol. 83, Mar, pp. 48.
- Covarsí, M.G.A., 2000. El Coeficiente de Respuesta al Resultado y el Coeficiente de Relevancia Valorativa del Resultado: Aspectos Metodológicos y Evidencia Empírica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIX, n.º105, Julio/Septiembre, pp. 579-622.
- Damodaran, A., 1996. *Investment Valuation*. Second Edition, John Wiley & Sons Inc. New York.
- Damodaran, A. e Bernstein, P., 1998. *Investment Management (Wiley Frontiers in Finance)*. First Edition, John Wiley & Sons Inc. New York.
- Damodaran, A., 2007. *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. Second Edition, Pearson Education Inc. New Jersey.
- Económica, V., 2014. *Código do IRC: Código do IRC na versão alterada e republicada pela Lei n.º 2/2014 de 16 de janeiro*
- Feltham, G.A. e Ohlson, J.A., 1996. Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. *Journal of Accounting Research*, N.º 2, Vol. 34, Autumn, pp. 209.

- Fundação Eugénio de Almeida, 2012a. Estrutura Organizacional - Organigrama da FEA, <http://intranet:81/qualidade/Estrutura%20Organizacional/Organigramas/Organigrama%20FEA.pdf>, consultado em 20/04/2012
- Fundação Eugénio de Almeida, 2012b. Política da Qualidade, <http://intranet:81/qualidade/Politica%20e%20Objectivos/Política%20da%20FEA.pdf>, consultado em 28/04/2012
- Fundação Eugénio de Almeida, 2013a. *Relatório Contas 2006*. Acedido em 26 de janeiro de 2013, em: <http://www.fundacaoeugeniodealmeida.pt>
- Fundação Eugénio de Almeida, 2013b. *Relatório Contas 2007*. Acedido em 26 de janeiro de 2013, em: <http://www.fundacaoeugeniodealmeida.pt>
- Fundação Eugénio de Almeida, 2013c. *Relatório Contas 2008*. Acedido em 26 de janeiro de 2013, em: <http://www.fundacaoeugeniodealmeida.pt>
- Fundação Eugénio de Almeida, 2013d. *Relatório Contas 2009*. Acedido em 26 de janeiro de 2013, em: <http://www.fundacaoeugeniodealmeida.pt>
- Fundação Eugénio de Almeida, 2013f. *Relatório Contas 2010*. Acedido em 26 de janeiro de 2013, em: <http://www.fundacaoeugeniodealmeida.pt>
- Howell, R.A., 2002. Tying free Cash Flows to market valuations. *Financial Executive*, Nº 3, Vol. 18 May, pp. 17-19.
- Menezes, H.C., 1996. *Princípios de Gestão Financeira*. 7ª Edição, Editorial Presença. Lisboa. Portugal.
- Myers, R., 1996. Forget EPS, ROE, and ROI. The true measure of your company's performance is EVA. *The Magazine for Senior Financial Executives*, Vol. 1 October.
- Neves, J.C., 2000a. *Análise Financeira – Avaliação do Desempenho Baseada no Valor*. 1ª Edição, Vol. III, Texto Editora. Lisboa. Portugal.
- Neves, J.C., 2000b. *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*. 12ª Edição, Vol. I, Texto Editora. Lisboa. Portugal.
- Neves, J.C., 2000c. *Métricas de avaliação do desempenho económico*, Lisboa. Portugal.
- Neves, J.C., 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios*. McGrawHill de Portugal, Lda. Lisboa. Portugal.
- Ottoson, E. e Weissenrieder, F., 1996. *CVA Cash Value Added – a new method for measuring financial performance*, Study No 1996:1, Department of Economics, Gothenburg University, Sweden, Gothenburg.

- Pareja, I.V. e Tam, J., 2004. *Principles of Cash Flow Valuation*. Elsevier Academic Press Vol. 1.
- Pettit, J., 2000. EVA and production strategy. *Industrial Management*, vol. 42; Nov/Dec., pp. 6-12.
- Powell, G. e Baker, K., 2005. *Understanding Financial Management, A Pratical Guide*. Wiley-Blackwell Malden, US.
- Rérolle, J.-F., 1998. La création de valeur dans une économie connectée. *Analyse Financière*, Septembre, pp. 8-15.
- Seetharaman, A. e Sooria, H.H.B.Z., 2002. Intellectual capital accounting and reporting in the knowledge economy. *Journal of Intellectual Capital*, N.º 2, Vol. 3, pp. 128-148.
- Stewart, G.B., 1991. *The Quest of Value*. New York: Harper Business. New York. US.
- Wernke, R., 2008. *Gestão Financeira: Ênfase em aplicações e casos nacionais*. Saraiva. São Paulo. Brasil.
- Young, S.D., e O'Byrne, S., 2000. *EVA and Value-Based Management*. McGraw-Hill. New York. US.