

2012

Turismo Rural do Norte



Projecto de Investimento

Docente:

Mestre Gonçalves da Silva

Aluno:

Pedro Rui Alves

Objectivo do trabalho.....	4
Decisão e Perspectivas	4
Introdução	5
A empresa.....	5
A actividade	6
Expectativas.....	6
Mercados e Parceiros	8
Mercado	8
Promoção do empreendimento	8
Principais Parceiros	9
Pressupostos do Projecto	10
A conta de Exploração.....	10
Prazos, Taxas e Impostos.....	11
Prazes médios.....	11
Impostos, Taxas	11
Investimento e Financiamento.....	12
projecção de investimento:.....	12
Depreciações	12
Financiamento do Projecto	12
Projectação de Cash flow	13
Análise Económico – Financeira	14
Critérios de Decisão de Investimento	14
Análise dos Indicadores do Projecto	14
Análise de Risco e Sensibilidade.....	15
Análise de Cenários	15

Árvore de Decisão	16
As Métricas de Valor	18
VBM – Value Based Management.....	18
EVA – Economic Value Added	19
Resultado Económico	19
CVA – Cash Value Added ou Valor Acrescentado de Caixa	20
TSR – Retorno Total do Accionista	21
Opções Reais na Avaliação de Investimentos	22
Conclusão	23
Bibliografia.....	25
Anexos/Apêndices.....	26
Mapas	26

OBJECTIVO DO TRABALHO

O objectivo deste trabalho visa a aplicação dos conteúdos programáticos leccionados na unidade curricular de Projectos de Investimento.

Encetamos a elaboração e análise de um Projecto de Investimento para um horizonte temporal de cinco anos.

Através do plano de investimento, pretende-se aferir da viabilidade do supra mencionado projecto, no que concerne à sua rentabilidade, tendo como ponto de partida um conjunto de informações, as quais se encontram suportadas em estudos realizados.

DECISÃO E PERSPECTIVAS

✚ A decisão assenta na análise de custos e outros encargos inerentes à aquisição de bens, mais concretamente, da rubrica de Activo Fixo Tangível, e dos encargos que daí decorrerão, para a empresa.

Numa primeira abordagem, dir-se-á que se trata de fazer a opção ou não pela exploração de uma quinta recuperada no segmento de Turismo Rural, na vertente de gama alta.

A opção pelo investimento neste sector de negócio assenta no facto do sector Turístico ser uma das maiores fontes de desenvolvimento do país, contribuindo decisivamente para o equilíbrio da nossa Balança Comercial.

A aposta na qualidade dos serviços prestados poderá abrir excelentes perspectivas, não só no que respeita ao tipo de clientes que optem pela estadia no empreendimento, mas também na rentabilidade do investimento, onde assume particular importância o lucro que daí pode advir.

INTRODUÇÃO

A EMPRESA

A empresa TURISMO RURAL DO NORTE S.A. é uma sociedade anónima com capital de 750.000,00 €, composto por 750.000 acções com valor nominal de 1,00€.

A administração do empreendimento fica a cargo de cinco administradores, que compõem o Conselho de Administração, sendo estes os únicos accionistas da sociedade, detentores de 150.000 acções cada.

O capital inicial da empresa teve por base a projecção dos investimentos iniciais para viabilizar o projecto de 5 empreendedores, todos adeptos da prática de um turismo de qualidade e bem-estar para proporcionar ao cliente, momentos únicos.

O local eleito para o desenvolvimento do projecto localiza-se no Alto Minho interior, uma região estratégica que reúne todos os ingredientes para a implementação deste tipo de investimento, uma vez que, para além dos serviços prestados pela nossa empresa, poder-se-á recrutar a mão-de-obra local, uma mais-valia no contexto do projecto, na contribuição que poderão dar com o seu saber no que concerne aos usos e costumes locais, e, igualmente, a utilização dos bens produzidos localmente, o que, no conjunto, poderá significar um empreendimento perfeitamente enquadrado na região em que se insere.

O Minho interior porquê? Porque além de ser uma região de extraordinária beleza, integrada no Parque Nacional Peneda-Gerês, marcam presença as praias fluviais do rio Lima, a Norte alberga a região demarcada do Vinho Alvarinho, a oriente tem a Barragem de Lindoso, e a ocidente as praias da extensa costa minhota, não esquecendo as vias de circulação construídas nos últimos anos, que facilmente transportam os turistas às duas capitais minhotas, Viana do Castelo e Braga e a Espanha, e também a proximidade à capital do Norte, a cidade do Porto e ao seu aeroporto.

Ainda porque a oferta turística na região, neste nicho de mercado é praticamente inexistente. O mais semelhante é a pousada de Santa Maria de Bouro.

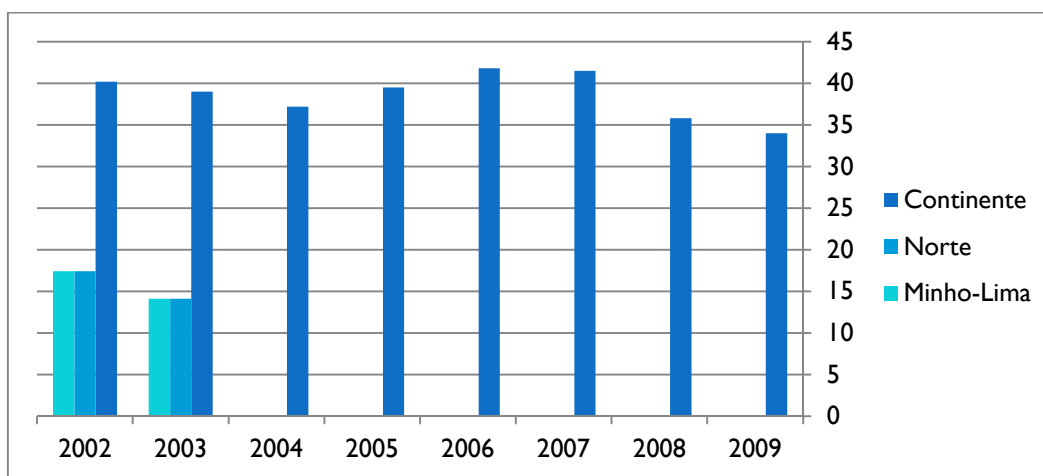
A ACTIVIDADE

A empresa centra a sua actividade no Turismo ecológico, aproveitando uma localidade rural um pouco degradada e esquecida, onde reconstruiu 12 moradias unifamiliares conjuntamente com a casa senhorial que foi convertida para os serviços da empresa, recepção, e uma loja de conveniência onde os clientes poderão encontrar quer produtos de consumo diário, quer os produtos artesanais da região.

Houve a preocupação de criar espaços de recreio e actividades outdoor no seio da mesma, como piscina, campo multi-desportos, campo de ténis, mini-golf, e um circuito de manutenção que percorrerá todos os espaços da quinta, procurando assim uma solução integrada para quem procura este tipo de serviços, direccionados para o bem-estar num ambiente calmo e repousante.

EXPECTATIVAS

O gráfico abaixo, permitiu, em conjunto com outros estudo estatísticos disponibilizados pela mesma fonte, concluir que o mercado na região no que concerne a tipo de serviço que pretendemos encetar o investimento é praticamente inexistente, pelo que, mais uma vez, se reforça a ideia de uma excelente oportunidade de negócio.



TAXA LÍQUIDA DE OCUPAÇÃO DE CAMA – ALDEAMENTOS TURÍSTICOS – FONTE INE

Nos referidos estudos estatísticos, foi ainda possível verificar que, apesar do valor registado em 2009 ter sido inferior a 35%, a taxa de ocupação no período que medeia entre 2002 e 2008, manteve-se, no continente, sempre acima desse valor, o que nos cria muito boas expectativas quando analisados ambos os factores – a falta de oferta e a ocupação média.

Localização geográfica (NUTS - 2002)	Tipo (estabelecimento hoteleiro)	Dormidas (N.º) nos estabelecimentos hoteleiros por Localização geográfica (NUTS - 2002), Tipo (estabelecimento hoteleiro) e Local de residência; Anual				
		Período de referência dos dados				
		2006				
		Local de residência				
		TOTAL	PORTUGAL	União Europeia 25 (s/ PT)		
		N.º (milhares)	N.º (milhares)	N.º (milhares)		
Continente	1	Estabelecimentos hoteleiros	30657,3	11016,1	16935,8	
		Hotéis	16729,9	6030,3	8856,4	
		Pensões	3104,2	1873,4	922,7	
		Estalagens	418,6	214,8	178,6	
		Pousadas	385,6	221,2	118	
		Motéis	268,5	204	62,1	
		Hotéis-apartamentos	4053,9	1132,6	2643	
		Aldeamentos turísticos	1713,1	281	1353,7	
		Apartamentos turísticos	3983,6	1058,7	2801,4	

INE, INQUÉRITO À PERMANÊNCIA DE HÓSPEDES E OUTROS DADOS NA HOTELARIA

Com base nos dados constantes do quadro acima, verificamos que para o tipo de empreendimento em Aldeamento Turístico, 79% dos hóspedes são oriundos de países da União Europeia, eleitos os nossos clientes-alvo.

Por outro lado, ao nível do potencial cliente Português, pode também haver uma boa frequência do empreendimento se atentarmos aos dados das pousadas, que são o tipo de empreendimento mais próximo deste empreendimento.

Tendo em atenção estes dados bem como:

- ✓ Zona do Parque Nacional Peneda-Gerês, de grande beleza natural e afastada da área mais explorada em termos de oferta hoteleira (Vila do Gerês);
- ✓ Proximidade com Espanha (cerca de 20 Km);
- ✓ Qualidade e diversidade dos serviços oferecidos;

Estimamos que a taxa de ocupação estimada para primeiro ano de 35%, e a atingir o valor de 55% a partir do 4º ano do projecto, é viável e fiável.

MERCADOS E PARCEIROS

MERCADO

Os serviços colocados à disposição direccionam-se para clientes dos mercados interno e externo, independentemente da época, dado que objectivamente, a estadia, o repouso e o lazer em ambiente bucólico e despoluído serão a imagem de marca do empreendimento.

♦ Fase 1

✦ por questões de proximidade e logística, os mercados alvo preferenciais serão o Português e o da vizinha Espanha e França.

♦ Fase 2

✦ será direccionada para a Europa do Norte, nomeadamente os mercados Alemão, Britânico, Benelux e Escandinávia.

PROMOÇÃO DO EMPREENDIMENTO

O empreendimento terá uma forte campanha publicitária, No sentido de promover o projecto, será encetada uma forte campanha publicitária nos 2 primeiros anos, passando pela criação de um site na Internet onde os potenciais clientes poderão apreciar os pormenores do empreendimento e da região, com todas as informações úteis e marcação da reserva on-line.

Esta será a imagem de marca do empreendimento, é de capital importância, pois pretende-se com isto criar a ideia de o produto ir para além de um “simples” serviço de alojamento para dormida, como aquele que é praticado quer por pousadas, quer por quintas rurais, ou seja, proporcionar aos utentes do empreendimento como que a continuidade da sua vida normal em termos de bem-estar em família, i.e., sem quebrar os laços com os seus hábitos originais, mas tudo isto enquadrado no ambiente verde do ruralismo.

A oferta da estada em moradia, onde possam definir os seus hábitos diários sem se cingirem a um cumprimento de horários, como cozinhar e preparar as refeições à hora que bem lhes aprouver, ver TV, filmes incluídos, num ambiente calmo e tranquilo, como se de uma sala de cinema se tratasse, ouvir música ou até desfrutar da Internet, encetar passeios na natureza cujas rotas são por si definidos, sem estarem sujeitos a horas e roteiros pré-definidos como nas excursões organizadas, visitando os locais que mais lhe interessarem.

PRINCIPAIS PARCEIROS

Parceiros/Fornecedores	Produto
Produtores Locais	Produtos de Consumo e Artesanato
Rent-A-Car	Aluguer de veículos
Makro	Produtos de Consumo
Lavandaria/ Engomadoria	Serviços de limpeza de têxteis
Média Market	Material Informático e Electrodomésticos
IKEA	Móveis e equipamentos
ZON	Internet, telefone e Fax
IKEA	Móveis e equipamentos
EDP	Electricidade
SMAS	Água e Saneamento

PRESSUPOSTOS DO PROJECTO

Para análise do projecto de investimento, estabelecemos alguns pressupostos essenciais, que nos servirão de orientação para o estudo da viabilidade do negócio.

A CONTA DE EXPLORAÇÃO

Estima-se que a taxa de ocupação registe um crescimento gradual ao longo do tempo, no início atingindo os 30%, chegando aos 55% no 4º ano do projecto.

♦ **Projectão das Vendas e Compras**

O volume de negócios, que engloba a prestação de serviços e mercadorias, será condicionado pela taxa de ocupação estimada para os primeiros 5 anos.

A compra de mercadorias deverá crescer ao mesmo ritmo da ocupação projectada para o empreendimento, e deverá ter um peso de 10% no Volume de Negócios.

♦ **Orgãos de Gestão e Pessoal**

Os Orgãos de Gestão serão compostos por 5 administradores que irão assegurar a gestão das áreas Administrativa e Financeira, Comercial e Marketing, Património e Recursos Naturais, Recursos Humanos e Operações e Logística.

O pessoal, serão contratados 6 colaboradores, sendo que 3 ficarão afectos a serviços internos de limpeza e assistência aos Alojamentos e os restantes afectos ao serviço de manutenção de todo o empreendimento, nomeadamente parte eléctrica, jardins, áreas relacionadas com a construção, manutenção das estruturas, desde a pichelaria até aos trabalhos de calcetagem.

Uma vez mais se reafirma que todos os colaboradores serão recrutados nos concelho onde se situará o empreendimento.

♦ **Fornecimento e Serviços Externos**

A empresa estima que os FSE tenham um peso de 20% na estrutura de negócios, sendo previsível que no primeiro ano atinja 30% e 25% no segundo ano por via das fortes campanhas promocionais para lançamento e expansão de mercado do empreendimento.

♦ **Outros Custos de Exploração**

As despesas essenciais ao seu funcionamento, tais como a electricidade, água, telefone, internet e os produtos para manutenção e limpeza do empreendimento, representem um peso de 2% na estrutura de negócios.

PRAZOS, TAXAS E IMPOSTOS

Os quadros a seguir apresentados projectam valores médios estimados. Por simplificação, admitimos que alguns itens poderão apresentar-se algo desfasados da realidade, ainda que não muito distantes desta, como por exemplo o IRS ou a TSU, esta deveria apresentar-se diferenciada consoante se trate de trabalhadores ou órgãos de gerência.

PRAZES MÉDIOS

Indicadores médios (Cálculo dos Recursos e Necessidades de Exploração do PI)		
Prazo médio de Recebimento (dias) / (meses)	15	0,5
Prazos médios de Pagamentos (dias) / (meses)		
FSE e Compras	45	1,5
IVA	45	1,5
Segurança Social	20	0,67
IRS	20	0,67
Prazo médio de Stockagem (dias) / (meses)		
Matérias Primas	0	0
Mercadorias	45	1,5

IMPOSTOS, TAXAS

IVA	23,00%
TSU Empresa	23,75%
TSU Trabalhadores	11,00%
Taxa média de IRS	10,00%
Taxa de IRC	25,00%
Taxa de juro de activos sem risco - Rf	2,50%
Taxa de juro activa (Nominal) - TAN	8,50%
Taxa de Inflação	3,00%
Crescimento Real da massa salarial	1,00%
Taxa de Rendibilidade esperada do Mercado (RM)	10,00%
Beta	1,25

INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO

Nos quadros seguintes, são apresentados os pressupostos orientadores para a projecção do investimento e respectivo financiamento.

PROJECCÃO DE INVESTIMENTO:

Investimento em Activos Fixos do PI	Valor	Depreciações
Imóvel (Inclui Moradias e loja de Conveniência)	768.750,00 €	4,00%
Terreno do Empreendimento	256.250,00 €	0,00%
Construção da Piscina e Campos de Jogos	55.000,00 €	4,00%
Equipamento das Moradias	30.000,00 €	20,00%
Ferramentas e Utensílios	3.250,00 €	12,50%
Equipamento Administrativo	6.750,00 €	25,00%
Investimento total em Activos Fixos do PI	1.120.000,00 €	

DEPRECIAÇÕES

Todos activos serão amortizados às taxas em vigor no Decreto-Regulamentar 25/2009, pelo método das quotas constantes, e conforme indicados no quadro anterior.

FINANCIAMENTO DO PROJECTO

Estrutura de Financiamento do Projecto

Investimento

Activos Imobilizados	1.120.000,00 €
- Tesouraria	50.000,00 €

Financiamento

- Capital Social	64,10%	750.000,00 €
- Empréstimos Bancários L/P	35,90%	420.000,00 €

PROJECCÃO DE CASH FLOW

Os Cash-flow são projectados mediante os pressupostos anteriormente alinhados, permitindo dentro desses “condicionalismos” prever os valores que podem ser gerados ao longo da vida útil do projecto de investimento, aferindo da sua sustentabilidade em termos de liquidez, podendo ser este o primeiro meio de avaliação da *performance* do projecto, no curto prazo.

Free Cash Flow	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	
Entrada de fluxos						
Cash-Flow Operacional						
+ EBIT	13.042 €	96.779 €	195.561 €	240.274 €	248.870 €	
- IRC (T)	0 €	9.605 €	39.965 €	51.143 €	53.292 €	
EBIT - IRC [=EBIT (1-t)]	13.042 €	87.174 €	155.596 €	189.130 €	195.577 €	
+ Amortizações do Exercício	41.044 €	41.044 €	41.044 €	41.044 €	39.356 €	
+ Ajustamentos/Provisões	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	
Cash-Flow Operacional [EBIT(1-T)+R+Aj]	54.086 €	128.218 €	196.639 €	230.174 €	234.934 €	
Investimentos em Activos Fixos					916.469 €	
Investimentos em NFM					-4.141 €	
Total de Entrada de fluxos	Ano 0	54.086 €	128.218 €	196.639 €	230.174 €	1.147.262€
Saída de fluxos						
Investimentos em Activos Fixos	1.120.000 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Investimentos em NFM		-3.940 €	-1.896 €	2.068 €	-247 €	-125 €
Total de Saída de fluxos	1.120.000 €	-3.940 €	-1.896 €	2.068 €	-247 €	-125 €
Cash-Flows totais Líquidos	-1.120.000,00 €	58.026 €	130.114 €	194.571 €	230.421 €	1.147.386€

- ✦ A análise dos Cash-Flows dá claras indicações da viabilidade deste projecto, dado que os resultados apresentam valores positivos desde o 1º ano de projecto, o que desde logo permite aferir da sua potencialidade para gerar liquidez.
- ✦ Permite ainda acrescentar que os Resultados Líquidos do projecto, logo a partir do 2º ano, são positivos.

ANÁLISE ECONÓMICO – FINANCEIRA

CRITÉRIOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

Serão apresentados alguns dos critérios mais utilizados no que respeita à decisão em projectos de investimento, em que, para cada um destes será aferida informação sobre este o projecto em apreço, que utilizaremos para uma 1ª avaliação global sobre o projecto de investimento pelo qual enveredamos.

ANÁLISE DOS INDICADORES DO PROJECTO

♦ VAL - Valor Actual Líquido

- ✎ O modelo reflecte, de forma directa, o confronto entre o custo do investimento e a respectiva rentabilidade, que é aferida a partir da adição dos fluxos gerados ao longo do tempo e actualizados para o presente.
- ✓ O VAL do projecto de investimento é positivo, cifrando-se em € 45.367,65, o que nos dá indicação da viabilidade do mesmo, até porque se atendermos ao capital inicial que ascende a € 1.120.000,00, tal demonstra que a empresa consegue gerar Cash Flow capazes positivos ao longo da vida do projecto capaz de amortizar o investimento inicial e gerar excedente, como se demonstra no quadro respectivo.

♦ TIR – Taxa Interna de Rentabilidade

- ✎ A TIR (ou IRR – Internal Rate of Return) é outro critério de decisão que consiste em calcular a taxa de rentabilidade que torna o VAL nulo, a taxa de actualização, que mede a taxa de remuneração máxima que o projecto poderá proporcionar, será a incógnita e a base de comparação é o custo de oportunidade do capital.
- ✎ A regra de aceitação de um investimento é a TIR ser superior ao custo do capital (k) e a recusa será sinónimo de TIR inferior a k , sendo a TIR nula equivalente à indiferença.
- ✓ A TIR apresenta-se positiva, 11,056%, como se pode aferir em mapa anexo, valor superior à taxa de custo do capital.

♦ PRCI – Período de Recuperação do Capital Investido

- ✎ Este modelo proporciona o número de períodos necessário para, através dos Cash-flows gerados, recuperar o capital investido.
- ✓ Estima-se que a empresa consiga recuperar o investimento inicial num período de 4,4 anos.

ANÁLISE DE RISCO E SENSIBILIDADE

Nas empresas, as decisões têm de ser tomadas em função dos seus objectivos estratégicos: crescer, diversificar, internacionalizar ou inovar são os alvos que condicionam as decisões de gestão.

Assumindo que os objectivos da empresa são claros, a tomada de decisão em gestão envolve a escolha do plano de acção que permita atingir esses objectivos com a maior probabilidade. Este processo envolve normalmente a análise e escolha das várias alternativas disponíveis. Na prática, este processo é difícil, dadas as incertezas envolvidas e volatilidade dos mercados.

A tomada de decisão pode ser mais difícil em função das incertezas envolvidas, não só na definição do problema como também nas consequências da decisão. Incertezas quanto ao futuro e reacções de outros intervenientes podem tornar as consequências da decisão difíceis de prever.

Para ajudar a lidar com essas incertezas foram desenvolvidas metodologias como são os casos da Análise da Relação Risco-Retorno, Análise de Sensibilidade, Optimização, Simulação de Monte Carlo, Análise de Cenários e Árvore de Decisão. Destas iremos trabalhar com as últimas técnicas como instrumento auxiliar para eventuais tomadas de decisão.

ANÁLISE DE CENÁRIOS

Nesta análise tomaremos como variável fundamental a Taxa de Ocupação projectada para o empreendimento durante a vida do Projecto e verificando os seguintes pressupostos:

- ✓ O cenário considerado moderado, será aquele que foi projectado para este investimento;
- ✓ Serão criados 2 cenários alternativos, em que um será Optimista e outro Pessimista;
- ✓ Cenário optimista consideramos uma procura superior em 5% em cada ano;
- ✓ Cenário pessimista consideramos uma procura inferior em 5% em cada ano;

♦ Obtemos os seguintes resultados:

Cenário	Pessimista	Moderado	Optimista
VAL	-35.531,00 €	45.367,65 €	106803,00
Probabilidades	5%	90%	5%

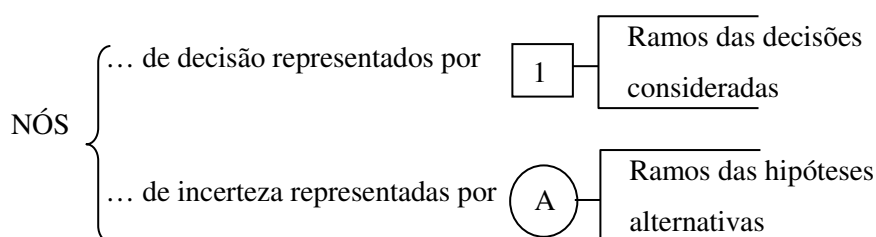
E(VAL)	Variância	Desvio Padrão	Coef. Variação
44.394,49 €	514.997.639,96	22.693,56 €	51,12%

Em anexo é possível aferir do impacto destes cenários ao longo de todas as demonstrações, desde o Volume de Negócios, Resultados Líquidos e Cash Flow.

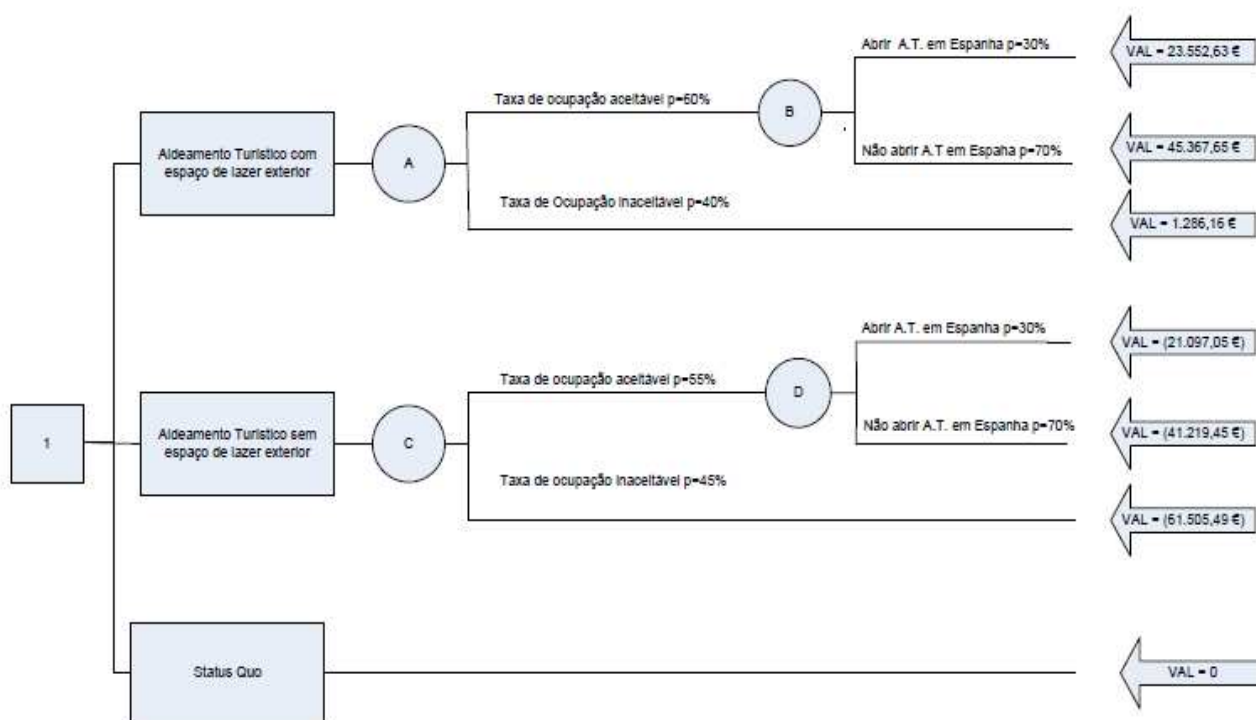
ÁRVORE DE DECISÃO

Árvores de decisão são outro dos instrumentos que permite analisar a hipótese de tomada de decisões sequenciais relativamente à realização de investimentos. É contudo diferente dos restantes métodos, isto porque permite, no decorrer da vida útil do investimento, avaliar a hipótese de alterar o rumo dos investimentos conforme os resultados que vão sendo obtidos, i.e., alterar profundamente a forma e âmbito do investimento. É uma representação gráfica de acções alternativas de quem decide e da natureza.

Composição/legenda da árvore de decisão



ÁRVORE DE DECISÃO – TURISMO RURAL DO NORTE, S.A



NÓ B : $E(\text{VAL}) = (0.30 \cdot 23.552,63) + (0.70 \cdot 45.367,65) = 38.823,14 \text{ €}$ Aceitar Projecto

NÓ A: $E(\text{VAL}) = (0.60 \cdot 38.823,14) + (0.40 \cdot 1.286,16) = 23.823,14 \text{ €}$

Nó D e Nó C, projecto rejeitável dada apresentação de VAL negativo, não será recuperado o investimento no horizonte temporal dos 5 anos.

Quando se encontra um nó de incerteza, calculam-se as consequências para a totalidade dos ramos que derivam desse nó.

Quando se encontra um nó de decisão, calculam-se as consequências para cada ramo do nó, escolhendo o que maior rentabilidade apresente para a empresa.

A Turismo Rural do Norte, S.A, tem duas possibilidades de investimento no projecto de reconstrução do aldeamento turístico, reconstrução de 12 moradias e construção de espaço de lazer exterior (1) ou reconstrução de 12 moradias sem espaço exterior de lazer (2).

Pressupostos de Decisão	1)	2)
Investimento Inicial	1.120.000,00€	1.065.000,00 €
Taxa de Ocupação aceitável ano 1	$\geq 25\%$	$\geq 25\%$
Custo do Capital 10%	10%	10%
Abertura em Espanha de concorrente com unidade hoteleira semelhante.	P = 30%	P = 30%

AS MÉTRICAS DE VALOR

VBM – VALUE BASED MANAGEMENT

Falar e utilizar as Métricas de Valor, obriga necessariamente a abordar a aqui a Gestão Baseada no Valor – Value Based Management – dado que a utilização dessas métricas tem por fim dar respostas a **gestão voltada para a criação de valor**.

A VBM é sobretudo o resultado das insuficiências da Contabilidade de resposta face á crescente complexidade da economia. Concereteza que a contabilidade tem um papel deveras importante, aliás, a Gestão nada conseguiria fazer sem a informação disponibilizada pelas várias peças contabilísticas, contudo, essa mesma contabilidade, quando analisada de forma isolada, não pode adiantar muito mais do que aquilo que está registado nos documentos, pois trata-se de uma análise estática, referente a um dado momento, e por outro lado não dá resposta ao valor criado por uma organização.

Foi neste “vale” da insuficiência que surgiu o VBM, que tenta explicar o Valor criado por uma organização para lá dos seus Resultados Contabilísticos, mostrando em termos económicos outra “fotografia” do valor real de uma organização.

Apoianda em diversas ferramentas e técnicas de avaliação – EVA, CVA, ROI, SVA e outras – procura por diferentes formas medir o Valor Acrescentado não reflectido pela contabilidade, mas procuram responder a outras questões como p.exp., qual a fase operacional em que se obtém maior valor por forma s ser máximizdo.

Estas ferramentas são as Métricas de Valor, são utilizadas para evidenciar a criação de valor com enfoque na maximização do valor para o accionista / investidor.

♦ **O objectivo na sua utilização, é a dar resposta a algumas questões , tais como:**

- ✓ O retorno obtido é maior que o custo do capital investido?
- ✓ O retorno está ou não a evoluir de forma positiva?
- ✓ A empresa está a criar ou a destruir valor?
- ✓ O potencial obtido está reflectido no valor das acções ?

Dito isto, procuraremos abordar algumas dessas ferramentas, explicando o seu âmbito e apresentando o resultado obtido no Projecto de Investimento em apreciação.

EVA – ECONOMIC VALUE ADDED

O Economic Value Added traduz-se na diferença entre o resultado operacional e a remuneração obtida pelos investidores por afectarem capital a um projecto. Essa remuneração define-se como o custo médio ponderado do capital – WACC - multiplicado pelo capital investido. Desta forma, permite verificar se o capital investido numa empresa é remunerado adequadamente, tendo em conta o custo de oportunidade de outras aplicações alternativas.

↳ O EVA é uma medida anual e os dados que se utilizam para o calcular são os que correspondem a cada ano.

EVA Economic Value Added						
WACC	9,9%	1	2	3	4	5
Depreciações		41.044 €	41.044 €	41.044 €	41.044 €	39.356 €
NOPAT	[EBITx(1-t)]	9.781 €	72.584 €	146.671 €	180.205 €	186.652 €
Resultados Operacionais	[EBIT]	13.042 €	96.779 €	195.561 €	240.274 €	248.870 €
Investimento Líquido	1.120.000 €	822.706 €	781.663 €	740.619 €	699.575 €	660.219 €
EVA	[NOPAT-(CMPCxCI)]	-101.106 €	-8.869 €	69.281 €	106.879 €	117.390 €
EVA Actualizado	[EVA x (1+WACC) ⁽⁻ⁿ⁾]	-91.997 €	-7.343 €	52.193 €	73.264 €	73.220 €
MVA	[Soma dos EVA actualizados]	-91.997 €	-99.340 €	44.850 €	125.457 €	146.484 €

↳ Verifica-se **destruição de valor nos dois primeiros anos** – EVA negativo – começando a **criar de valor** – EVA positivo – **nos anos seguintes**, compensando os valores negativos.

↳ A empresa cria **Valor Acrescentado a médio prazo**.

RESULTADO ECONÓMICO

O conceito de Resultado Económico (ou Economic Profit) ou ainda Resultado Residual (Residual Income) existe há décadas. Ao contrário dos Resultados Contabilísticos, para quem os custos financeiros com a Dívida são os únicos custos do financiamento reconhecidos, para determinar o Resultado Económico há que satisfazer todos os custos financeiros, tanto da dívida como do capital dos accionistas, e, portanto, **o custo define-se como custo de oportunidade** dos fundos ou capitais envolvidos.

Partindo do Resultado Operacional após Impostos – NOPAT – e dividindo pelo Capital Investido, obtemos o ROIC – Return on Invested Capital. Este valor deduzido do CMPC é aplicado ao valor do capital investido, devolvendo o valor Resultado Económico.

RE Resultado Económico						
WACC	9,9%	1	2	3	4	5
NOPAT	$[EBIT \times (1-t)]$	9.781 €	72.584 €	146.671 €	180.205 €	186.652 €
Investimento Líquido	1.120.000 €	822.706 €	781.663 €	740.619 €	699.575 €	660.219 €
ROIC	$[NOPAT:CI]$	0,87%	6,48%	13,10%	16,09%	16,67%
RE	$[(ROIC-WACC) \times CI]$	-91.997 €	-99.340 €	44.850 €	125.457 €	146.484 €

↳ Tal como o EVA, o Resultado Económico apresenta-se negativo nos dois primeiros anos, invertendo a tendência a partir do terceiro ano de forma consistente até ao final do projecto, como se releva no quadro acima. Sintomática a criação de valor.

↳ Podemos concluir que a soma dos EVA Actualizados e o RE são iguais, mas Resultado Residual obtém-se de duas formas distintas.

CVA – CASH VALUE ADDED OU VALOR ACRESCENTADO DE CAIXA

O CVA é uma medida de eficiência que compara os cash flow com o total de activos que geraram esses cash flow. É uma medida do resultado económico, tal como o EVA, mas baseia-se nos fluxos operacionais e não nos lucros.

CVA Cash Value Added						
NOPAT	$[EBIT \times (1-t)]$	9.781 €	72.584 €	146.671 €	180.205 €	186.652 €
Depreciações		41.044 €	41.044 €	41.044 €	41.044 €	39.356 €
Depreciações Económicas	$(AFT \times WACC) / [(1+WACC).n] - 1$	100.897 €				
Investimento Líquido	1.120.000 €	822.706 €	781.663 €	740.619 €	699.575 €	660.219 €
WACC	9,9%					
CVA	$[NOPAT + D - DE - CI \times WACC]$	-160.959 €	-68.722 €	9.428 €	47.026 €	55.849 €

↳ Analisando os resultados deste projecto em relação às métricas do EVA e CVA poderemos justificar as diferenças de valores no facto do EVA ser calculado com base no valor dos investimentos líquidos. Assim, quando os investimentos são novos o valor contabilístico é elevado e o EVA tende a ser inferior. À medida que o valor contabilístico decresce pelo efeito das depreciações o EVA aumenta significativamente.

↳ No que se refere ao CVA, este é baseado nos cash flow operacionais (fluxos gerados), deduzido da depreciação económica e do custo do investimento bruto, sem o efeito das depreciações. Utilizando uma métrica ou outra concluímos que a empresa criou valor.

TSR – RETORNO TOTAL DO ACCIONISTA

Corresponde ao valor ponderado dos dividendos (que representam uma forma de remuneração directa do investimento dos accionistas) e da valorização da acção (que representa uma forma indirecta de remuneração, dado que esta reflecte a expectativa do mercado em relação ao crescimento e à rentabilidade da empresa no futuro)

TSR Total Shareholder Return		1	2	3	4	5
Capital Próprio	1.120.000 €	727.342 €	778.816 €	898.711 €	1.052.141 €	1.212.019 €
Resultado Líquido do Período		-22.658 €	51.474 €	119.896 €	153.430 €	159.877 €
Free Cash-Flow (Dividendos)		58.026 €	130.114 €	194.571 €	230.421 €	1.147.386 €
Ke - WACC		9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
Rcp		-2,02%	7,08%	15,39%	17,07%	15,20%
CP _M (Valor de Mercado)	1.180.720 €	1.239.593 €	1.232.207 €	1.159.632 €	1.044.022 €	0 €
Δ CP _M (CP _M - CP _C)	60.720 €	512.251 €	453.391 €	260.921 €	-8.120 €	
Free Cash-Flow (Dividendos)		58.026 €	130.114 €	194.571 €	230.421 €	1.147.386 €
Δ Valor de Mercado [CP _{Mn} - CP _M n-1]		58.873 €	-7.386 €	-72.575 €	-115.610 €	-1.044.022 €
Diferença Incremental anual [FCF - ΔCP _M]		-847 €	137.500 €	267.146 €	346.032 €	2.191.408 €
TSR		-0,07%	11,09%	21,68%	29,84%	209,90%

↳ No que se refere ao TSR, o rendimento total para os accionistas situar-se-ia nos 10%, i.e., seria idêntica à Taxa de Rentabilidade esperada do Mercado (RM).

OPÇÕES REAIS NA AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS

Num projecto de investimento o risco e a incerteza estão sempre presentes, com efeito, às estimativas efectuadas está sempre associado um grau de probabilidade – é impossível, por exemplo, garantir que a projecção de vendas ocorra da forma estimada.

Existem no entanto indicadores no ambiente externo ao investimento que deverão ser tomados em conta para a decisão do investimento, ou, até para a sua modificação no decurso do mesmo, tais como a possibilidade de abertura de um concorrente directo ou a previsão de um aumento dos Impostos sobre o Consumo, que devem ser avaliados no sentido de Avançar, Aguardar, Abandonar ou Modificar. Para o projecto em causa, equacionamos a abertura de um concorrente directo:

Análise de Risco		Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Taxa de Ocupação		30%	40%	50%	55%	55%
Cash-Flows actualizados	-1120000	52.633 €	107.051 €	145.205 €	155.977 €	704.501 €
VAL 45.368 €						

Para a possibilidade de abertura de um concorrente em Espanha, 30%, é expectável que a taxa de ocupação seja inferior em 10%, bem como o VR dos activos **(B)**. Espera-se a decisão da concretização deste negócio concorrente para o final do ano.

Por outro lado, o da não concretização do mesmo, 70%, estima-se um aumento da taxa de ocupação em + 2% **(A)**

Hipótese (A)						
Taxa de Ocupação	32%	42%	52%	57%	57%	
-1120000	64.153 €	112.889 €	153.611 €	163.915 €	711.885 €	
VAL (A) 86.453 €						
Hipótese (B)						
Taxa de Ocupação	20%	30%	30%	40%	40%	
-1120000	-4.966 €	58.857 €	61.982 €	110.839 €	592.839 €	
VAL (B) -300.451 €						

Sendo de abandonar o projecto em caso do projecto concorrente avançar, temos de referir que o deferimento do investimento resulta num VAL superior em **70% x VAL (A) – VAL = 15.149 €**.

Optar pelo deferimento do projecto resulta como uma opção positiva no valor referido, pelo que será a decisão a adotar - adiar o investimento.

CONCLUSÃO

As diversas medidas tradicionais de avaliação de desempenho económico das empresas não conseguem apurar se está a ser criada ou destruída riqueza e consequentemente, a contribuir-se para o aumento ou a diminuição do valor de mercado das empresas, uma vez que o seu cálculo tende a assentar exclusivamente em dados contabilísticos.

Com vista a responder esta necessidade, foram apresentadas várias metodologias de avaliação de desempenho económico, entre as quais destacamos o **EVA** e o **TSR**. A primeira permite analisar com maior profundidade, o resultado económico das empresas, evidenciando o valor acrescentado e a segunda permite aferir do Retorno para os accionistas.

A metodologia do EVA é de aplicação relativamente simples, contudo, requer ajustamentos e conhecimento de algumas informações que não estão expressas nas demonstrações financeiras.

A adopção dos conceitos EVA na análise de desempenho das empresas é inovadora e eficiente, permitindo que se possa estabelecer o planeamento estratégico, limitando o risco e assegurando eficiência financeira. O EVA traduz o valor criado pela empresa num determinado período, por isso foi calculado o MVA, que fizemos constar no anexo “Métricas de Valor”, trata-se de uma medida cumulativa de performance empresarial, ou seja, é a diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor do capital investido, traduzindo o valor que o mercado perspectiva venha a ser criado no futuro ou o valor criado pela empresa no passado.

A empresa gera valor económico acrescentado, ou seja, tem um EVA positivo, quando a rentabilidade do capital investido é superior ao custo médio ponderado do capital, ou seja, a empresa gera valor para o accionista. Se for negativo, a rentabilidade do capital investido é inferior ao custo médio ponderado do capital, existindo, assim, uma destruição do valor.

Como metodologia de avaliação, o EVA/MVA, proporciona a accionistas, gestores, credores, analistas e demais interessados uma visão mais realista sobre o desempenho da empresa.

Avaliando o desempenho da empresa através desta metodologia permitem que os gestores identifiquem os projectos rentáveis, que acrescentam maior valor para a empresa e rejeitem aqueles que prejudicam o seu desempenho.

No caso no projecto em análise, o EVA e o MVA mostram-se positivos a partir do 3º ano de vida do projecto, pelo que numa perspectiva de vida útil do projecto, 5 anos, este irá gerar Criação de Valor.

A metodologia do TSR permite aos accionistas aferir da rendibilidade do seu investimento num projecto, é pois a melhor forma de verificar se a taxa de rendibilidade do investimento é superior a outros investimentos alternativos e se é capaz de responder às exigências do mercado.

Com esta metodologia de avaliação, o TSR, proporciona a accionistas, gestores, credores, analistas e demais interessados, sobre a decisão de investir ou não num determinado investimento.

Para o projecto em análise, verificamos que o TSR gera uma “taxa” superior à RM a partir do 2º ano, logo dentro das expectativas e exigências do mercado em termos de rendibilidade, e superior às Taxas oferecidas em aplicações financeiras ou outros investimentos alternativos.

A construção de 3 cenários alternativos, permitiu-nos obtermos informação mais consistente e a prevermos eventuais “desvios”, aceitando como “Moderado” os valores originalmente projectados para o investimento, construiu-se outro “Pessimista” e um outro “Optimista”.

Por via dos resultados obtidos, verificamos que no caso do cenário “Pessimista”, este revelou VAL NEGATIVO, pelo que era desde logo rejeitado tal projecto, obrigando por a correcções e alterações de muitos dos pressupostos do projecto.

No caso do cenário “Optimista”, esta apresenta valores elevados, com o VAL a cifrar-se em mais de o dobro do VAL “Moderado”. Isto poderia apontar para aplicar os resultados novos investimentos, dados os Cash-Flow elevados que gera.

Construiu-se uma árvore de decisão com alternativas mediante hipóteses de alteração da Esfera Contextual da empresa na perspectiva de prevêr alternativas de decisão relativamente à *performance* e aos reveses que pode sofrer no decorrer da vida útil do projecto.

Concluimos que em qualquer das hipóteses, i.e., com ou sem concorrência, o empreendimento deve avançar conforme foi projectado, poid mesmo perdendo alguma quota de mercado, manter-se-ia o VAL com valores positivos.

Desta forma, podemos concluir que o projecto de investimento analisado tem viabilidade económica no médio e longo prazo e gera elevada liquidez bem como elevados retornos para os accionistas.

BIBLIOGRAFIA

Sebenta da UC Projectos de Investimento disponibilizada pelo Docente Gonçalves da Silva

Neves, João Carvalho das; Métricas de Avaliação do Desempenho Económico

http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/texto_desempenhoeconomico.pdf

Fernandes, António Borges (tese); Biblioteca Digital do IPBragança – Escola Superior de Tecnologia e Gestão

<http://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/3242/1/tese.pdf>

Padrão, Rui; “Performance measurement” – 2007/08 MBA em Finanças, FEP – UP

<http://www.fep.up.pt/disciplinas/mbf922/Performance%20measurement.pdf>

Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas

http://www.ctoc.pt/downloads/files/formacao/1193744227_Diapositivos_BSC.pdf

Thinkfn – Site de finanças

http://www.thinkfn.com/wikibolsa/P%C3%A1gina_principal

MAPAS

1. Pressupostos do Projecto
2. Volume de Negócios
3. Investimento em Activos Fixos e Depreciações
Estado e Outros Entes Públicos
4. Demonstração dos Resultados
5. Investimento em Necessidades de Fundo de Maneio
Free Cash-Flows
6. Cálculo da Taxa de Desconto
Critérios de Avaliação do Projecto de Investimento.
7. Fluxos de Caixa
8. Balanço
WACC
9. Métricas de Valor
10. Análise de Cenários
 - a. Cenário Normal
 - b. Cenário Optimista
 - c. Cenário Pessimista
11. Árvore de Decisão