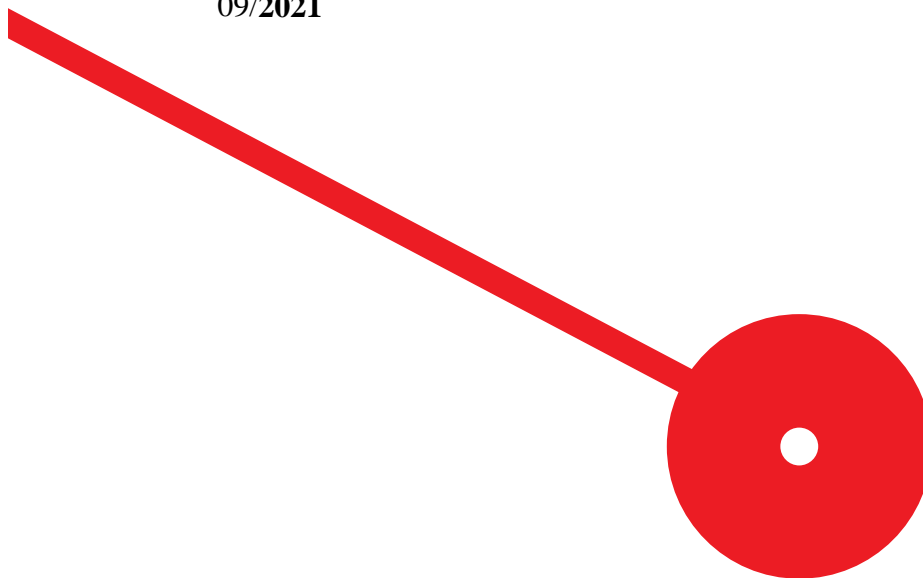


Avaliação financeira do setor tecnológico: aplicação do modelo EVA

Ricardo Cruz

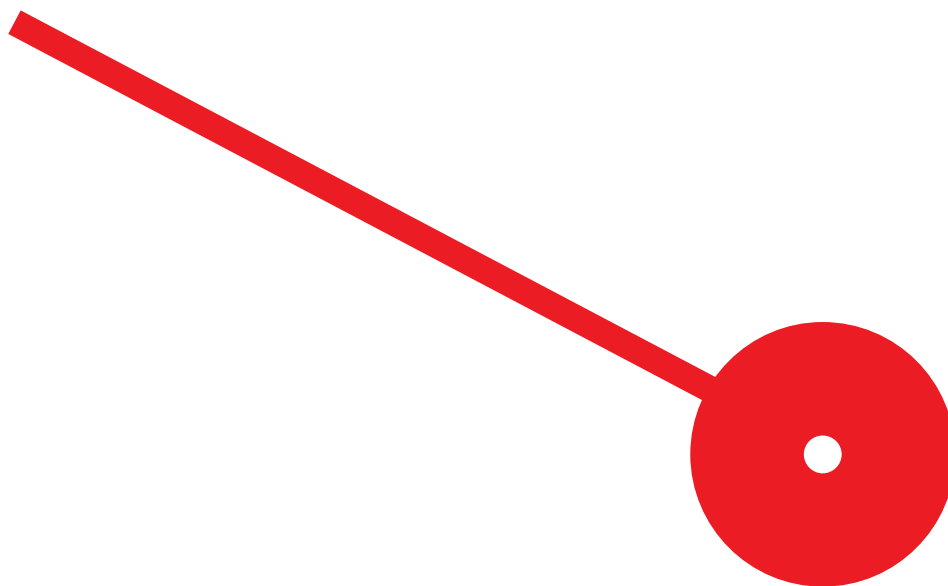
09/2021



Avaliação financeira do setor tecnológico: aplicação do modelo EVA

Ricardo Cruz

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Professor Doutor Adalmiro Malheiro de Castro Andrade Pereira e coorientador Mario Joel Matos Veiga de Oliveira Queirós.



AGRADECIMENTOS

Na concretização deste trabalho contei com o apoio de várias pessoas que me ajudaram a concretizar este trabalho e às quais devo o meu agradecimento.

Primeiramente, um agradecimento especial ao meu orientador, Professor Doutor Adalmiro Malheiro de Castro Andrade Pereira, por toda a ajuda, que me acabou por dar as recomendações e os esclarecimentos que foram essenciais para o desenvolvimento da presente dissertação.

A todos os docentes do Mestrado em Contabilidade e Finanças gostaria também de agradecer pela partilha de toda a sua sabedoria e por terem contribuído para um aumento do meu conhecimento na área.

Por último, agradecer também aos meus familiares e amigos que me apoiaram e que sempre estiveram comigo nesta caminhada da dissertação de mestrado.

RESUMO

O estudo tem como objetivo uma avaliação financeira focada nas empresas tecnológicas, utilizando o modelo EVA (*economic value added*) comparando com outros modelos possíveis de avaliação de maneira a ter um entendimento mais viável. A avaliação em outros tempos era realizada horizontalmente, não acontecendo nos dias de hoje que se tem atenção à variação do produto ao longo do tempo, ou seja na concretização de um balanço.

Para uma avaliação financeira têm-se como base os fluxos de caixa operacional quanto ao mercado, os custos e os investimentos que são variáveis e que apresentam um papel determinante na sua definição para a evolução que caracterizam estes mesmos fluxos que impingem grande relevância numa avaliação.

O *economic value added*, ou seja, o EVA é concretizado, ou por outras palavras há criação de valor, se a atividade desenvolvida se verificar com um resultado superior ao custo do capital investido pela empresa.

Metodologicamente, conforme a atualidade são analisados alguns dados sobre ideias de autores estudados que servem de apoio nessa avaliação do estudo realizado, sendo avaliados os dados da empresa Vodafone e Primavera, sendo a Primavera das maiores do seu ramo em Portugal e a Vodafone a multinacional mundialmente conhecida, que segundo os seus relatórios de contas publicados, neste estudo deu a oportunidade de ser possível a avaliação das empresas e entender a viabilidade do EVA sobre a comparação de outros indicadores, tratando-se este trabalho de um estudo de caso sobre uma metodologia qualitativa.

Palavras-Chave: Avaliação financeira; EVA; Empresas tecnológicas; Criação de valor.

ABSTRACT

The study aims at a financial evaluation focused on technology companies, using the EVA (economic value added) model, comparing with other possible evaluation models in order to have a more viable feedback. The evaluation in other times was carried out horizontally, not happening nowadays that attention is paid to the variation of the product over time, that is, in the realization of a balance.

A financial valuation is based on the operating cash flows in relation to the market, the costs and investments that are variable and that play a determining role in its definition for the evolution that characterize these same flows that impose great relevance in an valuation.

The economic value added, that is, the EVA, is achieved, or in other words there is value creation, if the activity developed is verified with a result higher than the cost of capital invested by the company.

Methodologically, according to the current situation, some data on the ideas of the studied authors that support this evaluation of the study are analyzed, with data from the company Vodafone and Primavera being evaluated, Primavera is one of the largest in its field in Portugal and Vodafone the world-renowned multinational, which according to their published accounts reports, in this study gave the opportunity to be possible to evaluate companies and understand the feasibility of EVA over the comparison of other indicators, this work is about a case study on a qualitative methodology.

Key words: Financial evaluation; EVA; Technological companies; Value creation

Índice

Introdução.....	1
1. Revisão da literatura.....	4
1.1 História da Avaliação Financeira	4
1.2 Contexto da Avaliação Financeira	5
1.3 Importância da Avaliação Financeira.....	6
1.4 A Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas	7
1.5 As decisões de financiamento nas pequenas e médias empresas de base tecnológica	9
1.6 Modelos de avaliação financeira em investimentos tecnológicos.....	9
1.6.1 Valor Atual Líquido (VAL).....	10
1.6.2 Taxa Interna Rentabilidade (TIR).....	11
1.6.3 Análise de custo-benefício (ACB)	12
1.6.4 Retorno sobre o investimento (ROI).....	13
1.6.5 Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA).....	15
1.6.6 Resultado Operacional Líquido depois de Imposto (ROLI).....	17
1.7 Valor Económico Adicionado (EVA) como modelo de avaliação	20
2 Metodologia	24
2.1 Processo de pesquisa	24
2.2 Definição do problema	24
2.3 Formulação da pesquisa	25
2.4 Objetivos e hipóteses.....	27
2.5 Primavera	27
2.6 Vodafone	36
2.7 Comparação dos indicadores de ambas as empresas estudadas.....	44
3 Resultados.....	50
Conclusão	53

Referências bibliográficas.....	56
Anexos	62
1 Anexo I – Dados financeiros da empresa Primavera	62
1.1 Balanço.....	62
1.2 Demonstração dos Resultados.....	65
1.3 Indicadores	67
2 Anexo II - Dados financeiros da empresa Vodafone	69
2.1 Balanço.....	69
2.2 Demonstração dos Resultados.....	71
2.3 Indicadores	73

Índice de Tabelas

Tabela 1: Valor Atual Líquido (VAL).	11
Tabela 2: Taxa Interna Rentabilidade (TIR).	12
Tabela 3: Análise de custo-benefício (ACB).	13
Tabela 4: Retorno sobre o investimento (ROI).	14
Tabela 5: Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA).	16
Tabela 6: Indicadores do Balanço (Primavera).	30
Tabela 7: Indicadores da Demonstração de Resultados (Primavera).	32
Tabela 8: Indicadores do Balanço (Vodafone).	39
Tabela 9: Indicadores da Demonstração de Resultados (Vodafone).	40
Tabela 10: Composição da amostra dos indicadores, em 2018.	45
Tabela 11: Composição da amostra dos indicadores, em 2019.	45
Tabela 12: Amostra geral dos Resultados.	50

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Decomposição dos Resultados entre Primavera e o Quadro do setor (todas as dimensões)	28
Gráfico 2: Decomposição dos Resultados entre Primavera e o Quadro do setor (médias empresas).....	29
Gráfico 3: Decomposição dos Resultados entre Vodafone e o Quadro do setor (todas as dimensões).....	37
Gráfico 4: Decomposição dos Resultados entre Vodafone e o Quadro do setor (grandes empresas)	38
Gráfico 5: Peso dos indicadores na Vodafone, em 2018.....	46
Gráfico 6: Peso dos indicadores na Vodafone, em 2019.	47
Gráfico 7: Peso dos indicadores na Primavera, em 2018.	48
Gráfico 8: Peso dos indicadores na Primavera, em 2019.....	48
Gráfico 9: Resultados do WACC em ambas as empresas.....	49

ABREVIATURAS

AA - Amortizações e outros Ajustamentos

ACB - Análise de Custo-Benefício

CAE - Classificação de Atividades Económicas

CAPM - Capital Asset Pricing Model: Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

CC - Custo do Capital

CF - Cash Flow: Fluxo de Caixa

EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization: Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes: Lucro antes dos Juros e Impostos

EBT - Earnings Before Taxes: Resultados antes de Impostos

EVA - Economic Value Added: Valor Economico Adicionado

P&D - Pesquisa e Desenvolvimento

PME - Pequenas e Médias Empresas

PMP - Prazo Médio de Pagamento

Rex - Resultados Extraordinários

RL - Resultados Líquidos

ROA - Return on Assets: Retorno sobre o Ativo

ROE - Return on Equity: Rentabilidade dos Capitais Próprios

ROI - Return over Investment: Retorno sobre o Investimento

ROLI - Resultado Operacional Líquido do Imposto

TIR - Taxa Interna de Rentabilidade

WACC - Weighted Average Cost of Capital: Custo do Capital Médio Ponderado

Introdução

Para a realização deste trabalho seria interessante uma abordagem para algo muito ligado aos campos da atualidade, ou seja algo direcionado para uma avaliação financeira em empresas inseridas na área tecnológica.

Posto isto, é importante entender um pouco de como tudo começou para estas avaliações começarem a surgir, sendo por volta dos 4000 anos antes de Cristo em que na época primitiva os primeiros inventários foram feitos pela preocupação das pessoas na contagem dos rebanhos, na busca de perceber se existiam perdas. Muito importante era isto, até porque nesta época nem existia moeda sendo todos os elementos que detinham os únicos elementos de troca e consequente forma de pagamento.

A avaliação financeira, nos dias de hoje apresentam diferenças muito significativas sendo quase de teor obrigatório em todas as empresas a execução destas avaliações para próprio controlo de todos os movimentos existentes e assim entender como poderão melhorar em termos financeiros e encontrar possíveis falhas dentro do negócio (Claudino, 2020).

“A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica.” (Neves, 2002, p. 3)

Para mais autonomia e facilidade na tomada de decisão, deve-se analisar os seus resultados e as contas deverão estar atualizadas e bem alinhavadas na base de dados.

Na estrutura de financiamento faz parte a teoria da hierarquia financeira de que trata da influência que podem existir nas empresas para as suas decisões de financiamento na análise de informação assimétrica entre as empresas e os credores. Fundamentando uma ordem

hierárquica para etapas que eram estabelecidas primeiramente pelo reinvestimento do lucro para se financiarem, sendo esta a escolha mais cativante devido à grande flexibilidade e aos poucos custos que a transação dos próprios recursos com os externos revelam (Myers e Majluf, 1984).

Os investidores para financiarem em inovações têm de recorrer à pesquisa e desenvolvimento na mensuração dos retornos em torno do investimento, sendo isto algo bastante desafiador devido a avaliar-se o “incerto”. Mas estas inovações, relativamente às atividades de pesquisa e desenvolvimento poderão fornecer algumas imagens sobre os seus impactos, através de modelos financeiros disponíveis. Um dos modelos disponíveis é o EVA – Economic Value Added que é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da empresa em estudo, conforme sobre o que é retratado pelos relatórios financeiros é gerado o seu resultado, contudo o próprio modelo só por si não cria valor por a implementar, é importante entender e implementar nas empresas um bom negocio para que o resultado do EVA gere um resultado desejado.

A estrutura do trabalho passará por uma revisão da literatura começando por perceber as bases de como tudo começou para a existência das análises financeiras e da sua progressão para os dias de hoje. Para além disto, uma perceção de alguns indicadores que poderão ser uma ajuda crucial para a análise financeira desejada, como também uma especificação mais acentuada do que é o EVA. Passando por esta revisão, o objetivo é a análise das empresas Vodafone e Primavera na parte prática do trabalho, onde serão analisados todos os dados calculados que estão identificados em anexo, e com isto retirar algumas conclusões com os dados conseguidos.

Sobre isto, a questão da investigação passa por:

Qual a viabilidade e garantia que o estudo do modelo EVA tem sobre a avaliação financeira no setor tecnológico? E qual a eficácia e eficiência sobre os outros indicadores mais tradicionais para a avaliação?

Relativamente ao objetivo principal desta pesquisa passa por se entender face ao modelo de avaliação EVA como as empresas do setor tecnológico se comportam, que neste caso cai sobre

o estudo da empresa Primavera e Vodafone, e com isto entender qual a sua viabilidade, a sua eficácia e a eficiência do EVA face a outros indicadores de avaliação financeira.

1. Revisão da literatura

1.1 História da Avaliação Financeira

Existem algumas técnicas e estudos realizados que vão de encontro ao âmbito de uma avaliação financeira, nos dias de hoje, como o EVA, que podem ser um grande apoio para as empresas que a executam. Isto, por volta dos 4000 anos antes de Cristo, que na época primitiva já existiam os primeiros inventários e a preocupação de perdas dos seus rebanhos. Nesta altura não existia a moeda e tão pouco eram realizados cálculos e utilizados métodos de avaliação financeira como nos dias de hoje, mas eram sim feitas avaliações a “olho” pelos próprios comerciantes/negociantes sendo o método de pagamentos a troca de bens que detinham.

A avaliação era concretizada de forma horizontal, diferente da que se encontra hoje em dia onde se tem atenção à variação do produto ao longo do tempo, denominado como inventário. Contudo as quantidades não espelhavam a mesma grandeza entre os negociantes, tratando-se de números meramente relativos.

A evolução da avaliação financeira para os dias de hoje cresceu com os banqueiros que passaram a avaliar os eventuais empréstimos através da solicitação das demonstrações financeiras às empresas. Desde esta evolução, no passar dos anos foi possível encontrar mais demonstrações para concessão de crédito e avaliação, com a demonstração dos resultados do exercício que fora desenvolvido nos Estados Unidos em 1915, passando esta demonstração nos sistemas bancários a ser algo obrigatório, tal como o balanço que é calculado pelas empresas.

Depois destas mudanças, as empresas realizaram abertura de capital o que originou uma participação dos investidores como acionistas gerando uma preocupação de avaliar o desempenho da concorrência e da eficiência administrativa por parte dos gestores. Foi possível assim, com a avaliação das demonstrações contabilísticas, a compreensão da situação financeira onde se encontram as empresas (Claudino, 2020).

1.2 Contexto da Avaliação Financeira

Num contexto de avaliação é importante entender o seu conceito, que como Bastardo e Gomes (1996, p. 101) referem: “O objetivo de uma avaliação é determinar o valor da empresa, tendo em conta a sua situação particular.”

A avaliação é uma estimativa ou apuramento do valor que a empresa representa, contudo a avaliação encarga vários fatores que poderão ser diferenciadores na eleição e abordagem dos modelos de avaliação financeira impingida para uma consequente tomada de decisão na realização da mesma, para além disso outros fatores são tomados em conta, dependendo da ótica e características do utilizador, das circunstâncias em que são efetuadas a avaliação, por motivos políticos, económicos, sociais, etc.

Como princípio de uma avaliação financeira os fluxos de caixa operacionais quanto ao mercado, os custos e os investimentos são variáveis que apresentam um papel determinante na definição da evolução que caracterizam estes mesmos fluxos que impigem grande relevância numa avaliação (Saurin, 2020).

Saurin (2020) sugere algumas alternativas que possam vir a ser concretizadas por meio de uma análise financeira, que conferem os vários cenários que a empresa pode encontrar visando o objetivo de encontrar o valor financeiro esperado pela análise. São estas alternativas tidas em conta: com o valor de mercado corrente; o valor atual corrente; valor com melhorias internas; valor com melhorias externas e o valor reestruturado ótimo.

A avaliação das empresas, regra geral denota 3 métodos como fundamentais neste contexto (P2P, 2020):

- Método do Valor Patrimonial Ajustado;
- Método dos *Cash Flows* libertos descontados (*Discounted Cash-Flows*) ou do Rendimento;
- Método do Mercado (múltiplos de transações ou de empresas cotadas).

Estes métodos no seu processo de avaliação visam compreender qual o justo valor de mercado de um ativo ou de um negócio.

“A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica.” (Neves, 2002; p.3)

1.3 Importância da Avaliação Financeira

Na avaliação das empresas é importante aplicar um modelo na medida em que seja viável na mensuração e eficaz na determinação do valor de uma entidade. Em função do ambiente em que se encontra um bem ou direito, a tarefa não é fácil e tende a ter diversas complicações na definição do seu valor. Neste sentido, o ponto de vista do avaliador também tem relevância sobre os resultados obtidos, pela utilização de ideias e metodologias de trabalho diferentes, gerando discrepâncias sobre os mesmos (Mazzioni, Dedonato, Neto & Neis, 2006).

Nos dias de hoje há muitas dificuldades por parte das empresas para conseguirem rentabilizar os seus negócios, tendo consequência por via dos concorrentes da empresa, crises económicas existentes e/ou problemas internos da própria instituição. A queda de rendimento ou de lucro que decai sobre a empresa passa pela falta de experiência e gestão, a falta de controlo do fluxo de caixa, da má administração, etc.

Muito importante é identificar a situação financeira por parte de um gestor no sentido de a tomada de decisão ser realizada num curto espaço de tempo e de prover mais autonomia e facilidade nessa mesma decisão. Neste sentido, para analisar os seus resultados as contas deverão estar atualizadas e bem alinhavadas na base de dados, de maneira a perceber quais os problemas que se encontram na empresa. Todo o trabalho realizado pela contabilidade, no caso

de ser bem aplicada será uma grande ajuda na compreensão dos problemas da gestão financeira, auxiliando na tomada de decisão final (Claudino, 2020).

Nesta perspectiva, consoante a avaliação dos pontos positivos e negativos da empresa poderão ser fundamentados métodos para o crescimento da empresa. Passando uma boa imagem nas demonstrações financeiras que as empresas apresentam ao público angariarão investidores e clientes, pela transmissão de confiança pela sua demonstração financeira.

1.4 A Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas

Sobre a estrutura de financiamento existem algumas teorias, sendo uma delas a teoria da hierarquia financeira de Myers e Majluf (1984) que estudaram a influência que podem existir pelas empresas nas decisões de financiamento na análise de informação assimétrica entre as empresas e os credores. Isto, passa por fundamentar uma ordem hierárquica das etapas que é estabelecida primeiramente pelo reinvestimento do lucro para se financiarem, sendo esta a escolha mais cativante devido à grande flexibilidade que revela e aos poucos custos que a transação dos próprios recursos externos revelam. Com o crescimento das empresas os fundos internos acabam por ser insuficientes para financiar o crescimento das empresas, recorrendo a partir deste momento as empresas por se financiar com dívida bancária, passando depois desta etapa por se financiar com um aumento de capital no mercado de valores.

Segundo Berger e Udell (1998), a teoria do ciclo financeiro da empresa através do seu ciclo de negócio tem uma relação com as decisões de financiamento. Tal como acontece na teoria referenciada por Myers e Majluf (1984), que inicialmente as fontes de financiamento da empresa poderão ser externas, por “business angels” ou créditos comerciais.

Quando a empresa passa a fase de crescimento, esta passa a ter um tipo de financiamento externo diferente que chegam através de emissão de dívida e de ações do mercado de valores e de capitais de risco, ou por autofinanciamento (financiamento interno). No ciclo financeiro da

empresa pode-se dizer que em empresas que apresentam um baixo risco e crescimento, em que muitos dos seus ativos são tangíveis este ciclo se torna diferente em empresas em que grande parte dos seus ativos são intangíveis, representando empresas de alto risco e crescimento, enquadrando-se aqui as empresas tecnológicas (Guercio, Martínez & Vigier, 2019).

Nestas empresas a assimetria de informação é mais extensa devido ainda a muitas incertezas nesta área e devido às suas várias inovações que vão aparecendo no mercado, sendo difícil o seu controlo e sobre os projetos de investimento para os intermediários financeiros não são de fácil compreensão (Coleman & Robb, 2012).

Contudo, estas informações são ainda mais problemáticas em pequenas médias empresas devido as dúvidas sobre fornecer informação das suas inovações por medo de que outros se aproveitem do seu “pouco poder” no mercado para se apoderarem das suas ideias (Bank of England, 2001).

O desenvolvimento de uma inovação requer muito tempo, tendo isto grandes efeitos no período de recuperação de fundos de investidos ou de empréstimos, tendo isto ligação ao sucesso do produto ou serviço que estes conseguem executar no mercado (Bank of England, 2001).

Os ativos que as empresas de base tecnológica podem oferecer como garantia são bastante escassos, pois grande parte destes ativos são intangíveis, por não serem de fácil comercialização e de difícil reprodução, o que é propício a mais riscos e de inadaptação por parte das empresas em caso de falência. A avaliação das empresas de base tecnológica advém da probabilidade de crescimento do valor presente calculado, porém os bancos, devido às dificuldades de cálculo dos ativos intangíveis, não se convencem devido à incerteza (Rajan & Zingales, 1995).

1.5 As decisões de financiamento nas pequenas e médias empresas de base tecnológica

São identificadas diferenças significativas entre estas empresas de base tecnológica comparando com empresas de outros setores, tendo grande relevância quanto aos instrumentos financeiros utilizados pelas empresas. Estas empresas de base tecnológica têm um financiamento menor, na fase de abertura, e com um aumento de capital, comparando com outros setores de atividade, e para além disto é importante de mencionar que os ativos intangíveis se valorizam sobre este setor de base tecnológica (Giudici & Paleari, 2000).

As PME's encontram-se financeiramente com mais dificuldades sobre empresas de maior dimensão, devido à dificuldade de acesso ao crédito junto das instituições financeiras.

Em tempos que a economia está em decrescente no setor bancário para a sua estabilização as empresas acabam por não receber as ajudas que necessitam, espoletando com isto a preocupação de se reestruturarem no seu passivo. Há falta de bancos que estão focados para as PME's, como também a existência de poucos bancos. Que segundo Serrasqueiro e Nunes (2010), isto dá-se principalmente em países em que o mercado bolsista se demonstra fraco, levando isto à redução de crédito que é facultado para estas empresas, sendo a banca a sua única fonte de financiamento.

1.6 Modelos de avaliação financeira em investimentos tecnológicos

Neste contexto os investimentos tecnológicos, pelos modelos financeiros são normalmente utilizados para uma avaliação relativamente à gestão tecnológica e inovação. Estes modelos financeiros são importantes na medida em que facilitam o entendimento para possibilidades de investimento, medindo os retornos sobre a tecnologia. Os investidores para financiarem em inovações têm de recorrer à pesquisa e desenvolvimento na mensuração dos retornos em torno do investimento. Estas inovações, sobre as atividades de pesquisa e desenvolvimento poderão

fornecer algumas imagens sobre os seus impactos, através de modelos financeiros disponíveis. Os modelos tradicionalmente usados na avaliação dos investimentos em tecnologia integram as variáveis conhecidas como VAL (valor atual líquido), ROI (retorno sobre o investimento) e TIR (taxa interna de rentabilidade). Contudo, estes modelos só terão resultados se forem em realizados em sintonia com as decisões de gestão.

Existem muitas incertezas num processo de inovação, por serem processos que nos seus progressos ao longo do seu ciclo de vida poderão existir varias oscilações que poderão gerar impacto (Drazin e Schoonhoven, 1996; Rickards, 1999). A avaliação de P&D sobre os investimentos em tecnologia é uma das decisões mais complicadas sobre a gestão de P&D. Dados os riscos e incertezas inerentes à P&D atividades, tomada de decisão de investimento estratégico sobre a concorrência projetos geralmente Os modelos financeiros são geralmente utilizadas para uma decisão de investimento estratégico mais acertado, devido aos variados riscos e incertezas sobre a P&D. Sobre o uso do VAL ou do ROI como ferramentas de decisão para avaliar as alternativas relativas aos investimentos tecnológicos, sendo que as empresas necessitam de obter os dados mais precisos possíveis sobre as decisões que são tomadas para avaliar os riscos efetuados, com variáveis como taxa de desconto (custo de capital), fluxos de caixa em projetos (dinheiro recebido ou pago), entre outras. (Wonglimpiyarat, 2015).

1.6.1 Valor Atual Líquido (VAL)

O VAL é um indicador utilizado para a avaliação da rentabilidade de projetos de investimento, podendo também ser utilizado na análise de empresas ou outros ativos.

O Valor Atual Líquido quando positivo significa oportunidades de crescimento. Por outras palavras pode-se dizer que este indicador representa a diferença de todas as entradas e saídas de dinheiro durante toda a vida útil de um projeto atualizada para o momento presente (Gestão, P., 2021).

Tabela 1: Valor Atual Líquido (VAL).

Modelo	Fórmula	Identificação	Decisão do Investidor
Valor Atual Líquido (VAL)	$\sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+t)^i}$	CF – fluxos de caixa no período i Formula: CF = RL + AA – REx t – wacc i – numero de anos do projeto n – vida útil dos ativos de capital	VAL > 0 - deve aceitar o projeto VAL < 0 – não deve aceitar o projeto

Fonte: Wonglimpiyarat J. (2015).

1.6.2 Taxa Interna Rentabilidade (TIR)

Este indicador é utilizado para medir a rentabilidade de projetos de investimento, e quanto mais elevado maior é a rentabilidade do projeto. Os projetos serão viáveis no caso de a TIR ser superior ao custo de capital presente.

O valor da TIR é determinado sobre a fórmula de cálculo do VAL. Ao igualar o VAL a zero, ao resolver a equação em função da taxa de desconto, é encontrado o valor da TIR. Com isto é determinada a taxa de rentabilidade mínima para dar como viável um projeto (Gestão, P., 2021).

Tabela 2: Taxa Interna Rentabilidade (TIR).

Modelo	Fórmula	Identificação	Decisão do Investidor
Taxa Interna Rentabilidade (TIR)	$\sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+t)^i} = 0$	CF – fluxo de caixa no ano i t – wacc i – anos de realização do projeto n – vida útil dos ativos de capital	TIR > Custo de Capital – deve aceitar o projeto TIR < Custo de Capital – não deve aceitar o projeto

Fonte: Wonglimpiyarat J. (2015).

1.6.3 Análise de custo-benefício (ACB)

A análise de custo-benefício é um processo que ajuda na tomada de decisão, que é resultado dos custos das atividades de investigação e desenvolvimento sobre a obtenção dos benefícios afetados ao projeto.

Consiste num método, que pode ser utilizado num variado palmarés, que dota a avaliação do impacto económico líquido de um projeto de investimento. Este indicador permite dar um estudo da viabilidade dos projetos e perceber quais os impactos que poderão vir a ter em causa na sociedade.

A ACB é uma ferramenta que estima os benefícios económicos dos projetos e a eficiência na alocação de recursos (Silva e Salvado, 2015).

Tabela 3: Análise de custo-benefício (ACB).

Modelo	Fórmula	Identificação	Decisão do Investidor
Análise de custo-benefício (ACB)	$\frac{\text{Despesas de P\&D}}{\text{Receitas afetadas ao projeto}}$	P&D – Pesquisa e desenvolvimento	O investidor deve aceitar o projeto quando a relação custo benefício esta mais perto de 0, ou seja quando essa relação não existe.

Fonte: Wonglimpiyarat J. (2015).

1.6.4 Retorno sobre o investimento (ROI)

Este é um indicador que dita o peso que o rendimento obtido tem sobre o capital investido em um determinado investimento.

O cálculo do ROI fornece o resultado final de cada ação ou campanha realizada, como também é possível mensurar o custo com novas ferramentas. Desta maneira as empresas conseguem com recurso a este indicador identificar os investimentos que são ou não vantajosos, sendo que os investimentos que garantem resultados segundo o cálculo do ROI é possível otimizar para atingir uma melhor *performance* sobre estes mesmos investimentos (Digitais, R., 2021).

É possível verificar qual o rendimento ou perda sobre o investimento concretizado, e consoante as necessidades conceder investimentos futuros. Com isto, a relevância que o ROI remete passa pela avaliação em setores como o Marketing, onde é muito utilizado este indicador atualmente, para além do setor financeiro, onde nas ações sobre o Marketing ajuda a entender a sua eficácia em relação aos objetivos da empresa, identificando o retorno financeiro gerido por essas mesmas ações.

Em consequência do cálculo do ROI, é possível criar objetivos para tornar um ambiente mais competitivo e motivador para os trabalhadores proporcionando aumentos nas vendas e lucros da empresa, e caso necessário realizar cortes em despesas prescindíveis (meuSucesso.com, 2014).

Tabela 4: Retorno sobre o investimento (ROI).

Modelo	Fórmula	Identificação	Decisão do Investidor
Retorno sobre o investimento (ROI)	$\frac{\text{Rendimento} - \text{Custo}}{\text{Custo}}$		Deve ser aceite quando o projeto apresentar um ROI alto.

Fonte: Wonglimpiyarat J. (2015).

Apesar deste cálculo, é importante perceber que por fatores externos são de difícil mensuração do ROI de forma perfeita, e influenciam sobre o sucesso dos investimentos realizados por parte da empresa.

No caso de investimentos criados pela concorrência podem ser um dos fatores externos que podem influenciar no cálculo da concorrência, pois criará oscilações quanto ao nível de desempenho sobre as ações criadas pela empresa devido aos comportamentos do consumidor em resposta à comunicação e marketing que a concorrência investe.

O valor do ROI é considerado satisfatório ou insatisfatório consoante determinado objetivo delineado pela empresa, por isso não há resultado que seja sempre considerado positivo, isso depende sempre de empresa para empresa e de objetivo para objetivo. Exemplo disto pode ser um resultado com um retorno sobre o investimento de 100% e que em determinado caso pode não ser satisfatório (meuSucesso.com, 2014).

1.6.5 Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA)

Para os investidores este é um indicador importantíssimo, devido a dar auxílio na descoberta da capacidade da produção do caixa na atividade da empresa, tal como na determinação da eficiência ao longo do tempo e da evolução da sua produtividade, e ajuda a perceber os balanços que as empresas representam (Cavaliere, 2019).

O EBITDA é muito utilizado na avaliação de empresas com capital aberto. Um analizador de mercado tem muitas vezes isso em conta, buscando entender quanto a empresa nas suas atividades operacionais desenvolve, excluindo empréstimos, impostos e investimentos financeiros. O EBITDA neste sentido passa por descobrir, por via do investidor, a realidade financeira da empresa, de forma a entender a sua eficiência, melhoria e competitividade de ano para ano.

Contudo, apesar da importância do EBITDA como um instrumento de avaliação das empresas na bolsa de valores, também é necessário e importante fazer a análise de outros indicadores, para uma avaliação mais completa e detalhada das empresas.

Este indicador representa o quanto a empresa gera a nível de recursos sobre as suas atividades operacionais, sendo interessante a análise do EBITDA na medida de perceber a eficiência e a competitividade das empresas de ano para ano em relação aos seus concorrentes. Isto, devido a questões como os impostos, depreciação dos ativos, amortização e financiamentos não serem considerados no seu resultado (Cavaliere, R., 2019).

Como já fora referido, o EBITDA ajuda a realizar uma análise da criação de caixa por parte de uma empresa, para que seja verificado o negócio com mais eficiência e precisão a produtividade, devido à desconsideração de algumas variáveis referidas.

É muito importante entender se há prejuízo ou lucro no negócio da empresa, mas é essencial não fazer uma análise apenas sobre resultado, pois deve-se aprofundar mais para além disso a análise financeira sobre a empresa.

Para além da situação de alavancagem e financeira da empresa, o EBITDA apresenta também com clareza a situação operacional que representa.

Para um investidor que procura investir, na análise de cada empresa o EBITDA não deve ser o único indicador a se ter em conta, pois é importante ver o lucro por ação, endividamento, lucro líquido, a situação dos custos e a evolução da faturação (Cavaliere, R., 2019).

Tabela 5: Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA).

Modelo	Fórmula	Identificação	Decisão do Investidor
Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA)	$\text{EBITDA} = \text{Lucro operacional líquido} + \text{Depreciações} + \text{Amortizações}$		Quando o EBITDA é positivo, isto significa que é criado caixa suficiente para suportar os gastos e despesas da empresa.

Fonte: Rafael (2020).

Para o cálculo do EBITDA é importante descobrir o lucro operacional que parte sobre a soma das receitas operacionais e do lucro bruto, subtraindo as despesas operacionais. Sendo, que de seguida sobre o lucro operacional é adicionado as amortizações e depreciações.

Contudo, também é possível realizar o cálculo do EBITDA a partir do lucro líquido da empresa, que de seguida é somada a depreciação, amortização, a contribuição social, o imposto de renda e o resultado financeiro líquido (Rafael, 2020).

1.6.6 Resultado Operacional Líquido depois de Imposto (ROLI)

O ROLI corresponde ao resultado operacional, antes de juros, mas após impostos, ou seja após a redução de valores dos impostos sobre as vendas. O termo operacional revela as suas vendas em termos brutos, já quando se fala no termo líquido é gerada a lucratividade.

Sobre a perspectiva das operações, isto significa o resultado após deduções de tributação e de devoluções. Relativamente à demonstração de resultados do exercício, depois de ser calculado o Resultado Líquido Operacional ainda há outros vários níveis de resultados na estrutura, sendo um dos indicadores o lucro bruto que representa o resultado líquido das operações com deduções sobre compras de produtos e de despesas de vendas.

Posteriormente ao cálculo do lucro bruto e de outras mais deduções, é abordado o lucro líquido antes da contribuição social sobre lucro Líquido e do imposto (Carrijo, W., 2020).

A importância do ROLI que apesar de não revelar grande abrangência, é importante na medida que indica particularmente a lucratividade sobre a relação entre as vendas e as compras de fornecedores, realizadas na empresa.

Quando o resultado se apresenta muito baixo é indicador de que as vendas que a empresa está a efetuar não gera receita suficiente, para eventualidade de os preços de venda estarem errados, ou seja sem margem de lucro, e/ou pela causa de compras muito dispendiosas. Com um resultado baixo, isto trará consequências noutros fatores que automaticamente também serão baixos devido a todas as deduções de custos, por todos estes fatores torna se obrigatório tomadas de decisões que tragam melhorias neste aspeto.

No caso de uma empresa ter uma diversificação de produtos no mercado é possível entender, depois de ser feita uma avaliação dos resultados, quais os produtos ou o produto que está a levar a resultados menos positivos para o negócio (Carrijo, W., 2020).

1.6.7 Custo de Capital

O custo do capital é a taxa de retorno que se deve alcançar nos projetos investidos por parte da empresa de maneira a que o seu valor de mercado se mantenha. Com isto, os projetos podem passar por ter:

- **Retornos > CC** – Verifica-se, neste ponto, um aumento do valor da empresa.
- **Retornos < CC** – Verifica-se uma redução do valor da empresa.

O custo do capital pode ser definido por ser um custo de oportunidade para uma alternativa correspondente de investimento, e pode decorrer de um custo implícito ou explícito. Sendo o capital de uma empresa o conjunto de recursos próprios e alheios, que a longo prazo fazem parte do financiamento gerado consoante as suas necessidades, ou seja o custo de capital passa por ser o custo da empresa sustentar estes mesmos recursos.

Em relação ao valor que o custo de capital poderá apresentar um impacto sobre temas como a estrutura de capital e das políticas de financiamento.

No cálculo do CC é importante refletir que o custo de obter financiamento atual no mercado vem pelo objetivo de os valores de mercado incluírem valores da dívida e do capital próprio.

A prática corrente no cálculo do CC é a utilização de uma estrutura de capitais alvo, mas no momento deste cálculo, os valores alvo tendem a ser diferentes à estrutura de capitais sendo necessárias decisões futuras de forma a aproximar as estruturas. Isto, vem na lógica do custo de capital refletir valores esperados futuros (Padrão, R., 2007).

1.6.8 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O custo médio ponderado de capital é um indicador financeiro que representa o custo de recursos que a empresa utiliza no seu funcionamento, sendo considerado um custo com retribuição de lucro quanto à perspectiva dos credores, financiadores e acionistas.

A importância que o WACC representa para as empresas é o facto das despesas totais de financiamento para futuros projetos ser calculado por este mesmo indicador, e é importante entender que quanto mais baixo é o seu valor revela-se mais vantagem no financiamento e na gestão de projetos futuros, por se revelar esse valor mais económico. O mesmo se pode dizer que aqui se passa o custo de oportunidade de um investidor, que pode assumir o risco de investir na empresa (Rankia Portugal, 2021).

O WACC é uma taxa de desconto que tem foco no uso para fluxos de caixa em que se verifique para a empresa em geral com um risco similar. Contudo, relativamente a este indicador é importante que a empresa englobe qualquer dívida a longo prazo, tal como fontes de capital de uma empresa, envolvendo as ações preferenciais e ordinárias, e obrigações. O que o valor do custo médio de capital ponderado representa é o retorno total da empresa. Por norma, sobre esse valor são tomadas decisões a nível económico, pelos superiores representados na empresa, como a definição de oportunidades de expansão sobre oportunidades de fusões e viabilidade económica.

Também se pode designar o WACC como uma taxa de atualização, tendo esta de ser seleccionada com critério de um modo que seja possível conseguir investimentos alternativos sobre a obtenção de o mais alto rendimento exequível, maior credibilidade para o analista na análise do projeto e representar o valor monetário temporal como custo de oportunidade.

Um dos principais estudos sobre a taxa de atualização, que mais se destacou e que é muito importante de salientar é o estudo criado por Fama e French, que tendo em conta o modelo CAPM apresenta a seguinte formula:

$$\bar{r}_a = r_f + \beta_a(\bar{r}_m - r_f)$$

r_f = taxa de juro de livre risco

β_a = indicador de risco/segurança associado ao investimento

\bar{r}_m = taxa de remuneração/retorno do mercado

Em relação à fórmula do WACC, esta é apresentada da seguinte forma:

$$\text{WACC} = (E/V) * Re + (D/V) * Rd * (1-Tc)$$

Re = custo de capital

Rd = custo da dívida

E = valor de mercado do património da empresa

D = valor de mercado da dívida da empresa

V = (E + D) = valor total de mercado do financiamento da empresa (capital próprio e dívida)

E/V = percentagem de financiamento que é património próprio

Tc = taxa de imposto

Neste cálculo será possível verificar que o WACC define o custo do investimento, sobre a taxa de retorno da qual o projeto realizado pela empresa, que gera valor acrescentado para os seus parceiros. No caso do retorno do capital investido for superior ao custo médio ponderado do capital, isto significara para a empresa e para os seus acionistas uma valorização económica (Rankia Portugal, 2021).

1.7 Economic Value Added (EVA) como modelo de avaliação

O EVA é um dos indicadores possíveis para a avaliação financeira do valor criado, ou seja este indicador é uma medida de criação de valor que se relaciona com o desempenho financeiro que a empresa apresenta. Podendo ser caracterizado como o resultado operacional líquido do

imposto ou simplesmente ROLI que pelos acionistas e credores que são os detentores de capital excede à sua remuneração mínima requerida (Assaf, 1999).

O *economic value added* é concretizado se a atividade desenvolvida se verificar com um resultado superior ao custo do capital investido pela empresa.

O EVA quanto aos resultados possíveis segundo Sá Silva e Queirós (2013) poderão ter os seguintes resultados:

- **EVA < 0** – Neste caso verifica-se o oposto da criação de valor, ou seja é verificada uma destruição do valor, em que a entidade económica não cria valor suficiente para cobrir o capital investido pelos acionistas, não cumprindo o que lhes era exigido;
- **EVA = 0** – A entidade económica gera excedentes suficientes para remunerar os capitais investidos, de acordo com a remuneração exigida, não se verificando criação de valor; Verifica-se um resultado nulo daquilo que é o balanço entre a entidade económica e o capital investido pelos acionistas, tendo assim gerado excedentes suficientes para cumprir com o que era exigido;
- **EVA > 0** – Por ultimo, o ponto mais satisfatório para todos os acionistas e credores, por neste caso se verificar uma criação de valor que é concretizado pelo processo de desenvolvimento de um superavit sobre o capital investido pelo acionista, cumprindo de forma superior os requisitos exigidos.

Este modelo de avaliação simplesmente pode ser calculado da seguinte maneira (Reis, 2021):

$$\mathbf{EVA = ROLI - CC}$$

- ROLI é o **resultado operacional líquido** depois de imposto que resulta dos resultados operacionais subtraindo o imposto sobre os resultados operacionais.
- CC é o custo do capital que parte do **total de capital investido** e o **custo médio ponderado de capital** (CC = total do capital investido x WACC).

Pode ser também calculado da seguinte forma:

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{INVESTIMENTO}$$

Relata esta fórmula o quanto o retorno sobre os investimentos terá superado as expectativas de remuneração impingidas pelos proprietários de capital tendo em conta todos os investimentos dos acionistas e credores.

O modelo EVA deve ser calculado com vista a visar resultados projetados para o futuro e não apenas em resultados passados, devido isto à importância de avaliar os pontos fracos e tentar elimina-los sempre com pensamento sobre melhorias que poderão ser determinantes para tomadas de decisões futuras.

1.7.1 Vantagens e Desvantagens

Neste ponto, serão apresentadas as vantagens e desvantagens, em seguida, do modelo EVA.

Em relação às suas vantagens podemos citar que segundo Bockmann Siqueira (1999):

- Oferece aos investidores a oportunidade de se focarem no custo de capital que é utilizado e de identificar que os recursos próprios têm um custo;
- Modelo forte em termos estratégicos e para a entrada em novos mercados, através da avaliação de desempenho das empresas;
- Pode ser adotado para tomar decisões sobre cada projeto de expansão, aquisição, desenvolvimento de algum produto, comprar produtos/serviços de fornecedores, etc.;

- Possibilita analisar quanto cada atividade contribui para a criação de valor de uma empresa;
- Incentiva a venda de produtos de maior valor e a melhoria da sua distribuição;
- Reflete bem a realidade económica e cria uma melhor linguagem a ser utilizada pelas empresas sobre os resultados, demonstrados aos investidores institucionais.

Quanto às desvantagens do modelo EVA, revela-se que segundo Bockmann Siqueira (1999):

- Apresenta grande subjetividade de critérios porque os seus requisitos para o desenvolvimento podem alterar-se em função da perspetiva e do tempo;
- Subjetividade na necessidade de premissas em relação ao percentual de participação de cada tipo de recurso, na estrutura de capital da empresa;
- O processo da depreciação como fluxo económico, é algo que pode gerar dúvidas, devido à sua complexidade;
- A utilização da depreciação linear no cálculo do modelo EVA poderá apresentar resultados que criem uma forte tendência em relação a investimentos em novos equipamentos;
- Conflitos no modelo entre o simples e compreensível com o complexo e preciso;
- Modelo não viável para empresas novas, por não apresentarem histórico suficiente para a aplicação do EVA;
- Problemas igualitários aos do fluxo de caixa futuro, devido à complexidade de estimar o custo de capital, em especial em empresas descentralizadas com variadas unidades empresariais;
- Incentivo a restrições ao crescimento e desenvolvimento da empresa pondo em causa planeamentos a longo prazo;
- Deve ser utilizado com outras medidas que complementem o modelo EVA, devido a este não ser um indicador completo

2 Metodologia

Sobre este trabalho a sua natureza vai no seguimento de dois estudos de caso, utilizando uma metodologia qualitativa.

Neste capítulo apresenta-se e justifica-se o processo de pesquisa desenvolvido nesta investigação. São definidos desta forma o problema, os objetivos e as hipóteses de investigação.

Assim, também serão ainda apresentados a formulação da pesquisa, o método de recolha dos dados, o processo de amostragem escolhido e os processos de análise dos indicadores usados no tratamento dos dados recolhidos.

2.1 Processo de pesquisa

O processo de pesquisa é definido por uma série de etapas, esperado que num projeto de pesquisa seja apresentada: a formulação de um problema, construção de objetivos específicos, identificação quanto ao tipo de pesquisa, recolha dos dados, amostragem, análise dos dados e relatório de pesquisa, previsão de como será apresentado o resultado e o tempo necessário para a realização da pesquisa (Sila, 2016). Dando resultado todas estas etapas para uma base sobre o desenvolvimento deste capítulo.

2.2 Definição do problema

A definição do problema é o ponto de partida na perspetiva daquilo que se pesquisar, sendo esta a fase mais crítica e importante na concretização de qualquer investigação realizada. O problema é essencialmente qualquer questão que não seja resolvida e que seja objeto de discussão, em qualquer domínio do conhecimento (Gil, 2002).

Na definição do problema é necessário ter-se em conta a finalidade do estudo e das informações relevantes para a elaboração do processo de tomada de decisões (Malhotra et al., 2005). O problema da pesquisa é orientado pela informação, que segundo McDaniel e Gates (2004), Para

Sampieri, Fernández-Collado e Lúcio (2006) é importante expressar uma relação entre duas ou mais variáveis, com o objetivo de que a informação seja claramente definida na forma de uma questão, devendo assim ocasionar possibilidades de ser testado.

No caso deste estudo o problema pode ser definido sobre as seguintes questões:

Qual a viabilidade e garantia que o estudo do modelo EVA tem sobre a avaliação financeira no setor tecnológico? E qual a eficácia e eficiência sobre os outros indicadores mais tradicionais para a avaliação?

2.3 Formulação da pesquisa

Em relação à formulação da pesquisa, segundo McDaniel e Gates (2004) é o plano que serve sobre o atendimento de formular os objetivos e hipóteses da pesquisa. Podendo assim, esta formulação ser dividida pelo termo causal, exploratório e descritivo (Malhotra et al., 2005).

Segundo os estudos apresentados anteriormente, estes serviram de apoio neste capítulo onde será realizada uma avaliação sobre as empresas como a “Vodafone” e a “Primavera” que segundo os respetivos relatórios e contas publicados, foi possível o fornecimento de alguns dados extremamente importantes para a concretização deste trabalho. Importante também realçar que neste estudo são estudados apenas dois anos, pelo facto de nos relatórios e contas publicados serem apenas fornecidos esses mesmos dois anos, ou seja, 2018 e 2019.

Neste sentido passou-se por analisar os dados o mais atualizados possível, não obstante das ideias de autores que geraram uma base para o começo de uma avaliação estruturada e credível de ser utilizada, procurando-se inquirir até que ponto os mesmos sustentam o pressuposto inicial de que estas empresas tem um valor implícito elevado. A natureza deste estudo de caso passa por uma metodologia qualitativa, analisando e identificando os pressupostos do estudo.

Esta metodologia foi construída através, principalmente pela parte de dois trabalhos que serviram de guia para a realização deste trabalho, dos quais do trabalho “*Financial Models for Evaluating Technology Investments*” da autoria de Wonglimpiyarat (2015) e do trabalho “*Un análisis de las empresas TIC desde una perspectiva financeira. Evidencia para las pymes de software y videojuegos. Innovar*” da autoria dos autores Guercio, Martínez e Vigier (2019). Com isto, estes estudos referidos são importantes para um entendimento dos modelos a poderem assim serem utilizados no setor tecnológico, em que os ativos são intangíveis tal como empresas que apresentam *softwares* de controlo de gestão, e, com isto, ter também um entendimento relativamente às decisões de financiamento das empresas de base tecnológica.

O processo da pesquisa passa por uma amostra não-representativa e uma análise de dados primários que demonstra uma metodologia qualitativa, revelando-se flexível (Malhotra et al., 2005).

Na pesquisa descritiva o objetivo passa por descrever funções ou características dos indicadores e dos processos de avaliação financeira que sejam distintas na formulação de hipóteses específicas, tal como a sua conceção estruturada e com a integração de dados secundários. Para um estudo descritivo na sua definição, sobre a ideia de Sampieri et al. (2006) as perguntas são o que definem esse estudo. Sendo estas perguntas em torno do entendimento da aplicação do modelo EVA nas empresas tecnológicas.

Relativamente à pesquisa causal é exigido um modelo planeado e estruturado tal como na pesquisa descritiva referida anteriormente. Contudo, a pesquisa descritiva pode ser usada para determinar relações entre as variáveis, já a causal procura definir as relações causa-efeito com o principal método de pesquisa a experiência, podendo definir-se em um ambiente natural ou num laboratório (Malhotra et al., 2005).

No que diz respeito a esta investigação o design pode ser considerado como descritivo, uma vez que se pretende determinar a avaliação financeira entre os indicadores de avaliação

utilizados para as empresas, sobre o foco da aplicação do modelo EVA nas empresas tecnológicas.

2.4 Objetivos

O objetivo principal desta pesquisa é essencialmente entender face ao modelo de avaliação EVA como as empresas do setor tecnológico se comportam, e perceber a sua viabilidade, tal como a sua eficácia e a eficiência do EVA face a outros indicadores.

De seguida serão analisados os dados das empresas que segundo a publicação dos seus relatórios e contas, tiveram um papel bastante importante na obtenção de um entendimento geral sobre o principal objetivo do tema proposto inicialmente, aplicando o modelo EVA e com isto perceber a sua eficácia e viabilidade em relação a outros modelos estudados, sendo que o VAL e a TIR está mais virado para novos projetos e a sua definição no estudo deste projeto acaba por não ser possível devido aos relatórios serem anuais.

2.5 Primavera

2.5.1 Breve apresentação da empresa Primavera

A Primavera apresentou-se ao serviço da gestão empresarial no ano 1993, com uma ideia disruptiva e muita determinação, utilizando neste serviço o meio tecnológico como um dos principais motores neste âmbito. O propósito do serviço prestado é ajudar as organizações a criarem mais valor com processos de gestão mais simples e organizados sobre uma base de dados. Em forma de curiosidade, a Primavera foi a primeira empresa a desenvolver soluções de gestão para o Windows (BSS, 2021).

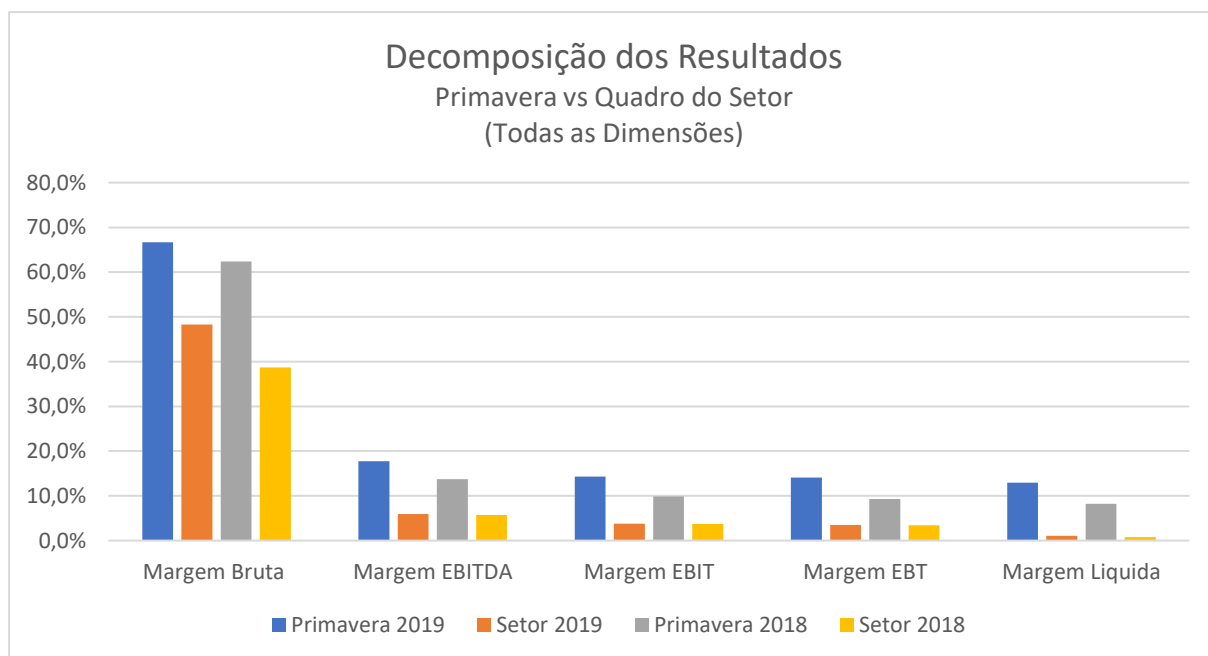
Desde o começo a empresa só tem vindo a crescer, disponibilizando dia apos dia um portfólio de soluções de gestão mais vasto e mais eficaz para empresas de todas as dimensões e setores de atividade poderem usufruir da melhor maneira.

A Primavera apresenta mais de 40 mil clientes espalhados por cerca de 20 países, que apresentam grande confiança neste serviço, e todos os dias se propõem a crescer e em busca de gestão inovadoras que simplifiquem a gestão empresarial (BSS, 2021).

2.5.2 Comparação dos dados da Primavera com os quadros do setor

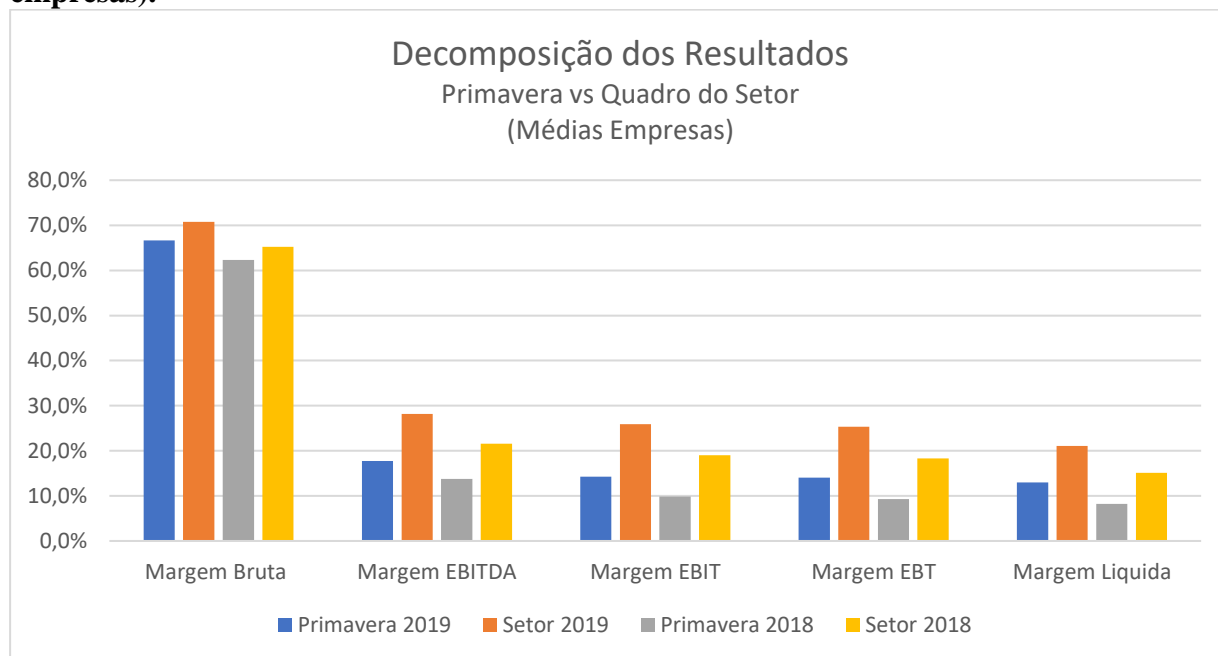
Aqui será realizada uma comparação sobre a decomposição dos resultados da Primavera e o Quadro do Setor, fornecido pelo Banco de Portugal, tendo em conta a Atividade em que a empresa está inserida que neste caso pertence ao código CAE 58290, da edição de outros *softwares*. Com vista a denotar as diferenças potenciais que possam ser verificadas entre os resultados, sobre as dimensões e os anos.

Gráfico 1: Decomposição dos Resultados entre Primavera e o Quadro do setor (todas as dimensões).



Fonte: Elaboração Própria

Gráfico 2: Decomposição dos Resultados entre Primavera e o Quadro do setor (médias empresas).



Fonte: Elaboração Própria

Numa vista geral podemos verificar que no gráfico 1, em todas as margens, os valores da Primavera se revelam-se sempre maiores que os valores do Quadro do setor, ou seja de uma perspectiva de indicador para indicador ou de ano para ano. Contudo, essa discrepância denota-se devido ao estudo do gráfico 1 ter sido efetuado no englobamento de todas empresas do setor de atividade, pois a diferença considera-se grande entre as médias empresas, pequenas empresas e microempresas.

E esta discrepância, pode-se entender de forma mais clara no gráfico 2, sobre a dimensão das médias empresas, onde os resultados entre a empresa Primavera e o Quadro do Setor já se demonstram mais nivelados em relação à margem bruta, estando um pouco a abaixo a Primavera sobre os valores do setor. Sendo que, sobre as margens EBITA, EBIT, EBT e Líquida também se apresentam abaixo dos valores do setor, mas não se notando tao nivelados e sim, alguma disparidade de resultados.

2.5.3 Dados financeiros

Os dados analisados representam o intervalo de dois anos, anos esses o ano 2018 e 2019, retirados através do relatório de contas que a Primavera disponibilizou publicamente. Estes dados foram tratados no Excel, tal como pode ser verificado no “Anexo I” através do Balanço e da Demonstração de Resultados, sobre o cálculo de vários indicadores foi possível a construção da tabela do ponto “1.3 - Anexo I”.

Tabela 6: Indicadores do Balanço (Primavera).

Indicadores Balanço	31/12/2019	31/12/2018	Evolução indicadores
Dívida financeira (inclui passivo não corrente) (€)	10 759 247,14	10 808 567,59	(49 320,45)
Dívida líquida financeira (DLF) (€)	4 651 523,91	5 683 920,72	(1 032 396,81)
Fundo de maneo (circulante) (€)	(1 756 111,40)	(756 404,37)	(999 707,03)
PMR - Prazo médio de recebimento (dias)	48,64	52,23	(3,59)
PMP - Prazo médio de pagamento (dias)	54,15	40,44	13,71
Autonomia financeira (%)	0,45	0,39	0,06
Solvabilidade (%)	0,83	0,65	0,18
Equilíbrio financeiro (%)	1,24	1,29	(0,05)
Liquidez corrente (%)	1,35	1,17	0,18
Liquidez geral (%)	1,30	1,38	(0,08)
Alavancagem (%)	1,09	1,45	(0,37)

Fonte: Elaboração Própria

Indicadores de funcionamento

Como podemos verificar nestes indicadores alguns revelam uma evolução do ano 2018 para o ano 2019. Os prazos médios de pagamento e recebimento determinam quantos dias é que são necessários para que essa ação, respetivamente aconteça.

A PMP passou de 40.44 para 54.15, e isto significa que a empresa levava em média 40 dias a pagar aos seus fornecedores, tendo registado um aumento em média de 14 dias de 2018 para o ano seguinte. Quanto ao PMR já se registou uma diminuição entre os anos de estudo, registando em 2019 uma média de 49 dias que levavam para receber os pagamentos das suas vendas. Estas são umas ferramentas importantes para quem trabalha com a gestão de recebimentos e

pagamentos. Com os indicadores da gestão dos prazos médios é possível uma ajuda na percepção de quanto tempo é preciso investir para a extinção de dívidas que possam existir.

Indicadores da estrutura financeira

A autonomia financeira é um rácio que revela o nível de dependência da empresa face a apoios de instituições financeiras, por outras palavras reflete a solidez financeira e a capacidade de colmatar as suas dívidas. Neste caso, os valores em ambos os anos situam-se em um valor aceitável (0.39 e 0.45) de autonomia, que se situa entre os 30% e os 60%, quanto maior o seu valor menor é o financiamento dos capitais alheios no financiamento dos ativos.

Neste âmbito, surge a solvabilidade que é um rácio que estuda a capacidade que uma empresa tem para liquidar o seu passivo face ao seu capital próprio, no caso desta capacidade não se verificar significa que a empresa está em insolvência. Mas segundo os dados apresentados a nível de solvabilidade a empresa demonstra-se vulnerável neste ponto registando um aumento de 0.18 chegando aos 0.83 (0.17 de diferença face ao equilíbrio financeiro mínimo, 1) o peso do capital próprio sobre capitais alheios.

Indicadores de liquidez

Em termos de liquidez, podemos verificar um aumento na liquidez corrente tendo um valor, em 2019, de 1.35. Este valor significa que o ativo circulante cobre todas as dívidas de curto prazo, apresentando assim, nestes termos, o valor ideal.

Quanto à liquidez geral que revela um valor de 1.3, em 2019, devido a uma diminuição de 0.08 na transição do ano, e o que se pode dizer acerca da liquidez geral é que quanto maior for o seu índice maior será a liquidez da empresa entre os períodos de pagamento.

Sintetizando, diz-se que o indicador de liquidez corrente refere a capacidade de pagamento a curto prazo enquanto o índice de liquidez geral apresenta a capacidade de pagamento a longo prazo por parte da empresa.

Tabela 7: Indicadores da Demonstração de Resultados (Primavera).

Indicadores Demonstração dos resultados	31/12/2019	31/12/2018	Evolução indicadores
Volume de negócios (€)	29 118 951,23	24 325 218,56	4 793 732,67
Margem bruta das vendas (%)	99,24%	98,70%	0,01
Estrutura FSE face ao VN (%)	-32,56%	-36,35%	0,04
Estrutura Gastos com o pessoal face ao VN (%)	-46,89%	-46,58%	(0,00)
Gastos com o pessoal (€)	(13 653 918,72)	(11 331 473,30)	(2 322 445,42)
Encargo médio por colaborador (€)	(33 132 316 108 838,70)	(22 970 047 052 442,00)	(10 162 269 056 396,60)
EBITDA (€)	5 169 851,95	3 344 122,20	1 825 729,75
EBIT (€)	4 162 097,42	2 397 935,11	1 764 162,31
Operational cash-flow (€)	5 042 157,69	3 341 795,18	1 700 362,51
Resultado financeiro (€)	(68 427,56)	(136 410,72)	67 983,16
Net income (€)	3 777 915,55	2 002 842,95	1 775 072,60
Rentabilidade das Vendas (%)	12,97%	8,23%	0,05
Rentabilidade dos Capitais próprios (ROE) (%)	38,22%	26,94%	0,11
Rentabilidade do Ativo (ROA) (%)	17,39%	10,62%	0,07
Margem EBITDA (%)	17,75%	13,75%	0,04
Grau de endividamento (DLF / EBITDA) (%)	(0,07)	0,54	(0,61)
Capacidade de Cobertura de juros (RO / Juros) (€)	60,82	17,58	43,25
Rotação Ativo (%)	134,01%	128,96%	0,05

Fonte: Elaboração Própria

Indicadores de rentabilidade

Em relação aos indicadores da demonstração dos resultados, verifica-se que acerca da rentabilidade das vendas reflete que 12.97% de cada venda contribuiu na obtenção do resultado do exercício.

O ROE, é o indicador que mede a capacidade que os capitais próprios da empresa têm em criar retorno financeiro, passando por uma capacidade de 38.22% que os sócios/investidores da empresa Primavera revela.

A margem EBITDA revela que a empresa tornou-se mais lucrativa que o ano anterior, ou seja, teve melhor desempenho, passando dos 13.75% para os 17.75%. Indicando assim, que a empresa está a revelar gerar mais lucro sobre as suas operações de negócio.

Modelo EVA

No cálculo do modelo EVA será demonstrado de seguida, detalhadamente, o desenvolvimento do cálculo até chegar ao valor final, tendo em conta os dados do Anexo I.

- **1º Passo:**

No cálculo do EVA primeiramente é necessário perceber qual o valor da taxa de imposto, para posteriormente ser possível fazer outros cálculos adicionais, que serão demonstrados nos passos seguintes.

Ano 2018:

$$\text{Taxa de imposto} = \frac{\text{Imposto sobre rendimento do período}}{\text{Resultado antes de impostos}} = \frac{258681,44}{2261524,39} \sim 0,114$$

Ano 2019:

$$\text{Taxa de imposto} = \frac{\text{Imposto sobre rendimento do período}}{\text{Resultado antes de impostos}} = \frac{315754,31}{4093669,86} \sim 0,077$$

- **2º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned} \text{ROLI} &= \text{Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)} \\ &\times (1 - \text{Taxa de imposto}) = 2\,397\,935,11 \times (1 - 0,114) \\ &= 2\,123\,650,512 \text{ €} \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$\begin{aligned} \text{ROLI} &= \text{Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)} \\ &\times (1 - \text{Taxa de imposto}) = 4\,162\,097,42 \times (1 - 0,077) \\ &= 3\,841\,065,133 \text{ €} \end{aligned}$$

- **3º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned} \text{Total Capital Investido} &= \text{Ativo não corrente} + \text{Fundo de manei}o \\ &= 9\,157\,484,71 - 756\,404,37 = 8\,401\,080,34 \text{ €} \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$\begin{aligned} \text{Total Capital Investido} &= \text{Ativo não corrente} + \text{Fundo de manei}o \\ &= 10\,565\,560,73 - 1\,756\,111,40 = 8\,809\,449,33 \text{ €} \end{aligned}$$

- **4º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned}
 WACC &= \frac{\text{Total CP}}{\text{Total Ativo}} \times \frac{\text{Resultado liquido do periodo}}{\text{Total CP}} + \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}} \\
 &\times \left(\left(- \frac{\text{Juros e gastos similares suportados}}{\text{Passivo não corrente} + \text{financiamentos obtidos}} \right) \right) \\
 &* (1 - \text{Taxa de imposto}) \\
 &= \frac{7\,435\,317,47}{18\,862\,295,71} \times \frac{2\,189\,505,08}{7\,435\,317,47} + \frac{11\,426\,978,24}{18\,862\,295,71} \\
 &\times \left(\left(- \frac{-322\,053,81}{4\,391\,820,00 + 1\,540\,764,31} \right) \times (1 - 0,114) \right) = 0,15
 \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$\begin{aligned}
 WACC &= \frac{\text{Total CP}}{\text{Total Ativo}} \times \frac{\text{Resultado liquido do periodo}}{\text{Total CP}} + \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}} \\
 &\times \left(\left(- \frac{\text{Juros e gastos similares suportados}}{\text{Passivo não corrente} + \text{financiamentos obtidos}} \right) \right) \\
 &* (1 - \text{Taxa de imposto}) \\
 &= \frac{9\,885\,485,20}{21\,729\,039,56} \times \frac{3\,803\,436,78}{9\,885\,485,20} + \frac{11\,843\,554,36}{21\,729\,039,56} \\
 &\times \left(\left(- \frac{-247\,810,44}{3\,224\,921,10 + 1\,631\,690,13} \right) \times (1 - 0,077) \right) = 0,2
 \end{aligned}$$

- **5º Passo:**

Ano 2018:

$$CC = \text{Total Capital Investido} \times WACC = 8\,401\,080,34 \times 0,15 = 1\,219\,866,01 \text{ €}$$

Ano 2019:

$$CC = Total\ Capital\ Investido \times WACC = 8\ 809\ 449,33 \times 0,2 = 1\ 768\ 108,24\ \text{€}$$

- **6º Passo:**

Ano 2018:

$$EVA = ROLI - CC = 2\ 123\ 650,512 - 1\ 219\ 866,01 = 903\ 784,50\ \text{€}$$

Ano 2019:

$$EVA = ROLI - CC = 3\ 841\ 065,133 - 1\ 768\ 108,24 = 2\ 072\ 956,90\ \text{€}$$

2.6 Vodafone

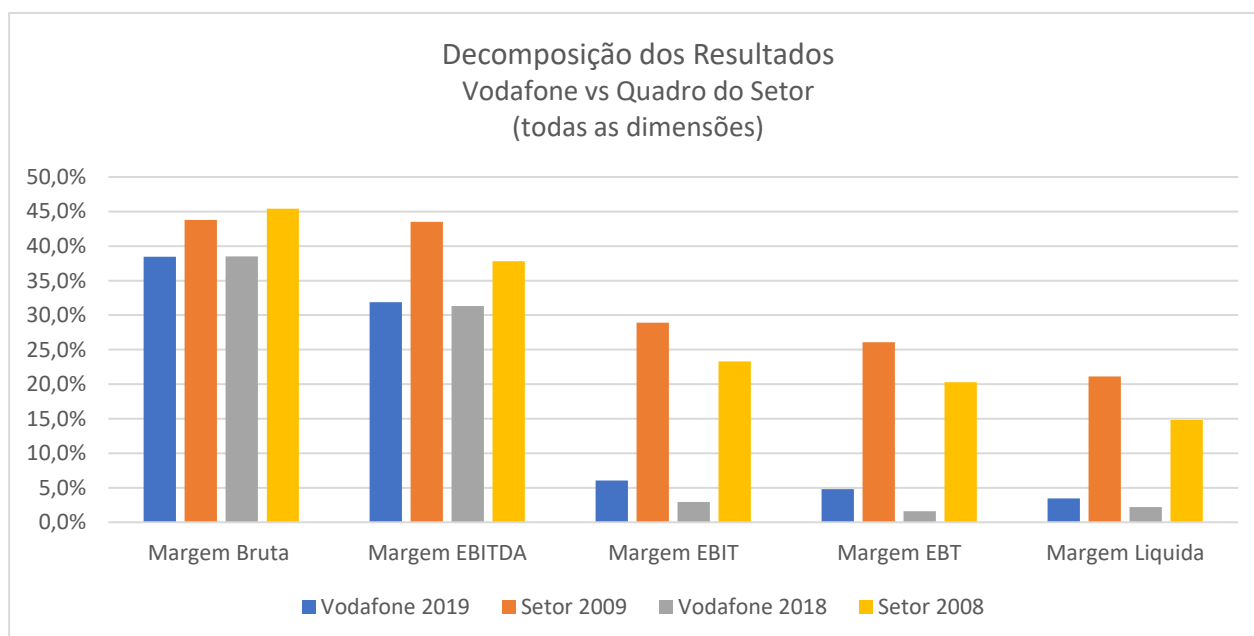
A Vodafone que inicialmente tinha sido fundada como Racal Telecom em 1983, no Reino Unido, é uma operadora móvel multinacional inglesa com sede em Londres, que foi fundada como Vodafone em 1991. A Vodafone, atualmente, abrange 25 países e redes parceiras (redes nas quais não tem capital próprio) em mais 42 países.

A Vodafone apresenta serviços nas comunicações sempre acompanhando as inovações tecnológicas presentes como a rede 5G que é das novidades mais atuais, serviços estes sobre a televisão, internet e telemóvel (Vodafone Portugal. 2021).

2.6.1 Comparação dos dados da Vodafone com os quadros do setor

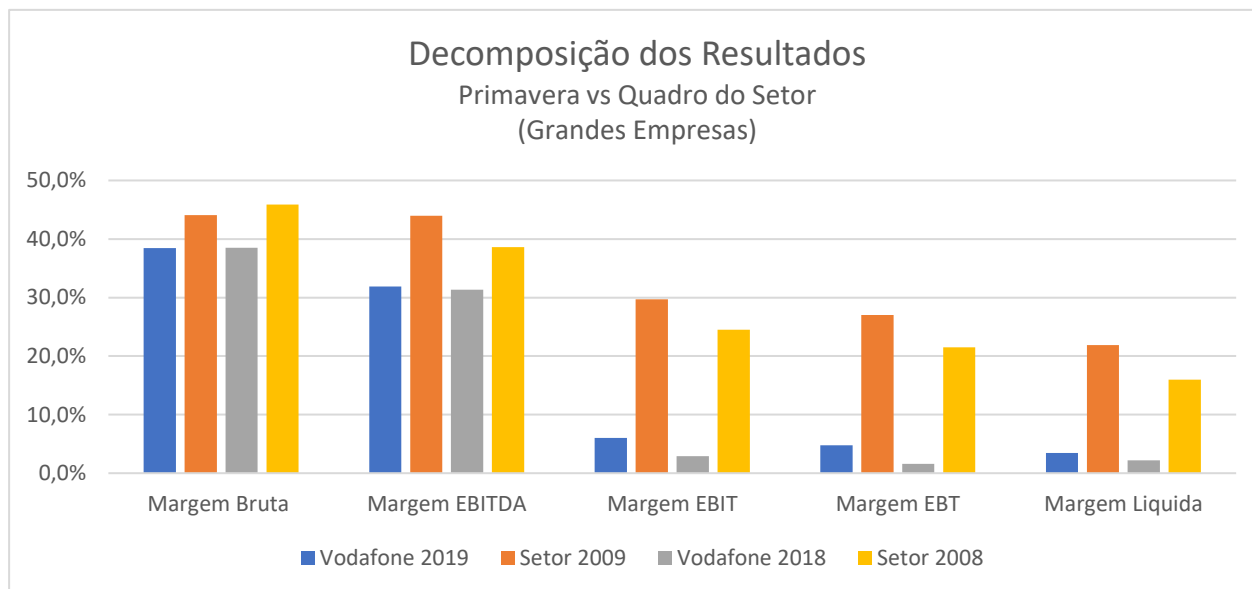
É realizada uma comparação sobre a decomposição dos resultados da Vodafone e o Quadro do Setor, fornecido pelo Banco de Portugal, tendo em conta a Atividade em que a empresa está inserida que neste caso pertence ao código CAE 61200, das atividades de telecomunicações sem fio. Isto, sobre o ponto de vista de ser possível fazer-se denotar as diferenças potenciais que possam ser verificadas entre os resultados, sobre as dimensões e os anos.

Gráfico 3: Decomposição dos Resultados entre Vodafone e o Quadro do setor (todas as dimensões).



Fonte: Elaboração Própria

Gráfico 4: Decomposição dos Resultados entre Vodafone e o Quadro do setor (grandes empresas).



Fonte: Elaboração Própria

Antes de analisar os gráficos, é importante salientar que os dados estudados são os mais recentes disponíveis nos quadros do setor que o Banco de Portugal disponibiliza na sua base de dados, fazendo assim a análise sobre os anos 2009 e 2008, podendo este fator distorcer muito os resultados que se pretende obter.

Segundo os gráficos acima apresentados, de um ponto de vista geral podemos verificar que no gráfico 3, em todas as margens, os valores da Vodafone se revelam sempre abaixo daquilo que são os valores do quadro do setor, sendo que salienta-se uma diferença maior nas margens EBIT, EBT e Líquida.

Apesar desta discrepância de valores nas margens identificadas anteriormente, em relação ao gráfico 3 que é sobre todas as dimensões, acaba por se identificar variâncias equiparadas sobre os resultados de uma dimensão onde são englobadas as grandes empresas, no gráfico 4, dimensão esta onde a empresa Vodafone se verifica.

2.6.2 Dados Financeiros

Os dados analisados neste ponto serão os dados da empresa Vodafone, e serão estudados o intervalo de dois anos, os anos de 2018 e 2019, retirados através do relatório de contas que a Vodafone disponibilizou pela via do Google. Estes dados foram tratados por um modelo excel como os dados da empresa Primavera, sendo que estes dados se podem verificar no “Anexo II”, onde está reportado o Balanço, a Demonstração de Resultados, e os seus indicadores.

Com isto, é importante referir que os dados estudados da empresa Vodafone são expressos em milhares de euros.

Tabela 8: Indicadores do Balanço (Vodafone).

Indicadores Balanço	31/12/2019	31/12/2018	Evolução indicadores
Dívida financeira (inclui passivo não corrente)	688 707,00	699 706,00	(10 999,00)
Dívida líquida financeira (DLF) (€)	682 452,00	696 618,00	(14 166,00)
Fundo de maneiio (circulante) (€)	(161 123,00)	(175 662,00)	14 539,00
PMR - Prazo médio de recebimento (dias)	37,51	33,08	4,43
PMP - Prazo médio de pagamento (dias)	69,18	53,62	15,56
DME: Duração média de existências (dias)	77,13	58,92	18,21
Autonomia financeira (%)	0,18	0,19	(0,01)
Solvabilidade (%)	0,21	0,23	(0,01)
Equilíbrio financeiro (%)	0,85	0,80	0,05
Liquidez corrente (%)	1,74	2,03	(0,29)
Liquidez geral (%)	0,57	0,43	0,14
Alavancagem (%)	2,87	2,79	0,08

Fonte: Elaboração Própria

Indicadores de funcionamento

Os Prazos Médios que verificamos aumentaram do ano 2018 para 2019.

A PMP revela 69 dias que a empresa levou a pagar aos seus fornecedores, registando para este ano, 2019, um aumento de 16 dias. O PMR calcula que 38 dias em média são levados para receber os pagamentos das suas vendas.

Indicadores da estrutura financeira

A Autonomia Financeira está nos 0.18 (ano 2019), interpretando este valor como um valor um pouco abaixo dos 30%, ponto em que se considera aceitável, o nível de dependência, necessitando de um maior financiamento dos capitais alheios no financiamento dos ativos.

Quanto à solvabilidade que está a 0.21 o peso do capital próprio sobre capitais alheios, encontrando-se este caso num estado bastante vulnerável face ao equilíbrio financeiro mínimo, 1 exigido por regra.

Indicadores de liquidez

Em termos de liquidez corrente o seu valor, em 2019, está em 1.74 o que significa que a empresa tem uma capacidade de pagamento boa, em termos de curto prazo.

Já relativamente à liquidez geral o valor verifica-se abaixo de 1, a 0.57, em 2019, que significa que a empresa em termos de longo prazo apresenta dificuldades ao cumprir com as suas obrigações por não ter capital suficiente.

Tabela 9: Indicadores da Demonstração de Resultados (Vodafone).

Indicadores Demonstração dos resultados	31/12/2019	31/12/2018	Evolução indicadores
Volume de negócios (€)	1 027 067,00	1 011 561,00	15 506,00
Margem bruta das vendas (%)	92,23%	92,01%	0,00
Estrutura FSE face ao VN	-53,77%	-53,49%	(0,00)
Estrutura Gastos com o pessoal face ao VN	-8,84%	-8,29%	(0,01)
Gastos com o pessoal (€)	(90 771,00)	(83 855,00)	(6 916,00)
Encargo médio por colaborador (€)	(7 768 991 554,75)	(7 068 703 971,25)	(700 287 583,50)
EBITDA (€)	327 300,00	316 815,00	10 485,00
EBIT (€)	61 956,00	29 566,00	32 390,00
Operational cash-flow (€)	327 340,00	302 485,00	24 855,00
Resultado financeiro (€)	(12 839,00)	(13 198,00)	359,00
Net income (€)	35 432,00	22 251,00	13 181,00

Rentabilidade das Vendas (%)	3,45%	2,20%	0,01
Rentabilidade dos Capitais próprios (ROE) (%)	14,78%	8,86%	0,06
Rentabilidade do Ativo (ROA) (%)	2,61%	1,65%	0,01
Margem EBITDA (%)	31,87%	31,32%	0,01
Grau de endividamento (DLF / EBITDA) (%)	2,09	2,20	(0,11)
Capacidade de Cobertura de juros (RO / Juros) (€)	4,83	2,24	2,59
Rotação Ativo (%)	75,52%	75,01%	0,01

Fonte: Elaboração Própria

Indicadores de rentabilidade

Quanto aos indicadores da demonstração de resultados, verifica-se que a rentabilidade das vendas apresenta 3.45% de contribuição de cada venda na obtenção do resultado do exercício.

O ROE apresenta que a Vodafone tem uma capacidade de 14.78% de criar retorno financeiro.

A margem EBITDA revela que empresa revelou uma margem de lucro a rondar os 31.87%.

Modelo Eva

Relativamente ao modelo EVA de seguida será demonstrado, detalhadamente, o desenvolvimento do cálculo até chegar ao valor final, tendo em conta os dados do Anexo II.

- **1º Passo:**

Ano 2018:

$$Taxa de imposto = \frac{\text{Imposto sobre rendimento do período}}{\text{Resultado antes de impostos}} = \frac{5\,883}{16\,368} \sim 0,36$$

Ano 2019:

$$\text{Taxa de imposto} = \frac{\text{Imposto sobre rendimento do período}}{\text{Resultado antes de impostos}} = -\frac{(13\,685)}{49\,117} \sim 0,28$$

- **2º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned} \text{ROLI} &= \text{Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)} \\ &\times (1 - \text{Taxa de imposto}) = 29\,566 \times (1 - 0,36) = 18\,939,36 \\ &= 18\,939\,360 \text{ €} \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$\begin{aligned} \text{ROLI} &= \text{Resultado Operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)} \\ &\times (1 - \text{Taxa de imposto}) = 61\,956 \times (1 - 0,28) = 44\,693,79 \\ &= 44\,693\,790 \text{ €} \end{aligned}$$

- **3º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned} \text{Total Capital Investido} &= \text{Ativo não corrente} + \text{Fundo de manei} = 1\,175\,436,00 + \\ &(175\,662,00) = 999\,774,00 = 999\,774\,000 \text{ €} \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$\begin{aligned} \text{Total Capital Investido} &= \text{Ativo não corrente} + \text{Fundo de manei} \\ &= 1\,137\,470,00 + (161\,123,00) = 976\,347,00 = 976\,347\,000 \text{ €} \end{aligned}$$

- **4º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned}
 WACC &= \frac{\text{Total CP}}{\text{Total Ativo}} \times \frac{\text{Resultado liquido do periodo}}{\text{Total CP}} + \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}} \\
 &\times \left(\left(- \frac{\text{Juros e gastos similares suportados}}{\text{Passivo não corrente} + \text{financiamentos obtidos}} \right) \right) \\
 &\times (1 - \text{Taxa de imposto}) \\
 &= \frac{25\ 1059}{1\ 348\ 512} \times \frac{22\ 251}{251\ 059} + \frac{1\ 097\ 453}{1\ 348\ 512} \\
 &\times \left(\left(- \frac{-13\ 203}{694\ 542 + 57\ 261} \right) \times (1 - 0,36) \right) = 0,03
 \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$\begin{aligned}
 WACC &= \frac{\text{Total CP}}{\text{Total Ativo}} \times \frac{\text{Resultado liquido do periodo}}{\text{Total CP}} + \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}} \\
 &\times \left(\left(- \frac{\text{Juros e gastos similares suportados}}{\text{Passivo não corrente} + \text{financiamentos obtidos}} \right) \right) \\
 &\times (1 - \text{Taxa de imposto}) \\
 &= \frac{239\ 807}{1\ 360\ 067} \times \frac{35\ 432}{239\ 807} + \frac{1\ 120\ 260}{1\ 360\ 067} \\
 &\times \left(\left(- \frac{-12\ 839}{730\ 372 + 12\ 423} \right) \times (1 - 0,28) \right) = 0,04
 \end{aligned}$$

- **5º Passo:**

Ano 2018:

$$\begin{aligned}
 CC &= \text{Total Capital Investido} \times WACC = 999\ 774,00 \times 0,03 = 25\ 649,91 \\
 &= 25\ 649\ 910 \text{ €}
 \end{aligned}$$

Ano 2019:

$$CC = Total\ Capital\ Investido \times WACC = 976\ 347,00 \times 0,04 = 35\ 462,87 \\ = 35\ 462\ 870\ \text{€}$$

- **6º Passo:**

Ano 2018:

$$EVA = ROLI - CC = 18\ 939,36 - 25\ 649,91 = (6\ 710,55) = (6\ 710\ 550)\ \text{€}$$

Ano 2019:

$$EVA = ROLI - CC = 44\ 693,79 - 35\ 462,87 = 9\ 230,92 = 9\ 230\ 920\ \text{€}$$

2.7 Comparação dos indicadores de ambas as empresas estudadas

Aqui foi realizado um estudo sobre os resultados da empresa Primavera e Vodafone, de maneira a que seja realizada a sua comparação. E assim, conseguir determinar a viabilidade do EVA e a sua influência na avaliação financeira no setor tecnológico, e com isto retirar algumas conclusões com a comparação do modelo EVA com outros indicadores utilizados.

Vamos começar por verificar o peso do modelo EVA sobre os indicadores que são utilizados para o seu resultado.

2.7.1 Amostra de resultados dos indicadores do EVA

Ano 2018:

Tabela 10: Composição da amostra dos indicadores, em 2018.

Empresa	Capital Investido	Custo do Capital	WACC	Lucro Líquido	ROLI	EVA
Primavera	8 401 080,34€	1 219 866,01€	15%	2 002 842,95€	2 123 650,51€	903 784,5€
Vodafone	999 774 000€	25 649 910€	3%	22 251 000€	18 939 360€	(6 710 550)€

Fonte: Elaboração própria.

Ano 2019:

Tabela 11: Composição da amostra dos indicadores, em 2019.

Empresa	Capital Investido	Custo do Capital	WACC	Lucro Líquido	ROLI	EVA
Primavera	8 809 449,33€	1 768 108,24€	20%	3 777 915,55€	3 841 065,13€	2 072 956,9€
Vodafone	976 347 000€	35 462 870€	4%	35 432 000€	44 693 790€	9 230 920€

Fonte: Elaboração própria.

Em relação aos resultados dos indicadores acima tratados é de referir que de 2018 a 2019 verificou-se em ambas as empresas um aumento exponencial das contas, apenas em relação ao capital investido foi menor em 2019, baixando de 999 774 000€ para 976 347 000€.

É importante também salientar o valor do EVA que na empresa Primavera o seu valor manteve-se positivo, passando de um valor a rondar 1 milhão de euros para 2 milhões de euros, ou seja os valores demonstravam-se satisfatórios, pois verifica-se uma criação de valor sobre o processo de criação de superavit em relação ao capital investido pelo acionista.

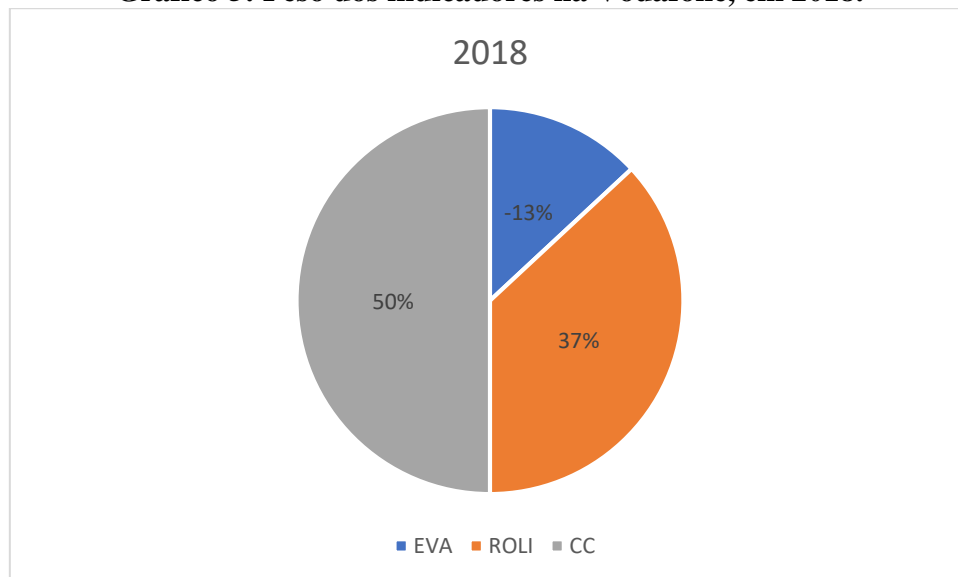
No entanto, na empresa Vodafone em 2018 isso não foi verificado, devido a um resultado oposto à criação de valor, em que a empresa não cria valor suficiente que consiga realizar a cobertura do capital investido pelos acionistas, sendo que para ter excedentes suficientes para

cobrir o capital investido seria necessário que o valor do EVA fosse 0, ou seja um acréscimo do valor de 6 710 550€.

2.7.2 Peso do modelo EVA sobre o CC e o ROLI

Na empresa Vodafone, em seguida será demonstrado o peso dos indicadores EVA, ROLI e CC sobre cada ano, de forma que seja possível entender um pouco melhor os indicadores em questão.

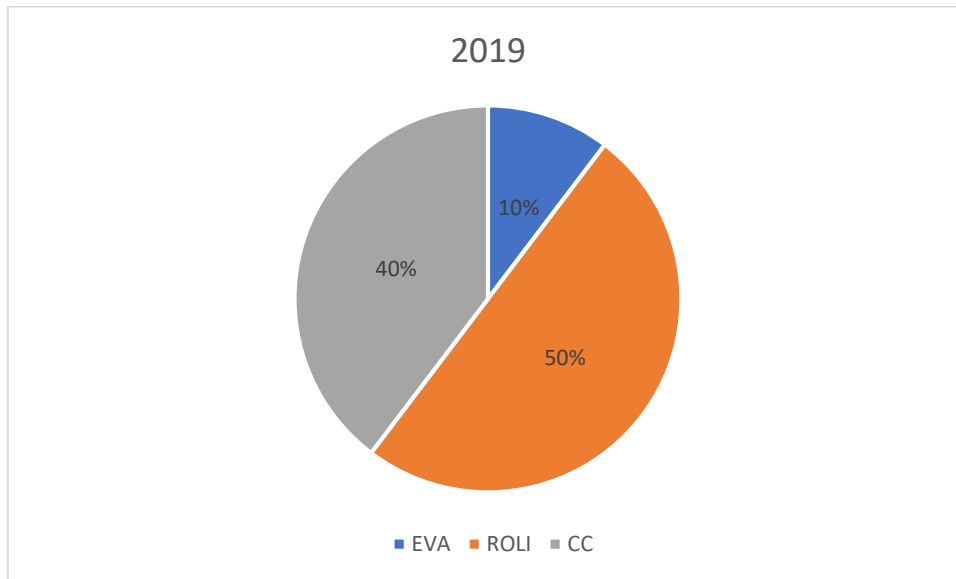
Gráfico 5: Peso dos indicadores na Vodafone, em 2018.



Fonte: Elaboração própria.

Podemos verificar que o custo do capital tem um peso a chegar aos 50% sobre o resultado operacional líquido do imposto, como podemos verificar, e em consequência disto o EVA passa por ter um resultado negativo, que chega -13% sobre os outros indicadores, pois no seu cálculo subtrai-se ao ROLI o custo do capital para obter o seu resultado.

Gráfico 6: Peso dos indicadores na Vodafone, em 2019.

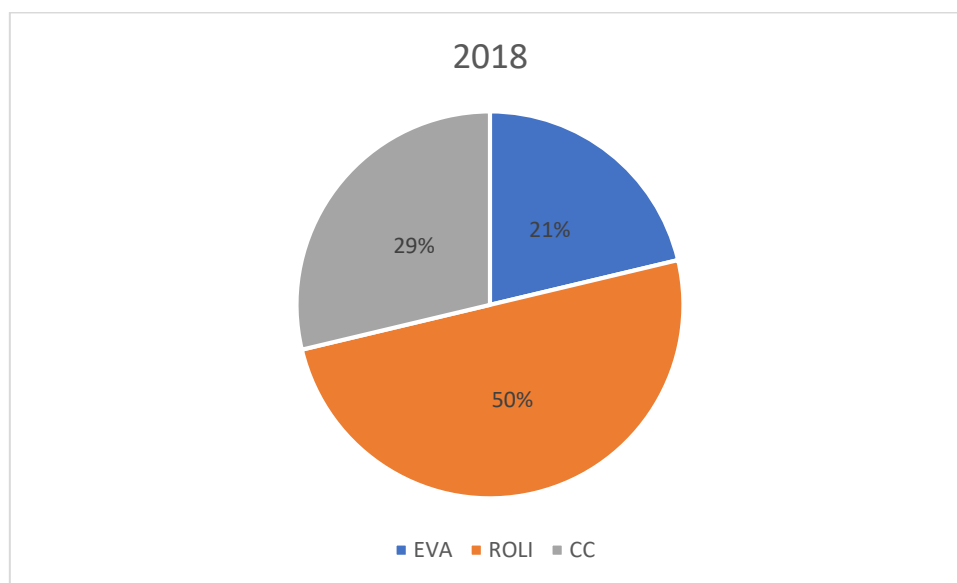


Fonte: Elaboração própria.

Já em 2019, é possível entender que a empresa Vodafone apresentou um superavit em relação ao modelo EVA, isto devido ao resultado operacional líquido do imposto apresentar 50% de peso sobre os indicadores, e o custo de capital ser de 40%, ou seja menos 10% que o ROLI que dará resultado ao EVA.

Relativamente aos dados da empresa Primavera, também serão avaliados em seguida os mesmos indicadores.

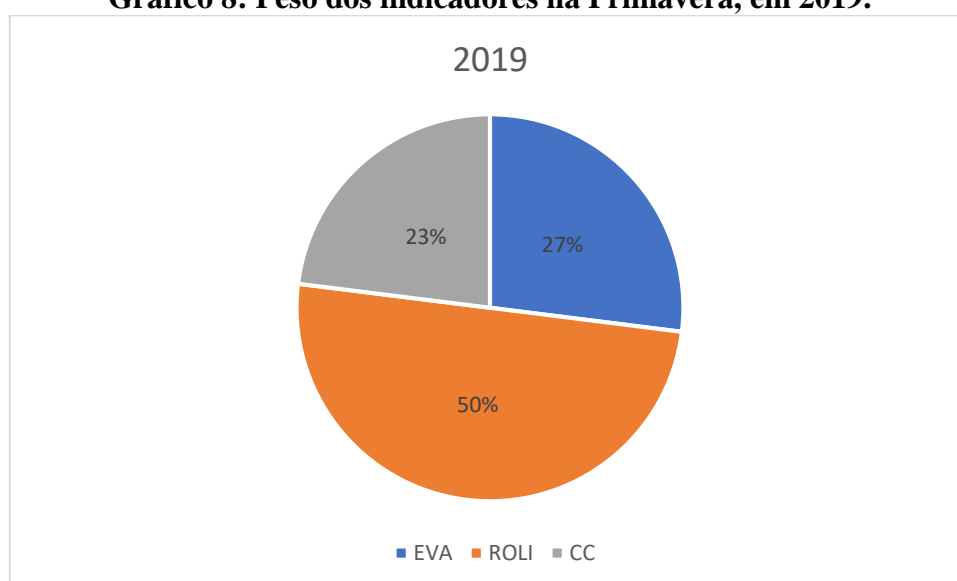
Gráfico 7: Peso dos indicadores na Primavera, em 2018.



Fonte: Elaboração própria.

Podemos aferir dos dados do gráfico acima, que o modelo EVA chegou por ter um peso bastante significativo a chegar aos 21% sobre o CC que se apresenta a 29% e o ROLI com 50%, denotando assim que o processo desta criação de valor passa por um superavit sobre o capital investido pelos acionistas.

Gráfico 8: Peso dos indicadores na Primavera, em 2019.

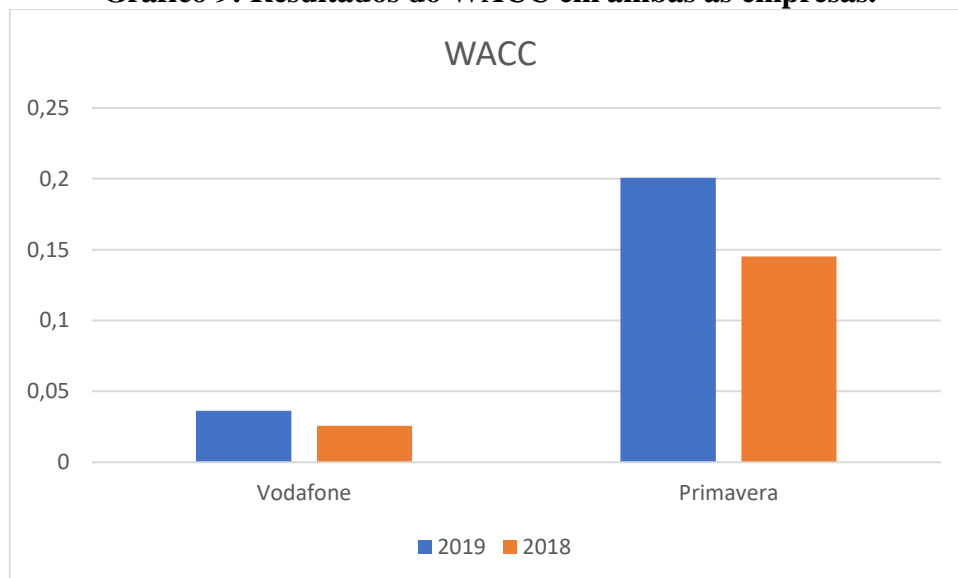


Fonte: Elaboração própria.

Já em 2019, na empresa Primavera, o resultado operacional líquido do imposto manteve-se a um peso que passa pelos 50%, apresentando aqui um resultado superior do EVA sobre o custo do capital, tendo respetivamente 27% e 23%.

2.7.3 Amostra da taxa de custo médio ponderado do capital

Gráfico 9: Resultados do WACC em ambas as empresas.



Fonte: Elaboração própria.

O custo médio ponderado do capital de 2018 para 2019 passou por verificar um aumento em ambas as empresas. Este indicador engloba todos os custos da empresa ou outras vias de financiamento do capital, neste caso os da Vodafone ou da Primavera. Com isto, a Vodafone para cumprir as suas obrigações deverá ter um retorno mínimo do seu negócio a rondar os 4%, enquanto a Primavera para cumprir as suas obrigações terá de ter um retorno pelo menos de 20%. Podendo assim referir que o WACC da Primavera não é tão atrativo para investir quanto o da Vodafone, por se demonstrar o valor alto comparando.

3 Resultados

Aqui pretende-se uma análise global do estudo realizado. Este ponto servirá como base à elaboração da conclusão. Neste sentido, na tabela seguinte foram inseridos os indicadores como a autonomia financeira, a solvabilidade, o equilíbrio financeiro, os rácios de liquidez, as margens, as taxas de rentabilidade e o modelo EVA. Na leitura destes rácios, entender acerca das empresas estudadas, numa abordagem sobre os resultados, qual a melhor empresa em cada parâmetro.

Tabela 12: Amostra geral dos Resultados.

Indicadores de avaliação financeira	Primavera 2019	Vodafone 2019	Primavera 2018	Vodafone 2018
Autonomia financeira	0,45	0,18	0,39	0,19
Solvabilidade	0,83	0,21	0,65	0,23
Equilíbrio financeiro	1,24	0,85	1,29	0,80
Liquidez corrente	1,35	1,74	1,17	2,03
Liquidez geral	1,30	0,57	1,38	0,43
Margem Bruta	66,7%	38,5%	62,3%	38,5%
Margem EBITDA	17,8%	31,9%	13,7%	31,3%
Margem EBIT	14,3%	6,0%	9,9%	2,9%
Margem EBT	14,1%	4,8%	9,3%	1,6%
Margem Líquida	13,0%	3,4%	8,2%	2,2%
Rentabilidade das Vendas	13,0%	3,4%	8,2%	2,2%
Rentabilidade dos Capitais próprios (ROE)	38,2%	14,8%	26,9%	8,9%
Rentabilidade do Ativo (ROA)	17,4%	2,6%	10,6%	1,7%
EVA	7%	1%	4%	-1%

Fonte: Elaboração Própria.

Portanto, com estes resultados comparando-os entre as empresas podemos retirar que a Primavera em relação à generalidade dos indicadores apresenta resultados muito mais satisfatórios que os da empresa Vodafone. Em relação a cada parâmetro de a avaliação podemos concluir que:

- **Autonomia financeira:** A empresa Primavera apresenta um crescimento da autonomia financeira o que sugere um reforço de capitalização, verificando-se o resultado contrário na Vodafone, ou seja uma descida da autonomia financeira.
- **Solvabilidade:** A Primavera tem uma capacidade de cumprir os seus compromissos a médio e longo prazo (solvabilidade) acima dos 50%, enquanto a Vodafone abaixo, nos dois anos, mas ambas as empresas segundo este indicador revela que a empresa apresenta uma situação financeira vulnerável.
- **Equilíbrio financeiro:** A Primavera apresenta um resultado acima do break even (equilíbrio financeiro) nos dois anos o que significa que revelam mais receitas do que gastos, que em comparação com a Vodafone que revela um valor abaixo do break even, apresenta-se melhor.
- **Rácios de Liquidez:** Todos os resultados na liquidez corrente apresentam valores acima de 1 o que demonstra que ambas as empresas possuem uma capacidade de pagamento relativamente boa, tendo assim um valor líquido positivo no curto prazo. Sendo que a Vodafone em termos de liquidez corrente apresenta resultados mais positivos em ambos os anos. Contudo, em termos de liquidez geral os resultados são inferiores aos da Primavera que revela uma capacidade de pagar os seus compromissos de curto e longo prazo, enquanto a Vodafone demonstra dificuldades segundo os resultados verificados.
- **Margens:** Para a avaliação da rentabilidade de qualquer negócio, o cálculo das margens são importantes. No caso da margem bruta a Primavera leva vantagem nos dois anos, tal como na margem líquida onde revela um resultado 50% superior aos resultados da Vodafone. Contudo, relativamente à margem do EBITDA, quem apresenta melhores resultados é a Vodafone, valor este que representa os ganhos da empresa baseando-se apenas nas atividades operacionais. Mas quanto às margens EBIT e EBT a empresa Primavera leva a melhor novamente face à Vodafone.

- Rentabilidades: Na discussão dos resultados sobre as rentabilidades a Primavera encontra-se com valores mais positivos que a Vodafone, que em relação à rentabilidade das vendas isso mesmo se verifica. O ROE que serve para determinar o quanto eficiente é uma empresa na criação de lucro a partir dos seus recursos que passa pelos 25% e os 40%, em 2018 e 2019 na Primavera, já na Vodafone pelos 9% e os 15%, demonstrando uma diferença significativa na sua comparação. Quanto ao ROA que demonstra o quanto uma empresa é rentável em relação ao seu conjunto de ativos, essa mesma diferença é salientada na tabela acima.

Com isto, não considerando o modelo EVA, entende-se que a melhor empresa e com clareza, na avaliação de ambas as empresas, é a Primavera, pois como explica na tabela de resultados acima revela valores, no conto geral, superiores e mais favoráveis sobre a Vodafone, ou seja “respira uma situação financeira mais interessante” para qualquer investidor.

No mesmo sentido, se for realizada a avaliação financeira das empresas com base no modelo EVA, em percentagem sobre o volume de negócios de cada empresa, a conclusão a que se chega do ano de 2018 e do ano 2019 é a mesma. Isto, explica-se devido aos valores verificados, onde em 2018 a Vodafone apresenta um valor negativo e muito inferior à Primavera, de -1% (-6 710 550 €) e onde a Primavera demonstra um valor de 4% (903 784,50 €). Em 2019 o valor negativo verificados em 2018 foram superados, arrecadando um superavit de 1% (9 230 920 €) uma valia superior a rondar os 7 milhões sobre o valor conseguido pela Primavera, que no entanto se demonstrava com um valor de 7% em 2019.

Sendo que estes valores se explicam também por a Vodafone se englobar na dimensão das grandes empresas, e a Primavera na dimensão das médias empresas. E, apesar de estarem ambas relacionadas com o setor tecnológico, estão inseridas em setores diferentes segundo os quadros do setor do Banco de Portugal.

Conclusão

No desenvolvimento deste estudo foram criadas as questões: Qual a viabilidade e garantia que o estudo do modelo EVA tem sobre a avaliação financeira no setor tecnológico? E qual a eficácia e eficiência sobre os outros indicadores mais tradicionais para a avaliação?

Esta dissertação procurou responder a esta questão, investigando como a avaliação financeira das empresas relativamente ao modelo EVA pode ser interpretado e qual as garantias que revela face a outros indicadores. O trabalho seguiu a investigação de Wonglimpiyarat (2015), que segundo os modelos de financiamento para a avaliação de investimentos tecnológicos, serviu como base para alguns dos modelos de avaliação retratados no trabalho sobre o apoio deste autor. Recorrendo também aos autores Guercio, Martínez e Vigier (2019), que retratam algumas das diferenças sobre as empresas tecnológicas numa perspetiva financeira.

O objetivo principal desta pesquisa foi encontrar, essencialmente, um melhor entendimento em relação ao modelo de avaliação EVA no contexto de como as empresas do setor tecnológico se comportam, e entender a sua viabilidade, e a eficácia e eficiência do modelo EVA face a outros indicadores estudados.

Os modelos utilizados foram utilizados com base nas demonstrações de resultados e dos balanços de ambas as empresas, que se apresentam nos Anexos do trabalho detalhadamente, onde sobre estes mesmos resultados foi possível fazer uma análise sobre 3 etapas distintas, comparando os vários modelos de avaliação.

Para o estudo empírico, foi definida uma amostra sobre duas empresas, Vodafone e a Primavera, sobre 2018 e 2019. Foram indicados alguns indicadores dos quais de certa forma se relacionam com o modelo EVA que é uma medida de criação de valor, relacionada com o desempenho operacional da empresa. Foi então realizada uma avaliação sobre os dados financeiros de cada empresa, com o cálculo detalhado do modelo EVA, e neste seguimento, com vista a reforçar as amostras dos dados foi criada uma amostra sobre os indicadores que ajudam no cálculo do

EVA. De seguida foram criados alguns dados que demonstravam o peso do modelo EVA sobre o custo do capital e o resultado operacional líquido depois de imposto. E para além disto, uma amostra de resultados do WACC em ambas as empresas foi realizada com o objetivo de entender todos os custos da empresa ou outras vias de financiamento do capital, de maneira a perceber o retorno mínimo do negócio para cumprir as suas obrigações.

Em síntese, sobre as avaliações financeiras conseguidas pode-se concluir que o EVA vai, num conto geral, ao encontro dos resultados dos outros indicadores de avaliação estudados, sobre a diferença que o EVA sintetiza mais o valor do desempenho operacional das empresas, concluindo dar assim algumas garantias e demonstrar-se para qualquer investidor estudar o EVA. Com isto, para demonstrar a eficácia e a eficiência do EVA sobre os outros indicadores é mais complicado retirar uma conclusão sobre os seus resultados, pois cada indicador tem o seu propósito e para ter uma avaliação mais forte e mais composta é importante o estudo de todos os indicadores, e avaliar assim com base em todos os dados. Podemos também ter em vista que o setor tecnológico, pode ter “asas” para crescer de ano para ano, tal como as contas da Primavera e da Vodafone constam do ano 2018 e 2019.

Relativamente às principais limitações deste estudo, estas estão compreendidas com o facto do Banco de Portugal sobre os quadros do setor não disponibilizarem dados suficientes, que no caso do gráfico 3 e 4, na decomposição dos Resultados entre a Vodafone e o Quadro do setor sobre qualquer dimensão, apresentam dados de 2008 e 2009, como mais recentes, em relação ao código CAE 61200, das atividades de telecomunicações sem fio. Importante salientar nomeadamente o facto de só terem sido utilizadas duas empresas e dois anos na elaboração do trabalho em causa.

Este estudo foi uma tentativa de perceber como as empresas do setor tecnológico estão a nível de saúde financeira e entender todos os pontos importantes que são possíveis de ser verificados na sua avaliação, sobre o foco da aplicação do modelo EVA. No entanto, os resultados obtidos indicam que mais investigação deve ser realizada nesta área, pelo simples facto de as avaliações financeiras se tornarem cada vez mais credíveis e compostas sobre o setor que está em crescente, o tecnológico. É necessário fazer a comparação do setor tecnológico com outros

setores, para entender o seu crescimento face a esses mesmos setores. Os estudos sobre este tema devem utilizar séries temporais mais longas para um melhor sustento do estudo e o número de empresas a serem estudadas deverão também ser mais e até mudar o estudo de grandes empresas como a Vodafone, devido ao facto referido anteriormente da limitação de dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

Referências bibliográficas

Webgrafia:

BSS, P., 2021. *Sobre a Primavera BSS*. PRIMAVERA BSS. Available at: <https://pt.primaverabss.com/pt/primavera>. Janeiro/2021

Carrijo, W., 2020. Resultado Líquido Operacional: Tudo O Que Precisa Saber. *Jornal Contábil*, Available at: https://www.jornalcontabil.com.br/resultado-liquido-operacional-tudo-o-que-precisa-saber/?__cf_chl_jschl_tk__=pmd_kJsgDd.nCaRhAZdAU1fDiYwbGw3gTmtsIicQs0XDytY-1629364805-0-gqNtZGzNAuWjcnBszQ09. Agosto/2021.

Claudino, K., 2020. *A Importância Da Análise Financeira Na Gestão Da Empresa*. Conube. Available at: <https://conube.com.br/blog/analise-financeira/>. Dezembro/2020

Digitais, R., 2021. *O que é ROI? Saiba como calcular o retorno sobre o investimento*. Resultados Digitais. Available at: <https://resultadosdigitais.com.br/blog/o-que-e-roi-retorno-sobre-investimento/>. Janeiro/2021

Gestão, P., 2021. *O que é o Valor Actualizado Líquido (VAL)? - Portal Gestão*. Portal-gestao.com. Available at: <https://www.portal-gestao.com/artigos/6505-o-que-%C3%A9-o-valor-actualizado-1%C3%ADquido-val.html>. Janeiro/2021

Gestão, P., 2021. *O que é a Taxa Interna de Rentabilidade (TIR)? - Portal Gestão*. Portal-gestao.com. Available at: <https://www.portal-gestao.com/artigos/6513-o-que-%C3%A9-a-taxa-interna-de-rentabilidade-tir.html>. Dezembro/2020

meuSucesso.com. 2014. *ROI - O que é e como calcular o retorno sobre investimento* - meuSucesso.com. [online] Available at: <<https://meusuccesso.com/artigos/financas/roi-o-que-e-e-como-calculiar-o-retorno-sobre-investimento-12/>> Agosto 2021.

P2P, 2020. *Avaliação Financeira*. Available at: <http://www.p2p.com.pt/pt/corporate-finance/avaliacao-financeira.html>. Janeiro/2021

Rankia Portugal. 2021. *WACC: o que é e como calcular o custo médio ponderado do capital - Rankia Portugal*. [online] Available at: <https://www.rankia.pt/bolsa/wacc-o-que-e-e-como-calculiar-o-custo-medio-ponderado-do-capital/>. Setembro 2021.

Reis, T. (2021). *Economic Value Added (EVA): como analisar esse indicador?*. Suno Research. Available at: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/economic-value-added-eva/>. Dezembro/2020

Vodafone Portugal. 2021. *A Vodafone*. Available at: <https://www.vodafone.pt/a-vodafone.html>. Junho/2021

Revista/Artigos:

Assaf Neto, A. (1999). *A contabilidade e a gestão baseada no valor*. In VI Congresso Brasileiro de Custos. São Paulo. Janeiro/2021

Bank of England. (2001). *The Financing of Technology-Based Small Firms*. London: Bank of England. Dezembro/2020

Berger, A. and Udell, G., 1998. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of banking and finance*. Janeiro/2021

Bockmann Siqueira, A., 1999. Vantagens e desvantagens da mensuração do lucro económico no uso do Economic Value Added - EVA. *JAMG*, 2(2), pp.105-140. Setembro/2021

Cavalieri, R., 2019. *Ebitda: o que é, para que serve e como calcular?*. BTG Pactual digital. Setembro/2021

Coleman, Susan; Robb, Alicia. (2012). Capital structure theory and new technology firms: is there a match? *Management Research Review*, 35(2), 106-112. Janeiro/2021

Giudici, Giancarlo; Paleari, Stefano. (2000). The Provision of Finance to Innovation: A Survey Conducted among Italian Technology-Based Small Firms. *Small Business Economics*, 14(1), 37-53. Dez/2020 Janeiro/2021

Guercio, M. B., Martínez, L. B., & Vigier, H. P., (2019). Un análisis de las empresas TIC desde una perspectiva financiera. *Evidencia para las pymes de software y videojuegos*. *Innovar*, 29 (74), 85-99. Janeiro/2021

Mazzioni, S., Dedonatto, O., Neto, J. and Neis, F., 2006. Avaliação de Empresas: Um estudo comparativo entre o modelo de capitalização dos lucros múltiplos do fluxo de caixa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil (CRCSC)*, Florianópolis, 4(11), pp. 21 - 36. Janeiro/2021

Myers, S. and Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. Dezembro/2020

Padrão, R. (2007). *Gestão Financeira - Estrutura de capitais (Tópicos complementares)*. FEP. Agosto/2021

Pereira, A., 2010. *Projetos de Investimento - Principais Conceitos*. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. Outubro/2021

Rafael, 2020. *Ebitda: O que é, como calcular e analisar esse indicador*. Riconnect. Setembro/2021

Rajan, Raghuram; Zingales, Luigi. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), 1.421-1.460. Janeiro/2021

Sampieri, R., Fernández-Collado, C. e Lucio, P. (2006). *Metodología de la investigación* (4ª ed.). México: McGraw-Hill. Outubro/2021

Serrasqueiro, Z., and Nunes, P. N. (2010). Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Julho/2021

Sila, C., 2016. *ENTENDO O PROCESSO DE UMA PESQUISA*. UNIARARAS. Outubro/2021

Silva, M. and Salvado, A., 2015. Análise custo-benefício: Metodologia para apoio à decisão em intervenções de Arquitetura, Engenharia e Construção. *Laboratório Nacional de Engenharia Civil*, pp.6-10. Julho/2021

Livros:

Bastardo, C. e Gomes, A.R., 1991. *Fusões e Aquisições*. Texto Editores. Janeiro/2021

Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas. Outubro/2021

Malhotra, N., Rocha, I., Laudisio, M., Altheman, E., e Borges, F. (2005). *Introdução à pesquisa de marketing*. São Paulo: Pearson Prentice Hall. Outubro/2021

McDaniels, C. e Gates, R. (2004). *Pesquisa de Marketing*. S. Paulo: Thomson Learning. Outubro/2021

Neves, J., 2002. *Avaliação De Empresas E Negócios*. 4th ed. Mc Graw-Hill. Dezembro/2020

Sá Silva, E. & Queirós, M., 2013. *Gestão Financeira - Análise de Investimentos* (5º edição). Grupo Editorial Vida Económica. Janeiro/2021

Sampieri, R., Fernández-Collado, C. e Lucio, P. (2006). *Metodología de la investigación* (4ª ed.). México: McGraw-Hill. Outubro/2021

Saurin, V., 2020. *Avaliação Econômica E Financeira De Empresas*. Clube de Autores. Janeiro/2021

Wonglimpiyarat J., 2015. *Financial Models for Evaluating Technology Investments*. Palgrave Macmillan, London, pp. 78-102. Dezembro/2020

Anexos

1 Anexo I – Dados financeiros da empresa Primavera

1.1 Balanço

Primavera

Balanço individual

Keuros

RUBRICAS	31/12/2019	Variação		31/12/2018
		Valor	%	
ATIVO				
Ativo não corrente				
Ativos fixos tangíveis	827 534	(26 177)	-3,07%	853 711
Propriedades de investimento	3 436	6	0,17%	3 430
Goodwill	5 585	(770)	-12,12%	6 355
Ativos intangíveis	152 895	(9 031)	-5,58%	161 926
Ativos biológicos	-	-	-%	-
Participações financeiras - Método da equivalência patrimonial	24 645	261	1,07%	24 384
Outros investimentos financeiros	-	-	-%	-
Créditos a receber	-	-	-%	-
Diferimentos	12 117	7 355	154,45%	4 762
Ativos por impostos diferidos	111 258	(9 610)	-7,95%	120 868
	1 137 470	(37 966)	-3,23%	1 175 436
Ativo corrente				
Inventários	16 866	3 817	29,25%	13 049
Ativos biológicos	-	-	-%	-
Clientes	105 540	13 871	15,13%	91 669

Adiantamentos a fornecedores	873	98	12,65%	775
Estado e outros entes públicos	4 593	4 090	813,12%	503
Capital subscrito e não realizado	-	-	-%	-
Outros créditos a receber	64 753	18 561	40,18%	46 192
Diferimentos	23 717	5 917	33,24%	17 800
Ativos financeiros detidos para negociação	-	-	-%	-
Outros ativos financeiros	-	-	-%	-
Ativos não correntes detidos para venda	-	-	-%	-
Caixa e depósitos bancários	6 255	3 167	102,56%	3 088
	222 597	49 521	28,61%	173 076
Total do ATIVO	1 360 067	11 555	0,86%	1 348 512
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO				
CAPITAL PRÓPRIO				
Capital subscrito	91 068	-	0,00%	91 068
Ações (quotas) próprias	-	-	-%	-
Outros instrumentos de capital próprio	-	-	-%	-
Prêmios de emissão	-	-	-%	-
Reservas legais	18 232	-	0,00%	18 232
Outras reservas	23 493	(46 684)	-66,52%	70 177
Resultados transitados	57 479	19 164	50,02%	38 315
Excedentes de revalorização		-	-%	
Ajustamentos / outras variações no capital próprio	14 103	3 087	28,02%	11 016
Resultado líquido do período	35 432	13 181	59,24%	22 251
Interesses que não controlam		-	-%	
Total do Capital Próprio	239 807	(11 252)	-4,48%	251 059
PASSIVO				
Passivo não corrente				
Provisões	54 088	1 991	3,82%	52 097
Financiamentos obtidos	676 284	33 839	5,27%	642 445

Responsabilidades por benefícios pós-emprego	-	-	-%	-
Passivos por impostos diferidos	-	-	-%	-
Outras dívidas a pagar	-	-	-%	-
	730 372	35 830	5,16%	694 542
Passivo corrente				
Fornecedores	119 807	28 442	31,13%	91 365
Adiantamentos de clientes	-	-	-%	-
Estado e outros entes públicos	8 063	(17 226)	-68,12%	25 289
Financiamentos obtidos	12 423	(44 838)	-78,30%	57 261
Outras dívidas a pagar	211 921	16 604	8,50%	195 317
Diferimentos	37 674	3 995	11,86%	33 679
Passivos financeiros detidos para negociação	-	-	-%	-
Outros passivos financeiros	-	-	-%	-
Passivos não correntes detidos para venda	-	-	-%	-
	389 888	(13 023)	-3,23%	402 911
Total do Passivo	1 120 260	22 807	2,08%	1 097 453
Total do Capital Próprio e do Passivo	1 360 067	11 555	0,86%	1 348 512

1.2 Demonstração dos Resultados

Primavera

Demonstração individual dos resultados por naturezas

Keuros

RENDIMENTOS E GASTOS		2019	Variação		2018
			Valor	%	
Vendas e serviços prestados	+	1 027 067	15 506	1,53%	1 011 561
Subsídios à exploração	+	-	-	-%	-
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	+/-	1 082	(2 005)	-64,95%	3 087
Variação nos inventários da produção	+/-	-	-	-%	-
Trabalhos para a própria entidade	+	8 303	(2 624)	-24,01%	10 927
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-	(79 812)	1 025	-1,27%	(80 837)
Fornecimentos e serviços externos	-	(552 289)	(11 159)	2,06%	(541 130)
Gastos com o pessoal	-	(90 771)	(6 916)	8,25%	(83 855)
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	-/+	(485)	(262)	117,49%	(223)
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	-/+	(5 738)	1 294	-18,40%	(7 032)
Provisões (aumentos / reduções)	-/+	6 263	13 338	-188,52%	(7 075)
Imparidade de investimentos não depreciáveis/ amortizáveis (perdas / reversões)	-/+	-	-	-%	-
Aumentos / reduções de justo valor	+/-	-	-	-%	-
Outros rendimentos	+	46 295	18 583	67,06%	27 712
Outros gastos	-	(32 575)	(1 925)	6,28%	(30 650)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	=	327 340	24 855	8,22%	302 485

Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-/+	(265 599)	4 708	-1,74%	(270 307)
Imparidade de investimentos depreciables/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+	215	2 827	-108,23%	(2 612)
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	=	61 956	32 390	109,55%	29 566
Juros e rendimentos similares obtidos	+	-	(5)	(100%)	5
Juros e gastos similares suportados	-	(12 839)	364	-2,76%	(13 203)
Resultado antes de impostos	=	49 117	32 749	200,08%	16 368
Imposto sobre rendimento do período	-/+	(13 685)	(19 568)	-332,62%	5 883
Resultado líquido do período	=	35 432	13 181	59,24%	22 251
Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			-	-%	
Resultado líquido do período atribuível a: (2)					
Detentores de capital da empresa-mãe	+/-	35 432	13 181	59,24%	22 251
Interesses que não controlam	+/-		-	-%	
	=	35 432	13 181	59,24%	22 251
Resultado por acção básico		0,19	0,07	59,24%	0,12
Nº ações da casa-mãe		182 136,51			182 136,51

1.3 Indicadores

Primavera

Indicadores	31/12/2019	31/12/2018	Evolução indicadores
Ativo não corrente	10 565 560,73	9 157 484,71	1 408 076,02
Ativo corrente	11 163 478,83	9 704 811,00	1 458 667,83
Ativo circulante	5 055 755,60	4 580 164,13	475 591,47
Ativo financeiro	6 107 723,23	5 124 646,87	983 076,36
TOTAL ATIVO	21 729 039,56	18 862 295,71	2 866 743,85
			-
Resultados transitados e outras reservas	4 383 102,30	3 183 936,03	1 199 166,27
Resultado líquido do período	3 803 436,78	2 189 505,08	1 613 931,70
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	9 885 485,20	7 435 317,47	2 450 167,73
			-
Passivo não corrente	3 224 921,10	4 391 820,00	(1 166 898,90)
Outros passivos	-	-	-
Passivo financeiro	3 224 921,10	4 391 820,00	(1 166 898,90)
Passivo corrente	8 618 633,26	7 035 158,24	1 583 475,02
Passivo circulante	6 811 867,00	5 336 568,50	1 475 298,50
Passivo financeiro	7 534 326,04	6 416 747,59	1 117 578,45
TOTAL PASSIVO	11 843 554,36	11 426 978,24	416 576,12
			-
Indicadores Balanço			-
Dívida financeira (inclui passivo não corrente)	10 759 247,14	10 808 567,59	(49 320,45)
Dívida líquida financeira (DLF)	4 651 523,91	5 683 920,72	(1 032 396,81)
Fundo de maneio (circulante)	(1 756 111,40)	(756 404,37)	(999 707,03)
PMR - Prazo médio de recebimento (dias)	48,64	52,23	(3,59)
PMP - Prazo médio de pagamento (dias)	54,15	40,44	13,71
DME: Duração média de existências (dias)	-	-	-
Autonomia financeira	0,45	0,39	0,06
Solvabilidade	0,83	0,65	0,18
Equilíbrio financeiro	1,24	1,29	(0,05)
Liquidez corrente	1,35	1,17	0,18
Liquidez geral	1,30	1,38	(0,08)
Alavancagem (%)	1,09	1,45	(0,37)
Estimativa de CAPEX no planeamento			-
			-
Indicadores Demonstração dos resultados			-
Volume de negócios	29 118 951,23	24 325 218,56	4 793 732,67
Margem bruta das vendas (%)	66,68%	62,35%	0,04
Estrutura FSE face ao VN	-32,56%	-36,35%	0,04

Estrutura Gastos com o pessoal face ao VN	-46,89%	-46,58%	(0,00)
Gastos com o pessoal	(13 653 918,72)	(11 331 473,30)	(2 322 445,42)
N.º de colaboradores	0,00	0,00	(0,00)
Encargo médio por colaborador	(33 132 316 108 838,70)	(22 970 047 052 442,00)	(10 162 269 056 396,60)
EBITDA	5 169 851,95	3 344 122,20	1 825 729,75
EBIT	4 162 097,42	2 397 935,11	1 764 162,31
Operational cash-flow	5 042 157,69	3 341 795,18	1 700 362,51
Resultado financeiro	(68 427,56)	(136 410,72)	67 983,16
Net income	3 777 915,55	2 002 842,95	1 775 072,60
Margem EBIT	14%	10%	
Margem EBT	14%	9%	
			-
Rentabilidade das Vendas	12,97%	8,23%	0,05
Rentabilidade dos Capitais próprios (ROE)	38,22%	26,94%	0,11
Rentabilidade do Activo (ROA)	17,39%	10,62%	0,07
EBITDA	5 169 851,95	3 344 122,20	1 825 729,75
Margem EBITDA	17,75%	13,75%	0,04
Grau de endividamento (DLF / EBITDA)	(0,07)	0,54	(0,61)
Capacidade de Cobertura de juros (RO / Juros)	60,82	17,58	43,25
Rotação Ativo	134,01%	128,96%	0,05

Cumprimento artigo 35º CSC	31/12/2019	31/12/2018
Capital subscrito	2 550 000,00	2 550 000,00
Capital próprio	9 885 485,20	7 435 317,47
CONCLUSÃO	OK	OK

2 Anexo II - Dados financeiros da empresa Vodafone

Montantes expressos em milhares de euros.

2.1 Balanço

Vodafone

Balanço individual

Keuros

RUBRICAS	31/12/2019	Variação		31/12/2018
		Valor	%	
ATIVO				
Ativo não corrente				
Ativos fixos tangíveis	827 534	(26 177)	-3,07%	853 711
Propriedades de investimento	3 436	6	0,17%	3 430
Goodwill	5 585	(770)	-12,12%	6 355
Ativos intangíveis	152 895	(9 031)	-5,58%	161 926
Ativos biológicos	-	-	-%	-
Participações financeiras - Método da equivalência patrimonial	24 645	261	1,07%	24 384
Outros investimentos financeiros	-	-	-%	-
Créditos a receber	-	-	-%	-
Diferimentos	12 117	7 355	154,45%	4 762
Ativos por impostos diferidos	111 258	(9 610)	-7,95%	120 868
	1 137 470	(37 966)	-3,23%	1 175 436
Ativo corrente				
Inventários	16 866	3 817	29,25%	13 049
Ativos biológicos	-	-	-%	-
Clientes	105 540	13 871	15,13%	91 669

Adiantamentos a fornecedores	873	98	12,65%	775
Estado e outros entes públicos	4 593	4 090	813,12%	503
Capital subscrito e não realizado	-	-	-%	-
Outros créditos a receber	64 753	18 561	40,18%	46 192
Diferimentos	23 717	5 917	33,24%	17 800
Ativos financeiros detidos para negociação	-	-	-%	-
Outros ativos financeiros	-	-	-%	-
Ativos não correntes detidos para venda	-	-	-%	-
Caixa e depósitos bancários	6 255	3 167	102,56%	3 088
	222 597	49 521	28,61%	173 076
Total do ATIVO	1 360 067	11 555	0,86%	1 348 512
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO				
CAPITAL PRÓPRIO				
Capital subscrito	91 068	-	0,00%	91 068
Ações (quotas) próprias	-	-	-%	-
Outros instrumentos de capital próprio	-	-	-%	-
Prêmios de emissão	-	-	-%	-
Reservas legais	18 232	-	0,00%	18 232
Outras reservas	23 493	(46 684)	-66,52%	70 177
Resultados transitados	57 479	19 164	50,02%	38 315
Excedentes de revalorização		-	-%	
Ajustamentos / outras variações no capital próprio	14 103	3 087	28,02%	11 016
Resultado líquido do período	35 432	13 181	59,24%	22 251
Interesses que não controlam		-	-%	
Total do Capital Próprio	239 807	(11 252)	-4,48%	251 059
PASSIVO				
Passivo não corrente				
Provisões	54 088	1 991	3,82%	52 097

Financiamentos obtidos	676 284	33 839	5,27%	642 445
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	-	-	-%	-
Passivos por impostos diferidos	-	-	-%	-
Outras dívidas a pagar	-	-	-%	-
	730 372	35 830	5,16%	694 542
Passivo corrente				
Fornecedores	119 807	28 442	31,13%	91 365
Adiantamentos de clientes	-	-	-%	-
Estado e outros entes públicos	8 063	(17 226)	-68,12%	25 289
Financiamentos obtidos	12 423	(44 838)	-78,30%	57 261
Outras dívidas a pagar	211 921	16 604	8,50%	195 317
Diferimentos	37 674	3 995	11,86%	33 679
Passivos financeiros detidos para negociação	-	-	-%	-
Outros passivos financeiros	-	-	-%	-
Passivos não correntes detidos para venda	-	-	-%	-
	389 888	(13 023)	-3,23%	402 911
Total do Passivo	1 120 260	22 807	2,08%	1 097 453
Total do Capital Próprio e do Passivo	1 360 067	11 555	0,86%	1 348 512

2.2 Demonstração dos Resultados

Vodafone

Demonstração individual dos resultados por naturezas

Keuros

RENDIMENTOS E GASTOS		2019	Variação		2018
			Valor	%	
Vendas e serviços prestados	+	1 027 067	15 506	1,53%	1 011 561

Subsídios à exploração	+	-	-	-%	-
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	+/-	1 082	(2 005)	-64,95%	3 087
Variação nos inventários da produção	+/-	-	-	-%	-
Trabalhos para a própria entidade	+	8 303	(2 624)	-24,01%	10 927
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-	(79 812)	1 025	-1,27%	(80 837)
Fornecimentos e serviços externos	-	(552 289)	(11 159)	2,06%	(541 130)
Gastos com o pessoal	-	(90 771)	(6 916)	8,25%	(83 855)
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	-/+	(485)	(262)	117,49%	(223)
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	-/+	(5 738)	1 294	-18,40%	(7 032)
Provisões (aumentos / reduções)	-/+	6 263	13 338	-188,52%	(7 075)
Imparidade de investimentos não depreciáveis/ amortizáveis (perdas / reversões)	-/+	-	-	-%	-
Aumentos / reduções de justo valor	+/-	-	-	-%	-
Outros rendimentos	+	46 295	18 583	67,06%	27 712
Outros gastos	-	(32 575)	(1 925)	6,28%	(30 650)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	=	327 340	24 855	8,22%	302 485
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-/+	(265 599)	4 708	-1,74%	(270 307)
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-/+	215	2 827	-108,23%	(2 612)
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	=	61 956	32 390	109,55%	29 566
Juros e rendimentos similares obtidos	+	-	(5)	(100%)	5
Juros e gastos similares suportados	-	(12 839)	364	-2,76%	(13 203)
Resultado antes de impostos	=	49 117	32 749	200,08%	16 368
Imposto sobre rendimento do período	-/+	(13 685)	(19 568)	-332,62%	5 883
Resultado líquido do período	=	35 432	13 181	59,24%	22 251

Resultado das actividades descontinuadas (líquido de impostos) incluído no resultado líquido do período			-	-%	
Resultado líquido do período atribuível a: (2)					
Detentores de capital da empresa-mãe	+/-	35 432	13 181	59,24%	22 251
Interesses que não controlam	+/-		-	-%	
	=	35 432	13 181	59,24%	22 251
Resultado por acção básico		0,19	0,07	59,24%	0,12

Nº ações da casa-mãe

182 136,51

182 136,51

2.3 Indicadores

Vodafone

Indicadores	31/12/2019	31/12/2018	Evolução indicadores
Ativo não corrente	1 137 470,00	1 175 436,00	(37 966,00)
Ativo corrente	222 597,00	173 076,00	49 521,00
Ativo circulante	216 342,00	169 988,00	46 354,00
Ativo financeiro	6 255,00	3 088,00	3 167,00
TOTAL ATIVO	1 360 067,00	1 348 512,00	11 555,00
			-
Resultados transitados e outras reservas	80 972,00	108 492,00	(27 520,00)
Resultado líquido do período	35 432,00	22 251,00	13 181,00
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	239 807,00	251 059,00	(11 252,00)
			-
Passivo não corrente	730 372,00	694 542,00	35 830,00

Outros passivos	54 088,00	52 097,00	1 991,00
Passivo financeiro	676 284,00	642 445,00	33 839,00
Passivo corrente	389 888,00	402 911,00	(13 023,00)
Passivo circulante	377 465,00	345 650,00	31 815,00
Passivo financeiro	12 423,00	57 261,00	(44 838,00)
TOTAL PASSIVO	1 120 260,00	1 097 453,00	22 807,00
			-
Indicadores Balanço			-
Dívida financeira (inclui passivo não corrente)	688 707,00	699 706,00	(10 999,00)
Dívida líquida financeira (DLF)	682 452,00	696 618,00	(14 166,00)
Fundo de maneo (circulante)	(161 123,00)	(175 662,00)	14 539,00
PMR - Prazo médio de recebimento (dias)	37,51	33,08	4,43
PMP - Prazo médio de pagamento (dias)	69,18	53,62	15,56
DME: Duração média de existências (dias)	77,13	58,92	18,21
Autonomia financeira	0,18	0,19	(0,01)
Solvabilidade	0,21	0,23	(0,01)
Equilíbrio financeiro	0,85	0,80	0,05
Liquidez corrente	1,74	2,03	(0,29)
Liquidez geral	0,57	0,43	0,14
Alavancagem (%)	2,87	2,79	0,08
Estimativa de CAPEX no planeamento			-
			-
Indicadores Demonstração dos resultados			-
Volume de negócios	1 027 067,00	1 011 561,00	15 506,00
Margem bruta das vendas (%)	92,23%	92,01%	0,00
Estrutura FSE face ao VN	-53,77%	-53,49%	(0,00)
Estrutura Gastos com o pessoal face ao VN	-8,84%	-8,29%	(0,01)
Gastos com o pessoal	(90 771,00)	(83 855,00)	(6 916,00)
N.º de colaboradores	0,00	0,00	(0,00)

Encargo médio por colaborador	#####	#####	(700 287 583,50)
EBITDA	327 300,00	316 815,00	10 485,00
EBIT	61 956,00	29 566,00	32 390,00
Operational cash-flow	327 340,00	302 485,00	24 855,00
Resultado financeiro	(12 839,00)	(13 198,00)	359,00
Net income	35 432,00	22 251,00	13 181,00
			-
Rentabilidade das Vendas	3,45%	2,20%	0,01
Rentabilidade dos Capitais próprios (ROE)	14,78%	8,86%	0,06
Rentabilidade do Activo (ROA)	2,61%	1,65%	0,01
EBITDA	327 300,00	316 815,00	10 485,00
Margem EBITDA	31,87%	31,32%	0,01
Grau de endividamento (DLF / EBITDA)	2,09	2,20	(0,11)
Capacidade de Cobertura de juros (RO / Juros)	4,83	2,24	2,59
Rotação Ativo	75,52%	75,01%	0,01

Cumprimento artigo 35º CSC	31/12/2019	31/12/2018
Capital subscrito	91 068,00	91 068,00
Capital próprio	239 807,00	251 059,00
CONCLUSÃO	OK	OK