

UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA



FACULDADE DE  
CIÊNCIAS  
ECONÓMICAS E  
EMPRESARIAIS

## *Business Plan:*

# Uma Empresa Portuguesa do Setor de Construção no Mercado Moçambicano

**- Margarida Pereira Jerónimo -**

Orientador: Peter Tsvetkov

Dissertação apresentada em cumprimento parcial dos requisitos para o grau de

MSc in *Business Administration* na Universidade Católica Portuguesa

**Dezembro de 2011**

## **SINOPSE**

Atualmente, o setor de construção em Portugal apresenta uma conjuntura visivelmente em crise, em resultado de quebras significativas no lado da oferta e incapacidade financeira do lado da procura. Perante esta situação particularmente difícil, as empresas do setor encaram o futuro do mercado interno com algum pessimismo, focalizando-se para uma estratégia cuja chave é a internacionalização. Assim, e tendo em conta que as relações entre Portugal e as suas ex-colónias mantêm-se fortes e que as necessidades de desenvolvimento destes países são significativas, as principais apostas das empresas portuguesas têm sido no continente africano.

O setor de construção representa um elemento crucial para desenvolver o crescimento e competitividade dos países e permitir alcançar vantagens competitivas sustentáveis, pelo que a empresa Abrantina S.A. entendeu apostar em Moçambique como a próxima oportunidade de negócio a considerar, à semelhança de muitas outras empresas portuguesas.

Neste contexto, impõe-se à Abrantina, S.A. fazer uma análise, na qual se define um plano estratégico, com o objetivo de avaliar a viabilidade económica de um possível reforço da atividade da empresa em Moçambique. Para isso, aprofundou-se o enquadramento favorável para empresas do setor em Moçambique em resultado das limitações ao nível de acessos e infraestruturas, e definiu-se um conjunto de fortes características que oferecem perspectivas de sucesso do investimento específico da Abrantina.

## **ABSTRACT**

In the present situation, the Portuguese construction sector is going through a visible crisis due to the loss of income from the supply chain coupled with incapacity of solving its financial demand issues. As result of this difficult situation, the construction companies are look at the future of internal market with pessimism and investing their efforts towards a strategy that focused on internationalization. In this sense, by taking advantage of its strong relationships and needs of development of its ex-colonies, the Portuguese construction companies have been focused on the African countries.

The construction sector is a crucial element to boost economic growth and competitiveness of underdeveloped countries, allowing companies to achieve sustainable competitive advantage. For these reasons, Mozambique was chosen by Abrantina, S.A and many other companies as their next business opportunity.

In this context, a strategic business plan was defined and set out to Abrantina, S.A, in order to study the economic viability of reinforcing the company's activity in Mozambique. In this sense the favorable market conditions for construction companies were reinforced in result of Mozambique's need to overcome the infrastructural limitations and joint features were defined, offering a good chance for investment return for Abrantina.

## **AGRADECIMENTOS**

Dos sentimentos mais difíceis como a saudade aos mais afetivos como a amizade e confiança, fizeram esta dissertação possível.

Desta forma, quero agradecer à minha família e ao Phillip pelo apoio incondicional nesta etapa. Foi a vossa tolerância pelas minhas ausências e o vosso carinho que permitiram atingir não só esta como todas as metas da minha vida.

Não menos importante, quero dizer o meu grande obrigado a todos os meus verdadeiros amigos e amigas, pela força, compreensão e motivação que me transmitiram a cada dia. Nesses amigos reconheço ainda o forte apoio académico do Hugo pelas importantes trocas de ideias.

Agradeço também ao Professor Peter Tsvetkov, coordenador da minha dissertação, pela incansável disponibilidade e motivação para concluir com êxito este meu trabalho.

Finalmente, expresso os meus sinceros agradecimentos a Ângelo Esteves, pela transmissão dos relevantes conhecimentos e ideias suportados pela sua experiência. Sem o seu apoio, este caminho não seria possível.

Muito obrigada.

## ÍNDICE GERAL

- 1. Introdução 1**
- 2. Revisão literária para elaboração de um Plano Estratégico 3**
  - 2.1. *Análise SWOT 3*
  - 2.2. *Avaliação de Investimentos 5*
    - 2.2.1. Métodos de Avaliação 6
      - 2.2.1.1. Discounted Cash Flow Models 6
        - 2.2.1.1.1. Net Present Value 7
        - 2.2.1.1.2. Adjust Present Value 9
        - 2.2.1.1.3. Payback e Discounted Payback Model 10
        - 2.2.1.1.4. Internal Rate of Return 11
      - 2.2.1.2. Relative Valuation 12
    - 2.2.2. Estrutura de Capital 13
    - 2.2.3. Internacionalização 15
      - 2.2.3.1. Investimentos nos Países Emergentes 16
    - 2.2.4. Parâmetros de Risco 17
      - 2.2.4.1. Risk Free Rate 17
      - 2.2.4.2. Beta 18
      - 2.2.4.3. Prémio de Risco 19
- 3. Setor de Atividade e Localização Geográfica 22**
  - 3.1. *Moçambique e o continente africano no Mundo - Perspetivas de evolução 22*
  - 3.2. *Setor de Construção – De Portugal para Moçambique 27*
- 4. Plano Estratégico de uma Empresa Portuguesa em Moçambique 33**
  - 4.1. *Caraterísticas da Empresa e a sua Integração no Mercado Moçambicano 33*
  - 4.2. *Especificidades Financeiras do Setor de Construção 34*
  - 4.3. *Composição do Plano Estratégico 35*
    - 4.3.1. Fluxos de Caixa 36
      - 4.3.1.1. Receita 37
      - 4.3.1.2. Custos operacionais e respetivas margens 39
      - 4.3.1.3. Despesas com Capital 41
      - 4.3.1.4. Fundo de Maneio 43
      - 4.3.1.5. Determinação dos Free Cash Flows Anuais do Projeto 45
    - 4.3.2. Estrutura de Capital 46
    - 4.3.3. Custo de Capital 48
      - 4.3.3.1. Custo de Capital não Alavancado 48
      - 4.3.3.2. Dívida e Custo de Capital dos Benefícios Fiscais 49
    - 4.3.4. Dividendos 52
    - 4.3.5. Análise do Discounted Payback Period e IRR 53

4.3.6. Resultados Finais do Plano de Negócio 54

4.3.7. Análise Sensibilidade 55

**5. Conclusão 60**

**6. Apêndices 62**

**7. Bibliografia 73**

*Literatura académica 73*

*Endereços eletrónicos 76*

*Outras Fontes 77*

## ÍNDICE DAS TABELAS

<i>Tabela 1 - Receita Expectável</i>	<i>39</i>
<i>Tabela 2 - Custos operacionais</i>	<i>41</i>
<i>Tabela 3 – Cash flow operacional</i>	<i>41</i>
<i>Tabela 4 - Investimento bruto</i>	<i>43</i>
<i>Tabela 5 - Valor residual</i>	<i>43</i>
<i>Tabela 6 - Necessidades de exploração</i>	<i>44</i>
<i>Tabela 7 – Recursos de exploração</i>	<i>44</i>
<i>Tabela 8 - Investimento em fundo de maneio</i>	<i>45</i>
<i>Tabela 9 - Free cash flows anuais do projeto</i>	<i>45</i>
<i>Tabela 10 - Estrutura do capital próprio</i>	<i>47</i>
<i>Tabela 11 - Pressupostos para CAPM</i>	<i>49</i>
<i>Tabela 12 - Valor atual líquido do projeto não alavancado</i>	<i>49</i>
<i>Tabela 13 - Recursos Financeiros</i>	<i>50</i>
<i>Tabela 14 - Necessidades Financeiras</i>	<i>50</i>
<i>Tabela 15 - Financiamento via Contas Caucionadas</i>	<i>51</i>
<i>Tabela 16 - Valor Atual dos Benefícios Fiscais</i>	<i>52</i>
<i>Tabela 17 - Estrutura do Capital Próprio</i>	<i>52</i>
<i>Tabela 18 - Resultado do projeto sobre os três métodos de análise</i>	<i>53</i>
<i>Tabela 19 - Análise de Sensibilidade da Receita</i>	<i>56</i>
<i>Tabela 20 - Análise de Sensibilidade das Margens</i>	<i>57</i>
<i>Tabela 21 - Análise de Sensibilidade do Fee a Pagar à Empresa Mãe</i>	<i>57</i>
<i>Tabela 22 – Análise de Sensibilidade da Taxa de Desconto</i>	<i>58</i>
<i>Tabela 23 - Análise de Sensibilidade Conjunta 1</i>	<i>59</i>
<i>Tabela 24 - Análise de Sensibilidade Conjunta 2</i>	<i>59</i>

## **ÍNDICE FIGURAS**

*Figura 1 – Crescimento do PIB Real na SADC entre 2008 e 2010 23*

*Figura 2 – Fatores Externos que contribuem para o crescimento das economias SADC 23*

*Figura 3 – Expectativa de Crescimento do PIB na África Subsariana entre 2011 e 2016 24*

*Figura 4 – Crescimento do PIB em Moçambique entre 2009 a 2011 25*

*Figura 5 – Inflação verificada em Moçambique entre 2008 e 2011 25*

*Figura 6 - Fatores que contribuem para o aumento do Peso da Construção no PIB 26*

*Figura 7- Indicadores Macroeconómicos de Portugal 27*

*Figura 8 – Fatores para a Queda da Atividade de Construção 28*

*Figura 9 – Evolução da Opinião dos Empresários Portugueses 29*

*Figura 10 – Evolução da Carteira de Encomendas na União Europeia e em Portugal (Var. Hom. Trim. em %) 29*

*Figura 11 – Empresas Construtoras de Moçambique com maior volume de Negócios em 2009 30*

## **ÍNDICE EQUAÇÕES**

*Equação 1 – Cash Flow Models 6*

*Equação 2 - WACC 8*

*Equação 3 – Net Present Value 8*

*Equação 4 - FCF com Taxa de Crescimento 9*

*Equação 5 – Adjust Present Value 9*

*Equação 6 – Benefícios Fiscais 9*

*Equação 7 – Bankruptcy Costs 10*

*Equação 8 - CAPM 17*

*Equação 9 – Retorno do Ativo 18*

## **ÍNDICE APÊNDICES**

*Apêndice 1 – PIB, Inflação e Balança Comercial esperados para o período entre 2010 e 2014 (Fonte: Plano de Ação para Redução da Pobreza de Moçambique) 62*

*Apêndice 2 - Coordenação de Objetivos para o Período entre 2010 e 2014 (Fonte: Plano de Ação para Redução da Pobreza em Moçambique) 62*

*Apêndice 3 - Ranking idh 2010 63*

*Apêndice 4 – Betas por Setor (Fonte Página oficial A. Damodaran) 63*

*Apêndice 5 - Default Spreads do País e Prémio de Risco (Fonte: Página oficial A. Damodaran) 64*

*Apêndice 6 – Moody's Rating: Default Spread by Credit Rating (Fonte: PÁGINA OFICIAL A. DAMODARAN) 64*

*Apêndice 7 - Balanço Abrantina Moçambique (2012-2016) 65*

*Apêndice 8 - EBIT da Abrantina Moçambique (2012-2016) 66*

*Apêndice 9 - Pressupostos a Considerar no projeto da Abrantina Moçambique 66*

*Apêndice 10 - Detalhe de Custos do Projeto da Abrantina Moçambique (2012-2016) 67*

*Apêndice 11 - Custos Operacionais do Projeto da Abrantina Moçambique (2012-2016) 68*

*Apêndice 12 - Plano de Investimento para o Projeto da Abrantina Moçambique (2012-2016) 69*

*Apêndice 13 - Detalhe dos Impostos da Abrantina Moçambique entre 2012-2016 70*

*Apêndice 14 - Resumo do Fundo de Maneio para o Projeto da Abrantina Moçambique 70*

*Apêndice 15 - Plano Financeiro do Projeto da Abrantina Moçambique (2012-2016) 71*

*Apêndice 16 - Cash Flows Descontados do Projeto da Abrantina Moçambique 71*

*Apêndice 17 - Impacto dos Benefícios da Dívida 72*

## 1. INTRODUÇÃO

Atualmente está instalada uma crise financeira no Mundo, com especial realce para os países desenvolvidos. Estes, nos quais Portugal está incluído, vivem momentos difíceis onde o crescimento económico dos últimos anos e dos que se seguem é e será praticamente inexistente ou mesmo negativo.

Neste enquadramento e sendo o setor da construção, um setor que não só contribui significativamente para a dinamização da economia, como também é bastante influenciado pela evolução da conjuntura e dependente do investimento público, as empresas construtoras em Portugal estão a viver momentos adversos e muitas vezes cruciais para a sua eliminação. Assim, aquelas têm apostado no seu futuro via mercado internacional, com principal destaque para o reforço e consolidação da sua atividade nos mercados africanos, já que são estes onde a fase de crescimento e desenvolvimento tem tendência a ser mais significativa.

Neste contexto, o foco desta dissertação é a avaliação de um projeto estratégico de inserção da atividade construtora em África, mais especificamente em Moçambique. Em particular, este trabalho examina o caso real da Abrantina, S.A., uma empresa de construção portuguesa cujo objetivo de curto prazo passa por apostar numa filial no mercado moçambicano como solução ao desgaste visível do mercado português.

Exposto o tema, a dissertação inicia-se com um enquadramento teórico relacionado com todo o processo de elaboração de um plano estratégico. Logo, na primeira parte evidenciar-se-á a revisão literária sobre a análise SWOT, ou seja, apresentar-se-á a ferramenta mais conhecida de análises conjunturais, bem como sobre as bases académico-teóricas de métodos de avaliação de projetos estratégicos.

Seguidamente à secção de suporte literário expõe-se, numa perspetiva prática e real, o enquadramento espacial e setorial nos dias de hoje. Assim, aprofunda-se a evolução de Moçambique e as suas perspetivas de crescimento e desenvolvimento para os próximos anos e realça-se o desempenho das empresas do setor de construção nos últimos anos em Portugal e a sua deslocação estratégica para a internacionalização através de mercados, onde a oferta no setor é visivelmente insuficiente quando comparado com as necessidades dos países em causa.

Finalmente, a última parte centrar-se-á numa análise específica da Abrantina, S.A.. Aqui, serão apresentadas as características da empresa, destacando as suas principais forças e os seus maiores obstáculos para a consolidação da sua atividade no mercado moçambicano, bem como a sua experiência de internacionalização. Continuamente será avaliada a expectativa do seu desempenho em Moçambique para os próximos cinco anos com base em dados reais ou que apresentam probabilidades confortáveis fornecidos junto da empresa relativos a angariação de negócios. Esta previsão de

desempenho implica o desenvolvimento de um modelo de avaliação estratégica e respetiva análise de sensibilidade que permitam transmitir bases plausíveis para o investidor, mais propriamente a Abrantina Portugal, S.A., tomar uma decisão sobre esta nova etapa estratégica.

## **2. REVISÃO LITERÁRIA PARA ELABORAÇÃO DE UM PLANO ESTRATÉGICO**

Esta primeira parte da dissertação será dedicada exclusivamente à revisão literária que servirá de suporte à elaboração e análise do plano estratégico relativo ao investimento da Abrantina, S.A. no mercado moçambicano.

Um plano de negócios é uma ferramenta de apoio à gestão, onde se definem os objetivos e onde se delinea a estratégia de atuação para o futuro. Porém, o futuro considerado deve ser sempre de curto/médio prazo, uma vez que nos dias de hoje, onde as mutações conjunturais são muito céleres, estabelecer linhas de orientação sustentáveis a longo prazo não apresenta confiança nos dados. Aliás, mesmo criando planos a curto prazo, a sua atualização de planeamento, execução e avaliação deverá ser periódica, ou seja, o plano deverá ser revisto sempre que existir mudanças que afetem as premissas do plano, como por exemplo, alterações conjunturais relevantes. Deste modo, define-se como um processo dinâmico, participativo na atividade e contínuo.

Qualquer plano de negócios deve iniciar-se com o surgimento de uma ideia, que implica imediatamente uma análise ao contexto em que se enquadra. Nesta análise, devem destacar-se as oportunidades para a viabilidade da ideia, bem como as ameaças que poderão impedi-la de vigorar.

Exposta a contextualização, e assumida como favorável, o próximo passo será o desenvolvimento propriamente dito do plano. Aqui, identificam-se as necessidades do projeto e os recursos possíveis para concretizar aquelas, considerando sempre as características diagnosticadas que permitem obter vantagem competitiva sobre os concorrentes.

Por fim, definem-se os métodos de avaliação que, num caráter de complementaridade entre eles, conseguem reflectir melhor as condições do projeto em causa. Finalmente, avaliado o projeto, a empresa/investidor dispõe da informação que lhe permite decidir com maior segurança sobre o interesse em investir ou não no projeto.

Neste contexto, a revisão literária iniciar-se-á por uma breve descrição da análise SWOT e, posteriormente, descrever-se-ão todas as componentes relevantes de uma análise de investimentos.

### **2.1. ANÁLISE SWOT**

Para qualquer decisão estratégica de uma empresa é importante avaliar a interação do negócio com os fatores internos à empresa e com o contexto externo (Krijnen, 1992), no sentido de identificar e apostar no seu potencial máximo.

Assim, segundo Houben et al (1999), define-se a análise SWOT como um dos pontos-chave do planeamento estratégico, já que corresponde à análise das forças e fraquezas do negócio/empresa e as oportunidades e ameaças no contexto em que se insere. Deste modo, e sendo estes quatro elementos – forças, fraquezas, oportunidades e ameaças - de destaque em qualquer análise SWOT, abordar-se-á cada um deles com maior rigor.

As forças ou pontos fortes do negócio correspondem aos atributos da empresa que permitirão cumprir os seus objetivos, ou seja, são todas as características da empresa que lhe possibilitarão diferenciar-se pela positiva das suas principais concorrentes e levar a um sucesso sustentado, se corretamente aproveitadas. Estas particularidades podem respeitar, por exemplo a competências, a recursos tangíveis ou a capacidades técnicas e humanas. Pelo contrário, as fraquezas do negócio são elementos que a impedem de alcançar o pleno potencial, pelo que devem ser alvo de bastante atenção, de modo a serem minimizados ou mesmo eliminados.

Por sua vez, as oportunidades e as ameaças estão relacionadas com o contexto no qual a empresa/negócio se inserem. Por um lado, as oportunidades correspondem às componentes conjunturais que possibilitam à empresa a criação de vantagem competitiva, ou seja, são as condições externas que permitem aumentar a rentabilidade e, por conseguinte, aquelas sobre as quais a empresa deverá estabelecer a sua estratégia. Por outro lado, as ameaças são fatores externos, e portanto incontroláveis pela empresa, que podem comprometer o sucesso do negócio e mesmo destruir os possíveis atributos internos da empresa.

Expostos os quatro elementos da análise SWOT, verifica-se que a mesma apresenta um nível de grande subjetividade, pelo que deve ser elaborada com a maior informação possível e com atualizações constantes. Apenas deste modo será possível reconhecer novas oportunidades, tendo sempre em conta os fatores internos, de um modo mais célere que os seus concorrentes (Andrews, 1980).

A análise SWOT fornece informações que ajudam na sincronização de recursos da empresa e respetiva integração no ambiente competitivo no qual o negócio se instala (Ansoff, 1980). Logo, facilita a identificação de competências fundamentais da empresa e na definição dos principais objetivos da sua estratégia. Adicionalmente é uma importante ferramenta de transposição das experiências do presente e do passado para o futuro, na medida em que as decisões estratégicas suportadas por uma boa análise SWOT representam um olhar do futuro, baseado na visão de fatores internos e externos atuais e/ou já experienciados.

Em modo conclusivo, a análise SWOT é uma componente essencial do processo de gestão estratégica, pois através da mesma a empresa consegue concentrar os seus objetivos e a direção das

suas decisões sobre os seus pontos fortes, minimizando as suas fraquezas, aproveitando as oportunidades e contra-atacando as ameaças do mercado.

## **2.2. AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS**

Para qualquer decisão financeira é essencial uma avaliação, mais ou menos informal, que permita concluir sobre a alocação de recursos e caminho a seguir para a criação de riqueza (Luehrman,1997). Neste sentido, Luehrman considera dinheiro, tempo e risco as palavras-chave para gerar valor de um investimento e conciliar o bem-estar dos acionistas/proprietários com a operacionalidade do investimento e custo de oportunidade do mesmo.

No entanto, uma avaliação é um processo subjetivo e que está sujeito a fortes enviesamentos de resultados. Não é uma solução certa e única, mas sim estimativas baseadas em pressupostos que, apostando no modelo mais adequado às características do investimento, levam a uma decisão aceitável.

Se o mercado fosse constantemente eficiente, o valor do mercado seria a estimativa mais correta e, portanto todos os modelos levariam ao mesmo resultado. Porém, Bodie (2007) explica que o mercado tem desvios do ponto de eficiência e conseqüentemente, o valor dos investimentos diverge do seu valor intrínseco, embora alguns fundamentalistas, como Penman (1998), defendam que uma convergência de resultados se verifica a longo prazo. Os modelos cujas bases sejam extraídas do mercado, como o Modelo de Avaliação Relativa, são portanto, aqueles onde a situação mais se verifica.

Neste sentido, o primeiro foco de análise estará associado aos diferentes métodos de avaliação, caracterizando os mais populares e apresentando os principais pressupostos e limitações.

Seguidamente, a análise centralizar-se-á na estrutura de capital. Esta abordagem será a continuidade da análise dos modelos de avaliação, na medida em que é considerado um pressuposto com impacto na aplicação dos modelos apresentados, por exemplo, quanto maior a componente de dívida na estrutura de capital, maior o benefício fiscal, como se verá mais à frente.

Como terceiro tópico de análise, explorar-se-á um tema com fortes implicações numa avaliação de investimentos caso apresente caráter internacional, ou seja, abordar-se-á a forma de imputação do risco associado à internacionalização na avaliação do investimento, nomeadamente em países emergentes, como é o caso de Moçambique.

Finalmente, e não menos importante, abordar-se-ão os parâmetros de risco, incluindo o *Beta* e o prémio de risco. Aqui, a análise será, essencialmente, de sensibilidade e de aplicabilidade no caso em estudo.

### 2.2.1. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

A avaliação de investimentos pressupõe a existência de um conjunto alargado de modelos que podem ser utilizados, com bases em pressupostos diferentes. Destes destacar-se-ão os que terão mais aplicabilidade no caso estudo, ou seja, *Net Present Value*, *Adjust Present Value Approach*, *Discounted Payback Period*, *Internal Rate of Return* e *Relative Valuation*.

Os primeiros métodos de análise corresponderão aos modelos *Net Present Value* e o *Adjust Present Value*, que determinam o valor do investimento através do cálculo do valor atualizado dos fluxos de caixa. De seguida, abordar-se-á o modelo designado por *Discounted Payback Period* que representa o tempo que o valor presente dos *cash inflows* de um projeto de investimento leva a igualar-se ao investimento inicial. Posteriormente abordar-se-á o método *Internal Rate of Return* (IRR), que determina a taxa de desconto que torna o valor presente líquido de todos os *cash flows* de determinado projeto igual a zero. Finalmente, existe o *Relative Valuation Model* baseado na comparação de variáveis comuns entre ativos semelhantes.

Todas estas abordagens apresentam as suas especificidades assentes em pressupostos diferentes e, em consequência desse facto, devem ser análises complementares e não substituíveis, já que chegarão a resultados que carecem de cruzamento de informação para conclusões mais seguras.

#### 2.2.1.1. DISCOUNTED CASH FLOW MODELS

Os *Cash Flow Models* (Equação 1) determinam o valor intrínseco de um ativo, calculando o valor presente de todos os fluxos de caixa expectáveis de se gerarem no futuro e, conseqüentemente, a previsão futura é sempre parte integrante deste modelo, mesmo que os detalhes, bases e modo de execução difiram (Luehrman, 1997).

#### EQUAÇÃO 1 – CASH FLOW MODELS

$$VA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Assim, as variáveis deste modelo são a vida do ativo, os fluxos de caixa expectáveis ao longo daquela e a taxa de desconto.

A vida do ativo, representado por  $n$  na fórmula 1) corresponde ao período expectável para gerar valor. Por sua vez, os fluxos de caixa expectáveis, isto é, CF na fórmula 1), é uma variável que depende de várias premissas, como cupões, impostos, dividendos e o valor facial das obrigações (Damodaran, 2008). Por outro lado, a taxa de desconto ( $r$ ) é a variável que está inteiramente relacionada com o risco

dos *fluxos de caixa* esperados, ou seja, quanto maior for o risco, maior é a incerteza e, portanto, maior é a taxa de desconto que deverá ser aplicável.

Relativamente aos *cash flows* considerados é importante distinguir que diferem ligeiramente do rendimento líquido contabilístico, uma vez que apenas deverão ser incluídos os *cash flows* incrementais do projeto (Ross et al, 2003). Um exemplo consensual são os chamados custos afundados, uma vez que se tratam de custos passados e irrecuperáveis que desse modo já não podem alterar a decisão de aceitar ou rejeitar o projeto.

Por sua vez, a taxa de desconto pode ser calculada por vários modelos, contudo segundo Damodaran (2002), o mais popular e mais consensual é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que será analisado em capítulos posteriores.

Os *Discounted Cash Flow Models* mais conhecidos e utilizados são o NPV e o APV e, por conseguinte serão esses que serão abordados de seguida. Contudo, o método que é adotado no caso estudo é o APV, na medida em que o NPV, embora seja dos modelos mais utilizados, tem uma limitação que no caso em estudo poderia ter um impacto significativo. Ou seja, no NPV, os *cash flows* são descontados pelo WACC, o qual representa uma taxa de desconto ponderada pela repartição de estrutura de capital em capital próprio e capital alheio. Neste sentido, está a assumir um pressuposto implícito de que a estrutura financeira permanecerá constante ao longo do tempo, o que se torna incompatível com o cálculo do *Beta*, pois assim, este não deve incorporar a poupança fiscal. Para além disso, grande parte das vezes, não se trata de um pressuposto correto, uma vez que ao longo do tempo, as empresas têm tendência para reduzir a sua dívida.

Adicionalmente, existem modelos, nos quais as empresas se baseiam bastante atualmente, mas a maioria das vezes como critérios complementares ao NPV e APV (Ross et al, 2003). Destes destacar-se-á o *Payback*, *Discounted Payback* e *Internal Rate of Return*.

O Modelo dos Fluxos de Caixa, embora não seja o mais utilizado, consegue estar presente indiretamente em todos os outros modelos (Damodaran, 2008), ou seja, para se adotar o Modelo de Avaliação Relativa, por exemplo, destaca-se a imprescindibilidade dos conhecimentos do desconto dos fluxos de caixa, como veremos nos respetivos capítulos.

#### **2.2.1.1.1. NET PRESENT VALUE**

O *Net Present Value* (NPV) é um modelo que determina o valor expectável que o projeto gere no futuro com base no valor atual dos *cash flows* esperados, descontado ao custo de capital médio ponderado (Modigliani-Miller, 1958).

Assim, a taxa de desconto, deverá incluir tanto a componente de capital próprio como a componente de financiamento por terceiros, pelo que a taxa de desconto utilizada é a média ponderada do custo de capital próprio e o custo de financiamento de terceiros – WACC (Equação 2).

### EQUAÇÃO 2 - WACC

$$WACC = r_E \frac{E}{D+E} + r_D \frac{D}{D+E}$$

Neste sentido, verifica-se que primeiramente é necessário determinar a proporção de recursos de capital próprio e dívida utilizados e de seguida determinar a taxa de retorno para cada uma das componentes de financiamento. Para o cálculo de ambas as taxas, recorre-se, normalmente, ao modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que analisar-se-á posteriormente. No entanto, Ross et al (2003) realça o facto de se estar a analisar projetos e não a empresa no seu todo, pelo que o risco inerente ao projeto pode variar em relação ao risco da própria empresa, isto é, o risco sistemático ou o *Beta* do projeto em causa pode ser maior do que o da própria indústria, pois, por exemplo, a novidade do projeto poderá aumentar a sua capacidade de resposta às oscilações micro e macroeconómicas. Assim, conclui-se que para cada projeto que uma empresa aposte deverá determinar o risco e, por conseguinte a taxa de desconto mais adaptada aos pressupostos assumidos.

De acordo com os estudos de Damodaran (2002), para mensurar o NPV, existem diferentes pontos de partida. No entanto, a atenção recairá sobre a mensuração cuja base são os *cash flows* dos ativos do investimento, descontados ao custo de capital ponderado, depois de pagar todas as despesas operacionais, impostos e reinvestimento necessário, embora antes de pagar juros e dividendos dos devedores, uma vez que no caso em estudo da parte três, será desta forma que será determinado.

### EQUAÇÃO 3 – NET PRESENT VALUE

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}, \text{ onde}$$

$$FCFF = EBIT(1 - tax\ rate) + Depreciation - Capital\ Expenditure - \Delta working\ capital$$

Aqui, os benefícios fiscais resultantes do pagamento de juros associados à dívida são tidos em conta na taxa de desconto, ou seja, no WACC, e portanto não podem ser incluídos nos cash flows.

No caso de se esperar que a empresa tenha um crescimento estável e constante nos anos seguintes, a fórmula do NPV é reescrita, dado que se pode assumir uma taxa *g* como a taxa de crescimento expectável (Equação 4).

#### EQUAÇÃO 4 - FCFE COM TAXA DE CRESCIMENTO

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFE_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n}, \text{ com } g < WACC$$

No entanto, como o caso em estudo não é consistente com o pressuposto da taxa de crescimento, não se desenvolverá este pressuposto com maior detalhe.

Durante o período considerável de tempo, este método era o mais utilizado e defendido pelos principais autores, porém nos dias de hoje é considerado obsoleto (Luehrman, 1997), sendo substituído, maioritariamente pelo modelo analisado abaixo, *Adjust Present Value Approach*. Luehrman determina como a principal vantagem do APV em detrimento do NPV está relacionada com a transparência do mesmo, pois o APV permite que os investidores compreendam a origem da criação de valor de um ativo.

##### 2.2.1.1.2. ADJUST PRESENT VALUE

O *Adjust Present Value Approach* (APV) (Equação 5) é uma abordagem que avalia um projeto através do valor do projeto sem dívida, adicionando o efeito líquido dos benefícios e custos resultantes da dívida (Myers, 1974).

O principal benefício de uma empresa apresentar dívida é o benefício fiscal, enquanto o custo com maior impacto resulta do aumento de risco de falência. Assim, podemos considerar a fórmula do APV (Equação 5) como:

#### EQUAÇÃO 5 – ADJUST PRESENT VALUE

$$\text{Current Project Value} = \text{NPV} + \text{PV Tax Benefits} - \text{Expected Bankruptcy Cost}$$

Relativamente ao NPV já foi explicado acima, pelo que a nossa análise se centrará no cálculo dos benefícios fiscais e o custo do risco de falência. Segundo Myers (1974), os benefícios fiscais (Equação 6) são calculados com base na taxa de imposto que a empresa está sujeita e a respetiva atualização é feita com base na taxa de desconto da dívida.

#### EQUAÇÃO 6 – BENEFÍCIOS FISCAIS

$$\text{PV TAX BENEFITS} = (\text{TAX RATE}) * (\text{COST OF DEBT}) * (\text{DEBT}) / (\text{COST OF DEBT})$$

Porém, Copeland (2000) explica “*the finance literature does not provide a clear answer about which discount rate for the tax benefit of interest is theoretically correct*”, existindo correntes que defendam a aplicação da taxa de desconto do capital, como Milles and Ezzel (1980).

Por outro lado, os *Expected Bankruptcy costs* (Equação 7) são quantificados através da probabilidade estimada de falência por cada nível adicional de dívida e da estimativa dos *Bankruptcy costs* diretos e indiretos.

### **EQUAÇÃO 7 – BANKRUPTCY COSTS**

$$PV \text{ Bankruptcy Cost} = (\text{Probability of Bankruptcy}) * (\text{PV of Bankruptcy Cost})$$

Assim, Ross et al (2003) realça que os Bankruptcy Costs tendem a compensar as vantagens de dívida. Se a dívida gera benefícios fiscais para a empresa, também coloca pressão sobre a mesma relativamente ao pagamento dos seus encargos financeiros e se tal pagamento não for cumprido, a empresa não cumpre as suas obrigações, correndo o risco de falência.

A probabilidade de bankruptcy tem diversas formas de ser determinada, contudo a mais utilizada é com base no *rating* das obrigações (Damodaran, 2002), ou seja, para cada nível de dívida, seleciona-se uma estimativa, embora empírica, da probabilidade de incumprimento.

No entanto, os *bankruptcy costs* são estimativas cujo erro nem sempre é diminuto (Luehrman, 1997). Segundo Damodaran (2002), os custos diretos, normalmente, têm um impacto reduzido, porém, os indiretos já tem implicações superiores para o valor do ativo, embora de impacto muito variável e vulnerável à natureza da mesma, pelo que apenas caso a caso se consegue fazer uma aproximação quantificável do valor dos *Bankruptcy costs*.

#### **2.2.1.1.3. PAYBACK E DISCOUNTED PAYBACK MODEL**

De acordo com CIMA – Characted Institute of Management Account (2002), *Payback Period* representa o tempo que os *cash inflows* de um projeto de investimento levam a igualar-se aos *cash outflows*. Este método, geralmente, é expresso em anos e representa uma resposta rápida à questão de quanto tempo vai ser necessário para recuperar o custo do investimento inicial.

Utilizando o método do *Payback Period*, assume-se que os *cash flows* ocorrem a uma taxa constante ao longo do tempo, ou seja, o momento de ocorrência dos *cash flows* não é tido em conta e, por conseguinte considera-se um método que ignora o valor temporal do dinheiro. Adicionalmente, este método ignora os *cash flows* além do período de retorno, não proporcionando a maximização do retorno sobre o investimento.

Por outro lado, Weingartner (1969) afirma que o *Payback Period* inclui-se nos métodos que prestam mais atenção à liquidez do projeto e demonstra percepção do risco do investimento. Ou seja, tal como defende Wambach (2000), se o investimento implicar retorno num curto período, o investidor consegue

clarificar-se que o mesmo investimento terá menos risco. Deste modo e pela natureza de curto prazo com que se distingue, o *Payback Period* é conhecido por muitos, nomeadamente Graham and Harvey (2002), como o método mais significativo para os projetos de pequenas empresas.

Para empresas de maior dimensão, Pike (1988) defende que embora, ao longo do tempo, o método do *Payback Period* tenha vindo a perder importância em consequência das suas limitações, continua a ser muito utilizado como complemento de métodos mais sofisticados, isto é, métodos de *cash flows* descontados ou o *Internal Rate of Return*, tal como se verificará no caso estudo.

Segundo Thakor (1990), o método de *Payback* consegue gerar ainda um equilíbrio nos problemas de agência, harmonizando os objetivos e interesses dos atuais acionistas e dos futuros investidores. Por sua vez, Statman (1982) explica que o problema de agência entre os gestores e acionistas também pode ser equilibrado recorrendo ao *Payback Period*, pois a expectativa dos acionistas perante o desempenho do gestor aumenta e o valor presente da remuneração do mesmo também.

No sentido de procurar eliminar a principal desvantagem do *Payback Period* – não ter em conta o valor do dinheiro -, surge o método *Discounted Payback Period*. Longmore (1989) explica que este representa o tempo que o valor presente dos *cash inflows* de um projeto de investimento leva a igualar-se ao investimento inicial. Assim, assumindo todas as vantagens do primeiro método e eliminando a desvantagem da intemporalidade do valor do dinheiro, o *Discounted Payback Period* torna-se um método mais fiável, nomeadamente para projetos de curto prazo, uma vez que não só estes são mais líquidos e, assim, menos arriscados, como também as condições de mercado são mais estáveis.

Porém, o *Discounted Payback Period*, tal como o método que teve na sua origem, continua a ignorar os *cash flows* que se obtêm após o período do *Discounted Payback* e continua a não definir se o investimento contribui ou não para aumentar o valor da empresa.

#### **2.2.1.1.4. INTERNAL RATE OF RETURN**

A *Internal Rate of Return* (IRR) ou Taxa Interna de Retorno (TIR) corresponde à taxa de desconto que iguala o valor atual dos *inflows* ao valor atual do custo do investimento, ou seja, que torna o valor presente líquido de um investimento zero (Brigham, 1988). Assim, é um método com semelhanças ao valor presente líquido, pois também tem em conta a temporalidade do valor do dinheiro e permite concluir sobre se o projeto gerará maior valor à empresa ou não.

Neste sentido, Ross et al (2010) realça que as decisões resultantes de ambos os métodos podem ser idênticas, no entanto apenas quando duas condições são cumpridas, já que, caso contrário, o método da IRR não garante fiabilidade para tomada de decisões. Deste modo, para se obter resultados

idênticos, os *cash flows* do projeto devem ser convencionais, ou seja, deverão ser constituídos por um investimento inicial e por *cash flows* posteriores positivos. Para além disso, o projeto em questão ainda tem que ser independente, isto é, a decisão de o aceitar ou rejeitar não afeta a decisão de aceitar ou rejeitar outro.

Segundo Schall (1978), as empresas recorrem com mais frequência à IRR em detrimento do valor presente líquido, pois considera-se mais simples apresentar conclusões fazendo referência a taxas de desconto, em vez de valores monetários. Para além disso, o critério de IRR permite concluir muitas vezes sobre projetos para os quais não seja possível determinar uma taxa de desconto e consequentemente determinar o valor atual líquido.

No entanto, Brigham (1985) verificou que o Valor Atual Líquido é preferível à IRR para as empresas ou indivíduos cujo objetivo é maximizar a riqueza, uma vez que o valor presente líquido permite medir a riqueza incremental de realização de um projeto.

#### **2.2.1.2. RELATIVE VALUATION**

A Avaliação Relativa permite comparar o valor de um ativo com outras unidades semelhantes, como por exemplo a indústria, ou com a avaliação histórica da própria valorização (Coehn, 2000). Deste modo, esta abordagem é a avaliação de ativos mais vulnerável relativamente ao mercado.

Stowe et al. (2002) distinguem quatro métodos possíveis para esta avaliação, isto é, com base nos ganhos (por exemplo, através do *Price-Earnings ratio*), na receita (através do *Price-Sales ratio*, por exemplo), nos *cash flows* (sendo o caso do rácio *Price to EBIT*) e, finalmente, com base nos ativos (sendo o exemplo do *Price to Book ratio*).

Quando a comparação é baseada na indústria ou noutros projetos com características semelhantes, corre-se o risco da seleção dos comparáveis não ser a mais adequada. A facilidade com que se consegue escolher o múltiplo utilizado e os comparáveis selecionados, propicia à existência de enviesamentos no valor (Goedhart et al., 2005), ou seja, a falta de transparência quanto às hipóteses subjacentes leva a resultados sobre ou subavaliados.

Por outro lado, Goedhart et al (2005) focam que quando a comparação é baseada nos valores históricos da empresa, o risco está essencialmente no facto da análise não ter em conta as alterações ao longo do tempo. Como exemplos destas limitações destaca-se as alterações da taxa de juro e a estrutura de capital.

Se existe uma estreita relação entre o mercado e este modelo de avaliação, então se o mercado estiver sobre ou subavaliado pode implicar enviesamentos na estimativa do valor do ativo avaliado. Neste sentido, Cohen (2005) abordou o caso em que se o mercado estiver sobreavaliado, pode resultar numa sobreavaliação do ativo, enquanto uma subavaliação do mercado pode implicar estimativas subavaliadas do ativo.

Porém, segundo Damodaran (2002), os erros de mercado corrigem muito mais facilmente do que erros de uma unidade ou empresa individualmente, já que os valores do mercado resultam da média dos resultados individuais.

Em modo conclusivo, por um lado, as grandes vantagens deste modelo são a simplicidade de cálculo, rapidez, pouca exigência ao nível dos pressupostos necessários, bem como a maior facilidade de compreensão da conjuntura do mercado quando comparado com o modelo dos fluxos de caixa descontados (Cohen, 2000). No entanto, tal como explicado acima, Goedhart et al. (2005) alertam para essa mesma facilidade poder gerar enviesamentos nos resultados, pois não considera variáveis importantes, como as oscilações nas taxas de juro. Assim, tal como defende Damodaran (2002), os pontos fortes da Avaliação Relativa são também os seus pontos fracos.

### **2.2.2. ESTRUTURA DE CAPITAL**

A estrutura de capital consiste na repartição do capital de uma empresa em capital próprio e dívida a terceiros. O capital próprio diz respeito à parte do capital que foi colocado na empresa via investidores e acionistas, bem como dos lucros acumulados dos anos anteriores. Por outro lado, a dívida de terceiros, tal como o nome indica, corresponde aos financiamentos a curto e longo prazo junto de terceiros (instituições bancárias, por exemplo).

A decisão para a estrutura de capital pode influenciar qualquer avaliação, pelo que é importante chegar-se a uma estrutura que permita maximizar o retorno de todos os intervenientes, tendo em conta a poupança fiscal e o risco de falência, ou seja, Estrutura de Capital Ótima.

A Estrutura de Capital Ótima depende de diversas variáveis, desde os impostos, aos custos de falência, aos custos de agência, às regulações, às variáveis macroeconómicas, à estrutura organizacional da empresa, aos tipos de ativos da empresa, ao crescimento da mesma bem como à informação assimétrica (Titman e Wessels, 1988). Neste sentido, a nossa análise focar-se-á não apenas na proporção da dívida como também no nível da sua maturidade. Recairá sobre algumas, e mais relevantes para o caso estudo da parte III, destas variáveis – impostos, custos de falência, custos de agência e crescimento da empresa.

A proposição I da teoria Modigliani-Miller (1958) defende que a estrutura de capital não afeta o valor de uma empresa. Esta afirmação é válida, ao assumirmos duas empresas com negócios e ativos semelhantes, ou seja, perante uma empresa alavancada e outra financiada apenas com capitais próprios, um investidor tem o mesmo retorno sobre o investimento quer compre ações da empresa alavancada ou compre ações da não alavancada juntamente com uma quantia equivalente em dinheiro para a empresa alavancada pedir emprestado. Contudo, esta proposição assume que estamos perante um mercado eficiente, onde não existem impostos, onde não consideramos custos de falência nem existe informação assimétrica. Neste sentido, embora pareça limitada, serve de base a todos os modelos que se seguirão isto é, parte-se da proposição básica de Modigliani-Miller e posteriormente procura-se perceber qual o pressuposto adicional a ter em conta (impostos, risco de falência, entre outros) que gera afetações no valor da empresa pela estrutura de capital escolhida.

Em 1963, Modigliani e Miller desenvolveram a proposição II, onde reconsideram a afirmação I, adicionando o pressuposto da existência de impostos. Assim, a repartição de capital por capital próprio e por dívida já não será irrelevante. Os impostos acabam por favorecer a proporção da dívida na estrutura de capital, pois as deduções fiscais das depreciações e dos créditos fiscais dos investimentos são substituíveis por benefícios fiscais da dívida (DeAngelo e Masulis, 1980). Para isso, ao calcular o valor da empresa avaliada, atribuir-se-ão custos de capital distintos para as diferentes componentes de capital, ou seja, para a componente dívida, apresentaremos um custo menor, pois inclui a vertente do benefício fiscal, enquanto a componente capital social não. Então, recorrer-se-á ao menor WACC (Weight Average Cost of Capital), para maximizar o valor da empresa. Deste modo, quanto mais as empresas estão sujeitas a impostos, maior é a proporção da dívida na estrutura de capital ótima, sendo que, a estrutura de capital está fortemente relacionada com a regulação de que a empresa está sujeita (Elton and Gruber, 1975). Em suma, quando se considera como única imperfeição do mercado, a regulação fiscal, a estrutura de capital ótima é com máximo nível de dívida.

Por sua vez, os custos de agência são dos fatores que contrapõem este nível de dívida, ou seja, os custos de agência têm o efeito de desencorajar a incorporação de dívida na estrutura de capital da empresa (Fama, 1980) e a que for considerada deve ser de curto prazo (Leland, 1996). Este facto compreende-se através da própria definição de custos de agência. Estes respeitam aos custos gerados pela separação de posições de controlo e de propriedade da empresa, isto é, a separação de quem gere e de quem é acionista leva, por vezes, a que os gestores tomem decisões que podem gerar maior risco e afastar-se do nível ótimo, em detrimento de maiores oportunidades individuais. A este fenómeno de sobre investimento, acima do nível ótimo, associado à possibilidade de maior retorno para uma das partes, designa-se por *Asset Substitution Problem* (Leland, 1996). Neste sentido, a empresa, ao apresentar elevados custos de agência, estará sujeita a um maior nível de risco e, por conseguinte, a

estrutura de capital será otimizada com um rácio de dívida baixo e a curto prazo, já que o risco sugere uma maturidade mais baixa.

Relativamente aos custos de falência, a nossa abordagem será mais aproximada do ponto de vista de Hayne E. Leland, ou seja, faremos uma abordagem onde se assume que os custos de falência derivam, essencialmente, de condições endógenas e não tanto exógenas, como defende Longstaff and Schwartz (1995), por exemplo. Leland (1996) defende que os custos de falência estão diretamente relacionados com o valor e a maturidade da dívida. Assim, se a empresa apresenta um valor significativo de custos de falência, deverá optar por um rácio de dívida baixo, com maturidade elevada, de modo a diluir a probabilidade de falência, pois esta tem um maior crescimento marginal a curto prazo.

Por outro lado, a determinação da estrutura de capital ótima também está fortemente relacionada com nível de crescimento da empresa. Segundo Barclay and Smith (1995), as empresas com elevadas expectativas de crescimento futuras, como a empresa que analisaremos na parte III, devem assumir dívidas de menor maturidade, uma vez que são empresas mais voláteis e, por conseguinte, sujeitas a custos de agência adicionais no longo prazo. Para além disso, Titman e Wessels (1988) explica que a taxa de crescimento de uma empresa está inversamente relacionada com a dívida da mesma, já que o crescimento expectável traduz-se em ativos que acrescentam valor adicional à empresa, mas que não geram imposto de rendimento corrente nem servem de garantia.

Em modo conclusivo, determinar a Estrutura Ótima de Capital de uma empresa não é fácil e objectiva, nomeadamente, porque as vantagens via benefícios fiscais associadas a um rácio de dívida elevado, têm que ser balanceadas com o risco que a empresa está, resultante dos custos de agência e de falência.

### **2.2.3. INTERNACIONALIZAÇÃO**

Nos últimos anos, o fenómeno da globalização tem crescido substancialmente a todos os níveis, nomeadamente social, tecnológico, económico e financeiro. Neste sentido, simultaneamente como causa e consequência deste fenómeno, as empresas têm vindo a expandir-se para novos mercados (Ang, 2007), pois assim, diversificam o seu risco e geram valor (Brewer, 1981; Hughes & Sweeney, 1975), ou seja, ao apostarem em diferentes partes do Mundo, estão a criar uma carteira de investimentos diversificados, onde beneficiam das fases distintas dos ciclos económicos, conseguindo aumentar o seu retorno esperado. Porém, Boucrelle et. Al (1996) realçam nas suas análises que este efeito positivo via internacionalização, apenas é atingido quando a correlação entre os mercados é reduzida.

Existe ainda um conjunto de fatores como a resistência à mudança cultural e organizacional (Lu & Beamish, 2001; Ruigrok & Wagner, 2003) e agravamento de custos de estrutura e coordenação de unidades de operação diferentes e distantes (Geringer et al, 1989), que impedem a maximização dos benefícios de diversificação via internacionalização. Adicionalmente, muitos países apresentam custos fiscais, custos de transação, custos de aquisição e de informação que proporcionam maior risco do que o do próprio país (Goedhart & Haden, 2003). Assim, em consequência destes riscos não diversificáveis, analisar-se-á com maior profundidade os investimentos nos países emergentes, já que é nestes países que, normalmente, os investidores encontram maiores entraves e tendo em consideração que o nosso caso de estudo será em Moçambique.

### **2.2.3.1. INVESTIMENTOS NOS PAÍSES EMERGENTES**

Tal como explica Goedhart & Haden (2003), nos países emergentes, como é o caso de Moçambique, a conjuntura apresenta riscos específicos, devido a situações de maior volatilidade macroeconómica, mudanças políticas, guerra ou agitação civil.

Quando se analisa se um investidor está sujeito a determinado risco de um país, não significa que o investimento esteja necessariamente instalado nesse mesmo local, pois basta ter um grande volume de negócios naquele mercado ou forte impacto nas transações (Damodaran, 2003). Para além disso, distingue dois tipos de risco: o diversificável ou risco específico e o não diversificável ou risco sistemático. O risco diversificável é o risco associado a fatos incontrolláveis, como alterações ou problemas ao nível da gestão da empresa. Por sua vez, o não diversificável é aquele que não é específico a nenhuma empresa, ou seja, é um risco inerente à conjuntura atual global. Neste sentido, enquanto o primeiro será eliminado ou reduzido com o fenómeno da globalização, o segundo não. Assim, a principal questão a analisar sobre os riscos dos países emergentes é a sua natureza.

Quando estamos perante riscos sistemáticos, o prémio de risco adicional deve ser incluído, uma vez que mesmo que se diversifique a carteira de investimentos a nível global, o risco permanece. Por outro lado, os riscos diversificáveis, como a expropriação ou a desvalorização de moeda, não implicam prémio de risco adicional, na medida em que é possível reduzir o risco através da diversificação de carteira. Porém, Brigham & Houston (2007) sustentam que, mesmo caracterizando-se como riscos diversificáveis, nos dias de hoje, em resultado da globalização, encontram-se situações que podem verificar-se uma forte correlação entre os mercados e neste caso, o prémio de risco também pode ser adicionado ao cálculo do risco do mercado dos países emergentes.

Para se assumir um risco específico associado à conjuntura destes países, inclui-se no custo de capital ou nos fluxos de caixa. Segundo Damodaran (2003), o ajustamento sobre o custo de capital é o

mais utilizado, embora nem sempre seja visto como o mais desejável. Este baseia-se no custo de capital de um país maduro reforçado do prémio de risco do país emergente em causa. Nestas situações, tal como explica Bruner et al. (2003) no seu estudo, o cálculo pode levar a grandes desvios, na medida em que estes países não têm registos históricos confiáveis e estáveis para servirem de base ao cálculo do prémio de risco.

Tal como referido acima, o ajustamento para o risco de investimento nos países emergentes ainda pode ser incorporado nos fluxos de capital, tal como defendido por James & Koller (2000), embora Damodaran assuma este ajustamento como um meio, muitas vezes, mal interpretado. Assim, segundo James & Koller (2000), o ajustamento nos fluxos de caixa corresponde a uma análise dos mesmos, adicionando-lhes, os custos de *distress* locais, que podem ser traduzidos em elevados níveis de inflação, volatilidades macroeconómicas, instabilidade política, corrupção ou mesmo guerra. Um dos grandes benefícios desta abordagem é a possibilidade de se obter uma caracterização mais rigorosa da realidade do investimento em causa, pois simultaneamente e no mesmo mercado, um investidor pode apresentar um risco controlado ao nível cambial, enquanto outro poderá estar perante um elevado risco resultante também do câmbio.

#### **2.2.4. PARÂMETROS DE RISCO**

O risco está relacionado com a variância do atual retorno referente ao retorno expectável, ou seja, quanto maior a variância, maior incerteza e, conseqüentemente, maior o risco. Para além disso, o risco é analisado também através da perspectiva do investidor relativamente ao retorno marginal de um ativo diversificável.

O risco de mercado pode ser medido através de vários modelos, contudo segundo Damodaran (2002), o mais popular e mais consensual é o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* (Equação 8) e, por conseguinte, é este sobre o qual incidiremos a nossa análise. Este modelo determina o retorno esperado com base em três *inputs*: *Free Risk Rate*, *Beta* e *Prémio de Risco*.

#### **EQUAÇÃO 8 - CAPM**

*Retorno Esperado = Free Risk Rate + Beta \* Prémio Risco*

##### **2.2.4.1. RISK FREE RATE**

Um ativo apresenta uma *riskfree rate* quando tem um retorno esperado garantido, ou seja, quando o retorno esperado é sempre igual ao retorno presente (Damodaran, 2002). Neste sentido, os títulos do Governo são os únicos ativos que conseguem cumprir este requisito, já que é o Governo que define a

emissão de moeda. Segundo Copeland, T. et al (2000), os títulos do Governo a dez anos são os ativos com o retorno mais assertivo, já que a inflação se torna mais estável e o prémio de liquidação mais baixo e, portanto, são os títulos com maior capacidade para corresponder ao ativo com *risk free*.

Qualquer empresa, por mais segura e estável que seja, apresenta sempre um *default risk*, pois não controla toda a conjuntura. Assim, proporciona incerteza do retorno esperado do mesmo e, por conseguinte, não pode ser assumido como um ativo livre de risco.

Assim, a *risk free rate* adotada deverá ser os títulos de tesouro do país onde o investimento em causa vai ser instalado.

#### **2.2.4.2. BETA**

O *Beta* é o *input* que permite medir o risco sistemático, ou seja, o risco de mercado no seu conjunto, não sendo possível reduzi-lo ou cobri-lo através da diversificação da carteira por diversos títulos ou setores. Logo, Brealey et al (2008) definem este parâmetro de risco como a sensibilidade do ativo em relação aos movimentos de mercado.

Damodaran (2002) destaca três abordagens possíveis para estimar este parâmetro de risco – *Historical Data*, *Fundamental Characteristics of the Investment* e *Accounting Data*. No entanto, a análise recairá apenas sobre a primeira, pois é a mais convencional. Assim, o *Historical Market Beta* é estimado por uma regressão, com base em valores históricos, do retorno do ativo (Equação 9).

#### **EQUAÇÃO 9 – RETORNO DO ATIVO**

$$R(it) = \alpha(i) + \beta(R(mt)),$$

Onde  $R(it)$  é o retorno do ativo em determinado período,  $R(mt)$  corresponde ao retorno do índice do mercado no mesmo período,  $\alpha(i)$  é a regressão constante e o  $\beta i$  respeita ao *Beta* em causa.

Neste sentido, se o *Beta* tem valor superior a um, significa que o ativo apresenta um risco sistemático superior ao do mercado e portanto, é mais volátil. Porém, tal como defende Rosenberg e Rudd (1982), este método apresenta a fragilidade da informação histórica dos retornos contribuir para o valor do *Beta* estar continuamente a ser modificado e, por conseguinte, acentuar a volatilidade do mesmo.

Segundo Damodaran (2002), ao determinar o *Beta*, a atenção deverá recair, essencialmente, sobre a escolha do índice de mercado, o intervalo de tempo e a frequência dos dados a serem utilizados.

O *Beta* está fortemente relacionado com o índice do mercado, mas de uma forma subjetiva, na medida em que, teoricamente, quando se faz referência ao retorno de mercado, pressupõe-se que se trata de um portfólio de mercado, no qual são incluídos todos os ativos de risco do mercado em que o ativo está inserido (Bruner et al, 1998). Contudo, a questão passa pela dificuldade de definir esse mercado, já que assumir o mercado de um ativo não é direto, nomeadamente pela crescente globalização dos últimos anos. O caso em análise nos próximos capítulos corresponde a um bom exemplo desta subjetividade, na medida em que a definição do mercado do investimento em causa não é clara, pois trata-se de um investidor português no mercado moçambicano e ainda onde os concorrentes podem ser internacionais.

A definição do intervalo de tempo a considerar é outro foco de análise para a determinação do risco sistemático. Ao selecionar-se um número de períodos de observação pequeno, a informação disponível é certamente insuficiente e enviesada, contudo, apostar em muitos períodos, como dez anos, poder-se-á estar a aumentar a amostra de tal forma que poderá incluir informação irrelevante e riscos que possam não estar adequados à realidade atual (Bruner et al, 1998).

Adicionalmente, e não menos importante, a frequência dos dados a utilizar não deverá ser demasiado curta, como frequências semanais ou diárias, de modo e evitar *non-trading bias* na estimativa do *Beta* e conseguirem ser representadas por uma distribuição normalizada, já que se as observações forem diárias, o mercado pode ter oscilações muito significativas, que não são refletidas na regressão (Damodaran, 2002).

#### **2.2.4.3. PRÉMIO DE RISCO**

O Prémio de Risco de um ativo corresponde à diferença entre o retorno do portfólio de mercado expectável pelo investidor e os ativos sem risco (Bruner et al, 1998). Neste sentido, Damodaran afirma que a estimativa do Prémio de Risco é das abordagens mais importantes a ter numa avaliação.

Dada a subjetividade do conceito, o valor estimado do prémio de risco depende do método de cálculo escolhido. O método mais comum para a determinação do mesmo é baseado em extrapolações do passado, ou seja, determinar o seu valor através de retornos passados e compará-los com o ativo sem risco (Goetzmann & Ibbotson, 2005). Contudo, o consenso ainda não foi atingido na sua totalidade, nomeadamente, em resultado das opiniões divergentes associadas ao período de anos a considerar e ao número de títulos a ter em atenção (Damodaran, 2002).

Para a maioria dos autores, uma estimativa plausível do prémio de risco, não se deverá focar num mercado de ações recente, já que se trata de um mercado de volatilidade elevada e, portanto, a variação do nível de retorno apresenta acentuadas variações (Dimson et al, 2002). Neste sentido, centrar a observação no mercado de ações num período inferior a uma década, poderá não traduzir um índice de maior qualidade, assumindo retornos que não correspondem à realidade, pois podem ser exageradamente reduzidos ou demasiado elevados.

Para além disso, Damodaran explica ainda que um índice será rigoroso quando ativos como títulos de tesouro, que são parte integrante da carteira de mercado, são incluídos nos índices de mercado de capitais.

Por outro lado, Dimson et al (2002) defende que é crucial considerar-se um conjunto de mercados, de modo a evitar conclusões enviesadas, exclusivamente por seguir observações de um ou dois mercados mais fortes.

Relativamente aos responsáveis pela determinação deste parâmetro de risco, Damodaran realça a aversão do investidor ao risco, a incerteza de informação e as perceções de risco macroeconómico, pelo que, embora de uma forma sucinta, iremos abordar estes três determinantes.

A aversão do investidor ao risco é, de facto, dos determinantes com maior impacto no cálculo do prémio de risco, na medida em que se um investidor é muito avesso ao risco, então o prémio também terá que ser elevado, pois este traduz-se, na prática, como o preço do risco. Bakshi e Chen (1994) defendem que um dos fatores que gera maior adversidade ao risco é a idade do investidor, ou seja, quanto maior for a idade dos investidores no mercado, maior aversão ao risco existe e, por conseguinte, maior será o prémio. Por outro lado, a *Myopia* é um tema a ter em atenção já que nos mercados, onde os investidores preferem o investimento à poupança, são mercados em que o prémio de risco deverá ser maior, pois ao consumirem no momento implica que apresentam maior adversidade ao risco do que aqueles que recorrem à poupança.

Relativamente à informação, o prémio de risco está fortemente relacionado não apenas com o acesso à mesma, mas principalmente com qualidade de informação disponibilizada (Veronesi, 2000). Se os investidores dispõem de maior acessibilidade à informação, quando a sua credibilidade é *ceteris paribus*, então o prémio de risco será inferior, pois a incerteza diminuirá. Por sua vez, se a acessibilidade à informação se mantiver, mas a sua qualidade for inferior, isto é, a certeza do futuro for mais dúbia, o prémio de risco tende a ser maior. Deste modo, contrabalançar o nível de informação com a sua credibilidade é crucial para determinar um prémio de risco que compense a incerteza do mercado.

Expostos estes dois principais determinantes do prémio de risco, explica-se o impacto que as perceções de risco macroeconómicas apresentam sobre o prémio de risco, uma vez que a volatilidade

da economia agregada se associa inteiramente ao nível de indicadores como inflação, taxas de juro e crescimento do PIB e, conseqüentemente à “saúde” da economia em geral (Lettau et al, 2004).

### **3. SETOR DE ATIVIDADE E LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA**

Este capítulo iniciará-se pela descrição das principais características de Moçambique, no sentido de perceber os principais desafios para a instalação do projeto no país. Adicionalmente, serão ainda analisados os seus principais números relativos ao crescimento histórico e perspectivas de crescimento para os próximos anos.

Para além disso, a empresa, na qual recairá a nossa análise, é especializada nas mais diversas áreas do setor de construção, pelo que neste capítulo abordar-se-á a evolução e as perspetivas futuras neste setor. Esta análise terá destaque sobre Portugal e Moçambique, na medida em que a empresa que pretende instalar um novo projeto é portuguesa e, em consequência da conjuntura atual de Portugal no setor, o objetivo da mesma será alargar geograficamente a sua atividade, desenvolvendo um projeto de consolidação da sua carteira de obras em Moçambique.

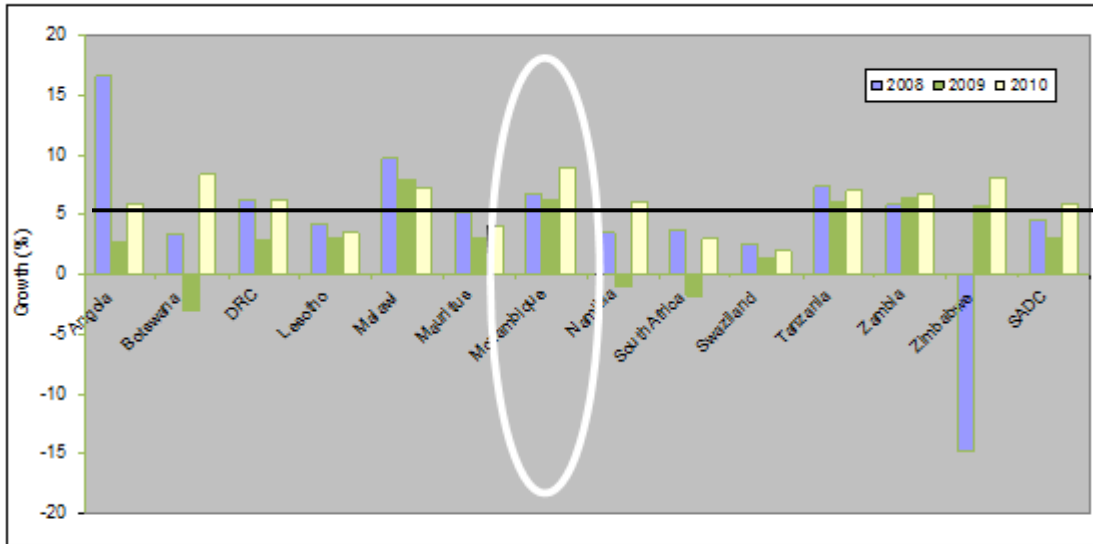
#### **3.1. MOÇAMBIQUE E O CONTINENTE AFRICANO NO MUNDO - PERSPETIVAS DE EVOLUÇÃO**

Em 2009, a economia mundial sentiu uma forte contração, mas já em 2010 atingiu um crescimento em cerca de 5% do PIB mundial (FMI, 2011). Esta taxa de crescimento é porém um dado pouco ilustrativo da realidade, na medida em que, por um lado, os desempenhos da economia foram substancialmente diferentes entre semestres e, por outro, existiu um hiato muito significativo entre desempenhos da economia de geografias e níveis de desenvolvimento distintos.

Assim, se nas economias desenvolvidas se verificaram fracas condições financeiras com taxas de desemprego elevadas e preocupações relativas ao setor fiscal e financeiro, nos países emergentes verificou-se um robusto crescimento que provocou um aumento na inflação. Neste sentido, um dos principais desafios deste grupo de países é, ao contrário dos países desenvolvidos, apostarem em políticas monetárias restritivas, isto é, que desencorajem o aumento geral dos preços e atinjam estabilidade financeira.

Em 2010, segundo dados do Fundo Monetário Internacional, as economias emergentes experienciaram um crescimento médio de mais de 7%, na qual está incluída a média de 5,9% dos países da África Subsaariana (Figura 1), como é o caso de Moçambique, atingindo assim mais 2,9 pontos percentuais em relação a 2009.

FIGURA 1 – CRESCIMENTO DO PIB REAL NA SADC ENTRE 2008 E 2010

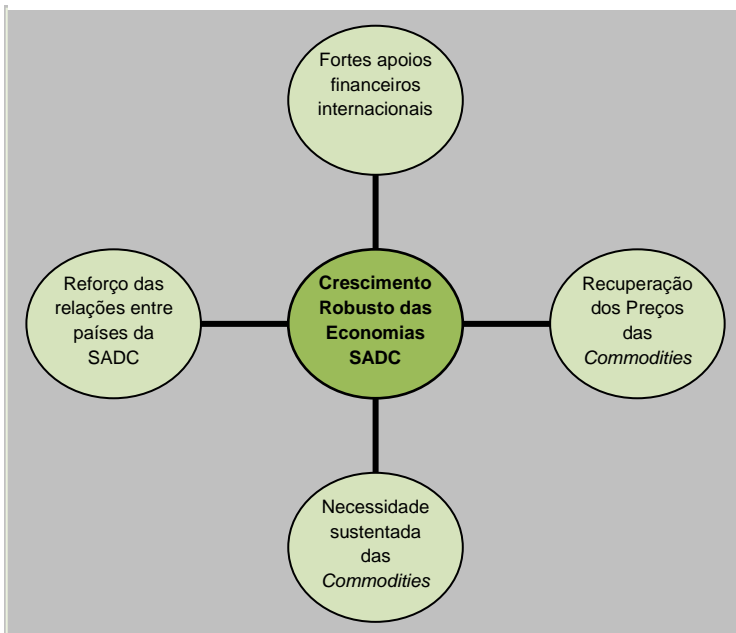


Note: Data for Angola & Botswana for 2010; and GDP growth rate for Zambia for 2010 is from IMF WEO October 2010. Data for Namibia is as provided in March 2010.

Source: National Authorities, November 2010 and the IMF WEO October 2010.

Neste sentido, apesar da atual economia global apresentar algumas fragilidades, são muitos os fatores externos que contribuem para o crescimento robusto destes países.

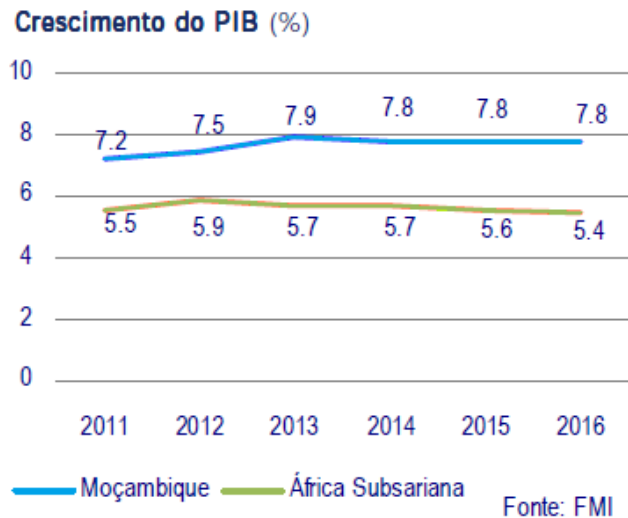
FIGURA 2 – FATORES EXTERNOS QUE CONTRIBUEM PARA O CRESCIMENTO DAS ECONOMIAS SADC



Como fatores de maior destaque (Figura 2), realça-se a recuperação dos preços das *commodities* aliado à necessidade sustentada das mesmas, bem como o apoio financeiro por parte dos parceiros de cooperação internacional. Por outro lado, a nível interno da África Subsariana, os países têm procurado reforçar as relações intra-membros, no sentido de mitigar os impactos negativos advindos da crise económica global e de dinamizar a abertura de mercados que teve início somente após os processos de pacificação.

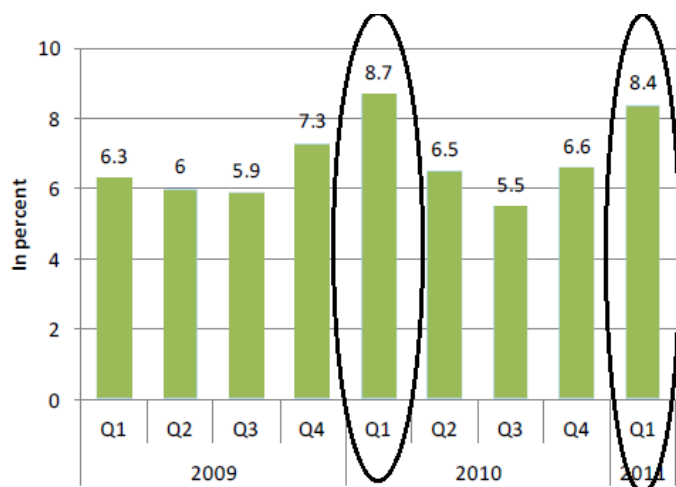
Moçambique está entre os países que mais contribuíram para este desempenho positivo em 2010 (com 6,8% de crescimento do PIB) continuando a apresentar indicadores positivos em 2011, perspetivando-se uma aceleração entre 2011 e 2016 acima dos 7,2% (Figura 3).

**FIGURA 3 – EXPECTATIVA DE CRESCIMENTO DO PIB NA ÁFRICA SUBSARIANA ENTRE 2011 E 2016**



Deste modo, verifica-se uma recuperação gradual do PIB real ao longo do ano, estando as últimas taxas próximas do pico do primeiro trimestre de 2010 (Figura 4). Uns dos grandes responsáveis por esta expansão foram o investimento direto estrangeiro (IDE) sob a forma de projetos de grande dimensão (face a 2009 o IDE aumentou cerca de 55%), o investimento público e o desenvolvimento agrícola, essencialmente de subsistência.

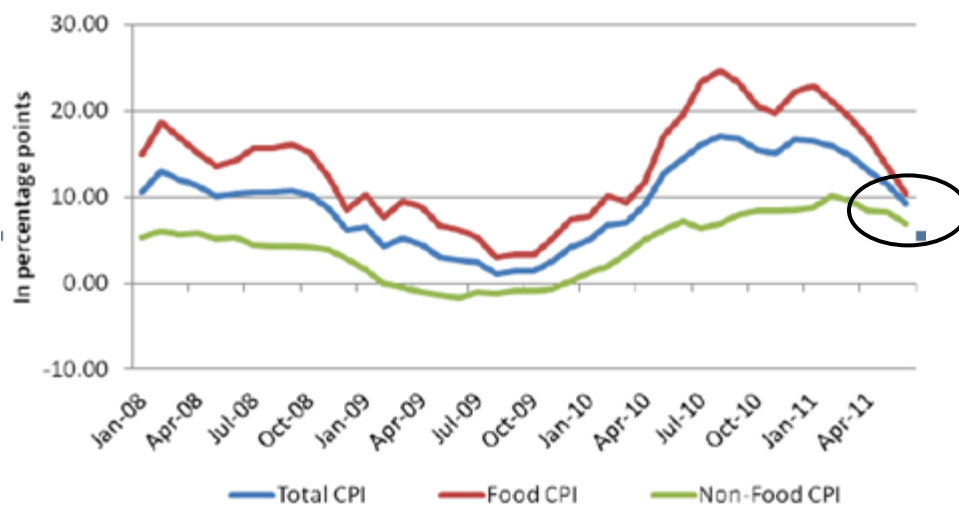
FIGURA 4 – CRESCIMENTO DO PIB EM MOÇAMBIQUE ENTRE 2009 A 2011



Source: National Statistics Office (INE).

Por sua vez, as taxas de inflação (Figura 5) caíram para o nível de um dígito (em Junho de 2011 alcançou os 9,3%), nomeadamente pela diminuição do preço dos alimentos, transportes, IT e equipamentos de telecomunicações que, por sua vez, foram consequência da valorização da taxa de câmbio.

FIGURA 5 – INFLAÇÃO VERIFICADA EM MOÇAMBIQUE ENTRE 2008 E 2011



Source: National Statistics Office (INE).

No panorama cambial, a tendência da moeda de Moçambique, o Metical, tem sido a valorização face às moedas dos seus principais parceiros comerciais, inclusive face ao Euro, o Metical apreciou

cerca de 16% entre Novembro de 2010 e Maio de 2011. Esta apreciação geral justifica-se pela adoção das políticas restritivas que o governo moçambicano tem assumido para controlar a inflação.

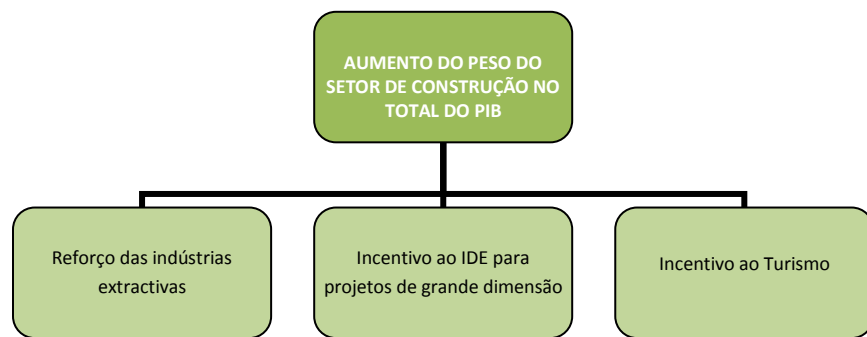
A adoção de políticas monetárias restritivas em Moçambique tem como principal objetivo a estabilidade macroeconómica e social, no sentido de lutar para o desenvolvimento humano e contra a pobreza e as desigualdades regionais profundas, pois como indicador claro desta situação extrema, Moçambique ocupa a 165ª posição no *ranking* de Índice de Desenvolvimento Humano (Apêndice 3), que conta com 169 países, desde 2005. Porém, o governo tem feito esforços para progredirem, sendo reconhecida uma melhoria de índice (de 0,263 em 2005 para 0,284 em 2010).

Como avanço do governo sobre o tema, foi lançado um Plano de Ação para Redução da Pobreza (PARP) em Maio de 2011, onde a ênfase é colocada na criação de novas oportunidades de emprego e no continuado desenvolvimento humano e social. Então, já a curto prazo irá ser necessário atingir um cenário macroeconómico estável e competitivo, uma eficiente gestão das finanças públicas e uma governação transparente e justa, capazes de darem resposta a tais exigências (Apêndice 2).

Adicionalmente, Moçambique é um dos maiores recetores de Ajuda ao Desenvolvimento em África. Em termos de ajuda internacional, o país recebeu em 2010 cerca de 1.6 mil milhões de USD, tendo sido os donativos representativos em cerca de 50% do orçamento do estado sobre recursos externos para 2011.

Internamente, como setores mais dinamizadores da economia moçambicana em 2010, destaca-se o setor agrícola (cerca de 25% do PIB) com 1,6 pontos percentuais de impacto na variação do PIB, estando desta forma, na linha da frente das estratégias de erradicação da pobreza no país. Seguidamente, o setor de transportes e comunicações, cujo contributo para o crescimento do PIB foi de 0,4 pontos percentuais, corresponde a uma parte representativa do PIB total e para o qual as expectativas para os próximos anos são elevadas, pois as estruturas de apoio são pouco modernizadas ou mesmo inexistentes.

**FIGURA 6 - FATORES QUE CONTRIBUEM PARA O AUMENTO DO PESO DA CONSTRUÇÃO NO PIB**



Assim, no que respeita à construção, é expectável que em anos próximos, se observe um impacto crescente do peso no PIB de Moçambique (Figura 6), uma vez que o governo tem apostado no setor das indústrias extrativas e promovido o IDE associado a projetos de grande dimensão, como investimentos em infraestruturas, especialmente relacionadas com as *utilities* de eletricidade, transportes, águas e saneamento que, posteriormente farão com que os fluxos de turismo possam também crescer a taxas elevadas nos próximos 20 anos. O IDE atingiu um valor que ronda os US\$ 203,5 milhões no primeiro semestre, correspondente a 17,9% do investimento total aprovado. As propostas de investimento direto estrangeiro provêm de 23 países, sendo os de maior destaque a África do Sul, Portugal, República das Maurícias, Reino Unido, Emirados Árabes Unidos e China.

Aliado a este fato, existe também o favoritismo de Moçambique em detrimento dos restantes países da África Subsariana relativamente ao nível de risco para as empresas, uma vez que o Banco Mundial tem tido um compromisso significativo para o desenvolvimento do país e desde finda a guerra civil em 1992, o país tem conhecido uma recuperação notável, atingindo logo uma taxa anual de crescimento económico de 8% entre 1996 e 2006.

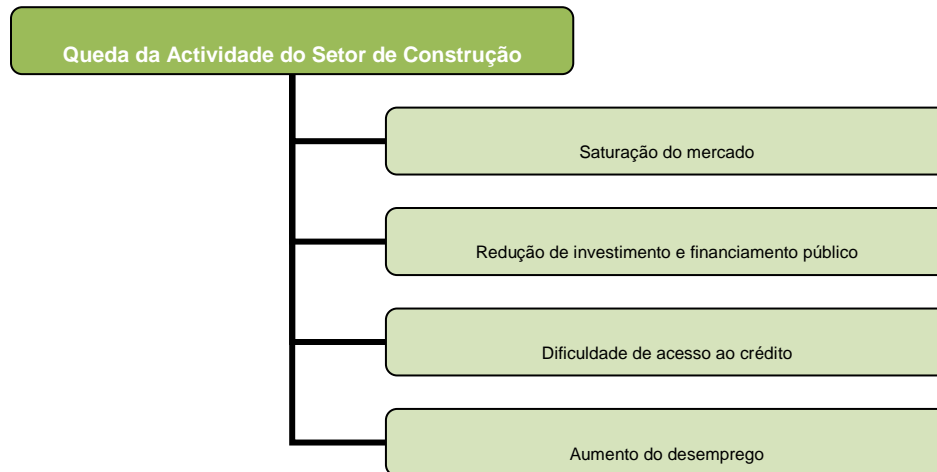
### **3.2. SETOR DE CONSTRUÇÃO – DE PORTUGAL PARA MOÇAMBIQUE**

Tal como a economia em geral, o setor da construção em Portugal atravessa uma acentuada crise. O investimento no setor diminuiu homologamente 8,2% no primeiro semestre de 2011, em resultado sobretudo da queda de 12% verificada no segundo trimestre.

**FIGURA 7- INDICADORES MACROECONÓMICOS DE PORTUGAL**

Indicador	Unidade	2008	2009	2010	1.º T/11	2.º T/11	Jun.11
		var. Anual			var. hom. Trimestral		var. hom. acumulada
PIB	v. real (%)	0,00%	-2,50%	1,40%	-0,50%	-0,90%	-0,70%
FBCF - Construção	v. real (%)	-5,90%	-11,70%	-5,80%	-4,40%	-12,00%	-8,20%

FIGURA 8 – FATORES PARA A QUEDA DA ATIVIDADE DE CONSTRUÇÃO



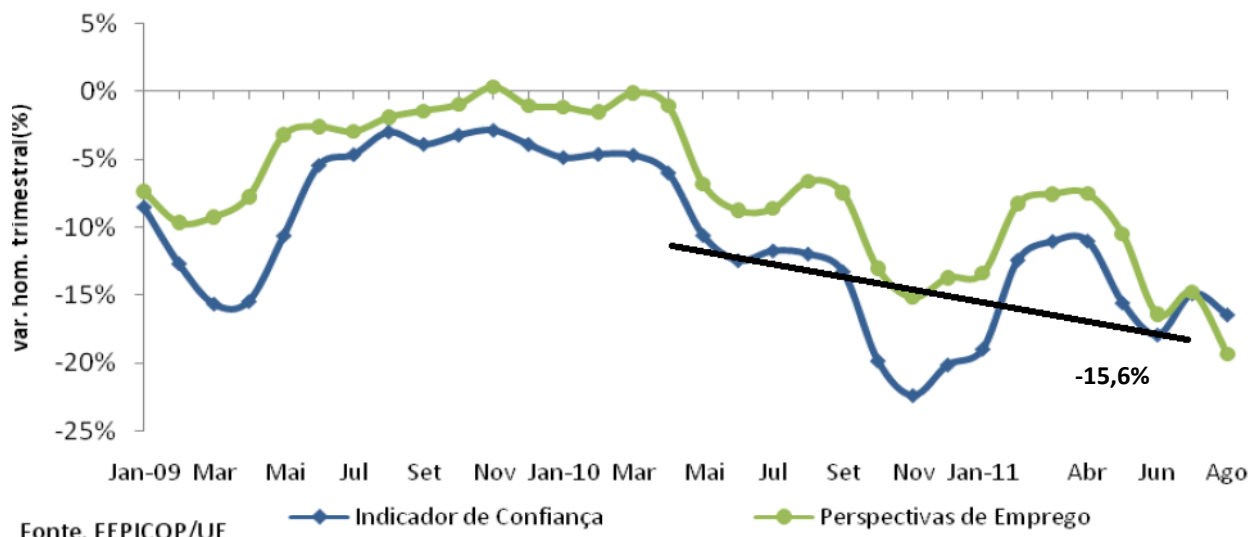
A crise no setor é visível, tanto ao nível da oferta como da procura (Figura 8). Do lado da oferta verificam-se quebras significativas de produção, do número de empresas e nos postos de trabalho que assegura, dificuldades de escoamento dos imóveis concluídos, atrasos significativos nos pagamentos e dificuldades de acesso ao crédito. Pelo lado da procura, observa-se essencialmente incapacidade financeira, em consequência das crescentes dificuldades de acesso ao crédito bancário, tanto ao nível empresarial como familiar. Adicionalmente, em resultado das restrições orçamentais, cada vez maiores, o investimento e financiamento público tem diminuído visivelmente, sendo por isso, também um forte responsável pela situação atual do setor de construção.

Detalhadamente, em relação à produção, as perspetivas de evolução futura apresentam resultados cada vez mais negativos, sendo o saldo em Agosto de 2011 de -39%.

Por sua vez, no que respeita à dificuldade crescente de acesso ao crédito, segundo o Banco de Portugal, o montante de crédito concedido pelas Instituições Financeiras às empresas de construção decresceu, entre Maio de 2010 e Maio de 2011, cerca de 3,4%, o que contribuiu para que o peso do crédito deste setor no valor total de crédito concedido a todos os setores de atividade tenham sentido uma diminuição de 21,4% para 20,7%.

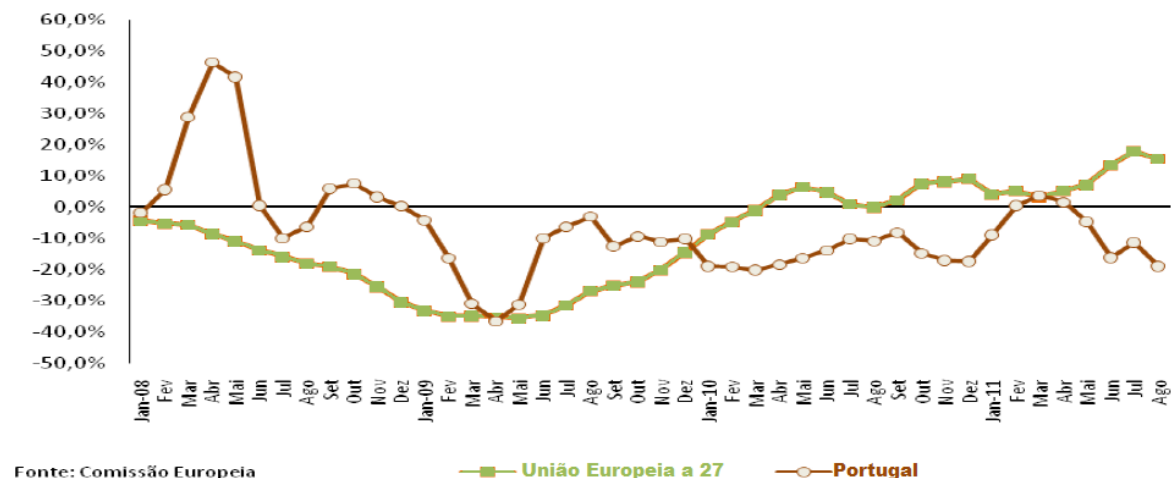
Por outro lado, o financiamento público é cada vez mais controlado e limitativo, pelo que somente os projetos com carácter prioritário serão realizados e, possivelmente, com atrasos críticos. Deste modo, o mercado das obras públicas registou de Janeiro a Agosto de 2011, face ao período homólogo, descidas em concursos abertos e em obras adjudicadas de -16% e -1,0% respetivamente.

FIGURA 9 – EVOLUÇÃO DA OPINIÃO DOS EMPRESÁRIOS PORTUGUESES



Exposto um panorama desfavorável, o indicador de confiança no setor da construção tem uma trajetória acentuadamente descendente desde a segunda metade de 2008, prevendo-se manter ou agravar nos próximos anos. Como reforço deste facto sabe-se que, em Maio de 2011, os empresários do setor em causa registaram um nível de confiança em menos 15,6% face ao período homólogo trimestral, uma vez que a carteira de encomendas caiu 24,1% (Figura 10).

FIGURA 10 – EVOLUÇÃO DA CARTEIRA DE ENCOMENDAS NA UNIÃO EUROPEIA E EM PORTUGAL (VAR. HOM. TRIM. EM %)



No entanto, os números adversos apresentados, nomeadamente os mais recentes de 2011, divergem representativamente dos valores otimistas dos empresários europeus do setor. Exemplo disso é o indicador de confiança português do setor de construção revelar uma queda homóloga de 23% no

trimestre terminado em Agosto de 2011, enquanto em termos médios europeus, o mesmo indicador evoluiu de forma positiva em cerca de 7%.

Perante esta situação particularmente difícil no setor de construção em Portugal, as empresas do ramo encaram o futuro do mercado interno com algum pessimismo, quer pela quebra acentuada da procura de todos os segmentos de atividade quer pelas crescentes dificuldades no acesso ao crédito bancário. Assim, nos últimos anos, a atenção das empresas construtoras portuguesas tem sido a atividade internacional, com especial destaque para o reforço e consolidação da atividade nos mercados africanos. Atualmente, Portugal está entre os países europeus com maior presença na construção africana.

Em Moçambique estão presentes as maiores empresas portuguesas no setor de construção, porém estas sofrem forte concorrência, quer de empresas locais, quer de grupos estrangeiros. Neste contexto, nenhuma das construtoras portuguesas alcançou ainda uma quota muito significativa do mercado moçambicano, aquando comparado com as quotas que apresentam em Angola, por exemplo.

As empresas locais trabalham nas áreas de gestão de projeto, arquitetura, auditorias e fiscalização, apresentando-se com boa reputação e com competências ao nível da consultoria e engenharia, como é o caso da C.M.C. África Austral, Lda e a CETA, Construções e serviços, SARL. As empresas nacionais entram em parcerias com empreiteiras estrangeiras para a consecução dos projetos priorizados pelo governo. *Joint ventures* com empresas moçambicanas são encorajadas pelo Estado e ajudam a lidar com questões regulamentares e com a corrupção.

**FIGURA 11 – EMPRESAS CONSTRUTORAS DE MOÇAMBIQUE COM MAIOR VOLUME DE NEGÓCIOS EM 2009**

Rank		Empresa Company	
2009	2008		2009
1	1	C.M.C. Africa Austral, Lda	2.901.814
2	2	CETA - Construções e Serviços, SARL	1.635.000
3	3	Conduril, SA - Construtora Durience Delegação de Moçambique	985.710
4	4	ENOP, Lda - Engenharia de Obras Públicas	406.824
5	7	ECOB - Empresa Construtora da Beira, Lda	163.850
6	9	Construtores Chemane	18.675
7	n.a	Ecori, Lda	6.554
8	n.a	Geo-Austral Consultoria & Empreitada, Lda	2.485

VALORES: 10<sup>9</sup> METICAIS

Fonte: KMPG, 2009

Relativamente às empresas construtoras estrangeiras, as que apresentam maior expressão no volume de negócios e na empregabilidade são as chinesas, portuguesas, brasileiras, italianas e sul-africanas, sendo em muitos casos, constituídas sociedades de direito local.

As empresas portuguesas com maior quota no mercado moçambicano são a Mota-Engil, Teixeira Duarte e Soares da Costa através da sua sucursal, participada e delegação respetivamente.

Embora o setor de construção tenha registado um decréscimo de produção em cerca de 8.7% durante o primeiro semestre de 2011, devido à conjuntura económica interna e externa que resultou na redução de despesas de investimento, o índice de confiança empresarial de construção continua suavemente a aumentar, desde Junho de 2011, pois a indústria de construção moçambicana tem crescido substancialmente nos últimos anos, em consequência das necessidades primárias que apresenta ao nível de infraestruturas viárias, urbanas e de geração e distribuição de energia. Exposta a natureza das construções que contribuem para o crescimento, realça-se o facto do principal cliente ser, sem dúvida, o governo que desta forma instituiu um efeito multiplicador na economia.

Porém, no que respeita ao financiamento, como Moçambique é classificado como um “país de menor desenvolvimento relativo” são transferências de agências multilaterais como o Banco Mundial e doações de países terceiros que tornem executáveis muitos projetos.

Os investidores mais ativos neste tipo de financiamento são os chineses, sendo a criação do Fundo Chinês para o Desenvolvimento Africano o meio onde apostaram com maior relevo. Por sua vez, Portugal criou um importante instrumento de apoio às iniciativas de investimento português em Moçambique através da criação em 2010 do Banco Nacional de Investimento (BNI), com 50% de participação para cada Estado.

Neste contexto e não esquecendo a situação em Portugal acentuadamente desfavorável, as pequenas e médias empresas apresentam fortes incentivos para entrarem com a sua atividade no mercado moçambicano, criando mais emprego e competitividade no país. Porém, de todos os setores, o da construção é o que merece maior ênfase, dadas as condições precárias de infraestruturas.

Segundo o Banco Mundial, Moçambique deveria aumentar para um investimento anual em infraestruturas de 1.700 milhões de dólares nos próximos dez anos, com o intuito de se aproximar aos países de proximidade geográfica. No ponto de vista do Banco, o valor deveria ser repartido anualmente por 771 em energia, 403 em transportes, 331 em água e saneamento, 156 em tecnologias da informação e comunicação e 61 em irrigação.

Desde 2004, um dos grandes esforços tem sido a electrificação do país, no entanto atualmente apenas cerca de 15% dos moçambicanos beneficiam de energia elétrica, tendo o Ministério de Energia

como meta os 20% em 2012. Assim, claramente que a energia é uma prioridade do país, pelo que é expectativa do Ministério iniciar-se um conjunto de novos projetos em 2012, nomeadamente uma central termoelétrica, uma central de gás natural e a reabilitação de centrais hidroelétricas.

Por outro lado, no setor de transportes e comunicações prevê-se um crescimento global de 16.9% em 2012. Em quase todos os ramos de transportes é esperado um crescimento assinalável, sendo o ramo ferroviário aquele com maior expectativa de evolução, devido ao desafio a curto prazo de elaboração do plano espacial e definição do traçado da linha férrea Norte-Sul.

Segundo a Proposta do Plano Económico e Social de 2012 do Governo de Moçambique, o objetivo da área de água e saneamento centraliza-se na satisfação das necessidades humanas básicas, na melhoria do bem estar e redução da pobreza rural, através do aumento do uso e acesso aos serviços de abastecimento de água e saneamento. Deste modo, o primeiro desafio até 2015 é atingir o acesso sustentável e o abastecimento de água para 70% da população rural e o saneamento para pelo menos 50%.

Em modo conclusivo, Moçambique está num período onde é crucial desenvolver o crescimento e competitividade da produção através de economias de escala e vantagens competitivas sustentáveis. Por sua vez, este enquadramento aparenta ser favorável para as empresas do setor de construção, já que este representa um forte impulsionador para a promoção ao desenvolvimento do país, nomeadamente ultrapassar as limitações nas infraestruturas, incluindo vias de acesso, água e saneamento, energia e telecomunicações.

#### **4. PLANO ESTRATÉGICO DE UMA EMPRESA PORTUGUESA EM MOÇAMBIQUE**

Este capítulo apresenta detalhadamente o estudo realizado para a Construtora Abrantina, S.A. sobre o projeto que a mesma pretende, de modo a estabelecer e fortalecer a sua carteira de obras no mercado moçambicano, através da consolidação da estrutura da Abrantina Moçambique nos próximos cinco anos.

Primeiramente descrever-se-á a Abrantina, realçando os seus pontos fortes e as suas fraquezas e compreendendo as suas principais áreas de intervenção, valores e visão para o futuro. Referenciar-se-á ainda a sua forte estratégia de internacionalização.

De seguida, especificar-se-á o setor de construção no que respeita à área financeira. Aqui será importante compreender-se o facto da leitura financeira de uma construtora não ser idêntica a uma empresa de outros setores e, por isso, a apresentação de resultados ter algumas especificidades.

Finalmente prestar-se-á atenção aos métodos de avaliação utilizados, explicando todas as componentes necessárias para a construção do plano, desde os fluxos de caixa à taxa de desconto, de modo a apresentar-se e cruzar-se as conclusões finais devidamente fundamentadas.

##### **4.1. CARATERÍSTICAS DA EMPRESA E A SUA INTEGRAÇÃO NO MERCADO MOÇAMBICANO**

A empresa portuguesa na qual recai a nossa análise designa-se por Abrantina, S.A., cuja origem remete a 1927, embora somente desde 2007 pertença ao Grupo Lena. Atualmente está ativa em todos os segmentos do setor de construção, sendo reconhecida pela experiência e excelência na engenharia.

O Grupo Lena, por sua vez, nasceu na década de 50, sendo na década de 90 que se observou o seu crescimento substancial e uma diversificação, nomeadamente para atividades de complementaridade à construção, como imobiliária, concessões e indústria.

A internacionalização da Abrantina surge no final da década de 70, com o início da prospeção de mercados no Médio Oriente, América do Sul e África.

Dada a conjuntura favorável no início dos anos 90 e os fortes vínculos de Portugal às suas ex-colónias, Angola e Moçambique, a Abrantina lançou-se nestes mercados, estabelecendo uma carteira de obras apreciável, principalmente em Angola. Ainda no início da mesma década, a empresa foi responsável por algumas obras em Macau, que foram uma rampa de lançamento para uma grande obra na Malásia e a reconstrução de Timor, anos mais tarde. Para além de todas estas presenças

extracontinentais, a Abrantina atuou também na Alemanha durante alguns anos e tem vindo a implementar-se desde 2005 na Argélia, cujo lançamento no mercado foi um importante projeto portuário no valor de 15 milhões de euros.

Relativamente a Moçambique, tal como referenciado, a entrada da Abrantina neste mercado foi nos inícios dos anos 90, mais propriamente em 1991, contudo, a sua posição de mercado foi sendo deteriorada. Assim, nos últimos anos a empresa tem estabelecido orientações estratégicas, no sentido de ganhar uma carteira de obras notável, como outrora lhe foi reconhecida. Neste sentido, e dada a situação desfavorável do mercado português, implementou uma reestruturação que passou também por uma mudança de instalações para enfrentar um novo desafio em Moçambique, cuja viabilidade será analisada através do plano estratégico descrito nos próximos capítulos.

#### **4.2. ESPECIFICIDADES FINANCEIRAS DO SETOR DE CONSTRUÇÃO**

O setor de construção, como os outros setores, apresenta as suas especificidades que numa análise estratégica deverão ser consideradas.

Para a economia, seja de um país seja mundial, o papel do setor de construção é preponderante, pelo que se torna essencial que o mesmo funcione eficientemente. Para isso, as empresas deverão adotar novas tecnologias e apostar na qualificação dos recursos, bem como proporcionar condições essenciais para aumentar a capacidade de produção e dar resposta a planos governamentais, como o plano de desenvolvimento económico e social de Moçambique, que aposta significativamente no setor da construção. Neste sentido, muitos dos serviços prestados no setor da construção, nomeadamente em países em crescimento, estão sujeitos a importantes apoios governamentais, tanto local como internacionalmente, e muitas vezes integrados no âmbito de parcerias público privadas, o que contribui para a mitigação de parte do risco.

Outra das especificidades do setor diz respeito ao facto das empresas de construção serem caracterizadas por recorrerem regularmente a subcontratados, na medida em que a sua atividade é muito volátil e por conseguinte é impraticável uma empresa construtora investir em recursos para atingirem a capacidade desejada de obras de maior dimensão. Assim, o procedimento normal das grandes empresas do setor é a repartição dos serviços prestados pelos seus diferentes subcontratados, de modo a evitar sobre investimentos da empresa.

Adicionalmente na maioria das empresas construtoras denota-se um peso muito reduzido do passivo de médio e longo prazo na estrutura de capital. Tal como se explica acima, as necessidades de fundo de maneio apresentam grandes oscilações ao longo do tempo em resultado da sua forte

vulnerabilidade ao ciclo económico e a vertente de investimento é muito reduzida, sendo o procedimento normal no setor subcontratar entidades capazes de satisfazer as necessidades. Neste sentido, o capital alheio respeita essencialmente a dívidas a fornecedores correntes e meios de financiamento a curto prazo, como contas caucionadas e descobertos bancários.

Finalmente e a um nível mais microempresarial, as principais especificidades do setor correspondem ao interesse da maioria dos *players* recair sobre a margem bruta e não sobre a margem líquida como se verifica nos restantes setores de atividade. Quando se referencia margem bruta inclui-se somente os custos diretamente imputáveis às obras. Esta discrepância face aos outros setores, principalmente numa base estratégica, resulta daqueles custos serem os custos que permitem identificar exatamente os custos associados àquela obra e, por conseguinte a margem atingida na mesma. Seja para os engenheiros, seja para o *management*, seja para os financeiros, o nível de informação e conclusões retiradas através da margem bruta é muito superior à margem onde se assume também os custos de estrutura. Para empresas como a Abrantina, tal como se abordará no capítulo de custos operacionais, os custos de estrutura limitam-se a corresponder entre 5 e 7% da receita gerada. Neste contexto, em detrimento de uma apresentação do resultado da empresa ao longo dos cinco anos através de uma Demonstração de Resultados por Naturezas, propõe-se uma demonstração, onde se destacam as repartições entre a natureza dos custos e onde se conseguem retirar conclusões de caráter mais estratégico sobre o negócio futuro da empresa.

### **4.3. COMPOSIÇÃO DO PLANO ESTRATÉGICO**

Embora tenha fortes características de um plano *Start Up*, este plano não pode ser considerado um plano original desta natureza, na medida em que a empresa já apresenta ativos e recursos, como instalações e equipamento, em consequência de ter tido atividade no passado. Contudo, a atividade é praticamente nula nos tempos que correm e, por esse motivo, a empresa propõe criar linhas de orientação estratégica, como se de uma nova ideia de negócio se tratasse. Assim, aposta-se num plano que fundamenta uma estratégia totalmente renovada e sem qualquer “contaminação” negativa do passado, mas que recupera alguns conhecimentos da carteira de obras anterior e aproveita investimentos, nomeadamente ao nível do equipamento.

Para suportar a decisão final, dos *Discounted Cash Flow Models* mais utilizados, recorreu-se ao *Adjust Present Value* (APV), na medida em que através deste critério é possível distinguir o impacto da dívida do valor do projeto caso financiado totalmente por capitais próprios. Neste contexto, a estrutura de capital pode ser alterada ao longo da vida útil do projeto, sem enviesar resultados, ou seja, evita calcular-se para cada ano um novo WACC, como implicaria o método *Net Present Value*. Este impacto poderia ser

significativo no plano da Abrantina, uma vez que a estrutura financeira proposta tende a reforçar o capital próprio e reduzir a dívida, atingindo mesmo nos últimos anos uma estrutura de capital 55% de capital de terceiros e 45% de capitais próprios.

Assim, iniciar-se-á a análise do plano pela descrição dos principais componentes dos *Free Cash Flows*, seguida da estrutura de capital e o custo associado à mesma. Posteriormente abordar-se-á a distribuição de dividendos, no sentido de perceber não só as componentes operacionais e que estão incluídas nos *free cash flow*, como todo o negócio e a expectativa que a empresa mãe apresenta sobre o mesmo.

Como critério complementar à análise do APV, estimou-se o *Discounted Payback* e o *Internal Rate of Return*, expondo o seu método de cálculo e os seus resultados.

Por fim apresentar-se-ão as conclusões do plano de negócio resultantes do método APV, não ignorando os resultados dos critérios complementares, concluindo com uma análise de sensibilidade.

#### 4.3.1. FLUXOS DE CAIXA

Para analisar o projeto com base nos métodos referidos, o estudo iniciar-se-á pela determinação dos fluxos de caixa do plano de negócio entre 2012 e 2016. Tal como apresentado na revisão literária da primeira parte, a fórmula dos fluxos de caixa requer a estimativa do que os ativos irão gerar no futuro, neste caso em termos nominais, envolvendo assim expectativas sobre o crescimento do negócio e o retorno do capital investido (ROIC). Neste sentido, os fluxos de caixa podem ser representados pela equação 3:

$$FCFF = \underset{(a)}{EBIT} (1 - \text{tax rate}) + \underset{(b)}{Depreciation} - \underset{(c)}{Capital\ EXpenditure} - \underset{(d)}{\Delta\text{working capital}}$$

Assim, primeiramente será descrita a receita expectável da Abrantina em Moçambique, bem como os custos associados à mesma e respetivas margens. Contudo, distinguir-se-ão os custos que estão diretamente relacionados com a obra, tais como materiais e subcontratos, dos custos de estrutura, ou seja, os de carácter administrativo e de maior dificuldade de imputação às obras. Explicar-se-ão ainda as despesas consideradas com o capital e a variação do fundo de manio.

O plano foi corporizado em fluxos de caixa com base em estimativas nominais e a cinco anos. Definiu-se um período curto, uma vez que o plano proposto delinea apenas a próxima estratégia a assumir pela Abrantina Moçambique, o que impossibilita através de estimativas fiáveis, estabelecer linhas de orientação sustentáveis a longo prazo, já que atualmente, a evolução da conjuntura económica

tem um ritmo muito célere. Aliás, para qualquer plano de visão estratégica assume-se que a sua atualização deverá ser constante, isto é, regularmente a empresa deverá atualizar o plano tendo em conta as decisões tomadas e as alterações conjunturais, no sentido de evitar assumir diretrizes estratégicas que não acompanham as mudanças.

#### **4.3.1.1. RECEITA**

As receitas são das componentes mais importantes no plano de negócios, já que as suas estimativas correspondem à base de todo o plano. É através delas que se criam expectativas sobre as outras componentes, como é o caso direto dos custos a incorrer e dos ativos a disponibilizar.

A Abrantina é uma empresa que se encontra ativa em todos os segmentos do setor da construção, pelo que a sua integração em 2012 no mercado moçambicano versará sobre todos eles. Assim, distinguem-se dois grandes segmentos da construção neste plano de negócio, o de Engenharia Civil e o de Construção de Edifícios que por sua vez, podem ser residenciais ou não residenciais.

O segmento de Engenharia Civil inclui a construção de grandes obras ou obras de arte, das quais se destaca pontes, estradas, centrais geradoras de eletricidade, linhas ferroviárias, aeroportos e portos. Neste sentido, representa uma atividade fortemente cíclica, pois não só contribui acentuadamente para a dinamização da economia, como também é bastante influenciado pela evolução da conjuntura económica e dependente do investimento público. Em Moçambique, as necessidades destas infraestruturas são visíveis, desde a rede rodoviária menos desenvolvida da África Subsariana, a uma ausência de linha ferroviária com ligação Norte-Sul, a uma escassa cobertura de eletricidade no país. Deste modo, existe um grande esforço de financiamento para estas obras, tanto a nível do governo moçambicano como a nível internacional, nomeadamente da Europa. Daí que, Glauco Calzuola, Chefe da Delegação da União Europeia em Moçambique, tenha afirmado em modo justificativo do apoio europeu ao setor rodoviário de Moçambique *«As infraestruturas rodoviárias em Moçambique desempenham um papel especial tanto em termos de redução da pobreza, facilitando o acesso da população rural pobre aos serviços públicos, aos mercados e a oportunidades de emprego, como em termos de promoção do desenvolvimento económico, apoiando o comércio e a integração regional com os países limítrofes que fazem parte da Comunidade de Desenvolvimento da África Austral e do Mercado Comum da África Oriental e Austral.»*.

Neste contexto, muitas são as oportunidades de negócio da Abrantina nos próximos cinco anos. Com informação obtida junto da empresa, sabe-se que para os próximos dois anos a Abrantina terá um conjunto de obras desta natureza, resultantes de acordos e contactos já avançados em 2010 e 2011 que gerarão uma receita em cerca de 3,17 milhões de euros (Tabela 1). Estas são maioritariamente

associadas ao setor de transportes e a sua finalização espera-se para 2013, repartindo a receita gerada entre 2012 e 2013, em 1,77 milhões e 1,4 milhões de euros respetivamente, tal como se detalha na tabela 1 abaixo.

Por outro lado, o segmento de Construção de Edifícios diferencia-se entre residenciais e não residenciais. Tal como os nomes indicam, a construção de edificações residenciais são aquelas direcionadas às habitações da população, enquanto as não residenciais correspondem a construções de espaços que podem ser direcionados para áreas comerciais, industriais, de saúde ou de educação.

Dado o principal objetivo do país ser a erradicação da pobreza e melhoria das condições sociais, a área da habitação denota grandes oportunidades, através de políticas para a promoção da construção de novas habitações, como incentivos fiscais e mecanismos financeiros que assegurem a promoção ao crédito habitação. Também a construção de edifícios não residenciais tem potencial, nomeadamente ao nível da educação e saúde. Na educação, é expectável que se desenvolva um conjunto de promoções para a construção de escolas, sendo quarenta e cinco mil o número apontado pelo Governo para novas salas de ensino até 2015. Relativamente à saúde, as oportunidades para as empresas construtoras ocorrerão na criação de novas infraestruturas de saúde, sejam centros de saúde rurais sejam requalificações dos principais hospitais, prevendo-se até 2014, a construção de cem centros de saúde.

Assim, no segmento de Construção de Edifícios, a Abrantina já apresenta expectativas de receita para 2012 com base em contactos mantidos nos últimos anos, cujos valores rondam os 2,1 milhões de euros (Tabela 1).

Para além destes valores associados a obras específicas a desenvolver em ambos os segmentos que, embora não sejam descritivas neste estudo, são devidamente suportadas pela empresa, projectaram-se os valores de receita expectáveis entre 2012 e 2016, com base em elementos como o mercado, a carteira de clientes, os incentivos previstos e as forças e fraquezas dos concorrentes.

Como é observável na tabela 1, o valor para estas projeções ronda os 35,14 milhões de euros ao longo dos cinco anos, sendo que nos dois primeiros anos, os valores são apenas de 181 mil e 4,7 milhões de euros respetivamente, na medida em que para estes anos, grande parte das obras já estão negociadas, como explicado acima. Para as projeções optou-se por não se especificarem os valores por segmento, embora a expectativa, com base na experiência, seja que cerca de 10% corresponda a obras residenciais e não residenciais e cerca de 90% esteja associado a obras de arte. Esta repartição não se baseia apenas no facto de a empresa esperar que se adjudique um maior número de infraestruturas relativas a grandes obras, mas também a própria valorização das mesmas ser muito maior, ou seja, a receita gerada por obra do segmento de Engenharia Civil é muito superior à obtida no segmento de Edifícios.

Adicionalmente, a empresa projeta receita resultante de negociações diretas com a Abrantina Portugal. Neste caso, todo o processo administrativo recai sobre a empresa mãe, incluindo os estudos de mercado, as negociações, as parcerias e as condições contratuais, pelo que a Abrantina Moçambique limita-se a obter recursos e a executar a obra definida. Nas filiais e sucursais de empresas portuguesas, instaladas nos mercados africanos, este procedimento é muito comum, uma vez que os contactos e o poder de decisão sobre os negócios em ex-colónias portuguesas estão muitas vezes em Portugal. Neste contexto, o maior valor das projeções de receitas ao longo dos cinco anos corresponde a receitas desta natureza, prevendo-se atingir os 98 milhões de euros. No entanto, estes projetos implicam a transferência de cerca de 15% da receita para a Abrantina Portugal, através de um *fee* de angariação de negócio, justificado por toda a parte administrativa que a mesma suportou e que será sujeito à análise no capítulo seguinte.

Exposto isto, o resumo da receita expectável para os próximos cinco anos detalha-se na Tabela 1.

**TABELA 1 - RECEITA EXPECTÁVEL**

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Valor de Produção</b>	<b>15.664.650,00</b>	<b>29.328.000,00</b>	<b>31.056.000,00</b>	<b>28.852.500,00</b>	<b>33.368.564,02</b>
Edifícios Residenciais e Não Residenciais	2.100.000,00				
Grandes Obras - Engenharia Civil	1.770.650,00	1.400.000,00			
Expectativas Novas Obras	181.000,00	4.702.000,00	7.830.000,00	9.902.500,00	12.523.564,02
Projectos Empresa Mãe	11.613.000,00	23.226.000,00	23.226.000,00	18.950.000,00	20.845.000,00

#### **4.3.1.2. CUSTOS OPERACIONAIS E RESPECTIVAS MARGENS**

Ao contrário de Portugal, onde as margens líquidas do setor de construção são muito baixas, raramente superiores a 3% e muitas vezes negativas, nos mercados africanos praticam-se margens líquidas substancialmente elevadas, excepcionalmente inferiores a 15%. Esta discrepância deve-se ao facto de Moçambique, ao contrário de Portugal, ser dos países do Mundo com mais necessidades de carácter primário, nomeadamente edifícios e infraestruturas que, aliadas aos baixos custos de produção, principalmente mão de obra, levam a ajudas mundiais e ao crescimento acima da média mundial e, por conseguinte, a excelentes oportunidades de gerar margens apreciáveis.

As margens variam consoante o segmento, sendo o segmento da Engenharia Civil o que apresenta melhores margens. Atualmente, em Moçambique, este segmento atinge margens entre os 20 e 25%, enquanto as obras de construção de edifícios abrangem margens entre os 15 e 20%. Por prudência, no plano em estudo considerou-se 20 e 15% de margens líquidas das grandes obras e das construções de edifícios respetivamente. Para além disso, para as obras que apenas são expectáveis ao longo dos cinco anos, mas que ainda não foram angariadas, nomeadamente as da empresa mãe, teve-se em conta a percentagem da receita considerada entre os diferentes segmentos (10% para Edifícios e 90% para

obras de arte) e calculou-se uma média ponderada da margem, resultando 19,5% de margem líquida. Contudo, como se explicará posteriormente, esta margem será corrigida para 4,5% em consequência do fee a pagar à empresa mãe.

Quando se faz referência à margem líquida, considera-se todos os custos operacionais, desde os custos diretamente imputáveis às obras aos custos de carácter administrativo. Contudo, no setor de construção, a primeira análise e de maior interesse para os *players* é aquela que recai sobre a margem bruta, ou seja, a margem determinada entre as receitas geradas da obra e os custos diretamente imputáveis à mesma, também conhecidos por custos de obra. Estes custos variam então, de acordo com o volume de negócios e incluem o custo dos materiais, dos subcontratados, do pessoal imputado diretamente nas obras e alguns fornecimentos e serviços externos como transporte de mercadorias e pessoal e parte da eletricidade, água e seguros.

Por outro lado, os custos suportados mas que não são diretamente imputáveis à obra, designam-se por custos de estrutura. Estes incluem as amortizações dos ativos fixos, os custos com pessoal administrativo e a maioria dos fornecimentos e serviços externos, como material de escritório, despesas de representação, conservação e reparação, entre outros. Em empresas construtoras e com uma estrutura semelhante à Abrantina, os custos de estrutura correspondem aproximadamente entre a 5 e 7% da receita, pelo que se aplicou os 7% no primeiro ano, 6% no segundo e nos anos seguintes os 5%. Contudo, no caso em análise existe uma especificidade referida no capítulo da receita relacionada com os projetos proporcionados pela Abrantina Portugal, que implica um *fee* determinado de acordo com o volume de negócios provenientes desta via. Esse *fee* está determinado internamente em 15%, pelo que para estes projetos, a margem cai nesta proporção.

Na maioria das empresas portuguesas que apostam em mercados africanos, o débito de um *fee* desta natureza é frequente, na medida em que se trata de mercados cujas margens praticadas são extraordinariamente elevadas e por conseguinte as empresas mãe aproveitam e baixam as margens locais, permitindo uma expatriação de capitais mais fácil via prestação de serviços que, no caso da Abrantina, correspondem aos serviços de angariação e negociação de novos projetos.

Para perceber melhor a razoabilidade das margens e conseqüentemente dos custos, segregou-se, para cada ano, os custos de obra e os custos de estrutura, detalhando para cada um deles, a natureza dos custos que os compõem (Apêndice 6). O foco principal desta análise foi a repartição dos custos de obra, pois esta difere de acordo com o segmento em causa. Nesse caso, para construção de edifícios, os custos de obra recaem maioritariamente sobre os materiais, enquanto, as grandes obras implicam essencialmente custos com subcontratos. Esta distinção deve-se ao facto de no primeiro se exigir em materiais de melhor qualidade e, simultaneamente, não implicar equipamentos com características e dimensões específicas como acontece nas grandes obras.

Assim, os custos operacionais considerados no projeto distribuem-se como apresenta a Tabela 2.

**TABELA 2 - CUSTOS OPERACIONAIS**

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Custo Produção c/ Custos Estrutura</b>	<b>14.437.640,00</b>	<b>27.085.940,00</b>	<b>28.483.980,00</b>	<b>26.068.762,50</b>	<b>29.988.444,02</b>
Edifícios Residenciais e Não Residenciais	1.638.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Grandes Obras - Engenharia Civil	1.292.574,50	1.036.000,00	0,00	0,00	0,00
Expectativas Novas Obras	133.035,00	3.502.990,00	5.911.650,00	7.476.387,50	9.455.290,82
Projectos Empresa Mãe	8.535.555,00	17.303.370,00	17.535.630,00	14.307.250,00	15.737.975,00
Fee Empresa Mãe	1.741.950,00	3.483.900,00	3.483.900,00	2.842.500,00	3.126.750,00
Custos Estrutura	1.096.525,50	1.759.680,00	1.552.800,00	1.442.625,00	1.668.428,20

Em suma, e assumindo a receita explicada no capítulo anterior, bem como todos estes pressupostos ao nível de margens e custos, conseguiu-se determinar, como demonstrado na Tabela 3, o EBIT que líquido de imposto local (32%) e excluindo as amortizações, dado que não geram *cash*, corresponde à primeira parcela da fórmula do *Free Cash Flow*, ou seja, à parte designada por (a) e por (b) da equação 3.

**TABELA 3 – CASH FLOW OPERACIONAL**

Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Valor de Produção</b>	<b>15.664.650,00</b>	<b>29.328.000,00</b>	<b>31.056.000,00</b>	<b>28.852.500,00</b>	<b>33.368.564,00</b>
<b>Custo Produção c/ Custos Estrutura</b>	<b>14.437.640,00</b>	<b>27.085.940,00</b>	<b>28.483.980,00</b>	<b>26.068.762,50</b>	<b>29.988.444,02</b>
Margem Líquida de todos os custos	1.227.010,00	2.242.060,00	2.572.020,00	2.783.737,50	3.380.119,98
Amortizações	124.645,28	161.641,78	185.641,78	129.077,70	135.327,70
Taxa de Imposto	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
<b>EBIT líquido de imposto</b>	<b>959.012,08</b>	<b>1.686.242,58</b>	<b>1.934.615,38</b>	<b>2.022.019,20</b>	<b>2.433.809,29</b>

#### **4.3.1.3. DESPESAS COM CAPITAL**

A Abrantina, como já referido em capítulos anteriores, instalou-se em Moçambique no início da década de 90, embora nos últimos anos o grupo tenha centrado maior atenção noutros pontos geográficos, até então, estrategicamente mais atrativos. Atualmente, num contexto em que Moçambique se lista no topo dos países do Mundo com maior perspetiva de crescimento, a Abrantina pretende redefinir as suas orientações estratégicas no mercado moçambicano, no sentido de aproveitar os seus investimentos anteriores.

Para este plano não se pressupôs um nível de investimento em capital muito elevado, essencialmente por dois fatores. O primeiro deve-se ao facto da empresa já apresentar recursos desde a instalação da empresa no mercado, nomeadamente equipamentos, maquinarias e viatura de apoio à produção, que perfazem um valor de 507 mil euros. Por outro lado, uma empresa construtora, com características semelhantes à Abrantina, ou seja, ativa em todos os segmentos de construção, não deve recorrer a um forte investimento em equipamentos. Esta decisão justifica-se pela especificidade e

variabilidade dos mesmos em relação a cada obra, isto é, as grandes obras implicam métodos muito específicos e meios muito especializados que tornam impraticável uma empresa construtora suportar todos esses investimentos. Deste modo, subcontratam entidades capazes de satisfazer tais necessidades e, conseqüentemente são os custos com subcontratações que se expectam ser elevados e significativos em relação aos custos totais da empresa.

Neste contexto, as despesas de capital do plano de negócio ao longo dos cinco anos correspondem quase na sua exclusividade ao investimento do edifício, na medida em que, embora a empresa já tenha terreno e edifício, este encontra-se com fortes debilidades, e ao investimento de substituição a meio do plano, no sentido de promover as condições favoráveis à sua prosperidade e ao sucesso dos projetos em curso.

Assim, o grande investimento deste lançamento do negócio foram as novas instalações no valor aproximado de 504 mil euros, ao longo dos três primeiros anos. Este valor projetou-se para as construções, as remodelações e o imobiliário da sede e dos estaleiros (Tabela 4).

Adicionalmente foi considerado como investimento em transportes no primeiro ano, duas viaturas para serviço de obras no valor total de 50.000 euros. Em 2014 estimou-se a aquisição de uma terceira viatura para ser atribuída a um expatriado no valor de 30.000 euros e um camião, cujo valor total estimado ronda os 90.000 euros, como substituição do adquirido antes de 2012. Em 2015 prevê-se que a empresa sinta necessidade de substituir os investimentos de 2012. (Tabela 4)

Como se verifica ainda na Tabela 4, o investimento em tecnologia reconheceu-se nos primeiros dois anos com um valor total de 160.000 euros. Este inclui todos os *upgrades* da informatização da empresa, desde computadores, a impressoras, a rede informática e a *softwares*. Por sua vez, os *softwares* assumidos como necessários ao negócio são de carácter comercial, técnico e de gestão, dos quais se destacam os de contabilidade, de recursos humanos, do armazém e do património. Deste modo, e dada a celeridade de evolução na área de informática, assumiu-se que seria prudente considerar novos *upgrades* nos últimos dois anos no montante de 160.000 euros.

Finalmente para investimento de apoio à produção, pode verificar-se pela Tabela 4 que se projetou para 2012 cerca de 65.000 euros que engloba um conjunto de equipamentos de produção, como geradores e compressores, propostos por técnicos. Em 2014, assumindo a necessidade de substituição de alguns desses equipamentos, estimou-se um investimento no mesmo montante.

Assim, apresentados os investimentos previstos ao longo dos cinco anos, é possível determinar a parte designada por (c) da equação 3, a qual respeita às despesas com capital.

**TABELA 4 - INVESTIMENTO BRUTO**

<b>INVESTIMENTO BRUTO</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>TOTAL</b>
Edifícios e Outras Construções	270.505,00	404.480,00	100.000,00				<b>504.480,00</b>
Equipamento Básico		65.000,00				65.000,00	<b>130.000,00</b>
Equipamento de Transporte	93.431,00	50.000,00		120.000,00	50.000,00		<b>220.000,00</b>
Equipamento Administrativo	143.648,00	55.000,00	105.000,00		55.000,00	105.000,00	<b>320.000,00</b>
Outros Activos Tangíveis							-
<b>TOTAL</b>	<b>507.584,00</b>	<b>574.480,00</b>	<b>205.000,00</b>	<b>120.000,00</b>	<b>105.000,00</b>	<b>170.000,00</b>	<b>1.174.480,00</b>

Os ativos fixos tangíveis são amortizáveis de acordo com a sua vida económica, ou seja, pelo período necessário para chegar ao fim da sua vida física e ficar obsoleto. No entanto, a empresa apenas depreciará os seus ativos ao longo dos cinco anos, já que será este o período que assumirá como a vida útil dos seus ativos. Neste contexto, nos anos seguintes, a empresa não depreciará os ativos, pois já não os utiliza para os seus projetos, embora no último ano do projeto, reconhecer-se-á um valor residual, na medida em que a empresa consegue recuperar o valor do ativo não através da sua utilização, mas através da venda do mesmo. Assim, em 2016, no plano da Abrantina, assume-se 945.729,76 euros como o valor residual de todo o ativo, ou seja, o valor que é expectável a empresa conseguir vender após a sua utilização dos mesmos durante os cinco anos.

**TABELA 5 - VALOR RESIDUAL**

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Valor Residual	0,00	0,00	0,00	0,00	945.729,76

Porém, é importante realçar que o valor residual deverá ser revisto anualmente, tal como todo o plano, sendo o novo valor residual considerado para o cálculo de amortizações.

#### **4.3.1.4. FUNDO DE MANEIO**

Para os responsáveis da gestão de uma empresa, o Fundo de Maneio implica uma das mais importantes análises, uma vez que juntamente com o CAPEX é onde as empresas investem grande parte da sua liquidez.

O fundo de maneio é um conceito que permite concluir sobre a solvabilidade da empresa, já que mede a capacidade da mesma em fazer face aos compromissos diretamente relacionados com a atividade de exploração à medida que aqueles vão surgindo. Assim sendo, é importante que o grau de liquidez do ativo circulante seja adequado ao grau de exigibilidade do seu passivo circulante, no sentido de se perceber o financiamento do ciclo de exploração.

No caso da Abrantina Moçambique, ao longo de todo o projeto, a empresa apresenta necessidades de exploração substancialmente superiores aos recursos de que dispõe o que significa que a empresa

apresenta alguma margem de segurança, não aparentando risco de rutura de tesouraria para os próximos cinco anos.

Como necessidades de exploração considerou-se apenas os recebimentos de clientes (Tabela 6), cujo prazo de recebimento no setor de construção do mercado moçambicano é de aproximadamente 90 dias, ao oposto de Portugal onde estes prazos sejam totalmente inaplicados, praticando-se prazos superiores a um ano.

**TABELA 6 - NECESSIDADES DE EXPLORAÇÃO**

NECESSIDADES DE EXPLORAÇÃO - Em Euros	Prazo (em dias)	2012	2013	2014	2015	2016
Receita Anual		15.664.650,00	29.328.000,00	31.056.000,00	28.852.500,00	33.368.564,00
Clientes	90	3.862.516,44	7.231.561,64	7.657.643,84	7.114.315,07	8.227.865,10
IVA a Receber	60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL DAS NECESSIDADES DE EXPLORAÇÃO</b>		<b>3.862.516,44</b>	<b>7.231.561,64</b>	<b>7.657.643,84</b>	<b>7.114.315,07</b>	<b>8.227.865,10</b>

Relativamente aos recursos de exploração considerou-se os pagamentos a todos os credores, nomeadamente a fornecedores, Estado e acionista (Tabela 7).

**TABELA 7 – RECURSOS DE EXPLORAÇÃO**

RECURSOS DE EXPLORAÇÃO - Em Euros	Prazo (em dias)	2012	2013	2014	2015	2016
Gastos Operacionais (FSE + Mercadorias)		11.894.734,66	22.662.641,65	23.152.768,46	22.202.764,74	25.831.946,26
Fee Empresa Mãe		1.741.950,00	3.483.900,00	3.483.900,00	2.842.500,00	3.126.750,00
Investimentos		574.480,00	205.000,00	120.000,00	105.000,00	170.000,00
Fornecedores (FSE + Mercadorias)	30	977.649,42	1.862.682,88	1.902.967,27	1.824.884,77	2.123.173,67
Fee Empresa Mãe	90	429.521,92	859.043,84	859.043,84	700.890,41	770.979,45
Fornecedores (Imobilizado)	30	47.217,53	16.849,32	9.863,01	8.630,14	13.972,60
IVA a Pagar (Líquido dos recebimentos)	60	119.460,66	238.833,48	258.233,46	235.114,51	280.780,79
Estado (Segurança Social)	30	3.261,53	3.261,53	3.261,53	3.261,53	3.261,53
Estado (IRS)	30	730,56	730,56	730,56	730,56	730,56
<b>TOTAL DOS RECURSOS DE EXPLORAÇÃO</b>		<b>1.577.841,63</b>	<b>2.981.401,60</b>	<b>3.034.099,67</b>	<b>2.773.511,92</b>	<b>3.192.898,61</b>

No plano estratégico da Abrantina, assumiu-se como prazo de pagamento aos fornecedores cerca de 30 dias, já que é a data de vencimento recorrente das faturas. Por sua vez, o *fee* a pagar à empresa mãe estimou-se ser pago em 90 dias, pois estabeleceu-se com aquela que o *fee* seria pago após os clientes liquidarem as suas dívidas, de modo a evitar problemas de tesouraria à empresa de Moçambique. No que respeita ao Estado, os limites de pagamento variam de acordo com a natureza do imposto, pelo que para o prazo de pagamento do IVA corresponde a 60 dias, enquanto o imposto de retenção na fonte e de segurança social tem um limite de pagamento de 30 dias.

Com base nestes pressupostos, determinou-se então a última parcela da fórmula do *Free Cash Flow*, designada por *(d)* da equação 3, a qual está associada ao investimento em Fundo de Maneio que a empresa terá que considerar ao longo dos cinco anos.

**TABELA 8 - INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO**

<b>NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO - A PREÇOS CONSTANTES</b>					
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
Necessidades de Exploração (Tabela 6)	3.862.516,44	7.231.561,64	7.657.643,84	7.114.315,07	8.227.865,10
Recursos de Exploração (Tabela 7)	1.577.841,63	2.981.401,60	3.097.161,29	2.773.511,92	3.192.898,61
<b>NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO</b>	<b>2.284.674,81</b>	<b>4.250.160,05</b>	<b>4.560.482,54</b>	<b>4.340.803,15</b>	<b>5.034.966,49</b>
<b>INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO</b>	<b>2.284.674,81</b>	<b>1.965.485,24</b>	<b>310.322,50</b>	<b>-219.679,39</b>	<b>694.163,34</b>

Como se pode observar na tabela acima, nos cinco anos as necessidades de exploração são sempre bastante superiores aos recursos de exploração, o que transmite um bom posicionamento para o sucesso da estratégia, já que os ativos líquidos são suficientes para expandir as operações quando necessário. No entanto, em 2014 estima-se que a empresa terá um desinvestimento no Fundo de Maneio no valor de 189 mil euros, ou seja, as necessidades de Fundo de Maneio diminuem face a 2013 nesse montante. Esta variação negativa não implica que a empresa perca a capacidade de solver os compromissos com os fornecedores, já que as necessidades permanecem superiores aos recursos, mas sim porque é expectável que a atividade caia ligeiramente de 2013 para 2014.

#### **4.3.1.5. DETERMINAÇÃO DOS FREE CASH FLOWS ANUAIS DO PROJETO**

Após apresentados os meios para determinar as diferentes componentes que compõem o *Free Cash Flow* do projeto, agregam-se os seus resultados neste capítulo, de modo a exibir o valor anual dos *Free Cash Flows* (Tabela 9).

**TABELA 9 - FREE CASH FLOWS ANUAIS DO PROJETO**

<b>MAPA SÍNTESE DO CASH-FLOW - A PREÇOS CONSTANTES</b>					
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>RECURSOS FINANCEIROS</b>					
Cash Flows Operacionais (Tabela 3)	959.012,08	1.686.242,58	1.934.615,38	2.022.019,20	2.433.809,29
Desinvestimento em Fundo de Maneio (Tabela 8)	0,00	0,00	0,00	219.679,39	0,00
Valor Residual (Tabela 5)	0,00	0,00	0,00	0,00	945.729,76
<b>TOTAL DOS RECURSOS FINANCEIROS</b>	<b>959.012,08</b>	<b>1.686.242,58</b>	<b>1.934.615,38</b>	<b>2.241.698,59</b>	<b>2.433.809,29</b>
<b>NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>					
Investimento em Capital Fixo (Tabela 4)	574.480,00	205.000,00	120.000,00	105.000,00	170.000,00
Investimento em Fundo de Maneio (Tabela 8)	2.284.674,81	1.965.485,24	310.322,50	0,00	694.163,34
<b>TOTAL DAS NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>	<b>2.859.154,81</b>	<b>2.170.485,24</b>	<b>430.322,50</b>	<b>105.000,00</b>	<b>864.163,34</b>
<b>CASH-FLOW LÍQUIDO DO PROJECTO</b>	<b>-1.900.142,73</b>	<b>-484.242,66</b>	<b>1.504.292,88</b>	<b>2.136.698,59</b>	<b>1.569.645,95</b>
<b>CASH-FLOW ACUMULADO</b>	<b>-1.900.142,73</b>	<b>-2.384.385,39</b>	<b>-880.092,51</b>	<b>1.256.606,09</b>	<b>2.826.252,03</b>

Analisando a tabela 9 é possível verificar que nos dois primeiros anos as necessidades financeiras são superiores aos recursos de que a empresa dispõe. Contudo, a partir de 2014 já não se verifica esta tendência e, por conseguinte os *Cash Flows* passam a ser positivos. Adicionalmente, esta tabela ainda permite concluir que após três anos, ou seja, em 2014, o investimento é recuperável.

#### **4.3.2. ESTRUTURA DE CAPITAL**

A estrutura de capital procura atingir dois objetivos: maximizar o valor da Empresa e minimizar o custo de capital. Assim, um nível de endividamento aconselhável para um setor económico pode ser arriscado para outro, na medida em que as características operacionais divergem entre setores, embora no mesmo setor de atuação seja expectável uma estrutura de capital similar.

O setor de construção em geral é um setor caracterizado por empresas cujas estruturas de capital são compostas maioritariamente por capitais terceiros. Um dos grandes responsáveis por esta composição de capital frequente nas empresas construtoras está associado ao fato de se tratar de um setor cuja atividade tem picos, ou seja, os recursos financeiros de carácter operacional apresentam grande flutuação. Assim, num momento a tesouraria poderá estar sem qualquer problema de liquidez, mas noutro período as necessidades de financiamento podem ser significativas embora de curto prazo. Estas situações agravam-se quando as prestações de serviços respeitam a grandes obras, na medida que os recebimentos são feitos em momentos específicos, definidos em contrato. Neste enquadramento, as empresas beneficiam ao recorrer mais a capital alheio, pela sua maior facilidade de gestão no curto prazo.

Especificamente em Moçambique, ao contrário de outros países africanos como é o caso de Angola, a retenção de capitais não se mostra um entrave aos investidores, sendo a reexportação do lucro fácil para os países de origem. O facto de o Metical ser uma moeda estável e convertível, reforça ainda esta mobilização do capital entre os investidores internacionais e as apostas moçambicanas.

Exposto isto, a decisão relativa à estrutura de capital implica a análise de um conjunto de fatores externos e internos que permitam concluir sobre a melhor composição. No plano da Abrantina começou-se por definir uma estrutura de capital com uma componente de capitais alheios de 70% e de 30% para capital próprio. Esta escolha recaiu essencialmente em três fatores que se consideraram relevantes.

O primeiro associa-se ao panorama do setor, ou seja, tal como explicado, as construtoras sujeitam-se a acentuadas variações de necessidades de exploração e, por conseguinte, os meios de financiamentos a curto prazo são mais desejáveis, no sentido de serem utilizados apenas quando o nível de liquidez assim o exigir. Caso a empresa fosse composta maioritariamente por capitais próprios, os

investidores poderiam estar a incorrer num custo de oportunidade elevado por estarem a empatar dinheiro na empresa em Moçambique, quando esta apresenta recursos de exploração suficientes.

Como segundo fator realça-se o facto de apesar de estarmos a analisar um país subdesenvolvido, o sistema financeiro funciona e é robusto. Os principais bancos têm capital português e um "Know How" técnico semelhante a Portugal. Deste modo, o investidor da Abrantina Moçambique, sendo português, sente algum conforto no sistema financeiro.

Por fim, o terceiro fator relaciona-se com o facto do custo de capital próprio ser superior ao custo de capital de terceiros, como se verá no capítulo seguinte. Assim, a empresa compõe o seu capital com capital de terceiros até ao nível ótimo, pois 100% de capital alheio implicaria estar sujeita, por exemplo, a custos de falência, como se explica na revisão literária.

No entanto, com a expectativa do desenrolar da atividade ao longo dos anos, bem como as expectativas a médio prazo no sistema financeiro, definiu-se que seria saudável para a empresa reforçar a componente de capital próprio sobre a estrutura de capital. Assim, prevê-se que em 2015 a estrutura passará a ser composta por 60% capitais alheios e em 2016 descerá ainda para 55% do capital total. Esta alteração está associada ao facto da empresa mãe estar alerta para a crise nas instituições financeiras em Portugal nos próximos anos, e portanto deve procurar evitar aumentar o seu risco de endividamento bancário, uma vez que cerca de 90% dos bancos moçambicanos fazem parte de grupos financeiros portugueses, pelo que os problemas de liquidez terão tendência a acentuar-se em Moçambique a médio prazo. Para além disso, a transferência de capital entre Moçambique e Portugal não tem entraves e o lucro espera-se ser bastante superior aos dos primeiros anos, o que permitirá maior rentabilidade ao investidor através da distribuição de dividendos.

**TABELA 10 - ESTRUTURA DO CAPITAL PRÓPRIO**

	2011	2012	2013	2014	2015
Capital próprio	1.626.155,85	2.539.786,88	2.998.411,60	3.717.770,21	4.283.679,40
Capital de Terceiros	3.545.943,52	6.352.972,38	6.299.694,92	4.959.812,38	5.651.664,73
<b>TOTAL CAPITAL</b>	<b>5.172.099,37</b>	<b>8.892.759,25</b>	<b>9.298.106,52</b>	<b>8.677.582,59</b>	<b>9.935.344,13</b>

De destacar que esta variação na estrutura de capital ao longo do tempo foi o principal responsável pela utilização do método do APV em detrimento do WACC, na medida em que, tal como se explicou na parte I, este último método assume a permanência da estrutura de capital ao longo da vida útil do plano estratégico e, por isso, sujeitar-se-ia a uma sobre ou subvalorização do valor do plano proposto.

Finalmente sublinha-se que o capital de terceiros é essencialmente composto por recursos de exploração de curto prazo, nomeadamente contas correntes de fornecedores e contas caucionadas a serem utilizadas assim que necessário, uma vez que, como referenciado na primeira parte do estudo, as

empresas que apresentam significativas expectativas futuras de crescimento, devem recorrer a dívidas com menor maturidade.

### **4.3.3. CUSTO DE CAPITAL**

Assumindo a estrutura de capital explicada no capítulo anterior e considerando o APV como o método de fluxos de caixa sobre o qual recai o nosso estudo, analisar-se-á primeiramente o custo de capital não alavancado. Este foi determinado através da fórmula do CAPM e será a taxa sobre a qual serão descontados os *cash flows*, no sentido de concluir sobre a viabilidade do negócio, caso não tivesse qualquer nível de alavancagem.

Seguidamente, abordar-se-á como foi determinado o custo da alavancagem do projeto, através do qual se conseguirá identificar os benefícios fiscais resultantes da introdução da componente da dívida.

#### **4.3.3.1. CUSTO DE CAPITAL NÃO ALAVANCADO**

O custo de financiamento através de capitais próprios determina o custo do capital dos acionistas, neste caso da Abrantina Portugal, através do retorno esperado pelo investidor, dado o nível incorrido.

Como explicado na explicação teórica apresentada, segundo o CAPM, o custo de capital determina-se pela equação 8: *Retorno Esperado = Free Risk Rate + Beta \* Prémio Risco*.

O *Free Risk Rate* assumido foi 17%, que corresponde às obrigações de tesouro a cinco anos emitidas no final de 2011 pelo Governo Moçambicano. Em situações normais, utilizar-se-ia uma obrigação em Euros, uma vez que a empresa está a avaliar o projeto estratégico em Euros, porém nesse caso, colocar-se-ia a questão do risco do mercado e do país. Assim, a taxa de juro utilizada foi das obrigações de tesouro emitidas pelo Governo Moçambicano, já que se define ser a taxa livre de risco neste mercado.

Relativamente ao *Beta* não alavancado, considerou-se 1,56 o mais aplicável. A escolha baseou-se nas informações disponibilizadas por Damodaran relativas ao setor de engenharia e construção.

Finalmente, no que respeita ao prémio de risco de mercado definiu-se 4,88%. Para isso, recorreu-se aos *ratings Moody's* e *Fitch*, onde se verificou que o país moçambicano está classificado em B+/B. Seguidamente, de acordo com os dados do site de Damodaran, atualizados em Julho de 2011, analisou-se o prémio de risco aplicável a Moçambique. Como não é um dos países incluídos na sua análise, procurou-se adaptar a informação disponível de países com características semelhantes para

Moçambique. Neste sentido, começou-se por identificar os países listados que apresentam semelhante posicionamento nos *ratings* *Moody's* para posteriormente se tomar em consideração as características gerais do país. Assim, assumiu-se Angola como o país que se aproxima mais da realidade moçambicana. Angola classificada com Ba3/BB-, é um país africano, tal como Moçambique, cujo risco do mercado de capital da bolsa é inexistente e que se encontra numa fase exponencial de crescimento económico-financeiro.

Apresentados os pressupostos para determinar as diferentes componentes do CAPM e aplicando a fórmula acima apresentada, defende-se que a taxa de atualização a utilizar no plano da Abrantina é de 24,61% (17% + 1,56 \* 4,88%), sobre o pressuposto de não alavancagem (Tabela 11).

**TABELA 11 - PRESSUPOSTOS PARA CAPM**

CAPM	
Equity	100,00%
$\beta$ Unlevered do Negócio	1,56
Rendibilidade do Ativo sem Risco	17,00%
Prémio de Risco de Mercado	4,88%
Prémio de Risco do Negócio	7,61%
<b>CAPM</b>	<b>24,61%</b>

Neste sentido, ao descontar os *cash flows* anuais calculados e apresentados acima a 24,61%, obtém-se um APV de 349.220,54 euros (Tabela 12).

**TABELA 12 - VALOR ATUAL LÍQUIDO DO PROJETO NÃO ALAVANCADO**

AVALIAÇÃO ECONÓMICA DO PROJETO - A PREÇOS CONSTANTES					
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
Cash Flow Anual do Projeto (Tabela 9)	-1.900.142,73	-484.242,66	1.504.292,88	2.136.698,59	1.569.645,95
Taxa Nominal de Atualização (Tabela 11)	<b>24,61%</b>	<b>24,61%</b>	<b>24,61%</b>	<b>24,61%</b>	<b>24,61%</b>
Cash-Flow Descontado	-1.524.837,52	-311.844,25	777.399,82	886.120,22	522.382,27
<b>Valor Actual Líquido do Projeto</b>	<b>349.220,54</b>				
<b>IRR</b>	<b>32,91%</b>				
<b>Payback Period</b>	<b>2,50</b>				

#### **4.3.3.2. DÍVIDA E CUSTO DE CAPITAL DOS BENEFÍCIOS FISCAIS**

Como ponto de partida para se determinar o impacto dos benefícios fiscais tem-se efetivamente a dívida, pois estes resultam das economias fiscais dos juros da dívida.

Assim, primeiramente definiu-se a dívida que a empresa necessitará de incorrer. Para isso, analisaram-se os recursos e necessidades de financiamento ao longo dos cinco anos, bem como o saldo de tesouraria desejado no final de cada período.

**TABELA 13 - RECURSOS FINANCEIROS**

Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>RECURSOS FINANCEIROS</b>					
EBITDA	1.351.655,28	2.403.701,78	2.757.661,78	2.912.815,20	3.515.447,68
Desinvestimento em Fundo de Maneio	-	-	-	219.679,39	-
Prestações Suplementares	500.000,00	-	-	-	-
<b>TOTAL DOS RECURSOS FINANCEIROS</b>	<b>1.851.655,28</b>	<b>2.403.701,78</b>	<b>2.757.661,78</b>	<b>3.132.494,59</b>	<b>3.515.447,68</b>

Os recursos financeiros de que a empresa dispõe, excluindo possíveis endividamentos, correspondem essencialmente ao EBITDA, mas também à injeção de capital da empresa mãe via prestações suplementares no primeiro ano e ao fundo de maneio quando a atividade sente uma ligeira queda.

**TABELA 14 - NECESSIDADES FINANCEIRAS**

Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>					
Investimento em Activos Fixos Tangíveis	574.480,00	205.000,00	120.000,00	105.000,00	170.000,00
Investimento em Fundo de Maneio	2.284.674,81	1.965.485,24	310.322,50	-	694.163,34
Pagamento de Imposto	-	291.092,63	546.381,07	669.669,94	807.290,66
Reembolso Prestações Suplementares	-	-	500.000,00	-	-
Reembolso Financiamento	-	1.359.663,74	2.290.570,55	2.053.562,26	1.118.055,62
Dividendos	-	247.428,74	464.423,91	996.134,04	1.543.943,39
Juros do Empréstimo Bancário	-	317.345,52	534.619,17	479.301,43	260.954,18
<b>TOTAL DAS NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>	<b>2.859.154,81</b>	<b>4.386.015,87</b>	<b>4.766.317,18</b>	<b>4.303.667,67</b>	<b>4.594.407,19</b>

Por sua vez, as necessidades financeiras da empresa ao longo dos cinco anos respeitam ao investimento em ativos fixos tangíveis, ao investimento em fundo de maneio em quatro anos, ao pagamento de impostos e dividendos e ao reembolso das prestações suplementares.

Finalmente, pressupôs-se que seria desejado a empresa, no final de cada período, apresentar em tesouraria um saldo que permitisse pagar, em caso de falhas na gestão financeira, os subcontratados em quinze dias. O ideal é que no final de cada período a empresa não exiba praticamente saldo em caixa, pois transmite que apresenta valor empatado e que não está a minimizar os gastos com recursos e maximizar a rentabilidade. Contudo, por outro lado, a empresa deve garantir que assegura a sua atividade caso suscitem imprevistos na gestão financeira. Assim, enquadrando a atividade da Abrantina, considerou-se que o principal responsável para que a atividade não pare serão os subcontratados, uma vez que são aqueles que estão “em obra” e que são especializados em determinadas áreas que a Abrantina, sozinha, não conseguiria suportar. Relativamente ao pressuposto dos quinze dias, é explicado pelo facto de existir sempre a possibilidade de em situações extremas de atrasos nos recursos

financeiros, a empresa mãe tendo valores elevados a receber da Abrantina Moçambique poder também ela permitir atrasos nos recebimentos e assim, estabilizar as disponibilidades financeiras da empresa.

**TABELA 15 - FINANCIAMENTO VIA CONTAS CAUCIONADAS**

PLANO FINANCEIRO - A PREÇOS CONSTANTES						
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016	
Recursos Financeiros (Tabela 13)	1.851.655,28	2.403.701,78	2.757.661,78	3.132.494,59	3.515.447,68	
Necessidades Financeiras (Tabela 14)	2.859.154,81	4.386.015,87	4.766.317,18	4.303.667,67	4.594.407,19	
<b>SALDO DESEJADO</b>	<b>15</b>	<b>352.164,21</b>	<b>660.420,67</b>	<b>705.327,52</b>	<b>652.210,06</b>	<b>761.749,27</b>
<b>SALDO A FINANCIAR VIA CONTAS CAUCIONADAS</b>	<b>1.359.663,74</b>	<b>2.290.570,55</b>	<b>2.053.562,26</b>	<b>1.118.055,62</b>	<b>1.188.498,72</b>	

Expostas estas três análises, chegou-se ao valor em que a empresa terá que se financiar via contas caucionadas, determinando-se o valor que iguala os recursos financeiros do período em causa e as disponibilidades anteriores adquiridas ao saldo desejado de tesouraria adicionado das restantes necessidades financeiras do período. Porém, como as contas caucionadas representam financiamento de curto prazo e são sujeitas a juros aquando do reembolso, o valor a financiar teve em conta os reembolsos da dívida e os pagamentos dos respetivos juros do ano anterior.

As contas caucionadas são uma fonte de financiamento de curto prazo que está associada a um limite de crédito de uma conta à ordem, negociado com a instituição bancária, pelo que a Abrantina Moçambique, por motivos de maior comodidade, irá recorrer a instituições bancárias do mercado moçambicano, mesmo aplicando taxas mais agressivas que os bancos em Portugal.

A taxa da dívida considerada foi a taxa de juro livre de risco adicionada de um *spread* concordante com a classificação do país. Assim, aos 17%, resultantes das obrigações de tesouro a cinco anos do mercado moçambicano e assumidos anteriormente como a taxa sem risco, acrescenta-se 5%, já que, de acordo com Damodaran, nos países cuja classificação pelo *rating* de Moody's é B, as taxas de juro deverão incluir um *spread* de 5%.

No sentido de se obter o valor dos benefícios fiscais relacionados com a dívida contraída, considerou-se, sobre o valor dos juros da dívida, o imposto do selo a 4% e finalmente a taxa fiscal de 32% sobre ambas as componentes, com base na Lei Moçambicana.

Por fim, determinou-se a taxa de desconto que se considera mais apropriada para atualizar a economia fiscal dos juros. A abordagem adotada para o caso da Abrantina foi descontar os benefícios fiscais pelo custo da dívida, ou seja, os 22% (17% + 5%).

Finalmente, atingidos os pressupostos necessários, determinou-se o valor atual dos benefícios fiscais resultantes da decisão de financiamento que alcançam os 333.038,61 euros.

**TABELA 16 - VALOR ATUAL DOS BENEFÍCIOS FISCAIS**

VALOR ATUAL DAS ECONOMIAS FISCAIS DAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO					
FINANCIAMENTO EM EUROS	2012	2013	2014	2015	2016
Conta Caucionada	1.359.663,74	2.290.570,55	2.053.562,26	1.118.055,62	1.188.498,72
Juro do Período	299.126,02	503.925,52	451.783,70	245.972,24	261.469,72
Imposto de Selo sobre Juros	119,65	201,57	180,71	98,39	104,59
Economia Fiscal dos Juros	95.720,33	161.256,17	144.570,78	78.711,12	83.670,31
Economia Fiscal do Imposto Selo sobre os Juros	38,29	64,50	57,83	31,48	33,47
<b>Economia Fiscal Total</b>	<b>95.758,62</b>	<b>161.320,67</b>	<b>144.628,61</b>	<b>78.742,60</b>	<b>83.703,78</b>
Taxa de Juro sem risco	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
Default Spread	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Fator de Atualização</b>	<b>0,8197</b>	<b>0,6719</b>	<b>0,5507</b>	<b>0,4514</b>	<b>0,3700</b>
Economia Fiscal Total Atualizada	78.490,67	108.385,29	79.647,97	35.544,34	30.970,34
<b>Valor Atual Líquido da Decisão de Financiamento</b>	<b>333.038,61</b>				

#### 4.3.4. DIVIDENDOS

A política de dividendos está associada à decisão do futuro do resultado líquido de determinado período, neste caso, do ano. Assim, é na definição desta política que se conclui sobre se os dividendos serão distribuídos pelos acionistas em forma de retorno ou se, pelo contrário, o resultado se reterá na empresa para dar lugar a reinvestimento na atividade.

Ao longo de todo o plano, assumiu-se uma política de distribuição de dividendos ativa e mesmo agressiva nos últimos anos. Desde o primeiro ano, 2012, a empresa apresenta resultados positivos que, adicionalmente ao facto de se tratar de uma empresa detida a 100% pela Abrantina Portugal e não apresentar risco de rutura de tesouraria, definiu-se distribuir dividendos correspondentes a 40% do resultado do primeiro e do segundo ano. Nos anos seguintes, onde o crescimento da atividade é fortemente expectável e o investimento é bastante menos significativo, os dividendos para a Abrantina Portugal aumentam para 70 e 90% do resultado do exercício anterior, nos últimos anos.

**TABELA 17 - ESTRUTURA DO CAPITAL PRÓPRIO**

Descrição	2012	2013	2014	2015	2016
Capital	720.000,00	720.000,00	720.000,00	720.000,00	720.000,00
Prestações Suplementares	500.000,00	500.000,00	0,00	0,00	0,00
Reservas	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00
Resultados Transitados	-262.416,00	108.727,11	805.362,97	1.232.277,56	1.403.826,82
Resultado Líquido do Exercício	618.571,85	1.161.059,77	1.423.048,63	1.715.492,66	2.109.852,58
	<b>1.626.155,85</b>	<b>2.539.786,88</b>	<b>2.998.411,60</b>	<b>3.717.770,21</b>	<b>4.283.679,40</b>
<b>Distribuição de Dividendos</b>		<b>247.429</b>	<b>464.424</b>	<b>996.134</b>	<b>1.543.943</b>
		<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>70%</b>	<b>90%</b>

Numa empresa em crescimento, a distribuição de dividendos é condicionada pelo facto das necessidades de recursos financeiros serem normalmente elevadas, contudo no caso da Abrantina Moçambique, embora seja uma empresa em expansão, os investimentos não são muito significativos pelas características da atividade e pela aquisição de recursos em períodos passados. Neste contexto,

prevê-se ser possível distribuir os lucros ao acionista desde o primeiro ano, concretizando simultaneamente o crescimento da atividade ao longo dos cinco anos através do remanescente dos lucros e via utilização de contas caucionadas.

Mesmo com esta agressiva política de dividendos, a Abrantina Moçambique, em resultado dos seus ambicionados resultados, não só atinge uma estrutura de capital estável nos três primeiros anos (30% de capitais próprios e 70% de capitais alheios, como analisado em capítulos anteriores) como consegue aumentar ligeiramente a componente de capitais próprios, atingindo uma estrutura de capital no último ano de 45% de capitais alheios e 55% capitais próprios, no sentido de reduzir o risco de liquidez que é expectável dos bancos moçambicanos assumirem, em consequência de cerca de 90% desses fazerem parte de grupos bancários portugueses, onde a crise está fortemente instalada.

#### 4.3.5. ANÁLISE DO DISCOUNTED PAYBACK PERIOD E IRR

Como métodos complementares ao método do APV, recorreu-se ao *Discounted Payback Period* e ao *Internal Rate of Return*.

TABELA 18 - RESULTADO DO PROJETO SOBRE OS TRÊS MÉTODOS DE ANÁLISE

AVALIAÇÃO ECONÓMICA DO PROJETO - A PREÇOS CONSTANTES					
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
Cash-Flow Descontado (Tabela 12)	-1.524.837,52	-311.844,25	777.399,82	886.120,22	522.382,27
<b>Valor Atual Líquido do Projeto</b>	<b>349.220,54</b>				
<b>Internal Rate of Return</b>	<b>32,91%</b>				
<b>Discounted Payback Period</b>	<b>2,50</b>				

O *Discounted Payback Period* elucida o período que é necessário para o investimento inicial ser recuperado. Assim, considerando os *cash flows* descontados e já determinados para o cálculo do APV, verificou-se que dentro de dois anos e meio o valor presente dos *cash inflows* do projeto iguala-se ao investimento inicial.

O resultado deste método é bastante razoável, já que num projeto a cinco anos, e tendo em consideração o valor temporal do dinheiro, consegue-se recuperar todo o investimento inicial dentro de dois anos e meio. Este facto deve-se bastante ao grande impulsionador para a aposta da Abrantina em Moçambique que está associado ao investimento já existente desde a primeira implementação neste país que evitou elevados investimentos nos primeiros anos do plano, como transportes e equipamentos.

Por sua vez, o *Internal Rate of Return* (IRR) é o método que define a taxa de desconto que torna o valor presente líquido de um investimento zero. Mais uma vez, pela mesma condição favorável do investimento realizado na primeira fase de instalação em Moçambique, mas também pelas margens

elevadas praticadas nos dias de hoje nesse país (embora atenuadas pelas empresas mãe, como no caso em análise via prestações de serviços), a *Interest Rate of Return* atinge valores muito altos, ou seja, cerca de 32,91%. Neste sentido, segundo este método, o projeto ostenta-se bastante atrativo, uma vez que uma IRR de 32,91% significa que o projeto deixa de ser rentável sempre que a taxa de desconto seja superior, ou seja, a Abrantina apenas não deve apostar no projeto se a atualização for por uma taxa demasiado elevada e desajustada da realidade que se analisou em capítulos anteriores, onde se sugere uma taxa de desconto que ronda os 24,61%, ainda sem considerar os benefícios gerados com a alavancagem.

#### **4.3.6. RESULTADOS FINAIS DO PLANO DE NEGÓCIO**

A análise do projeto da Abrantina Moçambique iniciou-se com uma breve análise SWOT, onde as oportunidades do mercado são visíveis e atraentes e os pontos fortes são apreciáveis no mercado, nomeadamente a língua portuguesa e a carteira de clientes já estabelecida. Deste modo, os pontos fracos, como a dimensão e visibilidade da empresa mãe demonstram-se ultrapassáveis, pois é possível criar uma imagem única da Abrantina Moçambique, cuja força no mercado poderá ser construída localmente.

A avaliação estratégica do projeto teve como base três métodos distintos – APV, *Discounted Payback* e *Internal Rate of Return*. No entanto, realça-se o facto de não terem sido análises no sentido de substituição, mas sim de complementaridade, pois as especificidades de cada método, assentes em pressupostos diferentes, permitem em conjunto chegar a resultados mais verosímeis.

Em todos eles, a decisão pode ser considerada como favorável, ou seja, cada um com as suas características, considera o projeto bastante atrativo e com potenciais excepcionais. A análise pelo APV resultou num valor final de 682.259,15 Euros, segregados em 349.220,54 Euros em condições de não alavancagem e 333.038,61 Euros resultantes dos benefícios fiscais de financiamento. Aliado a esta conclusão, uma *Internal Rate of Return* de 32,91% e um *Discounted Payback* de dois anos e meio permitem admitir o projeto de Moçambique como uma aposta praticamente irrecusável para a Abrantina.

Segundo o método do APV é expectável que o projeto da empresa de Moçambique contribua para a criação de valor, pois para além de gerar lucros apreciáveis, vai alcançando ao longo do tempo, uma autonomia financeira cada vez maior, sem contudo deixar de distribuir o retorno à empresa mãe através de dividendos.

Por outro lado, o *Discounted Payback*, ao concluir que o investimento inicial é recuperável após dois anos e meio considerando o valor temporal do dinheiro, transmite segurança na injeção de capital no projeto, uma vez que apresenta um iminente grau de liquidez.

Finalmente, o *Internal Rate of Return*, com um valor de 32,91%, transmite confiança à Abrantina em apostar neste mercado, já que com a atividade expectável da empresa em Moçambique e mesmo tendo em conta o risco adicional do país, não se espera atingir taxas de descontos que se aproximem minimamente dos 32,91%, pelo que o projeto à partida apresenta sempre capacidade de criação de valor à empresa.

No entanto, embora as conclusões finais apresentadas sejam claramente atrativas, salienta-se que o projeto em estudo é de natureza estratégica e, por conseguinte, corresponde a uma análise limitada aos cinco anos, sem qualquer nível de continuidade para o futuro. Neste contexto, a viabilidade da Abrantina Moçambique após estes cinco anos não é tida em conta e mesmo a análise a curto prazo está fortemente sujeita a alterações.

Assim, e não obstante os resultados do plano serem suficientemente atrativos, o maior desafio da gestão estratégica corresponde à efetividade dos objetivos do plano estratégico, ou seja, o direcionamento e alinhamento da empresa ao longo dos cinco anos, para cumprimento do plano que, nem sempre é fácil pela dinâmica da conjuntura envolvente. Neste sentido, tal como todos os planos estratégicos, também o plano em estudo exige uma constante atualização de planeamento, execução e avaliação.

#### **4.3.7. ANÁLISE SENSIBILIDADE**

A análise de sensibilidade de um projeto permite examinar o quão sensível é um cálculo, neste caso, o APV, à alteração dos pressupostos subjacentes, ou seja, com a alteração de um parâmetro do plano, que impacto se verificará no comportamento do projeto, identificando desse modo, a relevância das diferentes variáveis sobre os fluxos de caixa.

A análise de sensibilidade é muito relevante na avaliação do projeto, na medida em que ao serem identificados os pressupostos para os quais a volatilidade do resultado é maior, permite alertar para a necessidade de maior informação, pois a previsão de risco também é superior sobre essas variáveis.

Sendo as receitas o grande eixo de projeções para o plano, considera-se ser uma importante variável de análise de sensibilidade. As receitas foram definidas pela empresa, com o apoio de consultores externos, através de negociações já avançadas e/ou análises de oportunidades e concorrências de mercado. No entanto, as perspetivas futuras não são certas, pois a própria conjuntura

também apresenta oscilações, pelo que mesmo adotando uma abordagem conservadora, a análise dos possíveis desvios das suposições assumidas poderá ser importante para reforçar a credibilidade dos resultados finais.

O risco da valorização das receitas num plano estratégico está sempre na sobrevalorização das mesmas, contudo o risco é mitigado, pois neste plano os custos determinam-se via definição de margem expectável e os custos fixos são irrisórios. Neste contexto, ao fazer-se uma análise de sensibilidade, conclui-se que de fato esta variável não é a que gera maior efeito sobre o resultado do APV. Tal como se pode verificar em baixo, mesmo surgindo uma imprevisibilidade que leve as receitas a caírem 25%, o resultado do APV para este projeto manter-se-ia como uma decisão de investimento, sem depender da vertente da decisão de financiamento alheio, ou seja, mesmo sem alavancagem e com uma queda de 25% sobre as vendas, o APV seria favorável.

**TABELA 19 - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DA RECEITA**

<b>Variação s/ Receita</b>	<b>APV</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
0%	<b>682.259</b>	15.664.650	29.328.000	31.056.000	28.852.500	33.368.564
-10%	<b>558.807</b>	14.098.185	26.395.200	27.950.400	25.967.250	30.031.708
-25%	<b>373.629</b>	11.748.488	21.996.000	23.292.000	21.639.375	25.026.423

Por sua vez, a definição de margem é outra importante componente do plano, já que é a partir dela que se determinam os custos a considerar. As margens aplicadas tiveram como base estudos de mercado por consultores externos, bem como levantamento das margens atingidas nos projetos executados desde a instalação da empresa em Moçambique. Estas pesquisas suportam as elevadas margens praticadas essencialmente pelo fato da oferta moçambicana no setor de construção apresentar algumas insuficiências, ao mesmo tempo que a procura por serviços deste setor ser visivelmente crescente, em consequência das necessidades significativas de carácter primário, nomeadamente edifícios e infraestruturas. Assim, as oportunidades de atingir margens elevadas são assinaláveis, tanto atualmente como nos próximos anos. Porém, mais uma vez, a conjuntura pode ter mutações repentinas que poderão fazer disparar as margens seja positiva como negativamente.

Exposto isto, propôs-se uma análise de sensibilidade desta variável, pela qual se denota uma forte vulnerabilidade do resultado do método APV em relação à mesma, tal como se pode verificar no quadro abaixo. Com esta análise, alerta-se para se prestar especial atenção a esta variável, na medida em que o risco da previsibilidade é maior, pois basta as margens caírem cerca de 3% do previsto para o resultado do plano estratégico não ser favorável. Porém, como se poderá ver à frente esta vulnerabilidade tem condições para ser abrandada.

**TABELA 20 - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DAS MARGENS**

MARGENS OBRA	APV
3%	1.865.092
1%	1.063.150
<b>0%</b>	<b>682.259</b>
-1%	301.368
-3%	(460.415)

Outra variável que à primeira vista pode passar despercebida, mas que a sua análise de sensibilidade merece alguma atenção é o *fee* a pagar à Abrantina Portugal por angariação de projetos. Esta análise foi com base no pressuposto que, em resultado de imprevisibilidades, o *fee* poderia aumentar ou diminuir até 3%, ou seja, passaria a representar cerca de 18% ou 12% das vendas angariadas, respetivamente. Tal como é observável no tabela abaixo, conclui-se que o cálculo do APV apresenta uma forte sensibilidade em relação ao *fee* da empresa mãe. Assim, basta uma decisão mais hostil por parte da Abrantina Portugal para que o projeto se torne mais arriscado. Porém, na prática, sabendo que o único acionista e investidor da empresa é a Abrantina Portugal, percebe-se que esta vulnerabilidade é controlável, ou seja, numa situação cuja viabilidade do projeto pode estar em causa, a empresa mãe é a principal responsável por esta variável e com certeza adaptará para seu próprio benefício.

**TABELA 21 - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DO FEE A PAGAR À EMPRESA MÃE**

FEE EMPRESA MÃE	APV
3%	(87.153)
2%	169.318
1%	425.788
<b>0%</b>	<b>682.259</b>
-1%	938.730
-2%	1.195.200
-3%	1.453.550

Por fim, os pressupostos assumidos na determinação da taxa de desconto utilizada também implicaram uma análise de sensibilidade, na medida em que são variáveis muito subjetivas em qualquer avaliação de projeto. No entanto, ao examinar a tabela abaixo, verifica-se que aumentando ou diminuindo a taxa de desconto não alavancada em 5%, as conclusões não oscilam de uma forma relevante. Aliás, esta conclusão pode ser extraída aquando do resultado do método da *Internal Rate of Return*, já que este representa a taxa a partir do qual o investimento deixa de ser rentável.

TABELA 22 – ANÁLISE DE SENSIBILIDADE DA TAXA DE DESCONTO

TAXA DE DESCONTO	APV
5%	455.834
3%	540.032
1%	632.577
<b>0%</b>	<b>682.259</b>
-1%	734.376
-3%	846.447
-5%	969.940

No entanto, estas análises de sensibilidade, ao tratarem cada variável isoladamente, podem não transmitir a realidade e propender a conclusões sobrevalorizadas, já que as variáveis tendem a ser relacionadas. No caso em estudo, exemplo desta vulnerabilidade é o caso dos bancos entrarem em crise e aumentarem as taxas de financiamento praticadas. Aqui, a taxa de desconto como o nível de receita cairão (sabendo que as obras são financiadas maioritariamente por dinheiro público) e poderão implicar desvios significativos no resultado do plano estratégico.

Assim, para evitar estes desvios, criam-se cenários pessimistas, agrupando as variáveis que se consideram mais relacionadas. O primeiro cenário considerado pertinente analisar neste estudo é aquele que envolve o valor de receita gerado e a taxa de desconto pelos motivos explicados, mas também o *fee* pago à empresa mãe por estar totalmente correlacionado com a receita. De seguida, abordar-se-á um cenário em que se assume uma postura negativista tanto para a margem utilizada como para o *fee* pago à empresa mãe.

Assim, para o primeiro panorama, fez-se uma análise com diferentes cenários de pessimismo. Como cenário de maior esmorecimento, assumiu-se uma queda nas vendas de 30%, um *fee* à empresa mãe de 20% sobre as vendas (mais 5% do que o previsto) e uma taxa não alavancada com mais 5%. Neste caso, o projeto deixaria de ser efetivamente favorável, pois geraria um APV, já com benefícios fiscais de -614.153 Euros. Contudo, se a receita e a taxa de desconto se mantivessem com o nível de pessimismo mais elevado, mas o *fee* aumentasse apenas 1%, o APV já se tornaria positivo em 10.141 Euros, embora já incluídos os benefícios fiscais.

Face aos panoramas apresentados, o grau de confiança do investidor poderia ser posto em causa, porém uma das variáveis depende dele próprio, pelo que o risco nestes cenários pode ser mitigado por uma decisão de diminuir o *fee* a pagar à empresa mãe. Assim, num cenário de pessimismo elevado, ou seja, onde as receitas caíam 30% e a taxa de desconto dispararia para 29,61% (mais 5% do que o previsto), bastava a empresa mãe baixar o *fee* de angariação de obras para 14% (1% a menos que o contratualizado atualmente), que o APV ajustar-se-ia para 322.289 euros.

**TABELA 23 - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE CONJUNTA 1**

VENDAS	FEE	TAXA	APV
0%	0%	0%	<b>682.259</b>
-30%	1%	5%	10.141
-30%	5%	5%	(614.153)
-30%	-1%	5%	322.289
-10%	1%	5%	158.628

Como segundo e último panorama, apresentam-se as alterações na margem e no fee a pagar à empresa mãe. Aqui, um agravamento em 1 ponto percentual, em ambas as variáveis, o APV manter-se-ia positivo (44.897 Euros), embora apenas pelas economias fiscais resultantes da dívida. Assim, bastaria um agravamento da percentagem do *fee* sobre as vendas ou de uma queda da margem em 2% para o APV deixar de ser apreciável.

No entanto, tal como nos cenários acima descritos, o *fee* sobre as receitas angariadas pela empresa mãe depende unicamente da mesma, ou seja, do único investidor, pelo que a análise de sensibilidade torna-se mais interessante ao estabelecerem-se cenários onde se apresentem possíveis compensações de surpresas conjunturais através do abrandamento das responsabilidades para com a empresa mãe. Neste contexto, verificou-se que ao pressupor uma queda de 1% da margem simultaneamente a uma diminuição idêntica no *fee* relativo à Abrantina Portugal, o APV apresenta valores positivos em 557.838 Euros. Ou ainda, uma diminuição em 5% sobre as duas variáveis proporcionaria um resultado do APV para se avançar com o projeto (60.156 Euros).

**TABELA 24 - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE CONJUNTA 2**

MARGEM	FEE	APV
0%	0%	<b>682.259</b>
-1%	1%	44.897
-1%	3%	(468.044)
-3%	1%	(716.886)
-1%	-1%	557.838
-5%	-5%	60.156

Face ao exposto, a análise de sensibilidade do projeto permite vigorar a ideia de que é um projeto cuja aposta é atrativa, dado que embora se verifiquem cenários pessimistas que levam a um APV negativo, a empresa mãe consegue, de certa forma, controlar uma parte do plano estratégico através dos custos dos seus serviços que contribui significativamente para a margem do projeto.

## 5. CONCLUSÃO

A crise financeira e a saturação do mercado no setor de construção em Portugal têm conduzido a um significativo aumento na pressão colocada sobre as empresas para promoverem a internacionalização da atividade.

Assim, a Abrantina, já com algum histórico de sucesso em projetos noutros países, demonstrou interesse em consolidar o seu negócio em África, nomeadamente em Moçambique, onde a sua passagem teve início nos primeiros anos da década de 90.

Como maior ameaça para os investidores em Moçambique destaca-se o custo de financiamento, pois as taxas praticadas são bastante elevadas, bem como o possível risco de uma crise bancária a curto prazo, já que a maioria da banca moçambicana é de origem portuguesa, a qual vive uma preocupante crise.

No entanto, Moçambique apresenta um enquadramento com oportunidades destacáveis para novos investidores. Moçambique está sem dúvida no topo da lista dos países com maior taxa de crescimento nos últimos anos em resultado da estabilidade política atingida desde a guerra civil finda em 1992 e ao esforço do Governo em criar fortes planos de desenvolvimento económico-social. Este país tem conseguido ainda aliciar fortes apoios monetários internacionais e exibir uma moeda, o Metical, com forte estabilidade e convertibilidade, ao contrário de muitos outros membros da SADC.

Neste contexto, a Abrantina decidiu que estas condições locais poderiam ser uma oportunidade para a consolidação da sua atividade, cuja instalação remete ao pós-guerra, quando as condições eram bastante menos atrativas.

Em primeiro lugar, a Abrantina, como empresa portuguesa, tem uma comunhão linguística, histórica e cultural para com Moçambique que propicia a um posicionamento distinto. Além disso, dada a sua instalação precoce neste mercado, permite ter constituída uma carteira de clientes, mesmo que pequena, e algum investimento.

Por outro lado, concluiu-se que, embora beneficie da sua experiência internacional, deve procurar não deixar fragilizar-se pela sua média dimensão e pela forte concorrência. Para isso, terá que ao contrário de muitos dos seus concorrentes, afastar-se das ajudas internacionais, na medida em que se atualmente pode ser uma oportunidade do negócio, a médio prazo, esta dependência dos doadores ocidentais, pode tornar-se um grave problema e a Abrantina pela autonomia financeira que a médio prazo espera atingir, pode fortalecer a sua posição no mercado.

O projeto, após uma análise sobre três distintos métodos de avaliação económico-estratégica, transmite confiança ao seu investidor, pois os resultados foram todos favoráveis com uma margem de segurança face ao insucesso relativamente confortável. Ou seja, com o APV de 682.259,15 Euros, um *Discounted Payback Period* de dois anos e meio e uma IRR de 32,91% levam ao estabelecimento de um conjunto de elementos propícios a uma decisão favorável.

Exposta a contextualização, e analisada a viabilidade económica deste reforço de atividade e respetiva consolidação da Abrantina em Moçambique, assume-se como um projeto a avançar, na medida em que se perspetiva não só a criação de valor, como é expectável atingir uma autonomia financeira confortável e gozar de um nível de recuperabilidade do investimento a dois anos e meio.

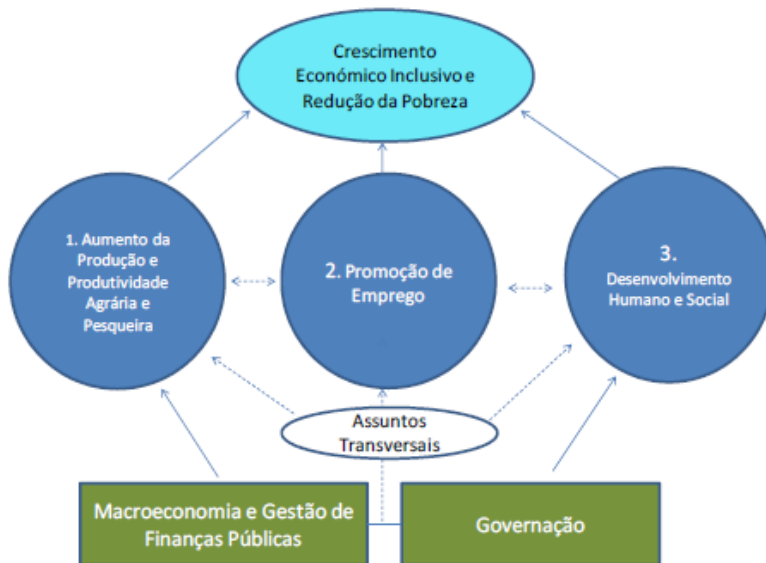
## 6. APÊNDICES

### APÊNDICE 1 – PIB, INFLAÇÃO E BALANÇA COMERCIAL ESPERADOS PARA O PERÍODO ENTRE 2010 E 2014 (FONTE: PLANO DE AÇÃO PARA REDUÇÃO DA POBREZA DE MOÇAMBIQUE)

	2010	2011	2012	2013	2014
	Estimativa		Projeções		
PIB (nominal; milhões de USD)	9,912	11,607	12,688	13,574	14,403
PIB nominal (milhões de MZM)	323,585	379,837	437,724	498,899	568,104
Taxa de crescimento (%)	6.6	7.2	7.5	7.9	7.8
Inflação Média anual (%)	12.7	9.5	7.2	5.6	5.6

Fonte: MPD, INE, BM

### APÊNDICE 2 - COORDENAÇÃO DE OBJETIVOS PARA O PERÍODO ENTRE 2010 E 2014 (FONTE: PLANO DE AÇÃO PARA REDUÇÃO DA POBREZA EM MOÇAMBIQUE)



**APÊNDICE 3 - RANKING IDH 2010**

Posição	País	Valor do IDH 2010
1	Noruega	<b>0.938</b>
2	Austrália	<b>0.937</b>
3	Nova Zelândia	<b>0.907</b>
4	Estados Unidos	<b>0.902</b>
	...	
40	Portugal	<b>0.795</b>
	...	
146	Angola	<b>0.403</b>
	...	
165	Moçambique	<b>0.284</b>
166	Burundi	<b>0.282</b>
167	Níger	<b>0.261</b>
168	República Democrática do Congo	<b>0.239</b>
169	Zimbábue	<b>0.140</b>

**APÊNDICE 4 – BETAS POR SETOR (FONTE PÁGINA OFICIAL A. DAMODARAN)**

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta
Air Transport	40	1.21	52.64%	22.30%	0.86
Building Materials	47	1.33	71.38%	11.69%	0.82
<b>Engineering &amp; Const</b>	<b>17</b>	<b>1.65</b>	<b>7.93%</b>	<b>28.52%</b>	<b>1.56</b>
Heavy Truck/Equip Makers	8	1.94	46.41%	19.97%	1.42
Industrial Services	137	0.96	26.26%	20.50%	0.79
Machinery	114	1.22	28.52%	19.61%	0.99
Railroad	14	1.28	27.19%	26.02%	1.07
Semiconductor Equip	14	1.79	5.84%	5.72%	1.70
Homebuilding	24	1.39	89.05%	6.07%	0.76
Metal Fabricating	30	1.44	18.24%	22.51%	1.26

*Date of Analysis : Data used is as of January 2011*

**APÊNDICE 5 - DEFAULT SPREADS DO PAÍS E PRÉMIO DE RISCO (FONTE: PÁGINA OFICIAL A. DAMODARAN)**

<i>Country</i>	<i>Region</i>	<i>Local Currency Rating</i>	<i>Adj. Default Spread</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Angola	Africa	Ba3	325	9.88%	4.88%
Bangladesh	Asia	Ba3	325	9.88%	4.88%
Bolivia	Central and South America	B1	400	11.00%	6.00%
Cambodia	Asia	B2	500	12.50%	7.50%
Colombia	Central and South America	Baa3	200	8.00%	3.00%
Egypt	Africa	Ba3	325	9.88%	4.88%
El Salvador	Central and South America	Ba2	275	9.13%	4.13%
Guatemala	Central and South America	Ba1	240	8.60%	3.60%
Honduras	Central and South America	B2	500	12.50%	7.50%
Mauritius	Africa	Baa2	175	7.63%	2.63%
Morocco	Africa	Ba1	240	8.60%	3.60%
Panama	Central and South America	Baa3	200	8.00%	3.00%
Peru	Central and South America	Baa3	200	8.00%	3.00%
Portugal [1]	Western Europe	Ba2	275	9.13%	4.13%
Senegal	Middle East	B1	400	11.00%	6.00%
Sri Lanka	Asia	B1	400	11.00%	6.00%
Tunisia	Africa	Baa3	200	8.00%	3.00%

*Last updated: July 2011*

**APÊNDICE 6 – MOODY’S RATING: DEFAULT SPREAD BY CREDIT RATING (FONTE: PÁGINA OFICIAL A. DAMODARAN)**

<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
AAA	0.50%
AA	0.65%
A+	0.85%
A	1.00%
A-	1.10%
BBB	1.60%
BB+	3.00%
BB	3.35%
B+	3.75%
B	5.00%
B-	5.25%
CCC	8.00%
CC	10.00%
C	12.00%
D	15.00%

**APÊNDICE 7 - BALANÇO ABRANTINA MOÇAMBIQUE (2012-2016)**

*ABRANTINA MOÇAMBIQUE, SA  
BALANÇO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2012 a 2016*

*(Montantes expressos em euros)*

<u>Ativo</u>	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Ativo NÃO CORRENTE:</b>					
Ativos fixos tangíveis	957.419	1.000.777	935.135	911.057	945.730
<b>Total do Ativo não corrente</b>	<b>957.419</b>	<b>1.000.777</b>	<b>935.135</b>	<b>911.057</b>	<b>945.730</b>
<b>Ativo CORRENTE:</b>					
Clientes	3.862.516	7.231.562	7.657.644	7.114.315	8.227.865
Estados e outros entes públicos	-	-	-	-	-
Caixa e depósitos bancários	352.164	660.421	705.328	652.210	761.749
<b>Total do Ativo corrente</b>	<b>4.214.681</b>	<b>7.891.982</b>	<b>8.362.971</b>	<b>7.766.525</b>	<b>8.989.614</b>
<b>Total do Ativo</b>	<b>5.172.099</b>	<b>8.892.759</b>	<b>9.298.107</b>	<b>8.677.583</b>	<b>9.935.344</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>					
<b>CAPITAL PRÓPRIO:</b>					
Capital realizado	720.000	720.000	720.000	720.000	720.000
Prestações Suplementares	500.000	500.000	-	-	-
Reservas	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Resultados transitados	(262.416)	108.727	805.363	1.232.278	1.403.827
	1.007.584	1.378.727	1.575.363	2.002.278	2.173.827
Resultado líquido do período	618.572	1.161.060	1.423.049	1.715.493	2.109.853
<b>Total do capital próprio</b>	<b>1.626.156</b>	<b>2.539.787</b>	<b>2.998.412</b>	<b>3.717.770</b>	<b>4.283.679</b>
<b>PASSIVO:</b>					
<b>PASSIVO NÃO CORRENTE:</b>					
Provisões	-	-	-	-	-
Financiamentos obtidos	-	-	-	-	-
<b>Total do passivo não corrente</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>PASSIVO CORRENTE:</b>					
Fornecedores	977.649	1.862.683	1.966.029	1.824.885	2.123.174
Estado e outros entes públicos	123.453	242.826	262.226	239.107	284.773
Estado IRC	291.093	546.381	669.670	807.291	992.872
Juros a pagar financiamento obtido	317.346	534.619	479.301	260.954	277.396
Financiamentos obtidos	1.359.664	2.290.571	2.053.562	1.118.056	1.188.499
Outras contas a pagar	47.218	16.849	9.863	8.630	13.973
Accionistas	429.522	859.044	859.044	700.890	770.979
<b>Total do passivo corrente</b>	<b>3.545.944</b>	<b>6.352.972</b>	<b>6.299.695</b>	<b>4.959.812</b>	<b>5.651.665</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>3.545.944</b>	<b>6.352.972</b>	<b>6.299.695</b>	<b>4.959.812</b>	<b>5.651.665</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>	<b>5.172.099</b>	<b>8.892.759</b>	<b>9.298.107</b>	<b>8.677.583</b>	<b>9.935.344</b>

## APÊNDICE 8 - EBIT DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE (2012-2016)

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
PROJECTOS EM CARTEIRA E EM EXPECTATIVA DE PRODUÇÃO

Valores em Euros					
Taxa de Crescimento					
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Valor de Produção</b>	<b>15.664.650,00</b>	<b>29.328.000,00</b>	<b>31.056.000,00</b>	<b>28.852.500,00</b>	<b>33.368.564,00</b>
Edifícios Residenciais e Não Residenciais	2.100.000,00	-	-	-	-
Grandes Obras - Engenharia Civil	1.770.650,00	1.400.000,00	-	-	-
Expectativas Novas Obras	181.000,00	4.702.000,00	7.830.000,00	9.902.500,00	12.523.564,00
Projectos Empresa Mãe	11.613.000,00	23.226.000,00	23.226.000,00	18.950.000,00	20.845.000,00
<b>Custo Produção c/ Custos Estrutura</b>	<b>14.437.640,00</b>	<b>27.085.940,00</b>	<b>28.483.980,00</b>	<b>26.068.762,50</b>	<b>29.988.444,02</b>
Edifícios Residenciais e Não Residenciais	1.638.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Grandes Obras - Engenharia Civil	1.292.574,50	1.036.000,00	0,00	0,00	0,00
Expectativas Novas Obras	133.035,00	3.502.990,00	5.911.650,00	7.476.387,50	9.455.290,82
Projectos Empresa Mãe	8.535.555,00	17.303.370,00	17.535.630,00	14.307.250,00	15.737.975,00
Fee Empresa Mãe	1.741.950,00	3.483.900,00	3.483.900,00	2.842.500,00	3.126.750,00
Custos Estrutura	1.096.525,50	1.759.680,00	1.552.800,00	1.442.625,00	1.668.428,20
<b>Margem Líquida de todos os custos</b>	<b>1.227.010,00</b>	<b>2.242.060,00</b>	<b>2.572.020,00</b>	<b>2.783.737,50</b>	<b>3.380.119,98</b>
Edifícios Residenciais e Não Residenciais	462.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Grandes Obras - Engenharia Civil	478.075,50	364.000,00	0,00	0,00	0,00
Expectativas Novas Obras	47.965,00	1.199.010,00	1.918.350,00	2.426.112,50	3.068.273,18
Projectos Empresa Mãe	1.335.495,00	2.438.730,00	2.206.470,00	1.800.250,00	1.980.275,00
Custos Estrutura	-1.096.525,50	-1.759.680,00	-1.552.800,00	-1.442.625,00	-1.668.428,20
<b>% Margem Líquida</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,64%</b>	<b>8,28%</b>	<b>9,65%</b>	<b>10,13%</b>
Custos Estrutura	1.096.525,50	1.759.680,00	1.552.800,00	1.442.625,00	1.668.428,20
Custos Financeiros	317.345,52	534.619,17	479.301,43	260.954,18	277.395,60
<b>Total Custos Estrutura + Custos Financeiros</b>	<b>1.413.871,02</b>	<b>2.294.299,17</b>	<b>2.032.101,43</b>	<b>1.703.579,18</b>	<b>1.945.823,80</b>
<b>Total Custos (Produção + Estrutura + Financeiros + Fee)</b>	<b>14.754.985,52</b>	<b>27.620.559,17</b>	<b>28.963.281,43</b>	<b>26.329.716,68</b>	<b>30.265.839,62</b>
Result. Antes dos Impostos (Total Custos) = EBIT	1.227.010,00	2.242.060,00	2.572.020,00	2.783.737,50	3.380.119,98
Result. Antes dos Impostos (Total Custos + Financeiros)	909.664,48	1.707.440,83	2.092.718,57	2.522.783,32	3.102.724,38

## APÊNDICE 9 - PRESSUPOSTOS A CONSIDERAR NO PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE

### PRESSUPOSTOS A CONSIDERAR

#### MARGENS DE OBRA (LÍQUIDAS) EXPECTÁVEIS POR SEGMENTO

Edifícios Residenciais e Não Residenciais	15,0%
Grandes Obras - Engenharia Civil	20,0%
Expectativas Novas Obras	19,5%
Projectos Empresa Mãe	19,5%

#### CUSTOS DE ESTRUTURA

2011	2012	2013	2014	2015
7%	6%	5%	5%	5%

#### FEE EMPRESA MÃE

15%

**APÊNDICE 10 - DETALHE DE CUSTOS DO PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE (2012-2016)**

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
DETALHE DE CUSTOS

NATUREZA DE CUSTO	2012		2013	
	ESTRUTURA	OBRA	ESTRUTURA	OBRA
CMVMC	-	2.821.332,30	-	5.570.033,74
Subcontratos	-	8.451.940,93	-	15.850.095,96
FSE's	365.615,95	1.997.795,48	900.834,31	3.825.577,63
Amortizações	124.645,28	-	161.641,78	-
Pessoal	606.264,27	70.045,79	697.203,91	80.552,66
	<b>1.096.525,50</b>	<b>13.341.114,50</b>	<b>1.759.680,00</b>	<b>25.326.260,00</b>

NATUREZA DE CUSTO	CUSTOS DE OBRAS			
	21,05%		78,95%	
	Obras Residenciais	Grandes Obras - Eng Civil	11,13%	88,87%
CMVMC	74%	2.078.202,87	14,5%	1.527.246,18
Subcontratos + FSE's	25%	702.095,56	85,0%	8.952.822,41
Pessoal	1,0%	28.083,82	0,5%	52.663,66
	<b>100,00%</b>	<b>2.808.382,25</b>	<b>100%</b>	<b>10.532.732,25</b>

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
DETALHE DE CUSTOS

NATUREZA DE CUSTO	2014		2015	
	ESTRUTURA	OBRA	ESTRUTURA	OBRA
CMVMC	-	5.708.625,33	-	4.711.176,01
Subcontratos	-	16.927.860,39	-	15.653.041,43
FSE's	565.373,73	4.202.058,71	511.762,80	4.169.284,50
Amortizações	185.641,78	-	129.077,70	-
Pessoal	801.784,50	92.635,56	801.784,50	92.635,56
	<b>1.552.800,00</b>	<b>26.931.180,00</b>	<b>1.442.625,00</b>	<b>24.626.137,50</b>

NATUREZA DE CUSTO	CUSTOS DE OBRAS			
	12,52%		87,48%	
	Obras Residenciais	Grandes Obras - Eng Civil	13,43%	86,57%
CMVMC	2.495.369,46	24,2%	5.708.625,33	4.711.176,01
Subcontratos + FSE's	843.030,22	89,7%	21.129.919,10	19.822.325,93
Pessoal	33.721,21	0,4%	92.635,56	92.635,56
	<b>3.372.120,90</b>	<b>114%</b>	<b>23.559.059,10</b>	<b>21.318.327,23</b>

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
DETALHE DE CUSTOS

NATUREZA DE CUSTO	2016	
	ESTRUTURA	OBRA
CMVMC	-	5.807.680,30
Subcontratos	-	18.281.982,48
FSE's	731.316,00	4.137.717,47
Amortizações	135.327,70	-
Pessoal	801.784,50	92.635,56
	<b>1.668.428,20</b>	<b>28.320.015,82</b>

NATUREZA DE CUSTO	13,75%		86,25%	
	Obras Residenciais	Grandes Obras - Eng Civil		
CMVMC	2.882.211,79	23,8%	5.807.680,30	
Subcontratos + FSE's	973.720,20	91,8%	22.419.699,96	
Pessoal	38.948,81	0,4%	92.635,56	
	<b>3.894.880,80</b>	<b>116%</b>	<b>24.425.135,02</b>	

**APÊNDICE 11 - CUSTOS OPERACIONAIS DO PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE (2012-2016)**

*ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.*  
*CUSTOS OPERACIONAIS - FSE'S E AMORTIZAÇÕES*

<b>FSE's</b>						
<b>Descritivo da Conta</b>	<b>% Custos Estrutura</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Subcontratos		8.451.940,93	15.850.095,96	16.927.860,39	15.653.041,43	18.281.982,48
<b>Total Subcontratos</b>		<b>8.451.940,93</b>	<b>15.850.095,96</b>	<b>16.927.860,39</b>	<b>15.653.041,43</b>	<b>18.281.982,48</b>
Electricidade	20,00%	4.396,70	8.231,68	8.716,69	8.098,22	9.365,77
Água	20,00%	1.419,53	2.657,70	2.814,29	2.614,61	3.023,86
Combustíveis	20,00%	19.568,62	36.637,18	38.795,84	36.043,18	41.684,75
Ferramentas e Utensílios Desgaste Rápido		2.687,42	5.031,51	5.327,97	4.949,94	5.724,72
Material de Escritório	100,00%	5.655,76	5.655,76	5.655,76	5.655,76	5.655,76
Fotocópias e Encardenação		9.704,58	18.169,31	19.239,84	17.874,73	20.672,53
Livros e Documentação Técnica	100,00%	9.990,96	9.990,96	9.990,96	9.990,96	9.990,96
Rendas e Alugueres	65,00%	137.099,28	137.099,28	137.099,28	137.099,28	137.099,28
Comunicação		46.879,07	46.879,07	46.879,07	46.879,07	46.879,07
Seguros	10,00%	14.607,70	27.349,13	28.960,54	26.905,72	31.117,07
Transportes de Pessoal		807,60	807,60	807,60	807,60	807,60
Portagem	80,00%	494,79	494,79	494,79	494,79	494,79
Deslocações e Estadas	80,00%	73.061,90	136.789,48	144.849,09	134.571,69	155.635,18
Honorários	100,00%	54.128,10	101.340,84	107.311,82	99.697,78	115.302,72
Conservação e Reparação	65,00%	12.306,78	23.041,26	24.398,85	14.667,69	16.963,51
Publicidade	100,00%	24.844,99	24.844,99	24.844,99	2.000,00	2.000,00
Limpeza, Higiene e Conforto	100,00%	3.492,80	3.492,80	3.492,80	3.492,80	3.492,80
Transporte de Mercadorias	-	17.398,76	32.574,67	34.493,96	32.046,53	37.062,53
Trabalhos Especializados	80,00%	81.195,81	152.018,12	182.421,74	169.478,47	203.374,16
Serviços de Contabilidade	100,00%	21.496,75	21.496,75	21.496,75	21.496,75	21.496,75
Despesas de Representação		61.670,48	61.670,48	61.670,48	61.670,48	61.670,48
Contencioso e Notariado	100,00%	16.457,81	22.199,89	22.723,10	22.078,20	23.460,49
Outros Fornecimentos e Serviços Externos		2.095,23	364.038,69	351.046,22	979.933,05	789.308,69
Fee Empresa Mãe		1.741.950,00	3.483.900,00	3.483.900,00	2.842.500,00	3.126.750,00
<b>Total FSE's</b>		<b>2.363.411,43</b>	<b>4.726.411,95</b>	<b>4.767.432,44</b>	<b>4.681.047,31</b>	<b>4.869.033,48</b>

## APÊNDICE 12 - PLANO DE INVESTIMENTO PARA O PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE (2012-2016)

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.

PLANO DE INVESTIMENTOS 2012-2016

INVESTIMENTO BRUTO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
Edifícios e Outras Construções	270.505,00	404.480,00	100.000,00				504.480,00
Equipamento Básico		65.000,00				65.000,00	130.000,00
Equipamento de Transporte	93.431,00	50.000,00		120.000,00	50.000,00		220.000,00
Equipamento Administrativo	143.648,00	55.000,00	105.000,00		55.000,00	105.000,00	320.000,00
Outros Activos Tangíveis							-
<b>TOTAL</b>	<b>507.584,00</b>	<b>574.480,00</b>	<b>205.000,00</b>	<b>120.000,00</b>	<b>105.000,00</b>	<b>170.000,00</b>	<b>1.174.480,00</b>

INVESTIMENTO BRUTO ACUMULADO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
Edifícios e Outras Construções	270.505,00	674.985,00	774.985,00	774.985,00	774.985,00	774.985,00	774.985,00
Equipamento Básico		65.000,00	65.000,00	65.000,00	65.000,00	130.000,00	130.000,00
Equipamento de Transporte	93.431,00	143.431,00	143.431,00	263.431,00	313.431,00	313.431,00	313.431,00
Equipamento Administrativo	143.648,00	198.648,00	303.648,00	303.648,00	358.648,00	463.648,00	463.648,00
Outros Activos Tangíveis							-
<b>TOTAL</b>	<b>507.584,00</b>	<b>1.082.064,00</b>	<b>1.287.064,00</b>	<b>1.407.064,00</b>	<b>1.512.064,00</b>	<b>1.682.064,00</b>	<b>1.682.064,00</b>

AMORTIZAÇÕES	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
Edifícios e Outras Construções		13.499,70	15.499,70	15.499,70	15.499,70	15.499,70	75.498,50
Equipamento Básico		16.250,00	16.250,00	16.250,00	16.250,00	32.500,00	97.500,00
Equipamento de Transporte		28.686,20	28.686,20	52.686,20	44.000,00	34.000,00	188.058,60
Equipamento Administrativo		66.209,38	101.205,88	101.205,88	53.328,00	53.328,00	375.277,14
Outros Activos Tangíveis							-
<b>TOTAL</b>		<b>124.645,28</b>	<b>161.641,78</b>	<b>185.641,78</b>	<b>129.077,70</b>	<b>135.327,70</b>	<b>736.334,24</b>

AMORTIZAÇÕES ACUMULADAS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
Edifícios e Outras Construções		13.499,70	28.999,40	44.499,10	59.998,80	75.498,50	75.498,50
Equipamento Básico		16.250,00	32.500,00	48.750,00	65.000,00	97.500,00	97.500,00
Equipamento de Transporte		28.686,20	57.372,40	110.058,60	154.058,60	188.058,60	188.058,60
Equipamento Administrativo		66.209,38	167.415,26	268.621,14	321.949,14	375.277,14	375.277,14
Outros Activos Tangíveis							-
<b>TOTAL</b>		<b>124.645,28</b>	<b>286.287,06</b>	<b>471.928,84</b>	<b>601.006,54</b>	<b>736.334,24</b>	<b>736.334,24</b>

<b>Valor Líquido</b>	<b>507.584,00</b>	<b>957.418,72</b>	<b>1.000.776,94</b>	<b>935.135,16</b>	<b>911.057,46</b>	<b>945.729,76</b>	<b>945.729,76</b>
----------------------	-------------------	-------------------	---------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

## APÊNDICE 13 - DETALHE DOS IMPOSTOS DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE ENTRE 2012-2016

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS - IVA, SEGURANÇA SOCIAL E IRS

IMPOSTO SOBRE O VALOR ACRESCENTADO		2012	2013	2014	2015	2016
Prestações de Serviços		15.664.650,00	29.328.000,00	31.056.000,00	28.852.500,00	33.368.564,00
<b>IVA LIQUIDADO</b>	<b>17,00%</b>	<b>2.662.990,50</b>	<b>4.985.760,00</b>	<b>5.279.520,00</b>	<b>4.904.925,00</b>	<b>5.672.655,88</b>
Compras Totais (Mercadorias + FSE's)		10.815.352,36	20.576.507,91	21.695.292,83	20.334.088,73	23.151.015,96
Compras de Imobilizado		574.480,00	205.000,00	120.000,00	105.000,00	170.000,00
<b>IVA DEDUTÍVEL</b>	<b>17,00%</b>	<b>1.936.271,50</b>	<b>3.532.856,34</b>	<b>3.708.599,78</b>	<b>3.474.645,08</b>	<b>3.964.572,71</b>
<b>IVA A PAGAR</b>		<b>726.719,00</b>	<b>1.452.903,66</b>	<b>1.570.920,22</b>	<b>1.430.279,92</b>	<b>1.708.083,17</b>
<b>SALDO DE IVA</b>	<b>60</b>	<b>119.460,66</b>	<b>238.833,48</b>	<b>258.233,46</b>	<b>235.114,51</b>	<b>280.780,79</b>

SEGURANÇA SOCIAL E IRS		2012	2013	2014	2015	2016
Segurança Social (Expatriados)	<b>23,75%</b>	1.643,50	1.643,50	1.643,50	1.643,50	1.643,50
Segurança Social (Trabalhador)	<b>4,00%</b>	1.618,03	1.618,03	1.618,03	1.618,03	1.618,03
<b>SALDO DE SEGURANÇA SOCIAL</b>	<b>30</b>	<b>268,07</b>	<b>268,07</b>	<b>268,07</b>	<b>268,07</b>	<b>268,07</b>
Retenção de IRS	<b>20,00%</b>	8.888,53	8.888,53	8.888,53	8.888,53	8.888,53
<b>SALDO DE IRS</b>	<b>30</b>	<b>730,56</b>	<b>730,56</b>	<b>730,56</b>	<b>730,56</b>	<b>730,56</b>

## APÊNDICE 14 - RESUMO DO FUNDO DE MANEIO PARA O PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO

MAPA DAS NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO - A PREÇOS CONSTANTES						
Em Euros	Prazo	2012	2013	2014	2015	2016
<b>NECESSIDADES DE EXPLORAÇÃO</b>						
Clientes	90	3.862.516,44	7.231.561,64	7.657.643,84	7.114.315,07	8.227.865,10
IVA a Receber	60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL DAS NECESSIDADES DE EXPLORAÇÃO</b>		<b>3.862.516,44</b>	<b>7.231.561,64</b>	<b>7.657.643,84</b>	<b>7.114.315,07</b>	<b>8.227.865,10</b>
<b>RECURSOS DE EXPLORAÇÃO</b>						
Fornecedores (FSE)	30	745.759,10	1.404.871,88	1.496.826,81	1.437.664,83	1.645.830,08
Fornecedores (Mercadorias)	30	231.890,33	457.810,99	469.202,08	387.219,95	477.343,59
Fee Empresa Mãe	90	429.521,92	859.043,84	859.043,84	700.890,41	770.979,45
Fornecedores (Imobilizado)	30	47.217,53	16.849,32	9.863,01	8.630,14	13.972,60
IVA a Pagar	60	119.460,66	238.833,48	258.233,46	235.114,51	280.780,79
Estado (Segurança Social)	30	3.261,53	3.261,53	3.261,53	3.261,53	3.261,53
Estado (IRS)	30	730,56	730,56	730,56	730,56	730,56
<b>TOTAL DOS RECURSOS DE EXPLORAÇÃO</b>		<b>1.577.841,63</b>	<b>2.981.401,60</b>	<b>3.097.161,29</b>	<b>2.773.511,92</b>	<b>3.192.898,61</b>
<b>NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO</b>		<b>2.284.674,81</b>	<b>4.250.160,05</b>	<b>4.560.482,54</b>	<b>4.340.803,15</b>	<b>5.034.966,49</b>
<b>INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO</b>		<b>2.284.674,81</b>	<b>1.965.485,24</b>	<b>310.322,50</b>	<b>-219.679,39</b>	<b>694.163,34</b>

**APÊNDICE 15 - PLANO FINANCEIRO DO PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE (2012-2016)**

*ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
PLANO FINANCEIRO*

<b>PLANO FINANCEIRO - A PREÇOS CONSTANTES</b>					
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>RECURSOS FINANCEIROS</b>					
EBITDA	1.351.655,28	2.403.701,78	2.757.661,78	2.912.815,20	3.515.447,68
Desinvestimento em Fundo de Maneio	-	-	-	219.679,39	-
Prestações Suplementares	500.000,00	-	-	-	-
<b>TOTAL DOS RECURSOS FINANCEIROS</b>	<b>1.851.655,28</b>	<b>2.403.701,78</b>	<b>2.757.661,78</b>	<b>3.132.494,59</b>	<b>3.515.447,68</b>
Financiamento de Curto Prazo	1.359.663,74	2.290.570,55	2.053.562,26	1.118.055,62	1.188.498,72
<b>TOTAL DOS RECURSOS FINANCEIROS c/ CC</b>	<b>3.211.319,02</b>	<b>4.694.272,33</b>	<b>4.811.224,03</b>	<b>4.250.550,21</b>	<b>4.703.946,40</b>
<b>NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>					
Investimento em Activos Fixos Tangíveis	574.480,00	205.000,00	120.000,00	105.000,00	170.000,00
Investimento em Fundo de Maneio	2.284.674,81	1.965.485,24	310.322,50	-	694.163,34
Pagamento de Imposto	-	291.092,63	546.381,07	669.669,94	807.290,66
Reembolso Prestações Suplementares	-	-	500.000,00	-	-
Reembolso Financiamento	-	1.359.663,74	2.290.570,55	2.053.562,26	1.118.055,62
Dívidendos	-	247.428,74	464.423,91	996.134,04	1.543.943,39
Juros do Empréstimo Bancário	-	317.345,52	534.619,17	479.301,43	260.954,18
<b>TOTAL DAS NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>	<b>2.859.154,81</b>	<b>4.386.015,87</b>	<b>4.766.317,18</b>	<b>4.303.667,67</b>	<b>4.594.407,19</b>
<b>SALDO DESEJADO</b>	<b>15</b>	<b>352.164,21</b>	<b>660.420,67</b>	<b>652.210,06</b>	<b>761.749,27</b>
<b>DISPONIBILIDADES GERADAS NO EXERCÍCIO</b>	<b>352.164,21</b>	<b>308.256,46</b>	<b>44.906,85</b>	<b>(53.117,46)</b>	<b>109.539,21</b>
<b>SALDO ACUMULADO</b>	<b>352.164,21</b>	<b>660.420,67</b>	<b>705.327,52</b>	<b>652.210,06</b>	<b>761.749,27</b>

**APÊNDICE 16 - CASH FLOWS DESCONTADOS DO PROJETO DA ABRANTINA MOÇAMBIQUE**

*ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.  
CASH FLOWS*

<b>MAPA SÍNTESE DO CASH-FLOW - A PREÇOS CONSTANTES</b>					
Em Euros	2012	2013	2014	2015	2016
<b>RECURSOS FINANCEIROS</b>					
Cash Flows Operacionais (Tabela 3)	959.012,08	1.686.242,58	1.934.615,38	2.022.019,20	2.433.809,29
Desinvestimento em Fundo de Maneio (Tabela 8)	0,00	0,00	0,00	219.679,39	0,00
Valor Residual (Tabela 5)	0,00	0,00	0,00	0,00	945.729,76
<b>TOTAL DOS RECURSOS FINANCEIROS</b>	<b>959.012,08</b>	<b>1.686.242,58</b>	<b>1.934.615,38</b>	<b>2.241.698,59</b>	<b>2.433.809,29</b>
<b>NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>					
Investimento em Capital Fixo (Tabela 4)	574.480,00	205.000,00	120.000,00	105.000,00	170.000,00
Investimento em Fundo de Maneio (Tabela 8)	2.284.674,81	1.965.485,24	310.322,50	0,00	694.163,34
<b>TOTAL DAS NECESSIDADES FINANCEIRAS</b>	<b>2.859.154,81</b>	<b>2.170.485,24</b>	<b>430.322,50</b>	<b>105.000,00</b>	<b>864.163,34</b>
<b>CASH-FLOW LÍQUIDO DO PROJETO</b>	<b>-1.900.142,73</b>	<b>-484.242,66</b>	<b>1.504.292,88</b>	<b>2.136.698,59</b>	<b>1.569.645,95</b>
<b>CASH-FLOW ACUMULADO</b>	<b>-1.900.142,73</b>	<b>-2.384.385,39</b>	<b>-880.092,51</b>	<b>1.256.606,09</b>	<b>2.826.252,03</b>
Taxa Nominal de Actualização	24,61%	24,61%	24,61%	24,61%	24,61%
<b>Cash-Flow Descontado</b>	<b>-1.524.837,52</b>	<b>-311.844,25</b>	<b>777.399,82</b>	<b>886.120,22</b>	<b>522.382,27</b>
<b>Valor Actual Líquido do Projeto</b>	<b>349.220,54</b>				
<b>Discounted Payback Period</b>	<b>2,50</b>				

## APÊNDICE 17 - IMPATO DOS BENEFÍCIOS DA DÍVIDA

ABRANTINA MOÇAMBIQUE, LDA.

VALA

ANÁLISE DA VIABILIDADE FINANCEIRA DO PROJECTO					
PRESSUPOSTOS					
Taxa de Juro (Nominal)					22,00%
Taxa de Juro sobre Impostos					32,00%
Imposto de Selo sobre Juros					0,04%
VALOR ATUAL DAS ECONOMIAS FISCAIS DAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO					
FINANCIAMENTO EM EUROS	2012	2013	2014	2015	2016
Conta Caucionada	1.359.663,74	2.290.570,55	2.053.562,26	1.118.055,62	1.188.498,72
Juro do Período	299.126,02	503.925,52	451.783,70	245.972,24	261.469,72
Imposto de Selo sobre Juros	119,65	201,57	180,71	98,39	104,59
Economia Fiscal dos Juros	95.720,33	161.256,17	144.570,78	78.711,12	83.670,31
Economia Fiscal do Imposto Selo sobre os Juros	38,29	64,50	57,83	31,48	33,47
<b>Economia Fiscal Total</b>	<b>95.758,62</b>	<b>161.320,67</b>	<b>144.628,61</b>	<b>78.742,60</b>	<b>83.703,78</b>
Taxa de Juro sem risco	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%
Default Spread	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Fator de Atualização</b>	<b>0,8197</b>	<b>0,6719</b>	<b>0,5507</b>	<b>0,4514</b>	<b>0,3700</b>
Economia Fiscal Total Atualizada	78.490,67	108.385,29	79.647,97	35.544,34	30.970,34
<b>Valor Atual Líquido da Decisão de Financiamento</b>	<b>333.038,61</b>				
<b>Valor Atual Líquido do Projeto (a Preços Constantes)</b>	<b>349.220,54</b>				
<b>Valor Atual Líquido Ajustado do Projeto (a Preços Constante)</b>	<b>682.259,15</b>				

## 7. BIBLIOGRAFIA

### LITERATURA ACADÉMICA

- Almeida, H. e Campello, M.E., 2002, "Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivities: New Research Directions", *National Bureau of Economic Research (NBER)*
- Andrade, G. e Kaplan, S., 1998, "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed", *The Journal of Finance*, Vol. 53, p. 1443-1493
- Andrews, K. R., 1980, *The Concept of Corporate Strategy*, 2ª Edição, Irwin, Homewood, IL
- Ansoff, I., 1980, *Strategic Management*, Reprinted, London: Macmillan
- Baker, H. K., 2011, *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects*, 1ª Edição, Wiley
- Barclay, M.J. e Clifford W. Smith, Jr., 1995, "The maturity structure of corporate debt", *Journal of Finance*, Vol.50, pp. 609-631
- Barth, M. Clement, M.B. Foster, G. e Kasznik, R., 1998, *Brand Values and Capital Market Valuation*, Kluwer Academic Publishers
- Bodie, Z. Kane, A., e Marcus, A.J., 2007, *Essentials of Investments*, 7ª Edição, Boston: McGraw-Hill Irwin
- Boucelle, C. Le Fur, Y. e Solnik, B., 1996, "International Market Correlation and Volatility.", *Financial Analysis Journal*, Vol. 52, No.5
- Brealey, R.A. Myers, S.C. e Allen, F., 2008, *Principles of Corporate Finance*, 9ª Edição, McGraw-Hill
- Brewer, H. L. 1981. "Investor benefits from corporate international diversification", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 16, pp. 113–126
- Brigham, E.F. e Houston, J., 2007, *Fundamentals of Financial Management*, 11ª Edição, Thomson South-western
- Brigham, E.F., 1985, *Financial Management Theory and Practice*, 4ª Edição, New York: The Dryden Press
- Brigham, E.F. e Louis C.G., 1988, *Financial Management Theory and Practice*, 5ª Edição, New York: The Dryden Press
- Bruner, R.F. Conroy, R.M. Li, W. O'Halloran, E.F. e Lleras, M.P., 2003, *Investing in Emerging Markets*, Research Foundation of AIMR
- Bruner, R.F. Eades, K.M. Harris, R.S. e Higgins, R.C., 1998, "Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis", *Financial Management*, Vol. 27, pp. 13-28
- Cohen, S., 2005, *Payback*, iUniverse, Inc.
- Copeland, T.E. Coller, T. e Murrin, J., 2000, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3ª Edição, New York: Wiley Finance
- Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation*, 2ª Edição, New York: Wiley Finance

- Damodaran, A., 2003, *Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice*, Stern School of Business
- Damodaran, A., 2008, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, Stern School of Business
- DeAngelo, H. e Masulis, R.W., 1980, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *The Journal of Finance Economics*, Vol. 8, p. 03-29
- Dimson, E. Marsh, P. e Staunton, M., 2002, "Global Evidence on the Equity Risk Premium", Forthcoming, *Journal of Applied Corporate Finance*
- Dixit, A. e Pindyck, R., 1995, *The Options Approach to Capital Investment*, Harvard Business Review, Mai-Jun
- Dunning, J.H. e Lundan, S.M., 2008, *Multinational enterprises and the global economy*, 2ª Edição, Edward Elgar Pub
- Elton, E.J. Gruber, M.J. e Padberg, M.W., 1975, *Finance as a Dynamic Process*, Englewood Cliffs, New Jearsy: Printice-Hall
- Fama, E.F. e French, K., 1996, "The CAPM is Wanted: Dead or Alive", *The Journal of Finance*, Vol. 51, p. 1947-1957
- Fama, E.F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307
- Godfrey, S. e Espinosa, R., 1996, "A Practical Approach to Calculating the Cost of Equity for Investments in Emerging Markets", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 3, pp. 80-81
- Goedhart, M.H. e Haden, P., 2003, *Emerging Markets aren't as risky as you think*, The McKinsey Quarterly
- Goedhart, M.H., Koller, T., e Wessels, D., 2005, *The Right Role for Multiples in Valuation*, The McKinsey Quarterly.
- Goetzmann, W.N. e Ibbotson, R.G., 2005, *History and the Equity Risk Premium*, Yale School of Management
- Graham, R. e Harvey, C.R., 2001, "The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 1-27
- Hill, T. e Westbrook, R., 1997, "SWOT Analysis: It's Time for a Product Recall", *Journal of Management*, Elsevier Inc., Vol. 30, No. 1, pp. 46-52
- Houben, G. Lenie, K. e Vanhoof, K., 1999, "A knowledge-based SWOT-analysis system as an instrument for strategic planning in small and medium sized enterprises", *Decision Support Systems*, Elsevier Inc., Vol. 26, pp.125–135
- Hughes, J. S. Logue, D. E. e Sweeney, R. J., 1975, "Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 10, pp 627-37
- Jackson, S.E, Joshi, A e Erhardt, N.L., 2003, "Recent Research on Team and Organizational Diversity: SWOT Analysis and Implications", *Journal of Management*, Elsevier Inc., Vol. 29, No. 6, pp.801-830
- James, M. e Koller, T., 2000, *Valuation in emerging markets*, The McKinsey Quarterly
- Kaplan, S.N. e Ruback, R.S., 1996, "The Market Pricing of Cash Flow Forecasts: Discounted Cash Flow vs. the Method of Comparables", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, No. 4 p. 45-60

- Kasznik, R. e McNichols, M.F., 2002, "Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, pp. 727-759
- Krijnen, H.G., 1992, *Strategie en Management*, Groningen: Wolters-Noordhoff
- Leland, H.E. e Toft, K.B., 1996, "Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads", *The Journal of Finance*, Vol. 3
- Lettau, M. Ludvigson, S.C. e Wachter, J.A., 2004, "The Declining Equity Premium: What Role Does Macroeconomic Risk Play?", *The National Bureau of Economic Research*, No. 10270
- Lohmann, J. e Baksh, S., 1993, "The IRR, NPV and Payback Period and Their Relative Performance in Common Capital Budgeting Decision Procedures for Dealing With Risk", *The Engineering Economist*
- Longmore, D.R., 1989, "The Persistence of the Payback Method: A Time Adjusted Decision Rule Perspective", *The Engineering Economist*
- Longstaff, F.A. e Schwartz, E.S., 1995, "A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt", *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 3
- Lu, J.W. e Beamish, P.W. 2001, "The internationalization and performance of SMEs", *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp 565-586
- Luehrman, T.A., 1997, "Using APV: A Better Tool for Valuing Operations", *Harvard Business Review*, pp. 3-10.
- Luehrman, T.A., 1997, "What's it Worth?: A General Manager's Guide to Valuation", *Harvard Business Review*, pp. 132-141.
- Miles, J. e Ezzel, J., 1980, "The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: a Clarification", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, pp. 719-730.
- Modigliani, F., e Miller, M., 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Investment Decision", *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.
- Myers, S. e Majluf, N., 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221.
- Myers, S.C., 1974, "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting", *The Journal of Finance*, pp. 1-25.
- Nelson, J.L. e Cook, R.A., 1990, "Capital Budgeting Techniques for Small Firms", *Wayne State College e Fort Lewis College*
- Nichols, N.A., 1994, "Scientific Management at Merck: An Interview with CFO Judy Lewent", *Harvard Business Review*, Vol. 72 Jan-Fev
- Penman, S.H. e Sougiannis, T., 1998, "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, pp. 343–383
- Pike, R.H., 1988, "An empirical study of the adoption of sophisticated capital budgeting practices and decision-making effectiveness", *Accounting and Business Research*, No. 18, pp. 341-351
- Rosenberg, B. e Rudd, A., 1998, *The corporate use of beta, The Revolution in Corporate Finance*, 3ª Edição, Malden, MA: Blackwell Publisherspp. 58-68

- Ross, S.A. Westerfield, R.W. e Jordan, B.D., 2010, *Essentials of Corporate Finance*, 7ª Edição, McGraw-Hill/Irwin
- Ross, S.A. Westerfield, R.W. e Jaffe, J., 2003, *Corporate Finance*, McGraw-Hill College
- Ruigrok, W. e Wagner, H., 2003, "Internationalization and Performance: An Organizational Learning Perspective", *Management International Review*, Vol. 43, pp. 63-83
- Sanders, G. e Boivie, S., n.d., "Sorting Things out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets Sorting Things out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, No. 2, pp. 167-186
- Schall, L.D. Sundem, G. L. e Geijsbeek, W. R., 1978, "Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods", *The Journal of Finance*, Vol. 33, pp. 281-287
- Sedghi, A. e Rogers, S., The Guardian, 2011, "Credit ratings: how Fitch, Moody's and S&P rate each country", disponível em: <<http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard>>
- Statman, M., 1982, "The Persistence of the Payback Method: A Principal-Agent Perspective", *The Engineering Economist*, pp. 95-100
- Statman, M., 1982, "The Persistence of the Payback Method: A Principal-Agent Perspective.", *The Engineering Economist*, pp. 95-100
- Stowe, J. Robinson, T. Pinto, J. e McLeavy, D., 2002, *Analysis of Equity Investments: Valuation*, Baltimore: AIMR
- Sulaiman, T., Reuters Africa, 2011, "Mozambique to issue record \$100 mln bond", disponível em: <<http://af.reuters.com/article/investingNews/idAFJOE7AM0A920111123?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true>>
- Thakor, A.V., 1990, "Investment 'myopia' and the internal organization of capital allocation decisions", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 6, pp. 129-154
- Titman, S. e Wessels, R., 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19
- Veronesi, P., 2000, "How does Information Quality affect Stock Returns?", *The Journal of Finance*, Vol. 2
- Wambach, A., 2000, "Payback criterion, hurdle rates and the gain of waiting", *International Review of Financial Analysis*, No. 9, pp. 247-258
- Weingartner, H.M., 1969, "Some new views on the payback period and capital budgeting decisions", *Management Science*, No. 12, pp. 594-607

## **ENDEREÇOS ELETRÓNICOS**

- Abrantina, S.A., 2011, disponível em: <<http://www.abrantina.pt/>>
- Associação de Empresas de Construção e Obras Pública - AEOCPS, 2011, disponível em: <<http://www.aecops.pt/>>
- Banco Central Europeu, 2011, disponível em: <<http://www.ecb.int/ecb/html/index.pt.html>>
- Banco de Moçambique, 2011, disponível em: <<http://www.bancomoc.mz/>>

Eletricidade de Moçambique, E.P., 2011, disponível em: <[www.edm.co.mz](http://www.edm.co.mz)>

Federação Portuguesa da Indústria da Construção e Obras Públicas - FEDICOP, 2011, disponível em: <<http://www.fepicop.pt/index.php?id=21>>

Governo de Moçambique, 2011, disponível em: <<http://www.portaldogoverno.gov.mz/>>

Grupo Lena SGPS, S.A., 2011, disponível em: <<http://www.grupolena.pt/>>

Instituto Nacional de Estatística de Moçambique, 2011, disponível em: <<http://www.ine.gov.mz/>>

Ministério da Energia do Governo de Moçambique, 2011, disponível em: <<http://www.me.gov.mz/prt/>>

Ministério dos Transportes e Comunicações do Governo de Moçambique, 2011, disponível em: <<http://www.mtc.gov.mz/>>

Página oficial A. Damodaran, 2011, disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

Reuteurs Africa, 2011, disponível em: <<http://af.reuters.com/>>

União Europeia, 2011, disponível em: <[http://europa.eu/index\\_pt.htm](http://europa.eu/index_pt.htm)>

## **OUTRAS FONTES**

100 Maiores empresas de Moçambique em 2010, KPMG Auditores e Consultores SA

Análise Mercados Financeiros, BPI, SA, Set-2011

Balanço do Plano Económico e Social de 2010, Governo de Moçambique

Boletim Económico Outono de 2011, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos, Vol. 17, No. 3

Conjuntura da Construção, Federação Portuguesa da Indústria da Construção e Obras Públicas, No. 5, Set-2011

Construção: Uma Visão do Futuro, Associação de Empresas de Construção e Obras Pública, n.d.

Contas Nacionais Preliminares 2º Trimestre 2011, Instituto Nacional de Estatística de Moçambique, Direcção das Contas Nacionais e Indicadores Globais

Equity Research - Iberia & Latin America Macroeconomics, BPI, SA, Dez-2010

Estudos Económicos e Financeiros - Moçambique, BPI, SA, Jul-2011

Examination Study Pack in Financial Management, Chartered Institute of Management Accountant (CIMA), Cape Town, South Africa: 2002, pp. 45-164

Indicadores de Confiança e Clima Económico, Instituto Nacional de Estatística de Moçambique, Jul-2011

Índice das Actividades Económicas, Instituto Nacional de Estatística de Moçambique, No. 88, Jul-2011

Informe Anual 2011: Buscando un crecimiento equitativo y equilibrado, Fondo Monetario Internacional

Perspectivas de la economía mundial, Fondo Monetario Internacional, Set-2011

Presentation of the IFM Resident Representative Office in Mozambique to The Development Partner Group:  
Mozambique Economy, [apresentação pessoal Wane, R., dia 14 de julho de 2011]

Proposta do Plano Económico e Social para 2011, Governo de Moçambique

Relatório FEDICOP da Construção 2009/2010 Federação Portuguesa da Indústria da Construção e Obras Públicas

The Global Competitiveness Report 2010/ 2011, World Economic Forum, Geneve