



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Avaliação da Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A.

João Antero Pinto de Morais

Católica Porto Business School

2019



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

Avaliação da Douro Azul – Sociedade
Marítimo Turística, S.A.

João Antero Pinto de Morais

Sob orientação do

Professor Doutor Gonçalo Faria

Católica Porto Business School

2019

Dissertação, no âmbito do estágio curricular na empresa Douro Azul, apresentada à Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa para obtenção do grau de Mestre em Gestão, sob orientação do Prof.Dr. Gonçalo Faria.

Porto, 10 de maio de 2019

Agradecimentos

A título de agradecimentos, este espaço dedica-se a todos aqueles que, de uma forma ou de outra, me apoiaram na realização deste trabalho.

Ao Professor Doutor Gonçalo Faria pela orientação, disponibilidade e transmissão de conhecimento que me permite hoje de ser uma pessoa mais rica a nível académico.

Aos meus colegas do Departamento Administrativo e Financeiro do Grupo Mystic Invest pela compreensão e por se mostrarem sempre disponíveis para discutir todas as questões que foram surgindo ao longo da realização deste trabalho.

À minha mãe e à minha irmã, por tudo e mais alguma coisa, mas sobretudo pela oportunidade, apoio incondicional e por acreditarem nas minhas capacidades mais do que qualquer outra pessoa.

Ao meu pai por ter deixado em mim a vontade de ser melhor a cada dia e o seu gosto pelo conhecimento.

Resumo

A realização desta dissertação surge no âmbito da realização do estágio curricular no Departamento Administrativo e Financeiro do Grupo Mystic Invest, grupo que detém a empresa Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A..

A avaliação de uma empresa requer a identificação das variáveis críticas que comandam a criação de valor, assim como a análise, suportada pela história da empresa, da sua evolução futura no tempo.

O principal objetivo desta dissertação é avaliar a Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A. pelo meio da utilização do Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Este modelo avalia as movimentações dos fluxos de caixa operacionais, cuja projeção implica os seguintes pressupostos: análise e previsão da atividade operacional, elaboração de um plano de investimentos, definição da estrutura de capital alvo e a estimação do custo de capital considerando todos os pontos anteriores.

Com base na análise dos relatórios de contas da DouroAzul-SMT, S.A., entre os anos de 2014 e 2017, e nos valores estimados até ao ano de 2022, foi possível aplicar o modelo de avaliação por FCD. A aplicação deste modelo resultou na projeção do valor da empresa, para finais do ano de 2019, de € 76M. No sentido de desenvolver uma maior sensibilidade na avaliação, foram ainda analisados dois cenários alternativos ao cenário exposto. A aplicação do modelo por FCD assente na estimação de um quadro de pressupostos para um cenário pessimista e para um cenário otimista, resultou na avaliação da DouroAzul-SMT, S.A. nos valores de € 58M e € 82M, respetivamente.

Este exercício de avaliação reflete exclusivamente a minha visão da empresa.

Palavras-chave: Valor, Capital, Investimento, Financiamento, Capital Circulante e Fluxo de Caixa.

Abstract

The development of this dissertation arises from the accomplishment of an internship in the Administrative and Financial Department of the Mystic Invest Group that owns the company Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A..

The valuation of a company requires the identification of the value drivers that lead the company's value generation, as well as the analysis, supported by the history of the company, of its prospective evolution in time.

The main purpose of this dissertation is to value Douro Azul-Sociedade Marítimo Turística, S.A., using the Discounted Cash Flow model (DCF model). This model evaluates the expected movements of the free cash flows to the firm, whose projection implies assumptions about many different variables, including forecast of the operational activity, of an investment plan, the establishment of a target capital structure and estimation of the cost of capital consistent with all previous points.

Regarding the presented information in the annual reports of DouroAzul-SMT, S.A., between the years of 2014 and 2017, and the projections made up to 2022, the DCF model was applied, which resulted in a forecast of the company's value, for the year 2019, of € 76M. In order to develop a greater sensitivity in the valuation, two alternative scenarios were also developed. Running the DCF model with the estimated values of the main assumptions, for the alternative pessimistic and optimistic scenarios, the DCF model appoints to a company's value of € 58M and € 82M, respectively.

This valuation exercise reflects exclusively my views on the company.

Keywords: Value, Capital, Investment, Funding, Working Capital, and Cash Flow.

Índice

AGRADECIMENTOS

RESUMO

ABSTRACT

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABELAS

ÍNDICE DE FIGURAS

1. Introdução	11
2. Revisão da Literatura	12
2.1 Método de Avaliação	12
2.2 O Fluxo de Caixa Livre	13
2.3 Taxa de Desconto - Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC)	14
2.4 Estrutura de Capital Alvo	15
2.5 Custo do Capital Próprio	15
2.5.1 Taxa de Retorno Isenta de Risco	16
2.5.2 Valor de Beta	16
2.5.3 Prémio de Risco do Capital	17
2.6 Custo da Dívida	18
2.7 Valor Terminal	18
2.8 Valor da Empresa	19
3. Metodologia de Investigação	20
3.1 Recolha de Dados	20
3.2 Objeto de Estudo	20
4. Apresentação e análise da empresa	21
4.1 Apresentação da empresa	21
4.2 Segmentos de negócio	23
4.2.1 Navios-Hotel	23
4.2.2 Barcos Rabelos	24
4.2.3 Gestão Naval	24
4.2.4 Bluebus City Tours	25
4.3 Evolução do setor do Turismo em Portugal	25
4.4 Principais mercados alvo	26
4.5 Tendências dos segmentos de negócio	27
4.6 História da Empresa	28

4.6.1	Evolução das Vendas.....	28
4.6.2	Evolução do Preço Médio	31
4.6.3	Evolução dos Custos Operacionais.....	32
4.6.4	Evolução do Investimento em Bens de Capital.....	34
4.6.5	Evolução do Capital Circulante	35
5.	Pressupostos do Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	37
5.1	Definição do período de estudo	37
5.2	Previsão das Vendas	38
5.3	Previsão dos Custos Operacionais	41
5.4	Previsão do EBITDA.....	42
5.5	Previsão do Investimento em Bens de Capital.....	44
5.6	Previsão das Depreciações e Amortizações.....	45
5.7	Previsão das variações do capital circulante	46
6.	Avaliação.....	49
6.1	Fluxo de Caixa Livre.....	49
6.2	Custo Médio Ponderado do Capital.....	50
6.3	Valor Terminal.....	52
6.4	Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.....	53
6.5	Análise de Sensibilidade.....	54
7.	Conclusão.....	57
8.	Referências	58
	Anexo A – Balanço Contabilístico conforme Relatórios de Contas de 2014, 2015, 2016 e 2017	59
	Anexo B – Demonstração de Resultados conforme Relatórios de Contas de 2014, 2015, 2016 e 2017	60
	Anexo C – Valor das Vendas por Segmento conforme Relatórios de Contas de 2014, 2015, 2016 e 2017	61
	Anexo D- Projeção da Demonstração dos Fluxos de Caixa	62
	Anexo E – Projeção Económico-Financeira	63
	Anexo F – Projeção da Estrutura de Capital	64
	Anexo G - Evolução do Investimento em Bens de Capital.....	64
	Anexo H- Rotação de Inventários e Prazo médio de pagamentos/recebimentos	64
	Anexo I- Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	65

Índice de Tabelas

Tabela 1- Rotação de Inventários e Prazos médios de recebimentos e pagamentos	36
Tabela 2- Projeção de Vendas.....	40
Tabela 3- Projeção da Demonstração de Resultados	43
Tabela 4- Projeção dos Ativos Fixos Tangíveis Líquidos.....	46
Tabela 5- Projeção das Variações no Capital Circulante	47
Tabela 6- Projeção do Balanço Contabilístico.....	48
Tabela 7- Cálculo dos Fluxos de Caixa Livres	49
Tabela 8- Elementos utilizados para o cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital	52
Tabela 9- Valor da Empresa e Evolução do EBITDA nos diferentes cenários de avaliação.	56
Tabela 10- Tabela base para a construção da análise de sensibilidade.....	56

Índice de Figuras

Figura 1- Piscina do Navio-Hotel Douro Spirit	21
Figura 2- Navio-Hotel Douro Spirit.....	21
Figura 3- Navio-Hotel Invicta	22
Figura 4- Autocarro da Bluebus City	22
Figura 5- Sala de Jantar do Navio-Hotel Amavida.....	23
Figura 6- Quarto do Navio-Hotel Douro Cruiser	23
Figura 7- Barco Rabelo Catarina do Douro	24
Figura 8- Barco Rabelo Carlota do Douro	24
Figura 9- Faturação total dividida por país.	26
Figura 11- Sala de Estar do Navio-hotel Douro Spirit	27
Figura 10- Quarto do Navio-hotel Queen Isabel.....	27
Figura 12- Vendas Consolidadas.	28
Figura 13-Evolução do Valor de Vendas do segmento de negócio Navios-Hotel, Navios-Hotel regulares e suítes	29
Figura 14- Evolução das vendas dos Navios-hotel Suítes e da Gestão Naval	30
Figura 15- Evolução do Preço Médio dos Navios-Hotel.....	31
Figura 16- Evolução dos Fornecimentos de Serviços Externos.....	32
Figura 17- Evolução dos Custos das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas.....	33

Figura 18- Evolução dos Custos com o Pessoal.....	33
Figura 19- Evolução do Investimento em Bens de Capital (CAPEX).....	34
Figura 20- Evolução do Capital Circulante (Inventários, Clientes e Fornecedores).....	35
Figura 21- Evolução dos prazos médios de recebimentos e dos prazos médios de pagamentos.....	36
Figura 22- Projeção da Taxa de Crescimento das Vendas	38
Figura 23- Projeção do preço médio por cliente dos Navios-hotel regulares e suítes	39
Figura 24- Projeção dos custos operacionais.....	41
Figura 25- Projeção das Vendas e do valor do EBITDA	42
Figura 26- Projeção da evolução da taxa de crescimento do investimento em bens de capital (CAPEX)	44
Figura 27- Projeção do valor das depreciações por período	45
Figura 28- Projeção das variações do capital circulante	47
Figura 29- Projeções das Depreciações e CAPEX	49
Figura 30- Valor da Empresa e decomposição deste valor em Capital Próprio e Dívida Líquida	53
Figura 31- Evolução do valor do REVPAR nos diferentes cenários utilizados no modelo de avaliação.	55

1. Introdução

A realização desta dissertação surge da interligação entre a realização do estágio curricular que decorreu no Departamento Administrativo e Financeiro do grupo Mystic Invest, grupo que detém a empresa Douro Azul-Sociedade Marítimo Turística, S.A., e a vontade de adquirir competências de análise financeira. Decidimos então que seria interessante abraçar o desafio de, com a informação disponível até à data, avaliar a empresa DouroAzul-SMT, S.A. Ao aceitar este desafio foi necessário adquirir inúmeros conhecimentos conceituais de finanças empresariais bem como aprender como avaliar uma empresa através de um modelo de avaliação financeira com ferramentas e processos muito próprios. Esta exigência unida ao facto deste tema se desviar do âmbito do plano de estudos do Mestrado que frequentei constituiu uma forte fonte de motivação para a realização desta dissertação.

A primeira parte desta dissertação foca-se no enquadramento teórico que suporta o modelo de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD), abordando em detalhe o Custo de Capital e o Fluxo de Caixa Livre para a empresa que constituem os principais pressupostos para a aplicação deste modelo.

Realizado o enquadramento conceitual, iniciamos a segunda parte desta dissertação com uma apresentação da empresa. Nesta apresentação é explicada a natureza da atividade operacional e analisada a evolução das variáveis que influenciam a sua operação.

Após estar apresentada a história da DouroAzul-SMT, S.A, avançamos com a construção do modelo de avaliação por FCD através da previsão das variáveis críticas que comandam a atividade operacional da empresa e fundamentam a execução deste modelo. Estimados estes valores, prosseguimos com a construção do modelo para avaliar a empresa, em finais de 2019.

Por fim, no sentido de desenvolver uma maior sensibilidade na avaliação, são assumidos dois cenários alternativos ao cenário base, exposto durante a dissertação. Um cenário pessimista e um cenário otimista cuja avaliação é comandada pela definição de diferentes tendências de evolução para os principais indicadores da atividade operacional. Este exercício de avaliação reflete exclusivamente a minha visão da empresa.

2. Revisão da Literatura

2.1 Método de Avaliação

O valor de uma empresa é calculado tendo em conta duas premissas fundamentais, a primeira respeita à capacidade de uma empresa gerar um retorno do capital investido superior ao custo médio ponderado do capital e a segunda à habilidade para esta crescer e desenvolver-se (Koller et al. 2005).

Cada ativo é representativo de valor. A chave para gerir os ativos de forma eficiente é, não só, ter a noção de qual é efetivamente o seu valor mas também perceber através de que variáveis cada ativo gera o valor em questão e qual a sua verdadeira fonte de criação (Damodaran 2012).

Existem vários pontos de interesse possíveis de ser encontrados quando avaliamos uma empresa. Uma avaliação pode ser feita com o intuito de aumentar o capital e gerar crescimento, criar programas de incentivos de forma a manter ou atrair novos colaboradores, realizar uma fusão, promover uma aquisição ou uma venda da empresa e até mesmo para desenvolver uma oferta pública inicial (Tolleryd and Frykman 2003). Todos estes fins são movimentos regulares no dia a dia do mundo empresarial o que torna as avaliações, atribuições dos valores reais e sustentados às empresas, algo comum. Nesse processo é fundamental considerar as particularidades das empresas pois cada empresa é uma empresa e a percepção no momento da avaliação do processo de geração de valor no futuro, não é uma ciência exata.

A base para avaliar a saúde financeira de uma empresa sustenta-se na premissa de que o valor económico dos ativos deve ser igual à diferença entre as suas obrigações e esses mesmos ativos (Modigliani and Miller 1958).

O modelo de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um dos modelos mais utilizados para avaliar uma empresa. Este modelo requer a análise de valores esperados dos fluxos de caixa da empresa tornando as previsões das receitas um dos principais motores para a obtenção dos resultados procurados, como constata Steiger (2010).

A identificação das variáveis que provocam impactos substantivos no valor da empresa é fundamental para o desenvolvimento de um modelo de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, classificado como o coração dos sistemas de avaliação empresarial por Luehrman (1998). O facto de chamar-se modelo FCD prende-se com a forma como inclui o risco associado à previsão dos fluxos de caixa na taxa de desconto aplicada aos fluxos de caixa estimados.

2.2 O Fluxo de Caixa Livre

O modelo de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado avalia as movimentações dos fluxos de caixa operacionais de uma empresa.

A tarefa de estimar os fluxos de caixa e conseqüentemente o valor intrínseco de uma empresa é uma tarefa bastante complexa. Esta complexidade aumenta quando a empresa abordada é uma empresa em crescimento exponencial, com poucos anos de existência ou está inserida num mercado emergente (Damodaran 2012). No entanto, ao obter as melhores previsões possíveis trazendo para bordo todos os pequenos detalhes com potencial para gerar incerteza, tornamos os resultados mais realistas, facto que constitui o principal alvo dos esforços desenvolvidos na procura pela execução, de forma precisa e eficaz, deste modelo.

Contudo, este modelo tem algumas desvantagens. Segundo Anjos e Braga (2014), o modelo de avaliação por FCD utiliza ferramentas de avaliação mecânicas que, uma vez utilizadas no cálculo do valor intrínseco, necessitam de ser alimentadas por uma grande quantidade de informação comparativamente com a informação necessária à execução de outros modelos utilizados para o mesmo fim como o modelo de avaliação por Múltiplos. Anjos e Braga (2014) sustenta ainda que pequenas alterações em indicadores chave podem trazer grandes diferenças para o resultado encontrado, tornando este modelo numa preza fácil para a manipulação financeira por parte de um analista que detenha particular interesse num determinado resultado.

A elaboração de uma análise detalhada do historial das demonstrações financeiras da empresa é fundamental para uma boa avaliação. É importante fazer uso de toda a informação crua e reorganizá-la de forma a alcançar uma análise o mais objetiva possível. Existem várias metodologias de reorganização de informação financeira entre elas o agrupamento de valores de acordo com a sua origem, isto é, utilizando como exemplo as entradas de dinheiro, é importante agrupá-las tendo em conta se provêm da atividade operacional da empresa ou de fontes externas de financiamento. Ao analisar o historial dos valores da empresa é possível perceber onde é que a empresa criou valor, identificar picos de crescimento e entender as razões que estão por detrás de um desenvolvimento significativo num determinado momento. (Koller et al. 2005).

O Fluxo de Caixa Livre (FCL) representa o fluxo de caixa de uma empresa gerado a partir da sua atividade operacional. O primeiro passo para o cálculo do FCL é a previsão das vendas da empresa. Ao elaborar uma previsão consistente das vendas devemos estimar a evolução dos dois indicadores que geram efetivamente o valor dos nossos proveitos, o preço médio por cliente e o número de clientes. Utilizando uma estratégia *bottom-up*, isto é, estimando estes valores com base na informação

histórica da empresa, obtida através dos relatórios de contas, e nas estratégias empresariais definidas pela administração, será possível criar limites que reflitam a realidade na previsão da evolução da atividade da empresa.

Contudo, a elaboração da projeção de vendas para um período de vários anos é sempre uma previsão com grande incerteza associada como defende Koller et al. (2005), onde cimenta a ideia de que as preferências dos clientes, as tecnologias e as estratégias empresariais estão em constante mudança e atualização, tornando obrigatória a remodelação dos valores encontrados ao longo da previsão de forma a garantir que estes se mantêm consistentes com a evolução da empresa.

Após estimadas as vendas para o período de previsão elegido, estão reunidas as condições para estimar os restantes valores, calculados como percentagem do total de vendas (método percentagem das vendas), que irão dar origem ao resultado operacional, ponto de partida para o cálculo do Fluxo de Caixa Livre. O resultado operacional esperado da empresa (EBIT) é ajustado de rubricas operacionais contabilísticas que não representam entradas ou saídas de caixa (por exemplo, Amortizações), deduzido do esforço de investimento (ativo não corrente e capital circulante) e dos impostos (estimados sobre resultado operacional de forma a serem excluídas considerações de estrutura de capital).

Uma questão fundamental ao calcular o Fluxo de Caixa Livre é ter a perceção da separação das decisões de investimento e de financiamento. Concretamente, o Fluxo de Caixa é liberto para remunerar todos os *stakeholders* (dívida e capital próprio) e, por isso, ignora variáveis relacionadas com financiamento (aumentos e diminuições de capital próprio e de dívida, juros e dividendos).

2.3 Taxa de Desconto - Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC)

O risco está associado à probabilidade de recebermos um retorno do nosso investimento diferente daquele que seria expectável (Damodaran,2012).

Para estimar o valor da empresa é necessário descontar ao momento da avaliação os fluxos de caixa esperados. Note-se que o Fluxo de Caixa estimado é liberto para todos os *stakeholders* da empresa. Por isso, a taxa de desconto deverá representar, para estes, o custo de oportunidade do capital investido. Esse custo de oportunidade, sendo o retorno esperado de um ativo de risco similar ao ativo em que se investe, é desejavelmente uma taxa de mercado. Existindo mais do que uma fonte de capital, então a taxa de desconto tem de representar o custo médio ponderado de capital (próprio e alheio). Os ponderadores representam a estrutura de capital alvo da empresa. Considerações sobre

a estimativa da estrutura de capital alvo, do custo de capital próprio e do custo da dívida são efetuadas nas próximas seções.

2.4 Estrutura de Capital Alvo

A estrutura de capital varia ao longo do tempo. A questão fundamental na definição da estrutura de capital alvo é, a atribuição do peso a cada fonte de capital (próprio e passivo financeiro) apresentar consistência com a implementação da estratégia da empresa a médio e longo prazo.

O recurso principal de uma empresa é a corrente de fluxos de caixa que são gerados pelos ativos (Brealey et al. 2017). Dependendo da indústria onde a empresa se insere, as políticas de estrutura de capital diferem. Por exemplo, uma empresa cuja atividade dependa do valor dos ativos fixos tangíveis como navios, hotéis ou aviões por norma irá trabalhar com um valor de dívida relativamente elevado: a estratégia de financiamento escolhida dificilmente passará por financiar-se fundamentalmente através do seu capital próprio. Por outro lado, empresas tecnológicas que desenvolvam software ou que estejam ligadas a sistemas de informação deverão apresentar uma maior facilidade em financiarem-se através do seu capital próprio pois a sua atividade depende em menor escala de um grande investimento em ativos fixos tangíveis.

A estrutura de capital alvo deverá refletir as expectativas dos analistas sobre a estrutura de capital, da empresa objeto de avaliação, no futuro. Esta estrutura é calculada utilizando alguns indicadores tais como a atual estrutura de capital, com base no mercado onde a empresa exerce a sua atividade, a estrutura de capital de empresas concorrentes e as políticas de gestão financeira e estratégia empresarial (Anjos e Braga 2014). O equilíbrio ideal, entre as fontes de financiamento, é aquele onde o valor da empresa é maximizado, uma vez que os custos e benefícios originados pela alavancagem financeira estejam claramente definidos. Contudo, a consideração chave a suportar a ideia de estrutura de capital alvo é a consistência com a implementação a longo prazo da estratégia da empresa.

2.5 Custo do Capital Próprio

O custo do capital próprio representa o que um acionista exige pelo seu investimento na empresa. O que comanda a exigência do acionista é o seu custo de oportunidade em alocar capital à empresa. Esse custo de oportunidade é medido pelo potencial retorno obtido no investimento num mercado com risco similar. Trata-se por isso de uma taxa de mercado.

O modelo mais utilizado para estimar a taxa de retorno exigida por um acionista é o Modelo de Valorização de Ativos Financeiros mais conhecido como “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM) desenvolvido por Sharpe (1964). Este modelo é construído com base na premissa de que a taxa de retorno equivale ao valor da taxa de retorno isenta de risco adicionada de um prêmio de risco que reflete duas variáveis: o fator de risco não diversificável multiplicado pela sensibilidade do retorno de capital próprio da empresa em avaliação face as variações desse fator de risco não diversificável (coeficiente beta). É nestes três elementos – taxa de retorno isenta de risco, beta e fator de risco não diversificável - que nos iremos focar de seguida.

2.5.1 Taxa de Retorno Isenta de Risco

A Taxa de Retorno Isenta Risco (TRIR) reflete a taxa de retorno que um investidor obteria se exposto a um ativo livre de risco. Uma boa referência é a taxa de retorno de investimento em obrigações de longo prazo emitidas por um Estado Soberano com baixo risco de crédito.

É importante eleger uma taxa de retorno com uma maturidade que esteja em concordância com o período de duração do investimento. As TRIR com um curto período de maturidade (2 a 5 anos), geralmente, não satisfazem esta condição estando ainda expostas a constantes alterações e atualizações. Por outro lado, as TRIR com um longo período de maturidade (15 a 20 anos) apresentam menor liquidez. Perante isto, é usual utilizar-se uma maturidade de 10 anos.

2.5.2 Valor de Beta

O valor do Beta da empresa mede a sensibilidade da empresa perante fatores de risco sistemáticos. No modelo CAPM existe um fator de risco sistemático, representado pelo prêmio de risco de mercado. Para a estimação do custo do capital próprio é necessário considerar o beta do capital próprio, que difere do beta da empresa se existir dívida. Assim, caso o Beta do capital próprio seja 0 o custo de oportunidade de capital próprio é simplesmente a Taxa de Retorno Isenta de Risco (TRIR). Se o beta de capital próprio for igual a 1 então o custo de oportunidade de capital próprio é o retorno esperado de uma carteira de mercado bem diversificada.

O Beta do capital próprio é calculado a partir do Beta da empresa, incorporando a informação da taxa de imposto e da estrutura de capital alvo. Na equação (1) é apresentada a fórmula para calcular o beta do capital próprio, em que B_u corresponde ao Beta da empresa, $\frac{D}{E}$ (Dívida sobre Capital próprio) representa a estrutura de capital e T, a taxa de imposto efetiva.

$$\beta_l = \beta_u \times \left[1 + \frac{D}{E} \times (1 - T) \right]$$

Equação 1- Equação do Beta do Capital Próprio

Note-se que dado o beta da empresa e a taxa de imposto, quanto maior o nível de dívida maior o beta do capital próprio. Isto decorre fundamentalmente da posição contingente dos direitos do capital próprio numa empresa. Quanto mais dívida, mais residual fica a posição do capital próprio e, por isso, mais sensível a mudanças dos fatores de risco sistémicos relevantes.

Tipicamente o processo de estimação do beta faz uso de dados históricos dos retornos da empresa (se cotada) e do mercado. Esta via de estimação está totalmente dependente do período de amostra e, muito importante, das características da empresa no passado. Mas como o processo de estimação do custo do capital próprio deve ter em conta o futuro, coloca-se a questão de saber se é estimado que a atividade da empresa venha a passar por mudanças estruturais. Se assim for, o uso de dados históricos para estimar o beta pode induzir em erros relevantes. Caso a empresa em avaliação não esteja cotada, pode fazer-se uso dos betas estimados para empresas comparáveis cotadas (por exemplo, que operam no mesmo sector de atividade) ou empresas cotadas com forte relação à empresa em avaliação.

2.5.3 Prémio de Risco do Capital

O último elemento utilizado no cálculo do CAPM é o Prémio de Risco do Capital (PRC) que também apresenta relação com o país onde a empresa está sediada. Um método para estimar o PRC ou prémio de risco de mercado é através da análise do historial de dados sendo que quanto mais longo for o período histórico analisado maior será a confiança na atribuição de um valor a este prémio (Koller et al. (2005)). Apesar da volatilidade dos prémios de risco de mercado no curto prazo, é sabido que, em períodos temporais longos, a sua dinâmica apresenta sinais de forte reversão para um nível médio estável (por exemplo, entre 5% e 6% nos EUA, Faria and Verona, 2018).

2.6 Custo da Dívida

As empresas devem debater a questão do financiamento da dívida de forma minuciosa pois existem múltiplas formas de o fazer (Brealey et al. 2017). A dívida pode ser contraída a curto ou a longo prazo, com taxas fixas ou variáveis, num mercado local ou internacional e ainda é possível executar uma venda pública da dívida ou contrai-la junto de intermediários financeiros (bancos, por exemplo) ou junto de um número reduzido de investidores. O custo da dívida é menor do que o custo de capital sob a ótica da natureza da sua liquidação (Brealey et al. 2017). A questão fundamental é que a dívida tem direitos contratuais perante a geração de valor da empresa, sem direitos de controlo, ao passo que o capital próprio por ter direitos de controlo tem direitos contingentes, residuais perante a geração de valor da empresa.

O custo da dívida representa o retorno exigido pelo agente ou entidade que realiza um empréstimo à empresa, conceito ao qual normalmente é atribuída a terminologia de taxa de juro. Segundo Steiger (2010), o fator que representa maior influência neste custo é o risco de crédito traduzido, por exemplo numa classificação do crédito, "*credit rating*". Uma empresa classificada com AAA tem a capacidade de contrair um empréstimo a uma taxa de juro bastante inferior comparativamente com uma empresa que esteja classificada com uma pior nota, por exemplo BB-. Por outro lado, empresas que operem em países com baixa classificação do crédito e que possuam uma taxa de cobertura de juro elevada, devem representar esta discrepância no cálculo do custo de dívida, principalmente se os rendimentos provierem, na sua maioria, da atividade exercida no país em questão.

Os custos associados às taxas de juro são geralmente dedutíveis nos impostos, o que faz com que o custo de dívida efetivo seja sempre inferior ao custo que resulta da taxa de juro, calculada segundo normas contabilísticas, e paga aos investidores.

2.7 Valor Terminal

Uma questão muito relevante aquando da avaliação de um ativo respeita ao período de vida estimada desse ativo. Salvo informação contrária, ao avaliar uma empresa assume-se em consistência com o princípio da continuidade que a empresa tem vida infinita. Do ponto de vista analítico isto implica avaliar explicitamente o valor terminal assumindo uma perspetiva de continuidade. O valor terminal representa uma parte preponderante na avaliação de uma empresa pois o seu impacto no valor da mesma é significativo, devendo o seu cálculo seguir um processo rigoroso e consistente de

forma a não ignorar alguns pressupostos que podem ser a origem da criação de erros no apuramento do valor final.

Calculado o valor do Fluxo de Caixa Livre do último ano do período de planeamento, é necessário assumir uma taxa de crescimento nominal (g) na perpetuidade dos Fluxos de caixa. A referência natural para g é a taxa de inflação de longo prazo. Considerando o último fluxo de caixa estimado, a taxa g e o custo médio ponderado de capital é estimado o valor terminal (2).

$$\text{Valor terminal} = \left[\frac{(1+g)*FCL}{CMPC-g} \right] \quad (2)$$

Equação 2- Equação do Valor Terminal

O último fluxo de caixa deve representar o andamento estimado da empresa em velocidade cruzado. Nesse sentido, segundo KAPLAN and RUBACK (1995), assumindo um crescimento constante na perpetuidade, devemos ajustar, no último ano de previsão, o valor estimado de depreciações e amortizações de forma a este valor ser, pelo menos, tão elevado quanto o valor dedicado ao investimento em capital imobilizado. A melhor forma de eliminar algum tipo de inconsistência é mesmo igualar o valor destes dois elementos ajustando o valor que fizer mais sentido quando analisado em conjunto com as projeções dos anos anteriores. A ideia subjacente é de que no longo prazo há investimento para repor desgaste da capacidade instalada.

2.8 Valor da Empresa

O valor da empresa a um determinado momento de tempo é a soma dos valores descontados dos Fluxos de Caixa e do Valor Terminal. A taxa de desconto representa o custo de capital associado à estrutura de capital alvo da empresa.

3. Metodologia de Investigação

A unidade de análise deste trabalho é a Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A. e foi selecionada no âmbito do estágio curricular desenvolvido no grupo Mystic Invest. Esta organização exerce a sua atividade operacional no setor do turismo em particular nos subsetores da Hotelaria e das Viagens Cruzeiro. O estudo de caso consiste na aplicação de um modelo de avaliação financeira da Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A..

3.1 Recolha de Dados

Para a elaboração deste trabalho foi solicitado à empresa a disponibilização dos relatórios de contas relativos ao período compreendido entre 2014 e 2017, os quais englobam:

- i. Informação contabilística, nomeadamente as demonstrações de resultados e os balanços contabilísticos dos anos mencionados.
- ii. Informação relevante sobre a estratégia empresarial e sobre as alterações observadas em alguns indicadores financeiros de desempenho.
- iii. Informações de investimento e estrutura de endividamento.
- iv. Outras informações relevantes

3.2 Objeto de Estudo

O objeto de estudo deste trabalho é a aplicação do modelo de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado à empresa Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A..

A aplicação deste modelo de avaliação requer a identificação das variáveis críticas que comandam a geração de valor da empresa (*value drivers*) e a projeção de fluxos de caixa que, por sua vez, implica os seguintes pressupostos:

- (i) Análise e previsão da atividade operacional da empresa.
- (ii) Elaboração de um plano de investimentos que englobe a análise dos ativos fixos e do capital circulante da empresa.
- (iii) Definição da estrutura de capital alvo da empresa.
- (iv) Estimação do custo de capital da empresa refletindo todos os pontos anteriores.

4. Apresentação e análise da empresa

4.1 Apresentação da empresa

A Douroazul-Sociedade Marítimo-Turística, S.A. é uma empresa que opera no setor do turismo. A sua história começa a ser contada no ano de 1993 com a criação da empresa Ferreira & Rayford Turismo,Lda que, sob o comando do então CEO, Mário Ferreira, adquiriu o primeiro barco ao qual foi atribuído o nome de Vista Douro. Após três anos de atividade, em 1996, a empresa cresceu com a aquisição da marca DouroAzul que, desde então, dá o nome e a face a esta empresa. É neste mesmo ano, 1996, que são adquiridos o primeiro barco rabelo, Princesa do Douro, e o primeiro navio-hotel, Alto Douro, dando início à criação de uma vasta frota de embarcações.

Esta empresa exerce a sua atividade no Vale do Douro. Apesar da deslocação por via marítima estar presente em praticamente todas as atividades operacionais, a DouroAzul-SMT, S.A., opera em diferentes segmentos de negócio. Os barcos rabelos viajam entre as pontes que ligam o Porto e Gaia enquanto os navios-hotel realizam cruzeiros que partem do centro histórico do Porto em direção a dois diferentes destinos, Barca d'Alva e Vega Terron. Existe a possibilidade, neste último destino, da viagem se estender até Salamanca por via terrestre através da utilização da frota de autocarros disponível. A empresa providencia ainda viagens temáticas às quintas do Alto Douro Vinhateiro.

A DouroAzul-SMT, S.A., ao longo dos anos, realizou um grande investimento na sua frota o que lhe permite hoje de poder contar com doze embarcações: sete navios-hotel, três barcos rabelos e dois lates. A empresa é ainda detentora de uma frota de vinte e seis autocarros que acompanham os navios-hotel ao longo de vários dias, seguindo os seus itinerários.



Figura 2- Navio-Hotel Douro Spirit
Fonte: www.cruisemapper.com/ships/MS-Douro-Spirit-1427



Figura 1- Piscina do Navio-Hotel Douro Spirit
Fonte: <http://www.douroazul.com>

No exercício de 2018, a empresa colocou a bordo cerca de 164 100 passageiros, dos quais 144 608 viajaram em barcos rabelos, 19 396 em navios-hotel com cruzeiros regulares de 7 noites e apenas 96 em cruzeiros com uma duração inferior a 7 noites. É importante realçar que alguns segmentos de negócio se encontram com a sua atividade suspendida ou com o indicador de desenvolvimento das vendas negativo desde o final do exercício de 2017 como são exemplos o hotel flutuante, Invicta, e o Bluebus City Tours, negócio já alienado.



Figura 3- Navio-Hotel Invicta
Fonte: www.newtravelcom.blogs.sapo.pt



Figura 4- Autocarro da Bluebus City
Fonte: <http://www.visitportoandnorth.travel>

Para além destas doze embarcações, a DouroAzul-SMT, S.A., exerce atividade através da prestação de serviços em mais três embarcações que são propriedade da empresa Viking Cruises. Esta atividade dá origem a mais um segmento de negócio classificado como Gestão Naval. Neste segmento é prestado o serviço de manutenção de todo o navio-hotel garantindo a otimização dos recursos e permitindo à Viking Cruises oferecer um serviço aos seus clientes nas melhores condições operacionais.

O setor do turismo, em particular o subsector relacionado com a realização de viagens cruzeiro, está a tornar-se num setor extremamente competitivo. O Vale do Douro é um cenário considerado muito atrativo, facto que faz com que muitos investidores e empreendedores vejam aqui, a oportunidade de expandirem o seu negócio num setor em constante crescimento e evolução.

A DouroAzul-SMT, S.A. venceu os óscares, em 2014, 2016, 2017 e 2018 da gala da World Travel Awards, na categoria de melhor empresa de cruzeiros fluviais da Europa. Estes prémios trouxeram um grande prestígio para a empresa e consolidaram ainda mais a sua posição e visibilidade no setor.

A evolução do volume de negócios tem sido sustentada pelo valor de vendas apresentado pelos navios-hotel que representam o maior contributo com uma distância considerável para o valor associado aos outros segmentos de negócios da empresa.

4.2 Segmentos de negócio

4.2.1 Navios-Hotel

O segmento de negócio dos navios-hotel consiste na venda de um serviço que engloba viagem, estadia e toda a experiência que é possível usufruir numa unidade hoteleira que se localize em terra firme. Estes navios têm comodidades equivalentes às apresentadas por um hotel de luxo. São ainda equipados com tecnologias modernas e possuem uma decoração cujo design promove a elegância e o conforto oferecidos aos passageiros durante a sua estadia ao longo do cruzeiro pelo rio Douro.

Os navios apresentam uma capacidade máxima compreendida entre os 100 e os 130 passageiros que estão distribuídos, no caso de uma das maiores embarcações, o navio-hotel Douro Spirit, por 62 cabines duplas e 3 suítes instaladas ao longo dos 80 metros de comprimento.

Por fim, estas embarcações oferecem as mais diversas facilidades como piscina, ginásio, spa, restaurante, bar com pista de dança, elevador, ligação Wi-fi em todo o navio, massagens terapêuticas e ainda um *deck* solar.



Figura 5- Quarto do Navio-Hotel Douro Cruiser
Fonte: <http://www.douroazul.com>



Figura 6- Sala de Jantar do Navio-Hotel Amavida
Fonte: <http://www.douroazul.com>

4.2.2 Barcos Rabelos

Este segmento de negócio tem origem na criação de réplicas dos tradicionais barcos rabelos que navegavam pelo rio Douro transportando as pipas do vinho do Porto. Estas réplicas foram criadas com um design contemporâneo onde imperam as cores vivas como o azul e o amarelo. Possuem ainda uma cobertura de vidro que permite dividir os passageiros entre a parte interior e exterior ao longo da embarcação com capacidade máxima para 137 passageiros.

Os barcos rabelos são equipados com bancos ergonómicos e têm um equipamento de acesso aos áudio-guias, disponíveis em 16 diferentes idiomas, que descrevem os aspetos com assumida relevância existentes na paisagem e no património envolvente.



Figura 8- Barco Rabelo Carlota do Douro
Fonte: <http://www.vdn.pt>



Figura 7- Barco Rabelo Catarina do Douro
Fonte: <http://www.vdn.pt>

4.2.3 Gestão Naval

Um navio necessita de cuidados preventivos, decorrendo desta necessidade a realização de manutenções com elevada frequência. A DouroAzul-SMT S.A. possui uma frota de 12 embarcações cuja manutenção é feita pela empresa estando implementado um departamento de manutenção cuja eficácia é reconhecida. Este departamento é também detentor de uma vasta gama de recursos náuticos que juntamente com todas as outras competências adquiridas atrai as restantes empresas de cruzeiros fluviais a subcontratar este serviço em vez de internalizá-lo.

4.2.4 Bluebus City Tours

O segmento de negócio Bluebus City Tours, como o nome sugere, oferece um serviço que providencia passeios de autocarro, com uma vista privilegiada, pela cidade do Porto. À semelhança dos barcos rabelos estes autocarros possuem áudio-guias disponíveis em 16 idiomas diferentes. Este segmento realiza a sua atividade operacional utilizando uma frota de 10 autocarros, cada um com 49 lugares. Atualmente a DouroAzul-SMT, S.A. funciona como um operador turístico neste segmento, realizando apenas a venda da experiência ao consumidor final.

4.3 Evolução do setor do Turismo em Portugal

O setor do Turismo ganha importância no panorama nacional ano após ano, atualmente representa o principal setor económico de exportação. Em 2018, o peso das receitas Turísticas representou 18,6% do valor correspondente às exportações globais. Para este resultado contribuiu sobretudo o valor da exportação de serviços proveniente do Turismo, que representou uma parte significativa, cerca 51,5%, da exportação global de serviços.

No ano de 2018 este setor apresentou vários indicadores de crescimento relativamente ao ano de 2017, entre os quais, são merecedores de destaque, o crescimento do número de hóspedes em 3,8%, alcançando o valor de 24,8 milhões de hóspedes e o crescimento das receitas em cerca de 9,6% representando agora um encaixe de 16 614 milhões de euros.

Quanto à divisão por regiões, a área metropolitana de Lisboa posiciona-se na frente com uma quota de 30,1% dos hóspedes. O restante pódio é preenchido pela região Norte e Algarve com quotas de 21,1% e 18,7% do total de hóspedes, respetivamente.

A Europa continua a ser o grande responsável pelo crescimento do setor nacional do Turismo representando, no ano de 2018, 81% das dormidas de estrangeiros em Portugal. Contudo, o continente Europeu apresentou uma quota inferior à observada no ano de 2017. Este fenómeno não representa necessariamente um decréscimo do número de turistas, provenientes da Europa, mas sim a conquista de terreno, na quota de mercado de emissão de turistas, por parte do continente Americano. Este continente contou, em 2018, com um aumento considerável da quota de mercado das dormidas de turistas, em Portugal, tendo a América do Norte obtido uma taxa de crescimento de emissão de turistas de 12% e a América do Sul de 20,5% (TravelBI, 2018).

4.4 Principais mercados alvo

A DouroAzul-SMT, S.A. vende quase a totalidade dos seus serviços a operadores turísticos que fazem com que o serviço chegue até ao consumidor final. Podemos então afirmar que a empresa está sobretudo presente num mercado com um contexto “*Business-to-Business*” (B2B) o que permite obter inúmeras vantagens comerciais através da maior facilidade de acesso a recursos e a informação. Esta facilidade promove a criação de vantagens competitivas perante outras empresas do mesmo ramo que operem em contexto “*Business-to-Consumer*” (B2C).

Os dois principais mercados alvo são o continente Europeu e o continente Americano. Os turistas provenientes do continente Europeu representam 47,50% do valor total de faturação, sendo que para este resultado, os países que mais contribuem são a Inglaterra, a Alemanha e a Áustria. Os clientes Europeus provêm de 20 diferentes países, contudo os 3 países, em destaque, representam 97% do total da faturação atribuída a turistas com origem no continente Europeu.

Se já existia um público alvo muito específico e uma faturação com enfoque estratégico em poucos países no continente Europeu, esta tendência ainda se intensifica mais quando analisamos a distribuição da faturação no continente Americano. Os Estados Unidos da América representam 80% do total de faturação de clientes com origem neste continente e cerca de 42% do total de faturação da empresa. Esta posição consolidada dos Estados Unidos da América deve-se sobretudo à parceria desenvolvida com a empresa AmaWaterWays River Cruises que é responsável por fazer a ligação ao consumidor final neste país.

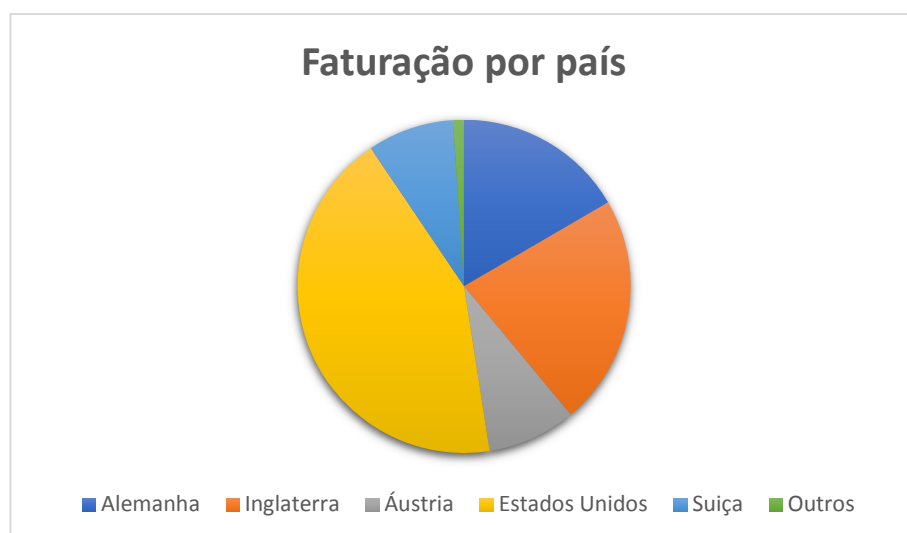


Figura 9- Faturação total dividida por país.

4.5 Tendências dos segmentos de negócio

O luxo está diretamente ligado à prática de preços elevados que são atribuídos a produtos raros e com distinta qualidade. Estes produtos chegam até aos clientes através de um serviço de excelência. Desta forma, com a mesma capacidade de alojamento, a empresa pode alcançar valores de faturação muito superiores.

É neste sentido que a DouroAzul-SMT, S.A. tem trabalhado, com o intuito de aumentar o valor das suas vendas mantendo o tamanho da sua frota de embarcações. Contudo, o fornecimento de um serviço de luxo implica algumas contrapartidas sendo a principal o investimento que a oferta de um serviço de excelência requer.

Em primeira instância, é necessário rever todos os fornecedores contratados de maneira a garantir que a qualidade dos produtos se encontra em concordância com a excelência pretendida na realização do serviço. Esta concordância estende-se a todo o navio-hotel impondo que as instalações e infraestruturas acompanhem a evolução, algo que só é possível através de um constante investimento na renovação e manutenção do navio-hotel. Este investimento tem como objetivo priorizar a elegância e o conforto que são essenciais quando pretendemos ascender no poder económico do público alvo e consequentemente no preço médio por cliente, indicador que está na origem do pretendido aumento nos proveitos.

A evolução observada no setor do Turismo em Portugal permite a empresas como a DouroAzul-SMT, S.A. assumirem posições de destaque que promovem a procura de alguma seletividade na escolha do público alvo. Esta procura seletiva tem como principal objetivo gerar maior receita com a utilização da mesma capacidade operacional através de um investimento contínuo nas infraestruturas, qualidade dos produtos e formação dos colaboradores.



Figura 11- Quarto do Navio-hotel Queen Isabel
Fonte: <http://www.douroazul.com>



Figura 10- Sala de Estar do Navio-hotel Douro Spirit
Fonte: <http://www.douroazul.com>

4.6 História da Empresa

4.6.1 Evolução das Vendas

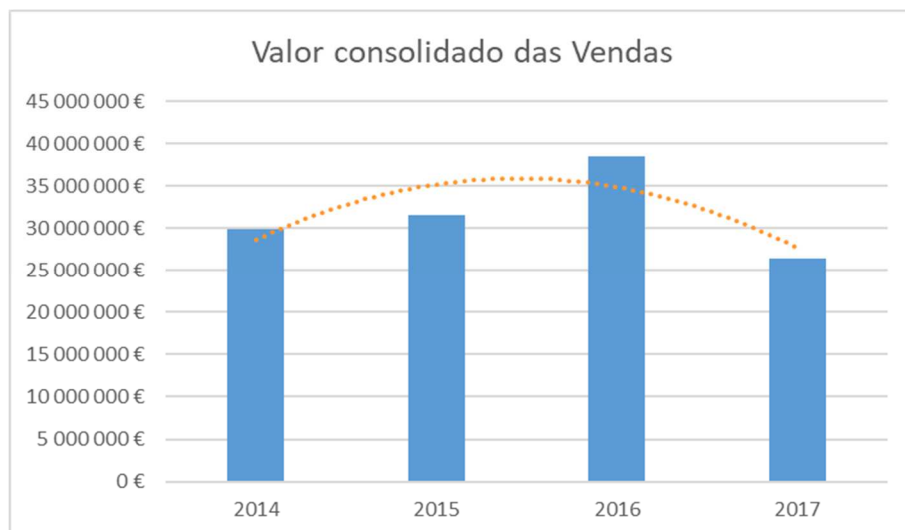


Figura 12- Vendas Consolidadas.

A evolução das vendas da DouroAzul-Sociedade Marítimo-Turística, S.A está representada na Figura 12. Os esforços desenvolvidos em diferentes direções, ao longo dos anos, explicam as diferenças registadas nos valores de vendas. No entanto, o negócio principal da empresa - os navios-hotel regulares – manteve uma evolução positiva constante.

Entre 2014 e 2015 verificou-se uma ligeira subida do valor das vendas tendo, esta rúbrica, apresentado uma taxa de crescimento de aproximadamente 6%. Este crescimento foi fundamentado pelo aumento do preço médio por cliente pois a capacidade da frota de embarcações manteve-se inalterada. A única área de negócio que registou um aumento significativo do número de clientes, cresceu 88,20% em relação ao ano anterior, foi o segmento de negócio ligado às viagens em barcos rabelos que, por sua vez, apenas representou 1,50% do valor consolidado de vendas, em 2015.

No final do ano de 2015 ocorreu um investimento no segmento navios-hotel suítes que originou, durante o ano de 2016, uma taxa de crescimento de 60% do valor de vendas deste segmento.

Este crescimento juntamente com o aumento do preço médio por cliente, cerca de 17,53%, fez com que os navios-hotel suítes fosse o grande responsável pelo valor consolidado das vendas apresentar um crescimento de 21,70%, entre os anos de 2015 e 2016. Todos os outros segmentos de negócio acompanharam a tendência de evolução, embora tenham apresentado valores de

crescimento menos expressivos. No final do exercício de 2016, a DouroAzul-SMT, S.A., apresentou um valor consolidado de vendas de € 38M.

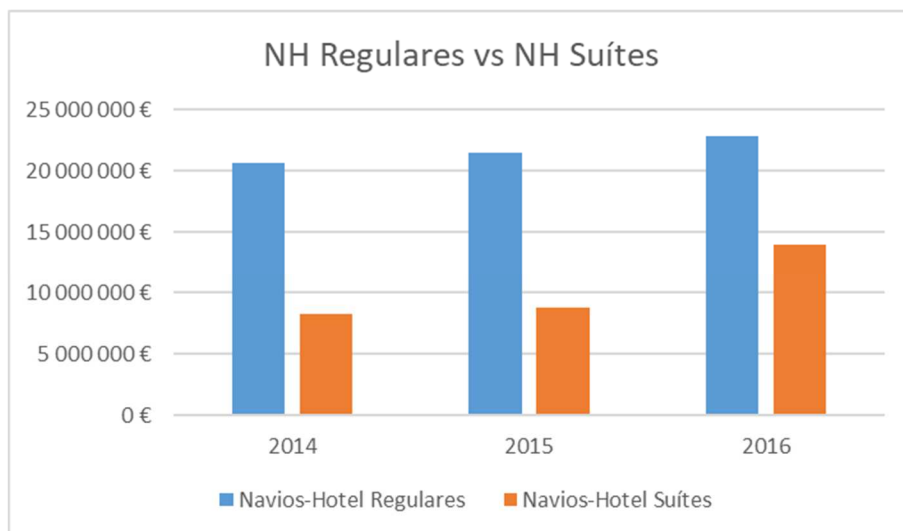


Figura 13-Evolução do Valor de Vendas do segmento de negócio Navios-Hotel, Navios-Hotel regulares e suítes

No exercício de 2017, ocorreram mudanças significativas a nível estratégico na estrutura dos segmentos de negócio. Estas mudanças resultaram num decréscimo do volume de negócios consolidado de € 12M.

Entre as alterações mencionadas, destaca-se o abandono da exploração de um dos segmentos de negócio que gerava mais receita, os navios-hotel suítes, que representavam, em 2016, 36,24% do valor de vendas consolidado. O abandono do contrato de gestão comercial, dos navios-hotel presentes neste segmento, deu a origem à criação de um novo segmento de negócio, a Gestão Naval, que tem como objetivo garantir a manutenção dos navios bem como a sua total operacionalidade. Este novo segmento representou, nesse mesmo ano, 9,56% do valor de vendas consolidado.

Apesar desta alteração ser a alteração com maior impacto nas variações observadas nos resultados, existiu o contributo de mais fatores. O navio-hotel Invicta deixou de realizar viagens passando a operar como hotel flutuante e o segmento de negócio da Bluebus City Tours foi destacado com intuito de promover uma cisão-fusão com a empresa Roller Town.

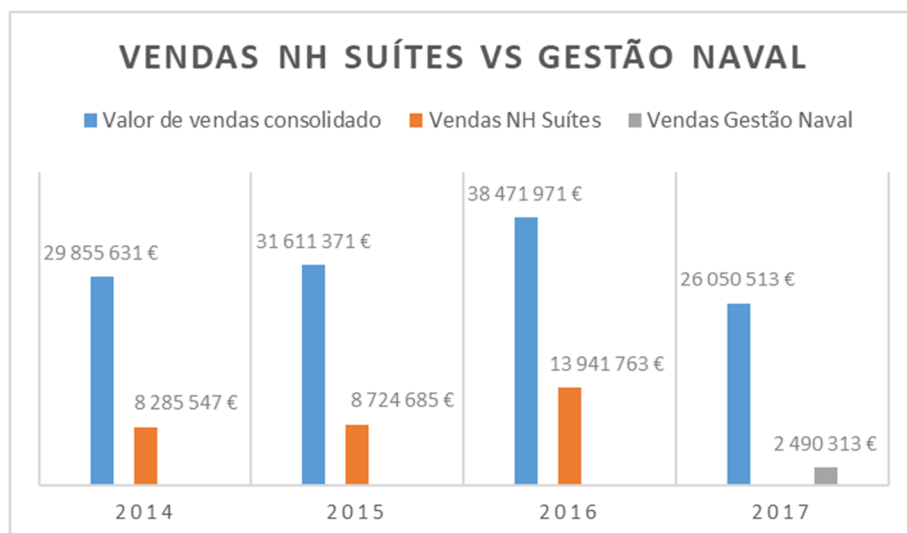


Figura 14- Evolução das vendas dos Navios-hotel Suítes e da Gestão Naval

No final do exercício de 2017, a DouroAzul-SMT, S.A., tinha as suas linhas estratégicas bem definidas assim como a maturidade operacional necessária para iniciar uma fase de crescimento constante e sustentado.

A estratégia da empresa consistia no alcance de um aumento dos ganhos operacionais através do aumento do rendimento obtido junto de cada cliente. A empresa pretendia justificar a subida do preço médio por cliente com a elevação da qualidade do serviço prestado. Este incremento na qualidade seria suportado pelo investimento na manutenção e renovação das infraestruturas das embarcações assim como pela aposta na formação dos seus colaboradores.

4.6.2 Evolução do Preço Médio

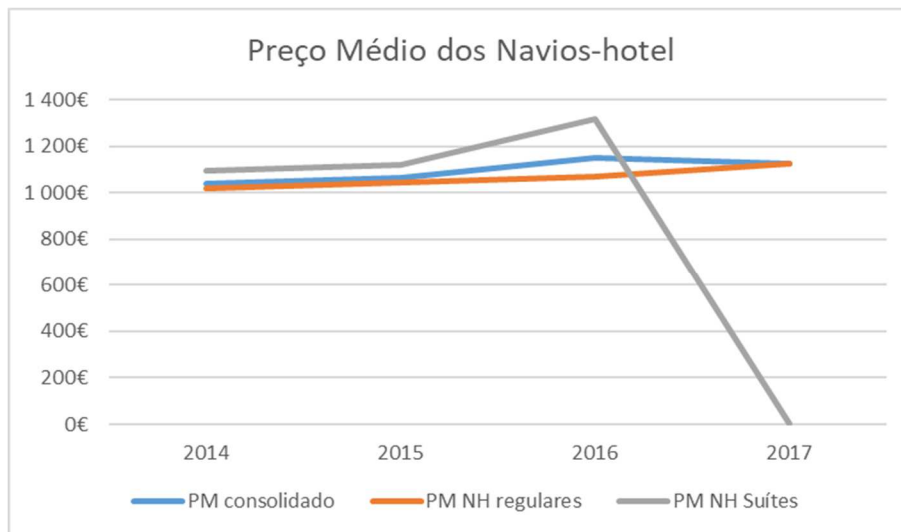


Figura 15- Evolução do Preço Médio dos Navios-Hotel

Em 2016, o preço médio do segmento de negócio de navios-hotel apresentou um aumento de aproximadamente 8%, em relação a 2015, atingindo assim um valor recorde até então. Neste crescimento, os navios-hotel suítes, assumiram um papel preponderante pois os preços que praticavam eram mais elevados do que os praticados pelos navios-hotel regulares.

Contudo, em 2017, este sentido inverteu-se com o decréscimo das vendas dos navios-hotel em cerca de 40%. Esta alteração teve um impacto negativo no preço médio consolidado, tendo decrescido, em relação a 2016, 2,33%.

A variação negativa apresentada no preço médio consolidado do segmento de negócio de navios-hotel é explicada pelo abandono da atividade de gestão comercial dos navios-hotel suítes. O abandono desta atividade inverteu o sentido crescente do preço médio consolidado deste segmento apesar das vendas dos navios-hotel regulares terem ostentado um crescimento positivo, como é possível observar na figura 15.

4.6.3 Evolução dos Custos Operacionais

O Fornecimento de Serviços Externos (FSE) é o grupo de custos com maior peso no EBITDA. Representou, em 2017, cerca de 47% do valor total de vendas de bens e serviços. O valor do FSE é composto principalmente pela realização de subcontratos que correspondem a despesas que incorrem aquando da aquisição de serviços necessários ao funcionamento em pleno da atividade operacional, serviços esses que a empresa não tem capacidade para oferecer ou não constituem apostas rentáveis.

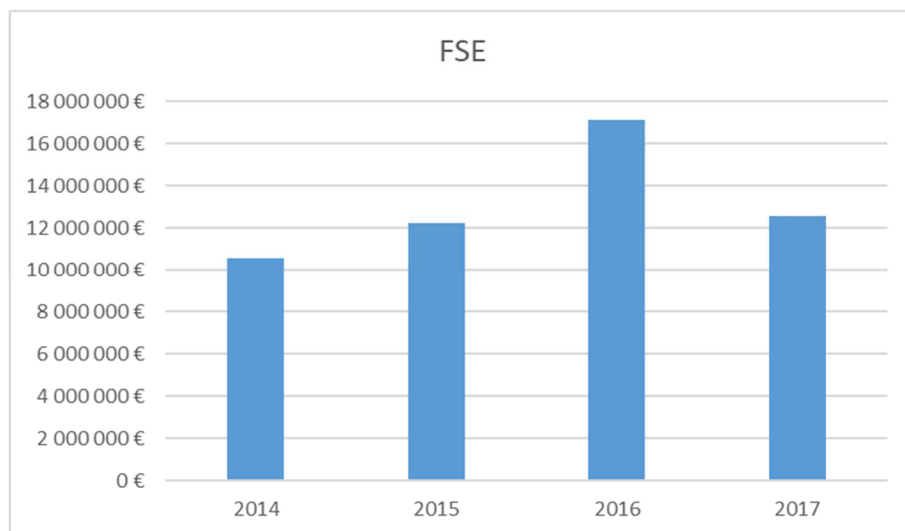


Figura 16- Evolução dos Fornecimentos de Serviços Externos

Por outro lado, o Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC) acompanhou, ao longo do período analisado, as movimentações do valor das Vendas. É possível observar um decréscimo acentuado, em 2017, devido ao abandono do segmento de navios-Hotel suites. Este segmento representava uma porção considerável no valor do CMVMC, devido ao preço de custo elevado dos produtos que constavam no seu inventário que, por sua vez, apresentava uma composição bem diversificada. A DouroAzul-SMT, S.A. apresentou um valor de CMVMC estável, entre 2014 e 2017, que aumentou em menor proporção do que o preço médio por cliente, facto que constitui um indicador estratégico positivo a longo prazo.

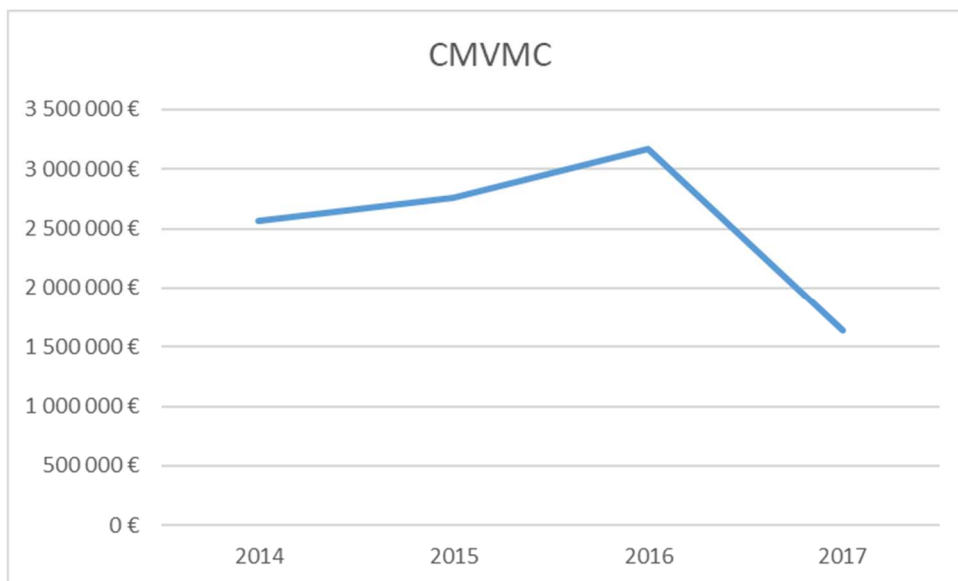


Figura 17- Evolução dos Custos das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

Os Custos com Pessoal representaram, em 2017, aproximadamente 32% do valor total de vendas. O aumento observado neste custo, de 25% entre 2014 e 2017, é justificado pela alteração da estratégia na gestão do pessoal, alteração esta que implicou um reforço das equipas com o intuito de diminuir os custos associados à subcontratação de serviços. A estratégia apresentada permitiu ainda o fortalecimento dos grupos de trabalho e a possibilidade de retirar uma maior rentabilidade do investimento na formação dos colaboradores.



Figura 18- Evolução dos Custos com o Pessoal

4.6.4 Evolução do Investimento em Bens de Capital

O Investimento em bens de Capital (CAPEX) foi algo volátil até ao ano de 2017. Esta volatilidade é justificada pela forte aposta no reforço da frota de embarcações. Em 2014, a DouroAzul-SMT, S.A. investiu cerca de 2,5 milhões de euros na renovação dos navios-hotel assim como 1,5 milhões de euros no navio Trafaria Praia cujo intuito, deste último investimento, era dar início à exploração do rio Tejo.

Após o ano de 2014, o valor de investimento em imobilizado assumiu uma tendência decrescente, com a exceção do ano de 2016, onde existiu uma remodelação das infraestruturas de alguns navios-hotel como o Douro Cruiser, o Douro Queen e o Douro Spirit. O investimento nas infraestruturas destes navios teve como principal objetivo reunir as condições necessárias para fazer face ao planeado abandono da exploração e gestão comercial dos navios-hotel suítes. Através deste movimento a empresa conseguiu reduzir o impacto negativo que adveio dessa situação.

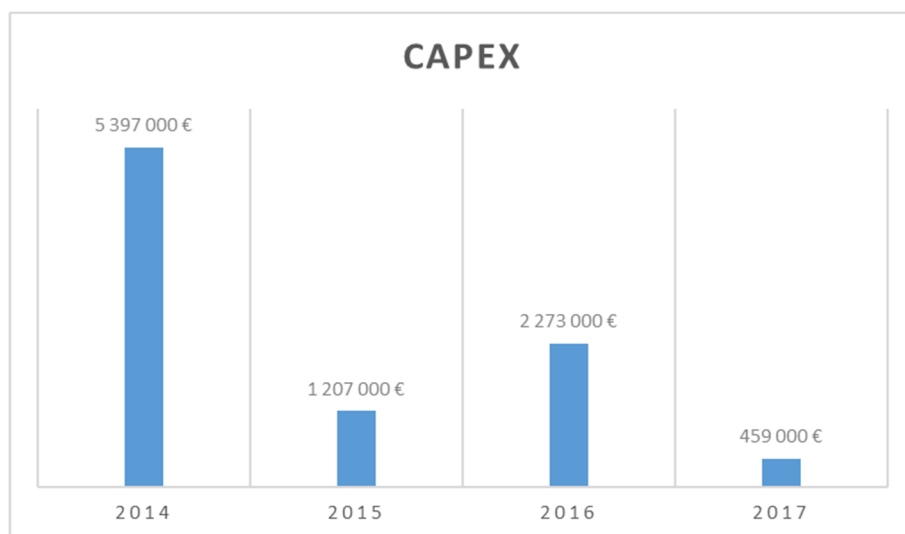


Figura 19- Evolução do Investimento em Bens de Capital (CAPEX)

4.6.5 Evolução do Capital Circulante

Os Inventários representaram, entre 2014 e 2017, um valor residual nas variações do capital circulante como é possível verificar através da Figura 20.

A DouroAzul-SMT, S.A. não é uma empresa industrial logo não possui matérias-primas em transformação que aumentem o valor em inventário. Por outro lado, o facto das vendas do principal segmento de negócio, navios-hotel, realizarem-se em contexto B2B e serem contratadas com uma antecedência favorável permite ao departamento de operações executar uma gestão criteriosa dos inventários. Esta gestão promove uma elevada rotação de inventários e torna mínimo o valor de excedentes de produto.

A rubrica que corresponde ao valor a receber de Clientes representou, em 2017, cerca de 8% do total do valor de vendas de bens e serviços. As parcerias com as empresas que realizam as operações de venda são antigas e consolidadas, facto que torna muito reduzido o grau de desconfiança e incerteza no recebimento do valor desta rubrica.

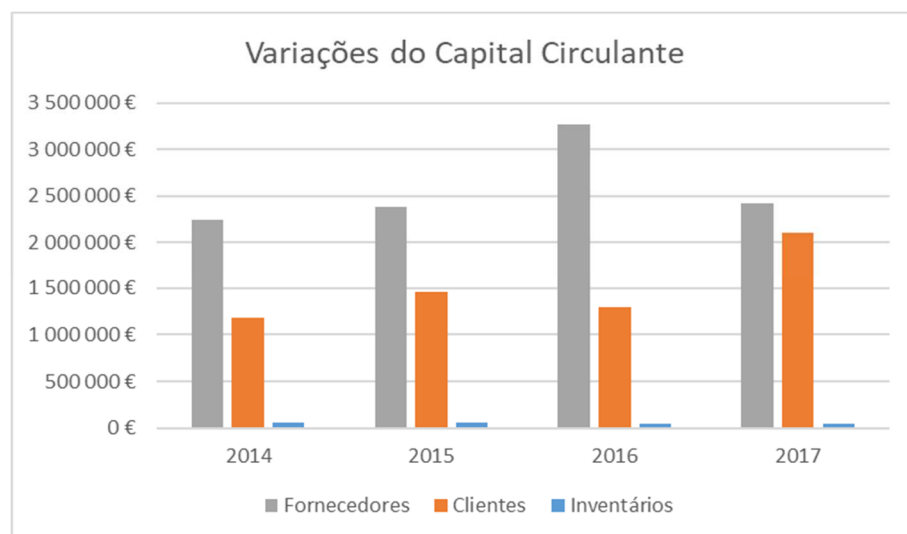


Figura 20- Evolução do Capital Circulante (Inventários, Clientes e Fornecedores)

Quanto aos fornecedores, o valor desta rubrica tem-se mantido constante ao longo do período de estudo, acompanhando o volume de negócios e o valor de vendas. As compras a fornecedores têm como principal objetivo providenciar os recursos necessários ao normal funcionamento da atividade operacional.

A DouroAzul-SMT, S.A. possui contratos com os fornecedores que permitem o pagamento a um prazo superior a 2 meses enquanto que a maioria dos contratos com os clientes assumem o prazo

médio de recebimento inferior a 30 dias. A relação entre estes indicadores permite à empresa financiar as suas compras a fornecedores com o valor recebido dos clientes.

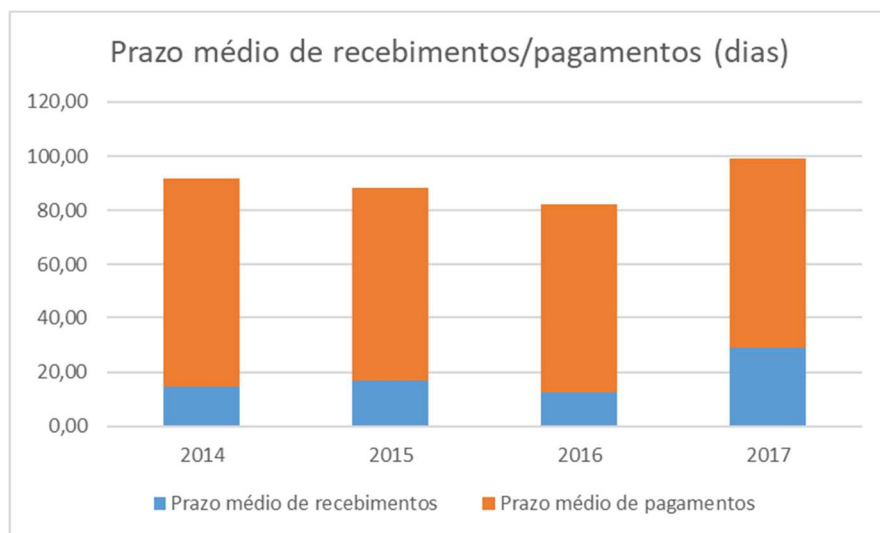


Figura 21- Evolução dos prazos médios de recebimentos e dos prazos médios de pagamentos

Working Area	2014	2015	2016	2017
Rotação média de inventários(dias)	8,23	7,55	5,18	9,93
Inventário / (C. Vendas + C. Produção + ESS)	0,45%	0,38%	0,22%	0,31%
Prazo médio recebimentos(dias)	14,48	16,82	12,32	29,00
Clientes/Vendas	3,97%	4,61%	3,38%	7,95%
Prazo médio de pagamentos(dias)	77,20	71,32	69,73	70,26
Fornecedores/Custos das vendas	17,04%	15,94%	16,12%	17,03%

Tabela 1- Rotação de Inventários e Prazos médios de recebimentos e pagamentos

5. Pressupostos do Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

5.1 Definição do período de estudo

A amplitude ideal para o período histórico de estudo compreende o número de anos necessário para obter uma imagem realista do que é a empresa. No caso da DouroAzul-SMT, S.A. procurou-se considerar um período histórico que envolvesse as principais alterações na estratégia empresarial, de forma à realidade da empresa estar bem apreendida e ser uma boa base para o período de previsão. Relativamente ao número de anos a prever antes do cálculo do valor terminal, o critério escolhido foi o de incluir um período de tempo suficiente para a atividade da empresa entrar em ritmo de velocidade cruzeiro.

De acordo com a intenção apresentada foi escolhido um período total de estudo de nove anos sendo que quatro dois quais constituem informação do historial da empresa, proveniente dos relatórios de contas dos anos de 2014, 2015, 2016 e 2017, e os cinco anos seguintes representam os anos de previsão onde foram estimados os valores das linhas do balanço contabilístico assim como da demonstração de resultados. De notar que, à data da realização desta análise, o relatório de contas do ano de 2018 ainda não se encontra disponível.

5.2 Previsão das Vendas

A previsão de vendas é um dos elementos fulcrais no processo de estimação de fluxos de caixa. Esta previsão parte do pressuposto de que, a DouroAzul-SMT, S.A, irá manter a capacidade instalada aproximadamente inalterada.

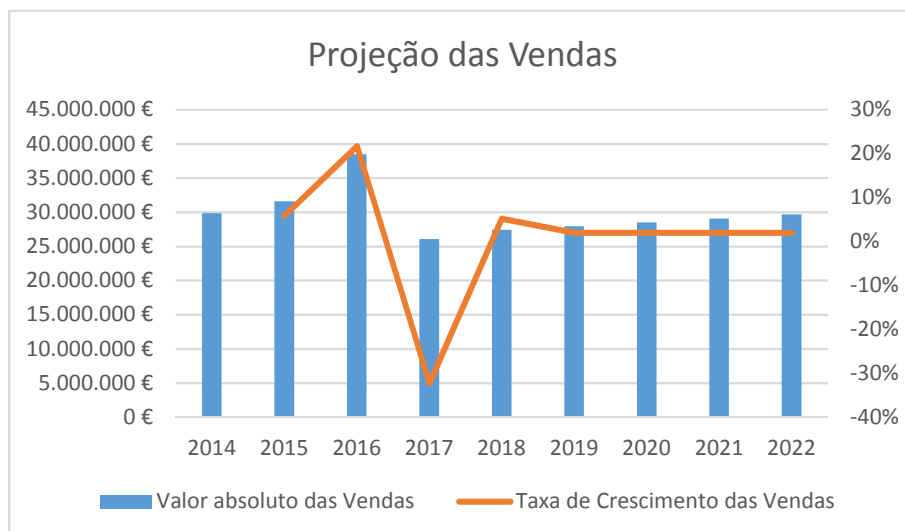


Figura 22- Projeção da Taxa de Crescimento das Vendas

Perante isto, foi definido um crescimento médio anual do valor consolidado das vendas, durante o período de previsão, de 2%. Estima-se que este crescimento seja gerado fundamentalmente pelo aumento do preço médio por cliente no segmento de negócio navios-hotel. Este segmento influencia significativamente o preço médio consolidado tanto pelo volume de clientes que concentra como também pelo valor das suas vendas.

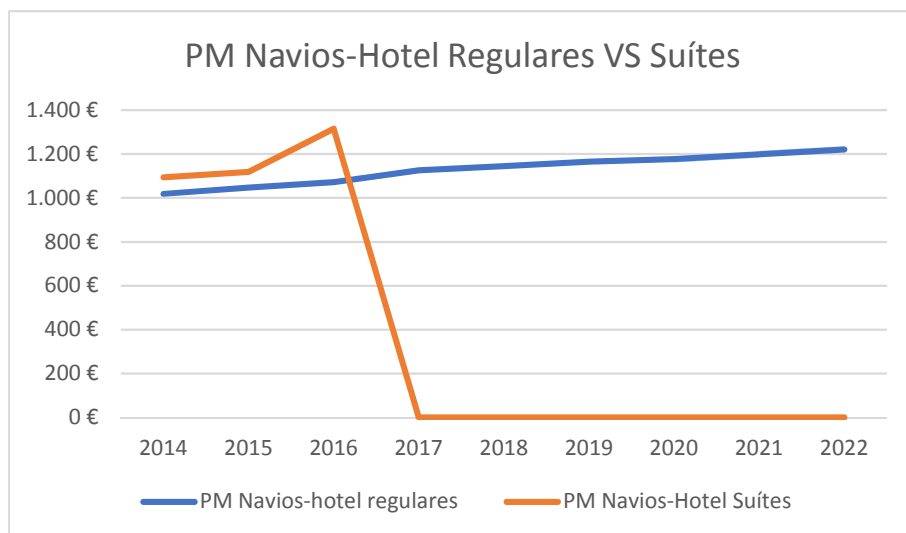


Figura 23- Projeção do preço médio por cliente dos Navios-hotel regulares e suítes

Na Figura 23 está ilustrada a evolução esperada do preço médio por cliente dos navios-hotel regulares. De notar que a previsão é a de que, em 2022, o preço médio por cliente dos navios-Hotel regulares atinga o nível mais elevado até à data. Estima-se que apresente um preço médio próximo do preço médio registado pelo segmento dos navios-hotel suítes antes do cessamento do contrato comercial de exploração destes navios, em 2017.

Esta visão é suportada pela estratégia da empresa em aproximar o serviço prestado nos navios-hotel regulares, ao serviço que era prestado nos navios-hotel suítes. O serviço prestado nos navios-hotel suítes era um serviço de excelência, onde os produtos utilizados possuíam distinta qualidade e os recursos humanos apresentavam um elevado nível de qualificação.

Através do aumento do preço médio e da manutenção da capacidade instalada ao longo do período de previsão, estima-se que, em 2022, o valor consolidado das vendas seja de € 30M.

Vendas	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Consolidado	€ 26 050 513,00	€ 27 410 645,41	€ 27 953 284,19	€ 28 508 924,96	€ 29 077 975,48	€ 29 660 860,80
Taxa cresc.(%)	-32,23%	5,22%	1,98%	1,99%	2,00%	2,00%
Navios-Hotel	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Navios-Hotel	21 970 879,00 €	22 410 296,58 €	22 858 502,51 €	23 315 672,56 €	23 781 986,01 €	24 257 625,73 €
Taxa cresc.(%)	-40,26%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
NH-Regular	21 970 879,00 €	22 410 296,58 €	22 858 502,51 €	23 315 672,56 €	23 781 986,01 €	24 257 625,73 €
Taxa cresc.(%)	-3,79%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
NH-Suíte	- €					
Taxa cresc.(%)	-100,00%					
REVPAR	148,36 €	151,33 €	154,36 €	157,44 €	160,59 €	163,81 €
Taxa cresc.(%)	-33,36%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Nº clientes	19 517	19 576	19 605	19 801	19 831	19 870
Taxa cresc.(%)	-38,84%	0,30%	0,15%	1,00%	0,15%	0,20%
Navio-Hotel Regular	19 517	19 576	19 605	19 801	19 831	19 870
Taxa cresc.(%)	-8,41%	0,30%	0,15%	1,00%	0,15%	0,20%
Navio-Hotel Suíte	0					
Taxa cresc.(%)	-100%					
Preço Médio	1 125,73 €	1 144,81 €	1 165,96 €	1 177,50 €	1 199,25 €	1 220,80 €
Taxa cresc.(%)	-2,83%	1,69%	1,85%	0,99%	1,85%	1,80%
PM NH-Regular	1 125,73 €	1 144,81 €	1 165,96 €	1 177,50 €	1 199,25 €	1 220,80 €
Taxa cresc.(%)	5,04%	1,69%	1,85%	0,99%	1,85%	1,80%
PM NH-Suíte	- €					
Taxa cresc.(%)	-100,00%					
Barcos Rabelos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Barcos Rabelos	944 183,00 €	1 001 589,33 €	1 062 485,96 €	1 127 085,10 €	1 195 611,88 €	1 268 305,08 €
Taxa cresc.(%)	75,02%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Nº clientes	108 603	110 775	112 991	115 250	117 555	119 906
Taxa cresc.(%)	60,89%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Preço médio	8,69 €	9,04 €	9,40 €	9,78 €	10,17 €	10,58 €
Taxa cresc.(%)	8,78%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Gestão Naval	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Gestão Naval	2 490 313,00 €	3 353 621,51 €	3 387 157,72 €	3 421 029,30 €	3 455 239,59 €	3 489 791,99 €
Taxa cresc.(%)		34,67%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Nº de Navios	3	4	4	4	4	4
Preço médio p/Navio	830 104,33 €	838 405,38 €	846 789,43 €	855 257,32 €	863 809,90 €	872 448,00 €
Taxa cresc.(%)		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
BlueBus City Tours	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BlueBus	258 624,00 €	258 624,00 €	258 624,00 €	258 624,00 €	258 624,00 €	258 624,00 €
Taxa cresc.(%)	-61,67%					
Outros	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Outros (euros)	386 514,00 €	386 514,00 €	386 514,00 €	386 514,00 €	386 514,00 €	386 514,00 €
Taxa cresc.(%)	-19,36%					
Peso relativo p/ Segmento de I	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Navios-Hotel Regulares	84,34%	81,76%	81,77%	81,78%	81,79%	81,78%
Navios-Hotel Suítes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Barcos Rabelos	3,62%	3,65%	3,80%	3,95%	4,11%	4,28%
Gestão Naval	9,56%	12,23%	12,12%	12,00%	11,88%	11,77%
BlueBus City	0,99%	0,94%	0,93%	0,91%	0,89%	0,87%
Outros	1,48%	1,41%	1,38%	1,36%	1,33%	1,30%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabela 2- Projeção das Vendas

5.3 Previsão dos Custos Operacionais

A estimativa dos custos operacionais com maior peso no cálculo do EBITDA (FSE, CMVMC e Custos com o Pessoal) teve por base a evolução das vendas e a estratégia delineada pela empresa para cada uma destas rúbricas, em particular.

A estimação do valor do FSE foi obtida através dos rácios, calculados de 2014 a 2017, entre o valor deste custo e o valor das vendas. A alteração da estrutura do segmento de negócio navios-hotel, em 2017, fez com que assumíssemos, o valor do rácio desse ano, como valor de referência para a estimação. O valor de referência foi ainda descontado ao longo do período de projeção pois estimava-se que este centro de custo evolua no sentido inverso à evolução dos Custos com Pessoal.

As previsões dos valores dos CMVMC e dos Custos com o Pessoal foram também elaboradas com base nos rácios, calculados de 2014 a 2017, entre o valor destes custos e o valor das vendas. No caso destas rúbricas, em particular, foi assumido como valor de referência para a previsão, um valor ligeiramente superior ao obtido no cálculo dos rácios correspondentes ao ano de 2017, com o intuito de enquadrar a estimação destes custos com a estratégia empresarial. Esta estratégia promove o aumento da qualidade do produto, que resulta no aumento do seu preço de custo, a melhoria do serviço e a internalização de alguns serviços subcontratados que requerem investimento na formação dos colaboradores.



Figura 24- Projeção dos custos operacionais

5.4 Previsão do EBITDA

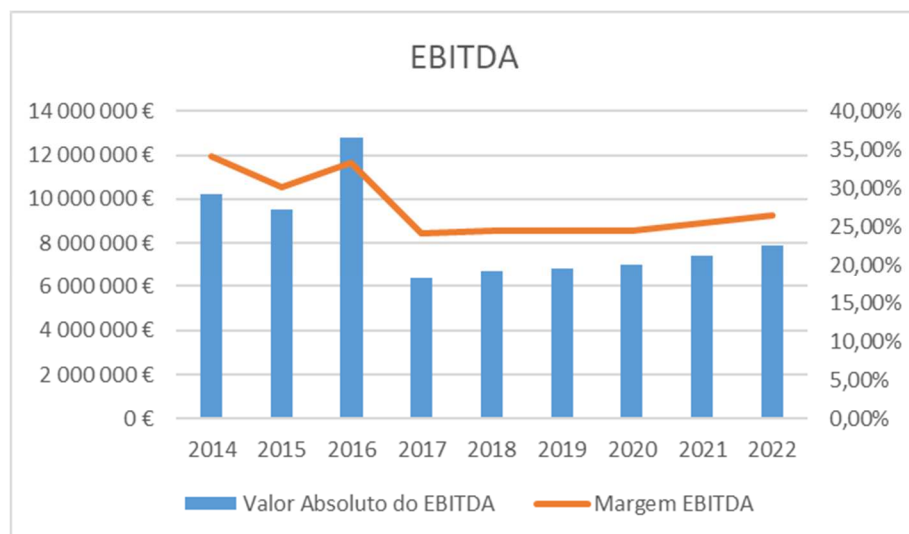


Figura 25- Projeção das Vendas e do valor do EBITDA

Os valores de previsão do EBITDA não apresentam grandes oscilações pois juntamente com o valor das vendas o valor dos custos também aumentará. A empresa pretende que o valor do EBITDA aumente mais que proporcionalmente o valor das vendas, através da redução dos custos (pela renegociação de contratos com os fornecedores, por exemplo) e do aumento do preço médio e consequente aumento da margem operacional. Estima-se que o aumento da margem EBITDA se acentue a partir do ano de 2020 aquando da consolidação da estratégia implementada.

Em 2017, depois da reestruturação dos segmentos de negócio, a DouroAzul-SMT, S.A. apresentou um valor de EBITDA de € 6,4M. No último ano do período de previsão (2022), estima-se que o valor do EBITDA seja de € 7,9M, apresentando assim, no período entre 2017 e 2022, um crescimento de aproximadamente 24 %.

Demonstração de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vendas e serviços prestados	26 451 659,35	27 410 645,41	27 953 284,19	28 508 924,96	29 077 975,48	29 660 860,80
CMVMC	-1 636 033,36	-1 918 745,18	-1 956 729,89	-1 995 624,75	-2 035 458,28	-2 076 260,26
Fornecimentos e serviços externos	-12 558 441,17	-12 883 003,34	-12 858 510,73	-12 829 016,23	-12 794 309,21	-12 754 170,14
Imparidade de inventários						
Resultado Bruto	12 257 184,82	12 608 896,89	13 138 043,57	13 684 283,98	14 248 207,99	14 830 430,40
Gastos com o pessoal	-8 398 394,31	-8 771 406,53	-9 224 583,78	-9 693 034,49	-9 886 511,66	-10 084 692,67
Subsídios à exploração	6 628,68	6 761,25	6 896,48	7 034,41	7 175,10	7 318,60
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-266 601,13					
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	3 074 978,54	3 289 277,45	3 354 394,10	3 421 071,00	3 489 357,06	3 559 303,30
Outros gastos e perdas	-304 307,45	-411 159,68	-419 299,26	-427 633,87	-436 169,63	-444 912,91
EBITDA	6 369 489,15	6 722 369,38	6 855 451,11	6 991 721,02	7 422 058,84	7 867 446,71
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	-3 292 104,36	-3 437 294,93	-3 505 341,84	-3 575 019,19	-3 646 378,13	-3 719 471,94
Resultado Operacional	3 077 384,79	3 285 074,45	3 350 109,27	3 416 701,83	3 775 680,72	4 147 974,77
Juros e rendimentos similares obtidos	447 769,45	456 724,84	465 859,34	475 176,52	484 680,05	494 373,65
Juros e gastos similares suportados	-2 511 564,37	-2 697 207,51	-2 750 603,16	-2 805 278,22	-2 861 272,79	-2 918 628,70
Resultado Financeiro	-2 063 794,92	-2 240 482,67	-2 284 743,83	-2 330 101,69	-2 376 592,73	-2 424 255,05
Resultado antes de imposto	1 013 589,87	1 044 591,78	1 065 365,44	1 086 600,14	1 399 087,98	1 723 719,72
Imposto sobre o rendimento do período	-19 823,18	-240 256,11	-245 034,05	-249 918,03	-321 790,24	-396 455,53
Resultado Líquido do Período	993 766,69	804 335,67	820 331,39	836 682,11	1 077 297,75	1 327 264,18
Ganhos Líquidos	993 766,69	804 335,67	820 331,39	836 682,11	1 077 297,75	1 327 264,18
Fluxo de Caixa	4 285 871,05	4 241 630,60	4 325 673,23	4 411 701,30	4 723 675,87	5 046 736,13
Margem Bruta	46,34%	46,00%	47,00%	48,00%	49,00%	50,00%
Margem EBITDA	24,08%	24,52%	24,52%	24,52%	25,52%	26,52%
Margem R.Operacional	11,63%	11,98%	11,98%	11,98%	12,98%	13,98%
Taxa de imposto efetiva	-1,96%	-23,00%	-23,00%	-23,00%	-23,00%	-23,00%

Tabela 3- Projeção da Demonstração de Resultados

5.5 Previsão do Investimento em Bens de Capital

O ano de 2017 marca o início de um período de crescimento constante e moderado. O investimento em bens de capital (CAPEX) prevê-se que acompanhe esta tendência, sem grandes oscilações, com um investimento anual a rondar os 500 mil euros. Estima-se que o investimento em bens de capital seja superior nos primeiros anos de previsão e que, posteriormente, a sua taxa de crescimento tenda a convergir com a taxa de crescimento das vendas. O propósito deste investimento recorrente prende-se, sobretudo, com a manutenção e melhoramento contínuo das embarcações, com o aumento da frota de autocarros (através da realização de contratos de *leasing automóvel*) de forma a aumentar a diversificação de atividades possíveis de ser realizadas durante as viagens cruzeiro e com a inovação tecnológica e criação de modelos operacionais com acento nos cuidados ambientais.

Em 2016, a DouroAzul-SMT, S.A. apresentou um CAPEX equivalente a 6% do valor de vendas desse ano. Contudo, em 2022, estima-se que o CAPEX represente apenas aproximadamente 2% do valor de vendas. Estima-se ainda que a sua taxa de crescimento na perpetuidade tenda a acompanhar o crescimento médio anual esperado para o volume de negócios consolidado de 2 %, pois este indicador foi o valor de referência para a projeção desta rúbrica.

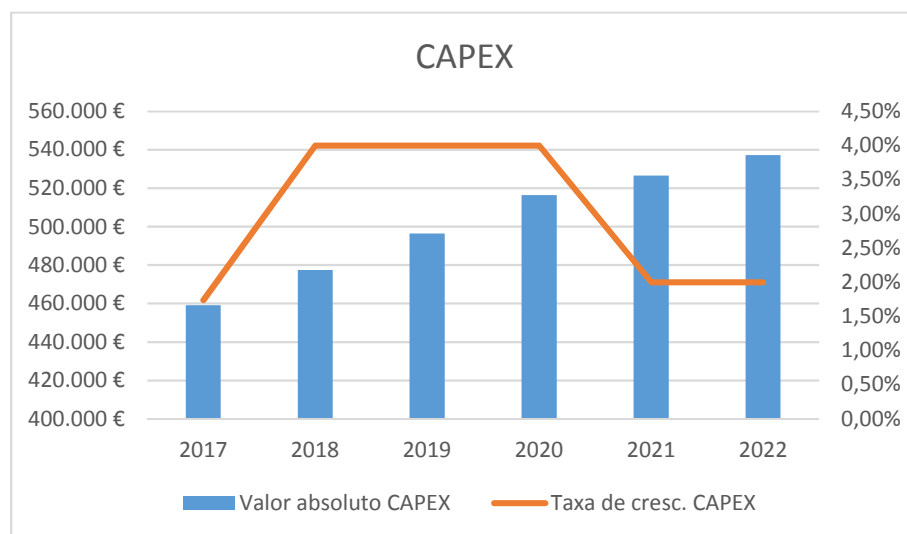


Figura 26- Projeção da evolução da taxa de crescimento do investimento em bens de capital (CAPEX)

5.6 Previsão das Depreciações e Amortizações

A DouroAzul-SMT, S.A tem uma estrutura de ativos que incorpora um elevado peso relativo de ativos fixos tangíveis. O valor elevado desta rubrica é justificado sobretudo pela existência de uma vasta frota de embarcações que constituem investimentos a longo prazo tendo em conta o longo período de vida útil que é previsto para estes ativos. Este investimento gera um valor a ser amortizado ao longo do período estimado para o retorno do investimento.

A previsão do valor das depreciações foi calculada segundo o desenvolvimento de uma taxa de depreciação que resulta do peso do valor depreciado por período, correspondente ao exercício de um ano, no valor bruto dos Ativos Fixos Tangíveis desse mesmo ano. Esta taxa de depreciação manteve-se constante, ao longo dos anos que constituem o período estudado, sendo esta regularidade a base para elaborar a previsão dos valores da depreciação assumindo uma taxa de depreciação constante de 3,5%.

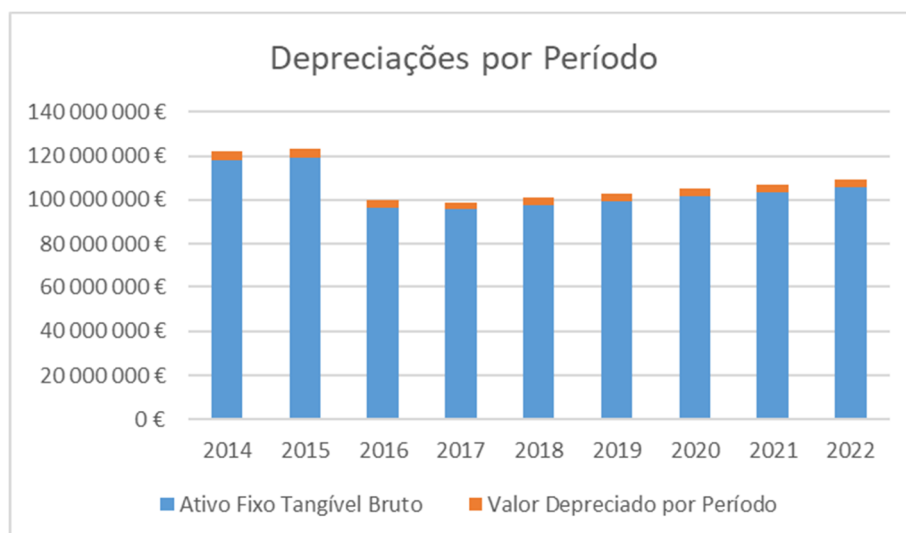


Figura 27- Projeção do valor das depreciações por período

Ativos Fixos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Investimento (Capex)	459 000,00	477 360,00	496 454,40	516 312,58	526 638,83	537 171,60
% Vendas	1,74%	4,00%	4,00%	4,00%	2,00%	2,00%
Terrenos e edifícios	2 576 891,00	2 925 824,05	2 984 340,53	3 044 027,34	3 104 907,89	3 167 006,05
Equipamentos	81 916 433,00	83 873 622,74	85 551 095,19	87 262 117,10	89 007 359,44	90 787 506,63
Outros ativos tangíveis	11 107 041,00	10 728 021,51	10 942 581,94	11 161 433,58	11 384 662,25	11 612 355,50
Ativos tangíveis em curso	14 800,00					
Ativos tangíveis brutos	95 615 165,00	97 527 468,30	99 478 017,67	101 467 578,02	103 496 929,58	105 566 868,17
Depreciação acumulada(Início do período)	32 812 112,00	33 159 339,22	33 822 526,01	34 498 976,53	35 188 956,06	35 892 735,18
Taxa de depreciação	3,44%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Depreciação do Período	3 292 104,00	3 413 461,39	3 481 730,62	3 551 365,23	3 622 392,54	3 694 840,39
Depreciação acumulada(Fim do período)	35 377 510,00	35 031 196,76	35 744 529,71	36 467 229,10	37 199 145,48	37 940 105,54
Ativos Tangíveis Líquidos	60 237 655,00	62 496 271,54	63 733 487,95	65 000 348,92	66 297 784,10	67 626 762,63

Tabela 4- Projeção dos Ativos Fixos Tangíveis Líquidos

5.7 Previsão das variações do capital circulante

A previsão dos inventários foi comandada pelo rácio, calculado de 2014 a 2017, entre este valor e os custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas. Na estimação desta rubrica foi assumido, como valor de referência, o valor obtido no rácio do ano de 2017 pois prevê-se que a empresa mantenha a sua política de gestão de inventários.

Por outro lado, a estimação das rubricas, Fornecedores e Clientes, teve por base a evolução das vendas sendo utilizado um rácio entre estas rubricas e o valor das vendas, calculado para cada ano do período estudado.

Para a estimação dos valores dos Fornecedores foi atribuído, como valor de referência, um valor moderadamente superior ao obtido no ano de 2017, pois prevê-se o crescimento das compras a fornecedores embora, se estime, que este aumento seja contrabalançado pela renegociação dos contratos com os mesmos. Entre 2017 e 2022, projeta-se que o valor desta rubrica aumente aproximadamente 10%. Quanto aos valores da rubrica clientes estima-se que estes valores acompanhem a evolução das vendas apresentando um crescimento médio anual de 2%.

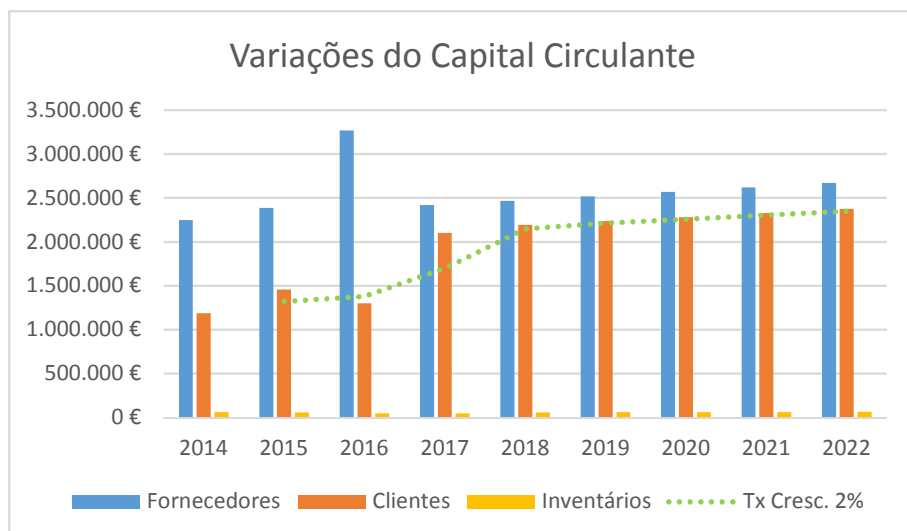


Figura 28- Projeção das variações do capital circulante

Demonstração dos Fluxos de Caixa	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Variações nos Inventários	484,00	-13 061,36	-1 139,54	-1 166,85	-1 195,01	-1 224,06
Variações nos Clientes	-803 232,73	-91 039,90	-43 411,10	-44 451,26	-45 524,04	-46 630,83
Variações nos Fornecedores	-850 310,72	49 651,41	48 837,49	50 007,67	51 214,55	52 459,68
Variações do Capital Circulante	-1 653 059,45	-54 449,85	4 286,85	4 389,56	4 495,50	4 604,79

Tabela 5- Projeção das Variações no Capital Circulante

Balanco	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ativos fixos						
Ativos fixos tangíveis	60 237 655,00	62 496 271,54	63 733 487,95	65 000 348,92	66 297 784,10	67 626 762,63
Outros ativos financeiros	12 578,77	12 830,35	13 086,95	13 348,69	13 615,67	13 887,98
Ativos por impostos diferidos	488 862,52	444 864,89	404 827,05	368 392,62	335 237,28	305 065,93
	60 739 096,29	62 953 966,78	64 151 401,96	65 382 090,23	66 646 637,05	67 945 716,53
Activo corrente						
Inventários	44 501,00	57 562,36	58 701,90	59 868,74	61 063,75	62 287,81
Clientes	2 101 811,73	2 192 851,63	2 236 262,74	2 280 714,00	2 326 238,04	2 372 868,86
Adiantamentos a fornecedores						
Estado e outros entes públicos		78 545,10	80 100,03	81 692,22	83 322,83	84 993,09
Accionistas						
Outras contas a receber	7 992 746,00	8 223 193,62	8 385 985,26	8 552 677,49	8 723 392,64	8 898 258,24
Diferimentos	231 237,00	274 106,45	279 532,84	285 089,25	290 779,75	296 608,61
Ativos financeiros detidos para negociação	23 880,00	76 749,81	78 269,20	79 824,99	81 418,33	83 050,41
Outros activos financeiros	1 750 015,68	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Caixa e depósitos bancários	13 238 783,35	14 497 625,73	14 675 802,16	14 856 364,06	15 263 490,49	15 682 513,98
	25 382 974,76	25 400 649,70	25 794 669,12	26 196 245,74	26 829 720,83	27 480 596,00
TOTAL DO ATIVO	86 122 071,05	88 354 616,48	89 946 071,08	91 578 335,98	93 476 357,88	95 426 312,53
Capital próprio						
Capital Realizado	3 967 518,00	3 967 518,00	3 967 518,00	3 967 518,00	3 967 518,00	3 967 518,00
Outros instrumentos de capital próprio	811 573,92	811 573,92	811 573,92	811 573,92	811 573,92	811 573,92
Reservas legais	995 633,67	1 096 425,82	1 118 131,37	1 140 357,00	1 163 119,02	1 186 434,43
Resultados Transitados	9 149 835,60	9 332 832,31	9 519 488,96	9 709 878,74	9 904 076,31	10 102 157,84
Excedentes de revalorização	5 360 201,97	5 624 664,44	5 736 013,92	5 850 031,40	5 966 800,57	6 086 408,64
Outras variações no capital próprio	9 182 346,57	9 319 619,44	9 504 116,62	9 693 034,49	9 886 511,66	10 084 692,67
Resultado líquido do período	993 766,69	804 335,67	820 331,39	836 682,11	1 077 297,75	1 327 264,18
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	30 460 876,42	30 956 969,59	31 477 174,17	32 009 075,65	32 776 897,23	33 566 049,68
Passivo não corrente						
Provisões						
Financiamentos obtidos	36 211 020,90	37 278 477,76	38 016 466,50	38 772 137,95	39 546 046,66	40 338 770,69
Passivos por impostos diferidos	980 755,09	931 717,34	885 131,47	840 874,90	798 831,15	758 889,59
Outras contas a pagar	4 939 651,15	5 208 022,63	5 311 124,00	5 416 695,74	5 524 815,34	5 635 563,55
	42 131 427,14	43 418 217,73	44 212 721,96	45 029 708,59	45 869 693,15	46 733 223,84
Passivo corrente						
Fornecedores c/c	2 417 306,68	2 466 958,09	2 515 795,58	2 565 803,25	2 617 017,79	2 669 477,47
Estado e outros entes públicos	537 073,99	548 212,91	559 065,68	570 178,50	581 559,51	593 217,22
Acionistas	10 158,74					
Financiamentos obtidos	7 484 206,96	7 674 980,72	7 826 919,57	7 982 498,99	8 141 833,14	8 305 041,02
Outras contas a pagar	2 661 499,41	2 741 064,54	2 795 328,42	2 850 892,50	2 907 797,55	2 966 086,08
Diferimentos	419 521,71	548 212,91	559 065,68	570 178,50	581 559,51	593 217,22
	13 529 767,49	13 979 429,16	14 256 174,94	14 539 551,73	14 829 767,50	15 127 039,01
TOTAL DO PASSIVO	55 661 194,63	57 397 646,89	58 468 896,90	59 569 260,32	60 699 460,65	61 860 262,84
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO	86 122 071,05	88 354 616,48	89 946 071,08	91 578 335,98	93 476 357,88	95 426 312,53

Tabela 6- Projeção do Balanço Contabilístico

6. Avaliação

6.1 Fluxo de Caixa Livre

Todos os valores futuros dos elementos que compõem o Fluxo de Caixa Livre já foram estimados tornando assim possível o apuramento do FCL para cada ano, durante o período de estudo, compreendido entre 2019 e 2022.

DouroAzul - SMT, S.A.	2019	2020	2021	2022
Resultado operacional	3 350 109,27	3 416 701,83	3 775 680,72	4 147 974,77
Imposto (-)	-770 525,13	-785 841,42	-868 406,57	-954 034,20
Depreciação (+)	3 505 341,84	3 575 019,19	3 646 378,13	537 171,60
Investimento (capex) (-)	-496 454,40	-516 312,58	-526 638,83	-537 171,60
Variações Capital circulante	4 286,85	4 389,56	4 495,50	4 604,79
Fluxo de Caixa Livre	5 592 758,42	5 693 956,59	6 031 508,95	3 198 545,36

Tabela 7- Cálculo dos Fluxos de Caixa Livres

Estima-se que a evolução do Fluxo de Caixa Livre se mantenha constante durante os anos de previsão. Contudo, conforme foi referenciado na revisão da literatura, o valor do FCL do último ano de previsão tem um grande impacto na avaliação porque é central na estimação do valor terminal. O apuramento deste valor deve dar origem a um fluxo de caixa que seja representativo da atividade da empresa em velocidade cruzeiro. Perante isto, o valor das depreciações é igualado ao valor do investimento em bens de capital com o intuito de se anularem no cálculo do FCL, do ano em causa. Esta medida permite não incorrer no inflacionamento do valor terminal e consequentemente na sobrevalorização da empresa.

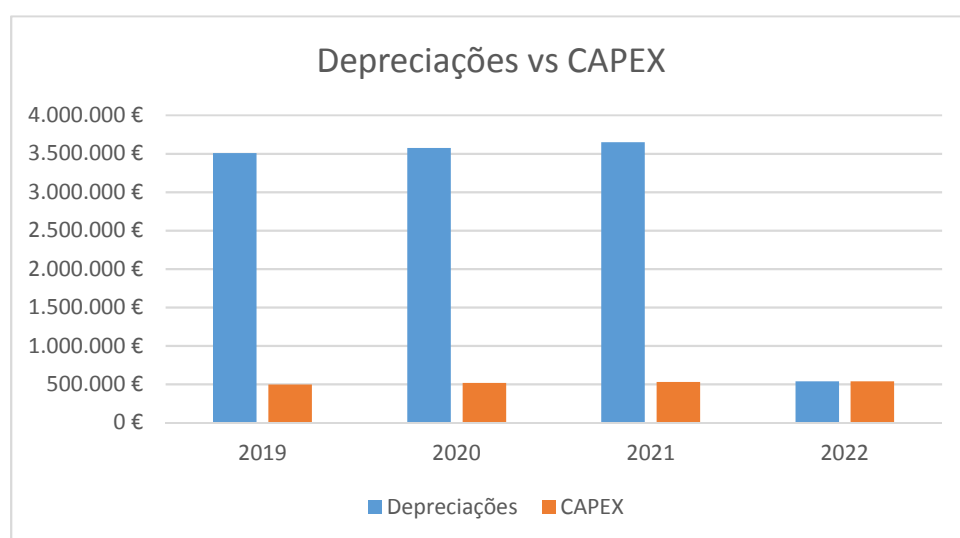


Figura 29- Projeções das Depreciações e CAPEX

6.2 Custo Médio Ponderado do Capital

O próximo passo na avaliação corresponde à estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

No cálculo do CMPC é utilizado o custo do capital próprio que é composto pela taxa de retorno isenta de risco, pelo prémio de risco de mercado e o pelo valor de beta do capital próprio. A taxa de retorno isenta de risco é aproximada pela *yield* a 10 anos da dívida pública Portuguesa que, à data do presente estudo, se situava em 1,17%.

Apesar do prémio de risco de mercado ser muito volátil (por exemplo, diferença de retornos do índice S&P500 versus *yield* das obrigações soberanas, a 10 anos, emitidas pelos Estados Unidos da América), é sabido que, em períodos temporais longos, a sua dinâmica apresenta sinais de forte reversão para um nível médio estável entre 5% e 6% (exemplo Faria and Verona 2018). Por isso é assumido um prémio de risco de mercado de 5,50%.

Por último o beta da empresa traduz a forma como a empresa acompanha as movimentações do mercado e a sua dependência perante o mesmo. A DouroAzul-SMT, S.A. apresenta uma dependência moderada perante o mercado onde opera. A empresa acompanha as suas movimentações, embora com pouca amplitude de movimentos, sem permitir que estas alterem a tendência de crescimento atual. A atribuição do valor 0.60, como Beta da empresa, é igualmente suportada pela avaliação, para o setor europeu do turismo e em particular para o subsetor da hotelaria, apresentada por Damodaran, no seu website com valores atualizados em 2019 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Prosseguimos com o cálculo do Beta do capital próprio. Se a empresa apresentar valor de dívida o Beta do capital próprio será superior ao Beta da empresa devido à natureza contingente do capital próprio. Fazendo uso da equação (1), apresentada na revisão da literatura, para um Beta da empresa de 0.60, uma taxa efetiva de imposto de 23% e uma estrutura de capital alvo de 59.20%, o Beta do capital próprio estimado é de 1,27. O cálculo do custo do capital próprio está representado na seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Custo do Capital Próprio} &= \text{TRIR} + \text{Beta do Capital Próprio} * \text{PRM} \\ &= (0,0117 + 1,27 * 0,055) * 100 = 8,16\% \end{aligned}$$

Equação 3- Equação do Custo do Capital Próprio

Sendo:

- TRIR, Taxa de Retorno Isenta de Risco

- PRM, Preço de Risco de Mercado

Para estimar o Custo da dívida é assumido um spread de 5,69%. A definição do spread da dívida tem por base a taxa de juro média da empresa (5,88%), estimada para o ano de 2018, pois corresponde ao ano onde é apresentada a taxa média anual Euribor (0,19%) mais recente. Esta taxa foi posteriormente descontada à taxa de juro média da empresa. Dada a taxa de imposto corporativo, em vigor em Portugal, de 23% (Taxa de IRC + Derrama Municipal), a estimativa do custo da dívida é:

$$\begin{aligned} \text{Custo da dívida} &= (1 - T) * (TRIR + \text{Spread}) \\ &= [(1 - 0,23) * (0,0117 + 0,0569)] * 100 = 5,28\% \end{aligned}$$

Equação 4- Equação do Custo da Dívida

Sendo:

- TRIR, Taxa de Retorno Isenta de Risco
- T, Taxa de Imposto Corporativo

Relativamente à Estrutura de Capital Alvo, o facto de a empresa obter, sobretudo, financiamentos a médio e longo prazo e de não se prever um aumento de capital, por parte dos acionistas, faz com que não sejam esperadas mudanças expressivas face ao que tem sido a estrutura de capitais nos últimos anos. Por isso, o valor final a ser considerado para a estrutura de capital alvo, é determinado através da média aritmética do valor deste rácio ao longo dos anos estudados.

Os valores do Custo do Capital Próprio, Custo da Dívida e a Estrutura de Capital Alvo permitem alcançar o valor do Custo Médio Ponderado do Capital de 6,46%, cujo cálculo é demonstrado pela seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{CMPD} &= RD * CD + CCP * (1 - RD) \\ &= [0,5920 * 0,0528 + 0,0816 * (1 - 0,5920)] * 100 = 6,46\% \end{aligned}$$

Equação 5- Equação do Custo Médio Ponderado de Capital

Sendo:

- CMPD, Custo Médio Ponderado do Capital
- RD, Rácio da Dívida
- CD, Custo da Dívida
- CCP, Custo do Capital Próprio

Taxa sem risco (10 anos)	1,17%
Beta	0,60
Beta Capital próprio	1,27
Prémio de Risco de Mercado	5,50%
Spread dívida	5,69%
Taxa de imposto efetiva	23,00%
CCP	8,16%
CD	5,28%
Rácio dívida	59,20%
CMPC	6,46%

Tabela 8- Elementos utilizados para o cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

6.3 Valor Terminal

Na determinação do Valor Terminal é utilizado o valor do Fluxo de Caixa Livre (FCL), não descontado, do último ano de previsão (2022), o valor do Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) e a Taxa de Crescimento na perpetuidade dos Fluxos de Caixa Livres (g).

$$Valor\ terminal = \left[\frac{(1 + g) * FCL}{CMPC - g} \right] = € 69M$$

Equação 6- Equação do Valor Terminal

A empresa, objeto de estudo da avaliação, tem uma existência de vida não finita. Assim sendo, é necessário encontrar um valor para a Taxa de Crescimento dos FCL na perpetuidade (g). O valor de g deve ser definido com assumida precaução pois para diferentes valores de g obtemos valores terminais muito divergentes, perante isto, foi atribuído o valor de 1,75%. Este valor está ligeiramente abaixo da atual taxa de inflação a longo prazo na Zona Euro, o que permite a obtenção de um valor terminal conservador e realista. Relativamente ao fator de desconto é utilizado o correspondente ao último ano de previsão.

FCL					3 198 545,36
CMPC	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%
Fator de Desconto	1,00	0,94	0,88	0,83	0,83
Valor Terminal	69 167 838,14				
FCD	5 592 758,42	5 348 685,55	5 322 207,54	2 651 253,52	57 409 305,66
Taxa de Crescimento (g)	1,75%				

Tabela 7- Taxa de Desconto, Taxa de crescimento dos FCL e Valor Terminal

6.4 Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

O valor da empresa é obtido somando o valor descontado dos fluxos de caixa e o valor terminal estimados, utilizando para o efeito a estimativa do custo médio ponderado de capital. O valor obtido para a empresa, **em finais de 2019**, é de **€ 76M**. Considerando as estimativas para final de 2019, dos investimentos financeiros, da dívida líquida (dívida que paga juro deduzida de caixa e equivalentes), (ver Tabela 6 – tabela que contem o balanço previsional), o valor estimado do capital próprio da empresa a finais de 2019 é de € 45M.

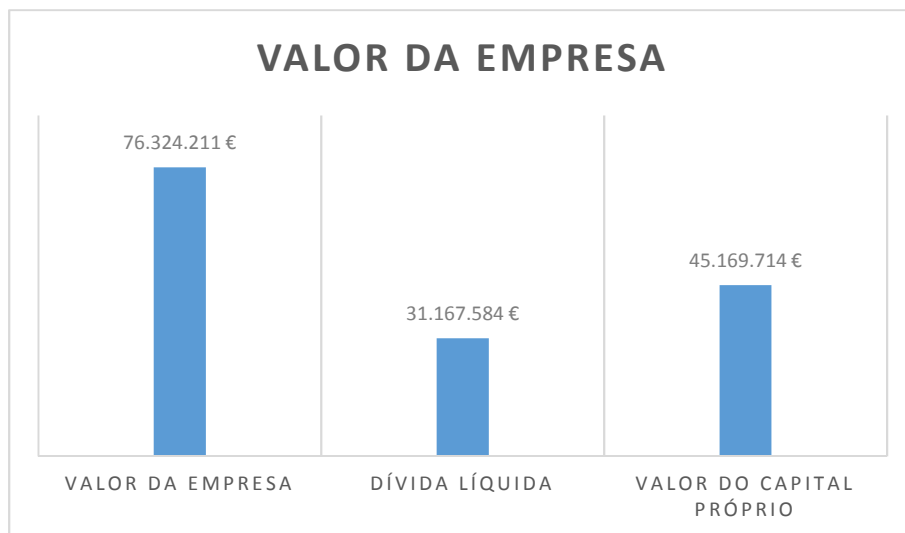


Figura 30- Valor da Empresa e decomposição deste valor em Capital Próprio e Dívida Líquida

6.5 Análise de Sensibilidade

No sentido de desenvolver uma maior sensibilidade na avaliação da DouroAzul-SMT, S.A são analisados dois cenários alternativos ao cenário exposto até agora, considerado como o cenário base. É considerado, um cenário pessimista, onde os principais indicadores estratégicos que interferem de forma significativa com o valor das receitas são calculados seguindo uma tendência negativa e um cenário otimista, onde estes mesmos indicadores apresentam uma evolução favorável num espaço de tempo mais curto do que o previsto.

O desempenho da DouroAzul-SMT, S.A. está inequivocamente relacionado com o desempenho do seu principal segmento de negócio, navios-hotel, que representa cerca de 82% do total de vendas de bens e serviços. Este segmento de negócio está exposto a alguns riscos que fundamentam a criação do cenário pessimista.

Um dos riscos é a grande dependência de um número reduzido de mercados que constituem o público alvo (Figura 9, faturação total por país). Este risco estende-se ainda à possibilidade da empresa reduzir, significativamente, o raio de alcance de clientes se perder algum dos operadores turísticos que estão em contacto direto com o consumidor final nos países onde estão instalados os principais mercados alvo.

O aumento do número de empreendimentos turísticos nas margens do Vale do Douro representa também um risco para a DouroAzul-SMT, S.A.. Estes empreendimentos oferecem o seu produto a preços competitivos apresentando diversas semelhanças com a empresa na abordagem dos seus pontos atrativos, como a oportunidade de desfrutar das paisagens do Vale do Douro ou a possibilidade de participar em provas de Vinho do Porto. Estes espaços possuem ainda vantagens competitivas como a comodidade ou a diversidade de atividades oferecidas.

O último risco que sustenta a criação de um cenário pessimista é possibilidade de existência de longos períodos de seca no Verão, facto que dá origem a uma variação do nível médio das águas e dos caudais dos rios, inclusive do rio Douro. O baixo caudal do rio Douro pode diminuir o número de dias em que os navios-hotel exercem a sua atividade em plena época alta. No caso das embarcações seguirem o seu percurso normal, a empresa pode incorrer em gastos adicionais de manutenção e reparação por danificações resultantes do contacto das embarcações com o solo em alguns pontos, do rio Douro, que apresentem um nível médio das águas mais baixo.

De forma a conseguirmos perceber qual o potencial impacto que estes riscos poderiam causar no valor empresa selecionamos três indicadores que influenciam diretamente o valor da empresa: o valor das Vendas, o EBITDA e o REVPAR, em que este último indicador traduz a performance

operacional do segmento de negócio dos navios-hotel. De notar que as Vendas e o REVPAR apresentam uma taxa de crescimento média anual de 2% no cenário base.

Perante isto, assumindo um cenário pessimista na execução do Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, utilizamos os novos valores encontrados para as Vendas, EBITDA e REVPAR, resultantes de uma variação média anual negativa de 2%. Neste cenário pessimista, o valor estimado da empresa baixa para € 58M.

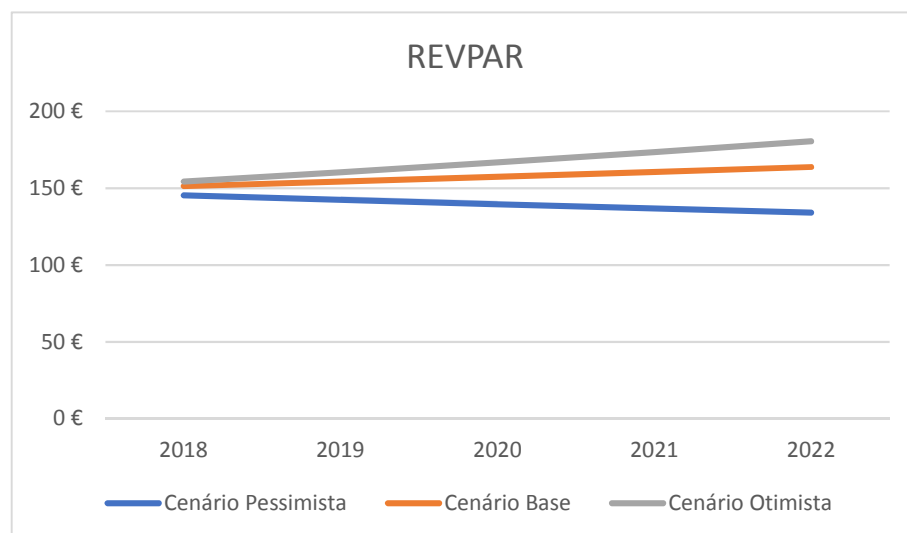


Figura 31- Evolução do valor do REVPAR nos diferentes cenários utilizados no modelo de avaliação.

O cenário otimista parte do pressuposto de que todos os objetivos definidos pela gestão da empresa são atingidos e até superados. O cenário otimista pode ser sustentado pelo crescimento do Turismo na cidade do Porto, que ao atingir a capacidade máxima de alojamento permite um aumento do poder negociação e consequente aumento do preço médio por cliente. Pode ainda ser sustentado pela capacidade de atração, através da oferta de um serviço de excelência, de clientes com maior poder financeiro ou pelo aumento da notoriedade e reconhecimento Internacional do Vinho do Porto e do Vale do Douro que suporta a sua produção.

No cenário otimista é assumido o pressuposto de uma taxa de crescimento média anual de 4%, para as Vendas e REVPAR. Neste cenário, o valor estimado da empresa aumenta para € 82M.

	Valor Empresa	EBITDA			
		2019	2020	2021	2022
C. Pessimista (↓2%)	€ 58 459 714,26	6 424 821,88 €	6 345 691,06 €	6 269 676,13 €	6 196 795,13 €
C. Base (↑2%)	€ 76 324 210,69	6 855 451,11 €	6 991 721,02 €	7 422 058,84 €	7 867 446,71 €
C. Otimista (↑4%)	€ 82 077 794,19	7 077 225,16 €	7 334 372,70 €	7 911 871,73 €	8 522 873,32 €

Tabela 9 - Valor da Empresa e Evolução do EBITDA nos diferentes cenários de avaliação.

Segmento de Negócio - Navios-Hotel						
Cenário Pessimista	Decréscimo 2%	2018	2019	2020	2021	2022
		REVPAR	145,40	142,49	139,64	136,85
VENDAS	26 531 810,25	26 195 613,87	25 872 067,95	25 561 228,71	25 263 169,52	
EBITDA	6 507 054,77	6 424 821,88	6 345 691,06	6 269 676,13	6 196 795,13	
Cenário Real	Valor Base	2018	2019	2020	2021	2022
		REVPAR	151,33	154,36	157,44	160,59
VENDAS	27 410 645,41	27 953 284,19	28 508 924,96	29 077 975,48	29 660 860,80	
EBITDA	6 722 369,38	6 855 451,11	6 991 721,02	7 422 058,84	7 867 446,71	
Cenário Otimista	Aumento 4%	2018	2019	2020	2021	2022
		REVPAR	154,30	160,47	166,89	173,56
VENDAS	27 850 062,99	28 858 484,41	29 907 503,24	30 998 810,34	32 134 168,77	
EBITDA	6 830 026,69	7 077 225,16	7 334 372,70	7 911 871,73	8 522 873,32	

Tabela 10 - Tabela base para a construção da análise de sensibilidade

7. Conclusão

A história da empresa esteve na base da identificação das variáveis críticas que comandam a sua criação de valor e a projeção de fluxos de caixa. A definição destas variáveis permitiu realizar uma previsão da atividade operacional da empresa assim como elaborar um plano de investimentos para os bens de capital e para o capital circulante.

Após ser explicado, em detalhe, o modelo de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado assim como abordados todos os pressupostos que levam à estimação do custo de capital (custo do capital próprio, custo da dívida e estrutura de capital alvo), o valor estimado da Douro Azul – Sociedade Marítimo Turística, S.A., no final do ano de 2019, é de € 76M. Foi também efetuada uma análise de sensibilidade desta avaliação considerando um quadro de pressupostos mais pessimistas (cenário pessimista) e mais otimistas (cenário otimista) relativamente a três variáveis operacionais críticas (vendas, REVPAR e EBITDA). O valor estimado da empresa no cenário pessimista e no cenário otimista foi de € 58M e € 82M, respetivamente. Este exercício de avaliação reflete exclusivamente a minha visão da empresa.

A título de pesquisa futura, seria interessante utilizar o modelo de avaliação por FCD na obtenção do valor consolidado do grupo Mystic Invest, grupo que detém a Douroazul-SMT, S.A.. Esta avaliação permitiria executar o modelo utilizando uma fonte de informação mais complexa e o enquadramento de diferentes estratégias empresariais que iriam, a um certo ponto da análise financeira, convergir.

8. Referências

- Anjos, M. and Braga, R. (2014). KERING ' S VALUATION. *Instituto Universitário de Lisboa*, (April).
- Brealey, R., Myers, S. and Allen, F. (2017). *Principals of Corportate Finance*. 12th Editi. S. Ross & F. Modigliani, eds. Mc Graw Hill Education.
- Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. In *3rd*.
- Damodaran, A. (2008). *What is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building Block*.
- Faria, G. and Verona, F. (2018). Forecasting stock market returns by summing the frequency-decomposed parts. *Journal of Empirical Finance*.
- KAPLAN, S.N. and RUBACK, R.S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*.
- Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2005). Valuation: Measuring and managing the value of companies. In *University Edition*. McKinsey & Company, Inc.
- Luehrman, T.A. (1998). Investment Oppertunities as Real Options: Getting Started on the Numbers. *Harvard Business Review*.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Coorporate Finance and the theory of investment. *The American Econoic Review*.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*.
- Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *European Business School*, pp.1–2. [online]. Available from: <http://arxiv.org/abs/1003.4881>.
- Tolleryd, J. and Frykman, D. (2003). Corporate Valuation: An easy guide to measuring value. In F. T. Prentice Hall, ed. pp. 11–23.
- TravelBI. (2018). Turismo em Portugal. *Turismo de Portugal*, pp.1–22.

Anexo A – Balanço Contabilístico conforme Relatórios de Contas de 2014, 2015, 2016 e 2017

Balanço	2014	2015	2016	2017
Ativos fixos				
Ativos fixos tangíveis	91 077 171,00	88 175 591,00	63 722 326,00	60 237 655,00
Outros ativos financeiros	43 570,00	61 500,00	61 278,29	12 578,77
Ativos por impostos diferidos	752 701,00	55 448,00	534 309,94	488 862,52
	91 873 442,00	88 292 539,00	64 317 914,23	60 739 096,29
Activo corrente				
Inventários	59 388,00	56 212,00	44 985,00	44 501,00
Clientes	1 184 720,00	1 456 622,00	1 298 579,00	2 101 811,73
Adiantamentos a fornecedores	57 047,00	69 418,00		
Estado e outros entes públicos	85 009,00	185 498,00	105 666,00	
Accionistas	20 230 830,00	22 601 498,00		
Outras contas a receber	187 000,00	217 807,00	7 771 339,66	7 992 746,00
Diferimentos	293 969,00	492 761,00	416 609,86	231 237,00
Activos financeiros detidos para negociação	90 332,00	90 332,00	90 332,00	23 880,00
Outros activos financeiros	15,00	15,00	15,00	1 750 015,68
Caixa e depósitos bancários	3 280 475,73	3 763 075,94	19 707 413,30	13 238 783,35
	25 468 785,73	28 933 238,94	29 434 939,82	25 382 974,76
TOTAL DO ATIVO	117 342 227,73	117 225 777,94	93 752 854,05	86 122 071,05
Capital próprio				
Capital Realizado	3 967 518,00	3 967 518,00	3 967 518,00	3 967 518,00
Outros instrumentos de capital próprio	811 573,92	811 573,92	811 573,92	811 573,92
Reservas legais	313 398,53	507 081,10	651 677,40	995 633,67
Resultados Transitados	3 877 035,34	7 887 985,65	2 603 667,37	9 149 835,60
Excedentes de revalorização	6 349 003,00	6 018 022,00	5 686 963,71	5 360 201,97
Outras variações no capital próprio	5 788 973,25	7 267 377,55	9 851 590,63	9 182 346,57
Resultado líquido do período	3 873 651,31	2 891 925,92	6 879 125,32	993 766,69
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO	24 981 153,35	29 351 484,14	30 452 116,35	30 460 876,42
Passivo não corrente				
Provisões				
Financiamentos obtidos	70 608 180,85	63 683 665,51	42 254 740,72	36 211 020,90
Passivos por impostos diferidos	1 172 160,75	1 094 318,13	1 035 218,87	980 755,09
Outras contas a pagar	4 046 454,61	4 398 775,28	5 113 294,32	4 939 651,15
	75 826 796,21	69 176 758,92	48 403 253,91	42 131 427,14
Passivo corrente				
Fornecedores c/c	2 248 117,72	2 386 527,23	3 267 617,40	2 417 306,68
Estado e outros entes públicos	378 662,59	375 903,42	328 957,78	537 073,99
Acionistas				10 158,74
Financiamentos obtidos	9 640 708,97	11 187 795,48	7 718 800,69	7 484 206,96
Outras contas a pagar	3 511 995,60	4 106 446,52	3 055 176,75	2 661 499,41
Diferimentos	754 793,29	640 862,23	526 931,17	419 521,71
	16 534 278,17	18 697 534,88	14 897 483,79	13 529 767,49
TOTAL DO PASSIVO	92 361 074,38	87 874 293,80	63 300 737,70	55 661 194,63
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO	117 342 227,73	117 225 777,94	93 752 854,05	86 122 071,05

Anexo B – Demonstração de Resultados conforme Relatórios de Contas de 2014, 2015, 2016 e 2017

Income Statement	2014	2015	2016	2017
Vendas e serviços prestados	29 855 630,59	31 611 370,85	38 471 970,19	26 451 659,35
CMVMC	-2 565 971,27	-2 755 711,16	-3 169 211,07	-1 636 033,36
Fornecimentos e serviços externos	-10 560 534,36	-12 250 391,22	-17 105 117,04	-12 558 441,17
Imparidade de inventários	-67 838,28	36 850,00		
Resultado Bruto	16 661 286,68	16 642 118,47	18 197 642,08	12 257 184,82
Gastos com o pessoal	-6 730 635,65	-7 560 158,73	-6 667 581,90	-8 398 394,31
Subsídios à exploração	26 253,85	32233,97	3 314,34	6 628,68
Imparidade de dívidas a receber		16 568,25		-266 601,13
Aumentos/reduções de justo valor		374,55		
Outros rendimentos e ganhos	654 575,30	895 576,94	1 495 965,51	3 074 978,54
Outros gastos e perdas	-404 738,10	-508 105,71	-242 169,10	-304 307,45
EBITDA	10 206 742,08	9 518 607,74	12 787 170,93	6 369 489,15
Gastos/reversões de depreciação e de amortizaç	-4 010 420,40	-4 108 549,60	-3 356 917,87	-3 292 104,36
Resultado Operacional	6 196 321,68	5 410 058,14	9 430 253,06	3 077 384,79
Juros e rendimentos similares obtidos	663 783,41	610 478,69	507 400,43	447 769,45
Juros e gastos similares suportados	-3 006 005,79	-2 753 826,61	-2 738 241,20	-2 511 564,37
Resultado Financeiro	-2 342 222,38	-2 143 347,92	-2 230 840,77	-2 063 794,92
Resultado antes de imposto	3 854 099,30	3 266 710,22	7 199 412,29	1 013 589,87
Imposto sobre o rendimento do período	19 552,01	-374 784,30	-320 286,97	-19 823,18
Resultado Líquido do Período	3 873 651,31	2 891 925,92	6 879 125,32	993 766,69

Anexo C – Valor das Vendas por Segmento conforme Relatórios de Contas de 2014, 2015, 2016 e 2017

Vendas	2014	2015	2016	2017
Consolidado	€ 29 855 631,00	€ 31 611 371,00	€ 38 471 971,00	€ 26 050 513,00
Taxa cresc.(%)		5,88%	21,70%	-32,29%
Navios-Hotel	2014	2015	2016	2017
Navios-Hotel	28 935 197,00 €	30 207 975,00 €	36 778 410,00 €	21 970 879,00 €
Taxa cresc.(%)		4,40%	21,75%	-40,26%
NH-Regular	20 649 650,00 €	21 483 290,00 €	22 836 647,00 €	21 970 879,00 €
Taxa cresc.(%)		4,04%	6,30%	-3,79%
NH-Suíte	8 285 547,00 €	8 724 685,00 €	13 941 763,00 €	- €
Taxa cresc.(%)		5,30%	59,80%	-100,00%
REVPAR	175,14	182,85 €	222,62 €	148,36 €
Taxa cresc.(%)		4,40%	21,75%	-33,36%
Nº clientes	27 838	28 316	31 909	19 517
Taxa cresc.(%)		1,72%	12,69%	-38,84%
Navio-Hotel Regular	20 265	20 520	21 309	19 517
Taxa cresc.(%)		1,26%	3,85%	-8,41%
Navio-Hotel Suíte	7 573	7 796	10 600	0
Taxa cresc.(%)		3%	36%	-100%
Preço Médio	1 039,41 €	1 066,82 €	1 152,60 €	1 125,73 €
Taxa cresc.(%)		2,64%	8,04%	-2,33%
PM NH-Regular	1 018,98 €	1 046,94 €	1 071,69 €	1 125,73 €
Taxa cresc.(%)		2,74%	2,36%	5,04%
PM NH-Suíte	1 094,09 €	1 119,12 €	1 315,26 €	- €
Taxa cresc.(%)		2,29%	17,53%	-100,00%
Barcos Rabelos	2014	2015	2016	2017
Barcos Rabelos	197 564,00 €	474 291,00 €	539 457,00 €	944 183,00 €
Taxa cresc.(%)		140,07%	13,74%	75,02%
Nº clientes	26 041	49 006	67 501	108 603
Taxa cresc.(%)		88,19%	37,74%	60,89%
Preço médio	7,59 €	9,68 €	7,99 €	8,69 €
Taxa cresc.(%)		27,57%	-17,42%	8,78%
Gestão Naval	2014	2015	2016	2017
Gestão Naval				2 490 313,00 €
Taxa cresc.(%)				
Nº de Navios				3
Preço médio p/Navio				830 104,33 €
Taxa cresc.(%)				
BlueBus City Tours	2014	2015	2016	2017
BlueBus	510 860,00 €	689 269,00 €	674 808,00 €	258 624,00 €
Taxa cresc.(%)		34,92%	-2,10%	-61,67%
Outros	2014	2015	2016	2017
Outros (euros)	212 010,00 €	239 836,00 €	479 296,00 €	386 514,00 €
Taxa cresc.(%)		13,12%	99,84%	-19,36%
Peso relativo p/ Segmento	2014	2015	2016	2017
Navios-Hotel Regulares	69,17%	67,96%	59,36%	84,34%
Navios-Hotel Suites	27,75%	27,60%	36,24%	0,00%
Barcos Rabelos	0,66%	1,50%	1,40%	3,62%
Gestão Naval	0,00%	0,00%	0,00%	9,56%
BlueBus City	1,71%	2,18%	1,75%	0,99%
Outros	0,71%	0,76%	1,25%	1,48%

Anexo D - Projeção da Demonstração dos Fluxos de Caixa

Fluxos de Caixa	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Resultado Operacional	3 077 384,79	3 285 074,45	3 350 109,27	3 416 701,83	3 775 680,72	4 147 974,77
Pagamento/recebimento do imposto sobre	325 273,09	361 358,19	368 512,02	375 837,20	415 324,88	456 277,22
Outros recebimentos/pagamentos	-1 201 358,45	-1 281 179,03	-1 306 542,61	-1 332 513,72	-1 472 515,48	-1 617 710,16
Depreciações e amortizações	3 292 104,00	3 437 294,93	3 505 341,84	3 575 019,19	3 646 378,13	3 719 471,94
Fundos investidos nas operações	5 493 403,43	5 802 548,54	5 917 420,51	6 035 044,51	6 364 868,24	6 706 013,78
Movimentos nos Inventários	484,00	-13 061,36	-1 139,54	-1 166,85	-1 195,01	-1 224,06
Movimentos nos clientes a receber	-803 232,73	-91 039,90	-43 411,10	-44 451,26	-45 524,04	-46 630,83
Movimentos nos Fornecedores	-850 310,72	49 651,41	48 837,49	50 007,67	51 214,55	52 459,68
Movimentos do Capital operacional	-1 653 059,45	-54 449,85	4 286,85	4 389,56	4 495,50	4 604,79
	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fundos Brutos das Operações	3 840 343,98	5 748 098,68	5 921 707,36	6 039 434,07	6 369 363,74	6 710 618,57
Juros obtidos	447 769,45	456 724,84	465 859,34	475 176,52	484 680,05	494 373,65
Juros suportados	-2 511 564,37	-2 697 207,51	-2 750 603,16	-2 805 278,22	-2 861 272,79	-2 918 628,70
Dividendos						
Impostos	293 959,03	-307 662,29	-235 736,20	-240 397,40	-312 039,84	-386 468,08
Juros, dividendos e impostos	-1 769 835,89	-2 548 144,96	-2 520 480,03	-2 570 499,10	-2 688 632,57	-2 810 723,13
Fundos disponíveis para os investidores	2 070 508,09	3 199 953,72	3 401 227,32	3 468 934,98	3 680 731,17	3 899 895,44
Ativos Fixos Tangíveis	-3 484 671,00	2 258 616,54	1 237 216,41	1 266 860,96	1 297 435,18	1 328 978,53
Outros Investimentos	-45 447,42	-43 997,63	-40 037,84	-36 434,43	-33 155,34	-30 171,36
Investimentos	-3 530 118,42	2 214 618,91	1 197 178,57	1 230 426,53	1 264 279,85	1 298 807,17
Dinheiro gerado	5 600 626,51	985 334,81	2 204 048,75	2 238 508,45	2 416 451,32	2 601 088,27
Atividades Financeiras						
Movimentos Dívida Curto-Prazo	-234 593,73	190 773,76	151 938,86	155 579,42	159 334,15	163 207,89
Movimentos Dívida ML-Prazo	-6 043 719,82	1 067 456,86	737 988,74	755 671,45	773 908,71	792 724,03
Capital social emitido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Caixa e depósitos	-6 468 630,88	1 258 842,38	178 176,43	180 561,90	407 126,43	419 023,50
Outros Financiamentos	170 313,10	369 163,63	124 806,92	127 797,38	130 881,62	134 063,62
Financiamento Total	-12 576 631,33	2 886 236,62	1 192 910,95	1 219 610,15	1 471 250,90	1 509 019,04
Controlo=	-6 976 004,82	3 871 571,43	3 396 959,70	3 458 118,59	3 887 702,22	4 110 107,31

Anexo E – Projeção Económico-Financeira

Análise Económico-Financeira	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rácios operacionais						
Rotatividade dos ativos	30,71%	31,02%	31,08%	31,13%	31,11%	31,08%
Rotação média de inventários(dias)	9,93	10,95	10,95	10,95	10,95	10,95
Prazo médio recebimentos(dias)	29,00	29,20	29,20	29,20	29,20	29,20
Prazo médio de pagamentos(dias)	70,26	69,89	71,41	73,00	74,66	76,40
Capital operacional/Vendas	16,39%	16,21%	16,21%	16,21%	16,21%	16,50%
Capital operacional/Capital Investido	5,85%	5,85%	5,86%	5,87%	5,86%	5,95%
Rácios de Liquidez						
Rácio de Liquidez Corrente	187,61%	181,70%	180,94%	180,17%	180,92%	181,67%
Rácio de Teste Ácido	187,28%	181,29%	180,53%	179,76%	180,51%	181,25%
Rácio Liquidez Imediata	97,85%	103,71%	102,94%	102,18%	102,92%	103,67%
Rácios de Alavancagem						
Múltiplo do Capital próprio	2,43	2,45	2,46	2,46	2,45	2,45
Rácio Dívida	58,92%	59,22%	59,29%	59,36%	59,27%	59,17%
Rácio Dívida/Capital Próprio	143,45%	145,21%	145,64%	146,07%	145,49%	144,92%
Rentabilidade						
Retorno dos Ativos(ROA)	1,10%	0,92%	0,92%	0,92%	1,16%	1,41%
Retorno operacional dos Ativos	3,49%	4,63%	4,62%	4,63%	5,02%	5,40%
Retorno do Capital Próprio(ROE)	3,26%	2,62%	2,63%	2,64%	3,33%	4,00%
Retorno do Capital Investido(ROIC)	3,20%	3,33%	3,34%	3,34%	3,61%	3,89%
Resultado operacional/vendas	3,76%	2,93%	2,93%	2,93%	3,70%	4,47%
Vendas/Capital Investido	35,67%	36,11%	36,15%	36,20%	36,14%	36,08%
Retorno das vendas(ROS)	3,76%	2,93%	2,93%	2,93%	3,70%	4,47%
Margem Bruta	46,34%	46,00%	47,00%	48,00%	49,00%	50,00%
Margem EBITDA	24,08%	24,52%	24,52%	24,52%	25,52%	26,52%
Margem Operacional	11,63%	11,98%	11,98%	11,98%	12,98%	13,98%
Margem Resultado Líquido Período	3,76%	2,93%	2,93%	2,93%	3,70%	4,47%
Fluxos de caixa/Vendas	16,20%	15,47%	15,47%	15,47%	16,24%	17,01%
Fluxos de caixa/Ativos	4,98%	4,80%	4,81%	4,82%	5,05%	5,29%
Custos operacionais/Vendas	75,92%	75,48%	75,48%	75,48%	74,48%	73,48%
Gastos Juros/Vendas	9,49%	9,84%	9,84%	9,84%	9,84%	9,84%
Resultado Financeiro (juros)/Vendas	7,80%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%

Anexo F – Projeção da Estrutura de Capital

Balanco Financeiro	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo	78 312 773,58	81 894 858,13	83 358 431,49	84 859 751,02	86 623 667,36	88 436 256,05
Ativos Fixos	60 739 096,29	62 953 966,78	64 151 401,96	65 382 090,23	66 646 637,05	67 945 716,53
Capital Operacional	4 334 893,94	4 443 265,62	4 531 227,37	4 621 296,74	4 713 539,83	4 808 025,54
Caixa e outros depósitos financeiros	13 238 783,35	14 497 625,73	14 675 802,16	14 856 364,06	15 263 490,49	15 682 513,98
Capital Investido	74 156 104,28	75 910 428,07	77 320 560,25	78 763 712,60	80 464 777,02	82 209 861,40
Capital Próprio	30 460 876,42	30 956 969,59	31 477 174,17	32 009 075,65	32 776 897,23	33 566 049,68
Financiamentos obtidos	43 695 227,86	44 953 458,48	45 843 386,07	46 754 636,94	47 687 879,79	48 643 811,71
Financiamento Líquido	30 456 444,51	30 455 832,75	31 167 583,92	31 898 272,88	32 424 389,31	32 961 297,73
				Estrutura de capital alvo		59,17%

Anexo G - Evolução do Investimento em Bens de Capital

Ativos Fixos	2014	2015	2016	2017	
Investimento (Capex)	5 397 000,00	1 207 000,00	2 273 000,00	459 000,00	
Taxa de Cresc(%)		-77,64%	88,32%	-79,81%	
% Vendas	18,08%	3,82%	5,91%	1,74%	
Ativos Fixos	2018	2019	2020	2021	2022
Investimento (Capex)	477 360,00	496 454,40	516 312,58	526 638,83	537 171,60
Taxa de Cresc(%)	4,00%	4,00%	4,00%	2,00%	2,00%
% Vendas	1,74%	1,78%	1,81%	1,81%	1,81%

Anexo H - Rotação de Inventários e Prazo médio de pagamentos/recebimentos

Prazos médios de recebimentos/pagamentos	2014	2015	2016	2017	
Rotação média de inventários(dias)	8,23	7,55	5,18	9,93	
Prazo médio recebimentos(dias)	14,48	16,82	12,32	29,00	
Prazo médio de pagamentos(dias)	77,20	71,32	69,73	70,26	
Capital operacional/Vendas	-17,12%	-16,50%	6,12%	16,39%	
Capital operacional/Capital Investido	-4,86%	-5,01%	2,93%	5,85%	
Prazos médios de recebimentos/pagamentos	2018	2019	2020	2021	2022
Rotação média de inventários(dias)	31,02%	31,08%	31,13%	31,11%	31,08%
Prazo médio recebimentos(dias)	10,95	10,95	10,95	10,95	10,95
Prazo médio de pagamentos(dias)	29,20	29,20	29,20	29,20	29,20
Capital operacional/Vendas	69,89	71,41	73,00	74,66	76,40
Capital operacional/Capital Investido	16,21%	16,21%	16,21%	16,21%	16,50%

Anexo I - Modelo de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

	0	1	2	3	
DouroAzul - SMT, S.A.	2019	2020	2021	2022	
Resultado operacional	3 350 109,27	3 416 701,83	3 775 680,72	4 147 974,77	
Imposto (-)	-770 525,13	-785 841,42	-868 406,57	-954 034,20	
Depreciação (+)	3 505 341,84	3 575 019,19	3 646 378,13	537 171,60	
Investimento (capex) (-)	-496 454,40	-516 312,58	-526 638,83	-537 171,60	
Variações Capital circulante	4 286,85	4 389,56	4 495,50	4 604,79	
Fluxo de Caixa Livre	5 592 758,42	5 693 956,59	6 031 508,95	3 198 545,36	
Taxa sem risco (10 anos)	1,17%				
Beta	0,60				
Beta Capital próprio	1,27				
Prêmio de Risco de Mercado	5,50%				
Spread dívida	5,69%				
Taxa de imposto efetiva	23,00%				
CCP	8,16%				
CD	5,28%				
Rácio dívida	59,20%	59,20%			
FCL					3 198 545,36
CMPC	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%
Fator de Desconto	1,00	0,94	0,88	0,83	0,83
Valor Terminal	69 167 838,14				
FCD	5 592 758,42	5 348 685,55	5 322 207,54	2 651 253,52	57 409 305,66
Taxa de Crescimento (g)	1,75%				
Valor Empresa (EV)	76 324 210,69	75,22%			
Dívida Líquida	31 167 583,92				
Investimentos Financeiros	13 086,95				
Valor Capital Próprio	45 169 713,73				
Número de ações	3 967 518,00				
Valor por ação	11,38				