



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estudo de Caso

Avaliação de Empresas

“Wine Company S.A.”

André Manuel Pinheiro Monteiro

Católica Porto Business School
2022



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estudo de Caso

Avaliação de Empresas

“Wine Company S.A.”

Trabalho Final na modalidade de Relatório de Estágio
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

André Manuel Pinheiro Monteiro

sob orientação de
Professor Doutor Álvaro José Barrigas do Nascimento

Católica Porto Business School
abril de 2022

Agradecimentos

Primeiramente, quero agradecer aos meus pais pelo investimento no meu percurso académico e por sempre acreditarem nas minhas capacidades, são a minha maior fonte de inspiração.

À minha família e amigos pela ajuda, companhia e suporte dado ao longo deste percurso académico.

À minha namorada Adriana, pelo apoio incondicional e companheirismo ao longo desta etapa da minha vida.

Ao Dr. Pedro Xavier pela oportunidade que me proporcionou na Triple A - Capital & Finance.

Ao Professor Doutor Álvaro Nascimento, por toda a ajuda e disponibilidade concedidas durante a realização deste Trabalho Final de Mestrado.

Sumário Executivo

O Trabalho Final de Mestrado em Finanças, efetuado na modalidade de Relatório de Estágio, tem como objetivo apresentar uma parte significativa das atividades desenvolvidas durante o estágio na Triple A - Capital & Finance e obter a real valorização da empresa do estudo de caso. Por questões de confidencialidade, o nome da empresa é fictício, denominando-se por Wine Company S.A.

Com o intuito de avaliar a empresa foram consideradas duas metodologias de avaliação - *Discounted Cash Flow*, através do *Free Cash Flow to Firm* e Avaliação Relativa, por meio do uso dos Múltiplos - uma vez que, estas foram as metodologias utilizadas no relatório de avaliação solicitado pela empresa.

Em primeiro lugar, realizou-se uma revisão de literatura sobre os mencionados métodos de avaliação e dos outros restantes sistematizados por Damodaran (2006). De seguida, estabeleceu-se a ligação entre os conceitos da revisão de literatura com as respetivas metodologias de avaliação e dados fornecidos pela empresa. Deste modo, concluiu-se que a valorização da empresa Wine Company S.A. era similar nas duas metodologias, aproximadamente nove milhões e setecentos mil euros, sabendo-se que não existe um valor exato neste tipo de avaliações.

Por último, considerou-se o método de *Discounted Cash Flow* como o principal modelo de avaliação, por se enquadrar melhor na tipologia do negócio, e utilizou-se a Avaliação Relativa como metodologia comparativa. Para este estudo, foram utilizados os dados fornecidos pela empresa, a informação presente na revisão de literatura e, ainda, o *know-how* da Triple A.

Palavras-Chave: Avaliação, *Discounted Cash Flow*, Avaliação Relativa, Avaliação Baseada em Ativos. Total de palavras: 9906

Abstract

This master's degree final work in Finance, carried out in the form of an Internship Report, aims to present part of the work developed in the internship made at Triple A - Capital & Finance and to obtain the real valuation of the company present in this case study. For confidentiality reasons, the company name is fictitious, and it's called Wine Company S.A.

To value the company, two valuation approaches were used, the Discounted Cash Flow method, through the Free Cash Flow to Firm, and the Relative Valuation, using Multiples, since they were the methodologies used in the valuation report requested by the company.

Initially, to assess the methodology that was best suited for the business of the company under study, a literature review was carried out on the valuation methods mentioned previously and the ones systematized by Damodaran (2006). Then, a consolidation was made between the concepts of the literature review, with the respective valuation methodologies and the data provided by the company.

We obtained a company value for Wine Company S.A., similar in both methodologies. Knowing that there isn't a perfect model to arrive at an exact value when it comes to valuation, weighting results obtained we can say that the company value is roughly nine million and seven hundred thousand euros.

Finally, using information provided by the company, in the literature review and the know-how of Triple A - Capital & Finance, we considered that the Discounted Cash Flow method was the one that best fitted the business typology, but still used the Relative Valuation as a comparative methodology.

Keywords: Valuation, Discounted Cash Flow, Relative Valuation, Asset-Based Valuation. Total words: 9906

Índice

Agradecimentos.....	v
Sumário Executivo.....	vii
Abstract.....	ix
Índice de Figuras.....	xiv
Índice de Tabelas.....	xvi
Índice de Equações.....	xviii
Introdução.....	20
Revisão de Literatura.....	23
1.1 <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF).....	25
1.1.1 <i>Free Cash Flow to the Firm</i> (FCFF).....	27
1.1.1.1 Valor Terminal (VT).....	28
1.1.1.2 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).....	29
1.1.1.3 Custo do Capital Próprio (rE).....	30
1.1.1.4 Taxa de rendibilidade do ativo sem risco (rF).....	31
1.1.1.5 O Beta (β).....	32
1.1.1.6 Prémio de Risco de Mercado (E (Rm)-rF).....	32
1.1.1.7 Custo da Dívida (rD).....	33
1.1.1.8 Estrutura de Capitais.....	34
1.2 Avaliação Relativa.....	36
1.3 Avaliação Baseada Em Ativos.....	38
1.4 Avaliação Contingente.....	40
1.5 Principais Conclusões.....	41

Apresentação da Sociedade Wine Company S.A.	43
2.1 Informação Financeira	44
2.1.1 Demonstração de Resultados Histórica.....	46
2.1.3 Balanço Histórico	47
Metodologia.....	48
3.1 <i>Discounted Cash Flow</i>	48
3.2 Avaliação Relativa	50
Enquadramento Macroeconómico e do Setor	53
4.1 Breve Análise Macroeconómica	54
4.2 Breve Análise Setorial	55
4.2.1 Perspetiva Global.....	59
Avaliação da Sociedade Wine Company S.A.	63
5.1 Discounted Cash Flows	64
5.2 Avaliação Relativa	67
5.4 Principais Conclusões	69
Conclusão.....	70
Bibliografia.....	71
Anexos.....	75

Índice de Figuras

Figura 1 – Projeções do Banco de Portugal para 2021 (a junho) Taxa de variação anual, percentagem (exceto onde indicado) (Fonte: Banco de Portugal)	54
Figura 2 - Variação do valor das exportações, 2000 a 2009 (Fonte: Instituto da Vinha e do Vinho).....	56
Figura 3 - Variação do valor das exportações, 2011 a 2020 (Fonte: Instituto do Vinho e da Vinha).....	57
Figura 4 - Exportação de Vinho em hectolitros (hl) e respetivo valor no total (Fonte: Instituto do Vinho e da Vinha).....	57
Figura 5 - Importação de Vinho em hectolitros (hl) e respetivo valor no total (Fonte: Instituto do Vinho e da Vinha).....	58
Figura 6 - Evolução do comércio internacional de vinho em volume (Fonte: International Organisation of Vine and Wine).....	59
Figura 7 - Evolução do comércio internacional de vinho por valor (Fonte: International Organisation of Vine and Wine).....	59
Figura 8 - Mercado Global de Vinho, por produto, 2016 – 2028 (em biliões de dólares) (Fonte: Grand View Research).....	60
Figura 9 - Consumo de vinho (M/hl) pelos principais países, 2010-2020 (Fonte: Statista).....	61

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Exemplos de Múltiplos (Fernández 2002).....	37
Tabela 2 - Resumo das Estatísticas. As estatísticas apresentadas são calculadas com base em 50 observações (Fonte: Datastream, Balanço e Demonstração de Resultados das Empresa).....	51
Tabela 3 - Pressupostos.....	64
Tabela 4 - Projeções - Demonstração de Resultados.....	64
Tabela 5 - Margens.....	65
Tabela 6 - Lucro Operacional Líquido Menos Impostos Ajustados (NOPLAT)	65
Tabela 7 - Free Cash Flow to Firm.....	65
Tabela 8 – WACC e Fator de Desconto.....	65
Tabela 9 - Valor de Capital Próprio.....	66
Tabela 10 - Método de Discounted Cash Flow to Firm.....	66
Tabela 11 - Múltiplo EV/EBITDA	67
Tabela 12 - <i>Enterprise Value</i> e Equity Value.....	68
Tabela 13 - Comparação entre os diferentes métodos de avaliação	69

Índice de Equações

Equação 1 - Valor da Empresa	27
Equação 2 - Valor Terminal	27
Equação 3 - Equação FCFF	28
Equação 4 - Valor da Empresa - FCFF	28
Equação 5 - Valor Terminal FCFF	29
Equação 6 - WACC	29
Equação 7 - CAPM - r_E	31
Equação 8 - Beta Alavancado	32
Equação 9 - Taxa Efetiva do Custo da Dívida	34
Equação 10 - PER	37
Equação 11 - EV/EBITDA	37

Introdução

O Trabalho Final de Mestrado (TFM) em Finanças foi efetuado na modalidade de Relatório de Estágio na empresa Triple A - Capital & Finance. Este TFM tem como objetivo apresentar parte do trabalho desenvolvido ao longo dos seis meses de estágio naquela organização e obter a valorização da empresa escolhida como caso de estudo nesta dissertação.

A Triple A - Capital & Finance é uma *boutique* financeira que atua como assessora financeira em *Corporate Finance*, tendo como principal público-alvo as pequenas e médias empresas. Em *Corporate Finance* atua como consultora em fusões e aquisições, desempenhando atividades de avaliações e *leveraged buy-outs*; assim como em estratégia, através da elaboração de *Business Plans* e estudos económico-financeiros. Além disso, procura as melhores soluções de financiamento para os seus clientes.

Respeitando a política de confidencialidade, a empresa selecionada para este estudo de caso tem como nome fictício “Wine Company S.A.”. Esta é uma empresa que se situa na região norte do país, tendo como principal atividade a produção de vinho.

Dos vários projetos desenvolvidos na Triple A, foi selecionado este caso por ser considerado o mais interessante e adequado ao mestrado em Finanças, e pela participação ativa em todas as fases do seu relatório de avaliação, desde a reunião com os gestores, a preparação do documento e a sua valorização.

Assim, o principal objetivo deste TFM, coincidente com o relatório de avaliação efetuado aquando o estágio na Triple A - Capital & Finance, é obter a valorização da empresa Wine Company S.A.

Com o propósito de atingir este objetivo, são utilizadas duas metodologias: a avaliação através de *Discounted Cash Flow*, mais concretamente o *Free Cash Flow To Firm* e a Avaliação Relativa através do uso dos Múltiplos.

Primeiramente, é efetuada uma análise teórica sobre as quatro metodologias sistematizadas por Damodaran (2006). Desta forma, na revisão de literatura é apresentado o conceito de avaliação e as metodologias de avaliação de empresas; depois, uma análise mais pormenorizada sobre os modelos utilizados neste estudo de caso, onde são apresentadas as suas características, a adequação dos mesmos às características das empresas e, ainda, as suas possíveis limitações.

Posteriormente, é realizada uma apresentação da sociedade, seguida de uma descrição da metodologia utilizada, que inclui a referência às bases de dados e ainda a interligação entre a prática e a teoria. Depois é efetuada uma breve análise macroeconómica, assim como a observação do setor em que a empresa está inserida. No quinto, e último capítulo, é realizada a avaliação da sociedade.

De salientar que a escolha da modalidade de Relatório de Estágio tem a ver com o interesse pessoal em relacionar a teoria, compreendida ao longo do mestrado, com a prática realizada em contexto real de trabalho, de forma a consolidar e aprofundar os conhecimentos adquiridos.

Capítulo 1

Revisão de Literatura

A Avaliação está na base de grande parte do trabalho desenvolvido em Finanças, quer através de estudos da eficiência de mercados e questões relacionadas com *corporate governance*, quer da comparação entre diversas regras de decisões de investimento em gestão de capital. Em *Corporate Finance*, são consideradas as melhores práticas para incrementar o valor da empresa por recurso a alterações de investimento, financiamento e decisões de distribuição de dividendos (Damodaran, 2006).

Na avaliação de uma empresa existem muitos modelos que podem ser aplicados e é importante compreender os pressupostos e detalhes, as vantagens e desvantagens por detrás de cada um deles. Ainda assim, tendo em conta o modelo a ser utilizado, a avaliação é sempre efetuada em função de três fatores: dinheiro, *timing* e risco (Luehrman, 1997).

Não obstante, diferentes micro e macro ambientes levam os analistas a adotar diversas metodologias. No entanto, tem havido um crescente problema, de sobrecarga, relacionado com o aumento de novas metodologias de avaliação, que pode constituir uma barreira a uma forte e viável avaliação. Como tal, para um exercício de avaliação, o analista não deve considerar uma ampla variedade de modelos, uma vez que poderá prejudicar o resultado final. Além disso, a maioria

dessas abordagens, acaba por ser matematicamente semelhante, sob pressupostos idênticos (Young et al., 1999)

O objetivo da avaliação é fornecer aos acionistas, gestores, potenciais compradores e outros interessados, um valor geral de quanto vale a empresa, num determinado momento temporal (Steiger, 2008). No entanto, é importante não confundir o valor de uma empresa com o seu preço. O preço de uma empresa é definido pelo valor acordado entre o vendedor e o comprador na venda de uma empresa, mas o valor tem uma definição muito mais abrangente.

Em muitos casos, o preço de uma ação ou o preço total da empresa não reflete o seu verdadeiro valor intrínseco e existe a hipótese de ser sob ou subavaliada (Fernandez, 2007).

A qualidade da avaliação depende de quão bem o avaliador compreende a empresa, o negócio, a posição competitiva, a estratégia operacional e a sua capacidade de prever acontecimentos futuros (Parrino, 2005). De acordo com Damodaran (2002), o valor final da avaliação não é meramente quantitativo. Apesar de ser crucial uma forte base analítica, as características heterogéneas entre empresas e indústrias devem ser exploradas de forma a alcançar um valor final mais preciso. Paralelamente, a probabilidade de alterações nos pressupostos efetuados inicialmente, é muito alta, em virtude da propriedade intemporal da avaliação que varia de acordo com as alterações na economia, nos mercados e nas empresas (Damodaran, 2002).

Segundo Fernandez (2007), alguns dos principais motivos para a elaboração de avaliações são as operações de compra e venda, fixando um limite máximo para o comprador e um limite mínimo para o vendedor; a avaliação de empresas cotadas no mercado; a aferição dos *drivers* de valor de uma empresa; e o planeamento estratégico e cíclico da vida da empresa.

Damodaran (2006) sistematizou a existência de quatro abordagens referentes à avaliação, depois de compilar os contributos de variados estudos teóricos e empíricos sobre a matéria. A primeira abordagem, avaliação por “*Discounted Cash Flow*”, relaciona o valor de um ativo com o valor presente dos *cash flows* futuros esperados desse ativo. A segunda, Avaliação Baseada em Ativos, ou avaliação por “*Liquidação e Contabilística*”, toma os ativos existentes da empresa, e usa estimativas contabilísticas de valor como ponto de partida. A terceira, Avaliação Relativa, estima o valor de um ativo, observando o preço de ativos comparáveis em relação a uma variável em comum como vendas e *cash flow*. A quarta abordagem, Avaliação Contingente, usa modelos baseados em opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções, geralmente enquadrados como “*Opções Reais*”.

1.1 *Discounted Cash Flow* (DCF)

Segundo Luehrman (1997), o modelo de *Discounted Cash Flow* representa a melhor prática para se avaliar uma empresa. Este método tem uma grande concordância na literatura e é uma das abordagens mais aceites na avaliação do capital próprio de uma empresa. Fernandez (2007) concorda com estas afirmações, destacando ainda que, atualmente, é o único método de avaliação conceptualmente correto. Copeland et al. (2000) destacou o facto de o dinheiro ser “rei” (“*Cash is King*”), como forma de promover a aceitação deste método. Paralelamente, Estridge e Lougee (2007) afirmam que este é um método crucial para avaliar uma empresa e dão ênfase à sua menor suscetibilidade na manipulação de *cash flow*.

Este método é visto como a técnica de avaliação mais precisa e, como tal, é frequentemente utilizada quando se procura fazer a avaliação de uma empresa ou de um projeto (Koller et al., 2005). Neste contexto, Vélez-Pareja e Tham (2009)

reiteram que é importante entender que a avaliação não deriva diretamente de declarações financeiras, como o Balanço e Demonstrações de Resultados, mas sim de certas expectativas e pressupostos que irão dar suporte aos futuros *cash flows*.

Além disso, é importante fazer uma distinção entre avaliações de valor de Capital Próprio e de valor de Empresa. As avaliações de valor de Capital Próprio têm o objetivo de estimar o valor da empresa para os acionistas, enquanto as avaliações de valor de Empresa correspondem ao somatório do valor do capital próprio com a dívida (Young et al., 1999). Damodaran (2006) corrobora esta ideia, referindo que as avaliações de valor de Capital Próprio avaliam diretamente a participação acionista no negócio, enquanto nas avaliações de valor de Empresa avalia-se o negócio por inteiro e, depois, subtrai-se o valor da dívida líquida para se obter o valor do capital próprio.

Damodaran (2002) considera que a abordagem por modelos de Avaliação DCF é o alicerce de todas as outras abordagens e, por isso, a compreensão dos seus fundamentos é essencial. Damodaran (2006) define o valor de um ativo como o valor presente dos *cash flows* esperados do ativo, descontados a uma taxa que reflete o risco desses *cash flows*.

No entanto, Luehrman (1997) aponta algumas limitações a esta abordagem, nomeadamente em empresas com estruturas de capitais, estratégias de angariação de fundos e posições fiscais complexas, em que pode aumentar o número de erros efetuados no exercício de uma avaliação.

Dos quatro modelos baseados em *cash flows*, considerados por Damodaran (2006), a presente análise incidirá no *Free Cash Flow to The Firm* (FCFF), em virtude de ter sido o modelo utilizado no relatório de avaliação efetuado na empresa Wine Company S.A.

Independentemente do modelo escolhido, é possível decompor a metodologia geral em alguns pontos. Primeiramente, nos *cash flows* gerados pela empresa num

determinado momento t (CF_t), seguido da taxa de desconto (r) que contempla o risco dos *cash flows*, que varia de acordo com o modelo selecionado e que é tanto maior quanto maior for o risco do *cash flow* e, por último, o Valor Terminal (VT), ou Valor Residual, que tem em conta um cenário estável de crescimento (g) da empresa, geralmente inferior à taxa de crescimento da economia. Assim, Fernandez (2007) apresentou uma fórmula geral para a metodologia de DCF:

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

Equação 1 - Valor da Empresa

$$VT_t = \frac{CF_t \times (1+g)}{(r-g)}$$

Equação 2 - Valor Terminal

1.1.1 *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*

Luehrman (1997) considerou que o *Free Cash Flow to The Firm* é o modelo standard na análise pelo método de *Discounted Cash Flow*.

Fernández (2001) referiu que os *free cash flow* para a empresa poderiam ser obtidos, calculando em primeiro lugar, o lucro operacional líquido após impostos, que corresponde ao resultado operacional (EBIT) multiplicado por $(1 - \text{taxa de imposto } (t))$. De seguida, somar a esse valor novamente as depreciações, por ser uma despesa não monetária e ser dedutível no resultado operacional. Por último, ao valor obtido, subtrai-se as despesas de capital (CAPEX) e a variação líquida do fundo de maneo (ΔNWC).

Em suma, Pinto (2010) descreve o FCFF como o montante de *cash flow* disponível, de uma determinada empresa, que é utilizado para o pagamento dos credores e acionistas da empresa, após todas as despesas operacionais.

A equação mencionada anteriormente pode ser traduzida na seguinte fórmula:

$$FCFF = EBIT (1 - t) + \text{Depreciações} - \text{CAPEX} - \Delta\text{NWC}$$

Equação 3 - Equação FCFF

Damodaran (2006) refere que, neste modelo, o valor da firma pode ser obtido descontando os FCFF ao custo médio ponderado de capital (WACC). Além disso, o autor, evidencia que se deve ter em consideração o Valor Terminal (VT) na perpetuidade, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + WACC)^n}$$

Equação 4 - Valor da Empresa - FCFF

1.1.1.1 Valor Terminal (VT)

Segundo Damodaran (2015), existem três formas de estimar o Valor Terminal: a primeira é efetuada através do valor da liquidação, mais útil quando os ativos são separáveis e comercializáveis e numa ótica mais direcionada à liquidação da empresa; a segunda é realizada pelos Múltiplos, em que o valor futuro de uma empresa é estimado, aplicando um múltiplo para as vendas ou ganhos da empresa naquele ano, mais associada à avaliação Relativa; a terceira é concretizada pelo Modelo de Crescimento Estável, em que se assume que a empresa tem uma vida finita e que será liquidada no fim dessa vida, no entanto,

as empresas podem reinvestir alguns dos seus *cash flows*, em novos ativos de forma a prolongarem a sua existência.

Tendo em conta o Modelo de Crescimento Estável, se assumirmos que os *cash flows*, além do ano terminal, irão crescer perpetuamente a uma taxa constante (g) e serão descontados ao custo médio ponderado de capital (WACC), o Valor Terminal (VT) de uma empresa pode ser estimado como:

$$VT = \frac{FCFF_t \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Equação 5 - Valor Terminal FCFF

Em que:

$FCFF(t)$ = *Free Cash Flow to the Firm* no último período projetado (t)

Damodaran (2006) assinala ainda que a taxa de crescimento constante perpétua (g) terá de ser inferior ou igual à taxa de crescimento da economia.

1.1.1.2 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

De acordo com Vernimmen et al. (2017), o WACC reflete o risco geral de uma empresa para os seus financiadores, sendo uma média ponderada do custo de capital e financiamento de dívida. Paralelamente, o WACC é visto como a taxa mínima de retorno exigida pelos financiadores da empresa, acionistas e credores (Fernández, 2010). Luehrman (1997) menciona ainda que o WACC, além de abranger o efeito dos benefícios fiscais, também inclui os valores do capital próprio e da dívida, ou seja, a estrutura de capitais da empresa.

Como tal, Fernández (2007) equaciona o WACC da seguinte forma:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times rE + \frac{D}{D + E} \times rD \times (1 - t)$$

Equação 6 - WACC

Em que:

E = valor de mercado do capital próprio

$E / (D + E)$ = rácio do valor de capital próprio

rE = Custo do capital próprio

D = valor de mercado da dívida

$D / (D + E)$ = rácio do valor da dívida

rD = Custo da dívida

t = imposto sobre o rendimento das empresas

Luehrman (1997) refere que uma das desvantagens do WACC é ser uma abordagem que funciona bem em empresas com estruturas de capitais simples, contudo em estruturas de capitais mais complexas, serão precisos mais ajustes de forma a ser refletido o verdadeiro custo de capital.

Similarmente, Ehrhardt (2005) refere que um dos pressupostos da utilização do WACC, como taxa de desconto, é as empresas apresentarem estruturas de capitais constantes ao longo do tempo; tornando-se desadequado para aquelas que apresentem diferentes estruturas de capitais no decorrer dos anos.

1.1.1.3 Custo do Capital Próprio (rE)

O custo do capital próprio representa a taxa de retorno, associada ao custo de oportunidade de não investir noutros ativos, que um investidor exige como compensação por investir nas ações de uma determinada empresa. O *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* é o modelo de risco e retorno mais utilizado para calcular o custo do capital próprio (Goedhart et al., 2010). Segundo Damodaran (2002), este modelo funciona sobre alguns pressupostos, como, por exemplo, os

investidores estarem bem diversificados nos ativos em que investem, não haver custos de transação nem assimetria de informação no mercado e o mercado ser eficiente.

Assim, a fórmula do CAPM, mais comum, para a obtenção do custo do capital próprio é a seguinte (Koller et al., 2005):

$$rE = rF + \beta l (E (Rm) - rF)$$

Equação 7 - CAPM - rE

Em que:

rF = Taxa de rendibilidade do Ativo Sem Risco

βl = Beta Alavancado

$E(Rm)$ = Retorno esperado do mercado

$(E (Rm)-rF)$ = Prémio de risco de mercado

1.1.1.4 Taxa de rendibilidade do ativo sem risco (rF)

Segundo Damodaran (2002), este tipo de ativo não pode ter risco de incumprimento nem de reinvestimento. Apenas as Obrigações de Tesouro (OT), emitidas por alguns governos, é que se enquadram nestes princípios, devido a esses governos conseguirem controlar a impressão de dinheiro. Relativamente ao risco de reinvestimento, o autor refere que se deve optar por escolher OT com a mesma *duration* que os *cash flows* a serem avaliados. O autor menciona, também, que a OT escolhida deve estar na mesma moeda que os *cash flows*.

1.1.1.5 O Beta (β)

De acordo com o CAPM, o Beta é um indicador que mede a volatilidade ou risco sistemático de uma determinada ação ou portfólio, e a relação destes com o mercado. Damodaran (2002) refere que, quando o Beta de um ativo é zero, estamos perante um ativo sem risco, o que significa que o ativo não está correlacionado com o retorno do mercado. Por outro lado, se o valor for próximo de um, significa que esse ativo está fortemente correlacionado com o retorno de mercado.

Segundo Damodaran (2002), de forma a ser encontrado o valor do Beta de uma empresa, é preciso ter em conta as estruturas de financiamento da empresa. O autor refere que, no caso de as empresas serem financiadas exclusivamente por capital próprio, deve ser utilizado o Beta Não Alavancado (β_u) e, no caso de as empresas serem financiadas por capital próprio e dívida, deve ser usado o Beta Alavancado (β_l), que pode ser obtido da seguinte forma:

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

Equação 8 - Beta Alavancado

1.1.1.6 Prémio de Risco de Mercado ($E(R_m) - r_F$)

Damodaran (2002) define o prémio de risco de mercado como o prémio exigido pelos investidores por investirem no portfólio do mercado, que inclui todos os ativos com risco no mercado, em vez de investirem num ativo sem risco.

Segundo Schill (2017), de todos o métodos que são usados para obter o valor do prémio de risco de mercado, a média histórica dos retornos realizados é o método mais comum. Este método, consiste em comparar os retornos realizados

em ações, aos retornos realizados em ativos sem risco, como OT, ao longo de um período de tempo (Damodaran, 2002).

Dimson et al. (2003) mencionam que o prémio de risco de mercado é uma das questões com mais relevância em finanças corporativas, impulsionador dos futuros retornos das ações e um ponto determinante do custo de capital. No artigo publicado por aqueles autores, foi realizada uma análise do retorno de 16 países que, incluía o mercado dos Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, 10 do continente europeu, 2 da Ásia-Pacífico e 1 de África. Entre o período de 1900 a 2003, a média geométrica anual do prémio de risco de mercado foi de 4,5% e a do mundo de 4,4%.

Numa análise mais focada no mercado de capitais dos Estados Unidos, a variação do prémio de risco de mercado, no período acima mencionado, apresentou uma grande volatilidade, período no qual a média aritmética anual de retorno foi de 7,2%. No entanto, os extremos dos valores do prémio de risco de mercado, o mais baixo em 1931 de menos 45% e o mais alto em 1933 de 57%, não deverão ser considerados como prémios de risco, mas como surpresas desagradáveis ou agradáveis (Dimson et al., 2003). No final, relativamente aos futuros prémios de risco, os autores referem que existe, cada vez mais, uma maior necessidade de utilizar uma abordagem global, ao invés de país por país, tendo em conta a natureza, progressivamente mais integrada dos mercados de capitais internacionais.

1.1.1.7 Custo da Dívida (rD)

Goedhart et al. (2010) indicam que o custo da dívida reflete a taxa efetiva que uma empresa suporta para pagar a sua dívida corrente, como se pode deduzir o pagamento de juros e, é calculado numa perspetiva pós-impostos (taxa efetiva de custo da dívida).

De acordo com Damodaran (2002), a taxa efetiva de custo da dívida (r_D) é obtida através da multiplicação do custo da dívida antes de impostos (r_{Dai}), que pode ser obtida através do somatório da taxa do ativo sem risco com um *spread* de incumprimento, por um menos a taxa de imposto:

$$r_D = r_{Dai} \times (1 - t)$$

Equação 9 - Taxa Efetiva do Custo da Dívida

Koller et al. (2005) indicam que, para empresas listadas, a *Yield to Maturity* dos empréstimos emitidos pelas empresas, poderá ser um bom indicador do custo da dívida. No caso das empresas não listadas, Damodaran (2002) refere que deve ser estimado um *rating* sintético ou analisada a história recente, de empréstimos da empresa.

1.1.1.8 Estrutura de Capitais

Além das rubricas mencionadas anteriormente, há outros fatores que devem ser considerados no que diz respeito o WACC. Assim, a análise incidirá em três dimensões que dizem respeito à estrutura de financiamento da empresa do caso de estudo: dimensão, ser uma empresa familiar, e não estar listada na bolsa de valores.

Relativamente à dimensão, Agustini (2016) menciona que as grandes empresas, normalmente, têm um valor total de ativos maior, o que faz com que os investidores queiram investir nas mesmas, uma vez que estas empresas têm geralmente uma expectativa de retorno e estabilização maior, e uma melhor capacidade de medição de risco do que as empresas de menor dimensão. Acrescenta, ainda, que os credores têm maior confiança a emprestar o seu dinheiro a grandes empresas, face à possibilidade de poderem utilizar os ativos

como colateral nos empréstimos. Assim, é perceptível que empresas de menor dimensão têm uma taxa de desconto superior às de grande dimensão.

Em relação ao tipo de empresa, Westhead et al. (2001) define uma empresa familiar como uma empresa que é gerida por indivíduos de um único grupo familiar dominante e a família detém mais de 50% das ações, o que é o caso da Wine Company S.A.. Efetuando uma análise a empresas familiares versus não familiares listadas em bolsa, alguns dos resultados apresentados por Ampenberger et al. (2009) evidenciam que as empresas familiares têm menores rácios de alavancagem do que as não familiares, nomeadamente por apresentarem menores custos de agência, fruto de efeitos de convergência de interesses e uma maior aversão ao risco. Anderson e Reeb (2003) referem que as empresas familiares apresentam menores conflitos de agência na escolha entre financiamento por capitais próprios e por dívida do que as não familiares. Não obstante, Jensen e Meckling (1976) indicam que se as empresas não familiares forem constituídos por proprietários e equipa de gestão em comum, então, os conflitos de interesses e assimetrias de informação convergem para o cenário das empresas familiares no que concerne os problemas de agência.

Por último, quanto à empresa não estar listada, Mayer e Alexander (1991) mencionam que devido à concentração da estrutura de propriedade e grau de controlo substancial da empresa por cada acionista, o custo de emitir capital próprio, e assim perder algum controlo da empresa, é superior ao das empresas listadas. Face às empresas listadas, Brav (2009) faz menção à maior assimetria de informação existente entre empresas não listadas e investidores no levantamento de capital. Por esse motivo, acrescenta ainda que, as empresas não listadas tendem a utilizar primeiramente os fundos gerados internamente e, posteriormente dívida de curto prazo, por não ser tão impactada pelas assimetrias de informação como a dívida de longo prazo.

1.2 Avaliação Relativa

Damodaran (2002) refere que a avaliação relativa está assente em avaliar os ativos, tendo por base, o preço de ativos similares que estão no mercado.

Existem três etapas fundamentais na avaliação relativa: a primeira, consiste em encontrar empresas comparáveis que estão avaliadas pelo mercado (normalmente os analistas utilizam empresas do mesmo setor); a segunda, reside em escalar os preços de mercado para uma variável comum, uniformizando preços que sejam comparáveis (esta uniformização, geralmente, requer a conversão do valor de mercado do capital próprio de uma empresa em múltiplos de ganhos, valores contabilísticos ou rendimentos); a terceira, visa ajustar as diferenças entre os ativos, quando se efetua a comparação com os valores padronizados (Damodaran, 2002).

Fernández (2002) indicou que a avaliação de empresas através de Múltiplos tem sido cada vez mais popular nos últimos anos, no entanto, é um método de avaliação muito discutível. Damodaran (2002) partilha deste ponto de vista, mencionando que esta abordagem utiliza menos pressupostos e é mais rápida a executar do que a avaliação por *DFC*, mas o facto dos Múltiplos serem tão simples de aplicação, pode levar a algumas imprecisões na avaliação, relacionadas com o esquecimento de variáveis como o potencial risco, o crescimento e a geração de *cash flows* da empresa.

Contudo, Koller et al. (2005) referem que este método é visto, sobretudo, como um complemento ao método de avaliação por DCF uma vez que, consegue melhorar a precisão deste último. Similarmente, segundo Damodaran (2006), se o preço dos ativos no mercado estiver a ser calculado corretamente, então, ambos os métodos convergem para conclusões idênticas, independentemente de o mercado estar subvalorizado, sobrevalorizado ou extremamente eficiente na organização do preço dos ativos.

Fernández (2002) dividiu os Múltiplos em três grandes grupos (Tab. 1): o primeiro, diz respeito à capitalização da empresa através do valor do seu Capital Próprio e tem a vantagem de ser simples de entender e aplicar; o segundo, concerne Múltiplos baseados no Valor da Empresa, *Enterprise Value* (EV), similares ao primeiro grupo, mas ao invés de dividirem a capitalização do mercado por outro parâmetro, utilizam o somatório do valor de capitalização de mercado da empresa com a dívida financeira; o terceiro, é baseado nas referências de crescimento. Estes últimos são utilizados maioritariamente em avaliações de empresas em indústrias em crescimento.

Capital Próprio			Valor da Empresa			Referência de Crescimento	
PER	P/S	P/BV	EV/EBITDA	EV/SALES	EV/FCF	PEG	EV/EG

Tabela 1 - Exemplos de Múltiplos (Fonte: Fernández 2002)

Relativamente aos métodos de avaliação, os Múltiplos *Price Earning Ratio* (PER) e o EV/EBITDA são os mais utilizados pelos analistas (Fernández, 2002). Na avaliação da empresa foi utilizado o múltiplo EV/EBITDA.

$$PER = \frac{\text{Preço de Mercado Por Ação}}{\text{Ganhos Por Ação}}$$

Equação 10 - PER

$$\text{Rácio EV/EBITDA} = \frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{EBITDA}}$$

Equação 11 - EV/EBITDA

Suozzo et al. (2001) suporta a ideia de que os Múltiplos de EV são mais adequados do que os de Capital Próprio, devido aos primeiros serem menos

afetados pelas estruturas de capitais das empresas, serem mais abrangentes, permitirem a exclusão de ativos não essenciais e minimizarem as diferenças entre as políticas contabilísticas escolhidas pelas empresas. Goedhart et al. (2010) partilham da mesma opinião, referindo que os Múltiplos de EV são mais fiáveis, por não serem facilmente manipuláveis e são frequentemente utilizados por investidores e banqueiros para compararem empresas do mesmo setor.

Por outro lado, Fernández (2002) apresenta duas grandes falhas aos Múltiplos de EV, nomeadamente não incluírem ou refletirem variações que possam acontecer por alterações nos requerimentos de fundo de maneiio e/ou despesas de capital.

Tendo em conta todos os Múltiplos existentes e respetivos resultados, Koller et al. (2005) acrescentam que, sustentados em evidências empíricas, os Múltiplos baseados em projeções futuras (em vez de valores históricos), são mais adequados no exercício de avaliação de uma empresa, conseguindo assim excluir eventos que apenas aconteceram uma vez e ter uma melhor precisão na avaliação. Não sendo possível utilizar as projeções, é importante basear a avaliação nos últimos valores disponíveis.

1.3 Avaliação Baseada Em Ativos

De acordo com Damodaran (2006), na Avaliação Baseada em Ativos, o valor de uma empresa é encontrado através da avaliação dos seus ativos de forma individual, tanto intangíveis como tangíveis.

Fernández (2007) explica que, através deste método, o valor da empresa reside essencialmente no seu Balanço. Além disso, este modelo determina o valor, de um ponto de vista estático e, por isso, não tem em atenção a geração futura de *cash flow* da empresa, nem o valor temporário do dinheiro. Paralelamente, outros

fatores que influenciam o valor da empresa como, por exemplo, o ponto de situação da indústria em que a empresa se insere e os recursos humanos não são tidos em consideração por não aparecerem nas demonstrações financeiras.

Damodaran (2006) aponta três motivos para ser utilizada a metodologia de Avaliação Baseada em Ativos. O primeiro motivo está relacionado com a liquidação, nomeadamente quando se pretende liquidar uma empresa e estimar o valor que se vai gerar com a venda dos ativos individualmente e separadamente, ao invés de uma forma global. O segundo motivo respeita a missão contabilística, em que os standards da contabilidade internacional têm sido direcionados para o “justo valor” contabilístico, refletindo assim o justo valor dos ativos, em vez do valor contabilístico no Balanço. O terceiro motivo concerne a soma das partes, é relativo a empresas que são constituídas por divisões ou ativos individuais.

Nesta metodologia de avaliação existem quatro grandes modelos: valor contabilístico, valor contabilístico ajustado, valor de liquidação e valor substancial (Fernández, 2007).

Segundo Fernández (2007), o modelo de valor contabilístico ajustado procura superar os problemas que surgem quando se aplica puramente os critérios contabilísticos na avaliação. Neste modelo, o valor ajustado líquido é obtido quando os valores do ativo e passivo coincidem com o seu valor de mercado.

Por fim, Damodaran (2006) refere que esta metodologia de avaliação é mais adequada em empresas que estejam em liquidação, sendo que em empresas com oportunidades lucrativas de crescimento acaba por ser uma metodologia bastante conservadora, uma vez que, não tem em conta a geração futura dos *cash flows* e, apenas, contabiliza o valor dos ativos existentes.

1.4 Avaliação Contingente

Damodaran (2002) descreve a avaliação contingente como um modelo que utiliza a atribuição de preço a opções para medir o valor de ativos que compartilham características de opções. Os primeiros modelos de avaliação contingente foram desenvolvidos por Black e Scholes (1973) e Merton (1974).

Este tipo de avaliação pode ser usado para ativos com as seguintes características: o seu valor deriva do valor de outros ativos e os *cash flows* do ativo estão contingentes à ocorrência de eventos específicos (Damodaran, 2002). Segundo Damodaran (2002), este tipo de avaliação é, especialmente, proficiente quando utilizado para avaliar empresas com algumas das seguintes características: elevada componente em investigação e desenvolvimento, possuam patentes, empresas ligadas a reservas de petróleo, entre outras.

As opções reais são consideradas um método de avaliação valioso quando a flexibilidade do investimento é importante para a empresa (Vernimmen et al., 2005). Smith e Trigeorgis (2003) corroboram esta ideia, acrescentando ainda que, esta abordagem é mais dinâmica que as tradicionais, uma vez que é capaz de incorporar a flexibilidade, oportunidades de crescimento e, ainda, as estratégias competitivas num ambiente incerto. Nesse sentido, Damodaran (2002) apresenta quatro tipos de opções reais: a opção de expandir, de adiar, de abandonar e de suspender um investimento temporariamente.

Black e Scholes (1973) apresentam as opções como um título que dá o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um ativo, sujeito a determinadas condições, num específico período de tempo. Damodaran (2002) refere a existência de dois tipos de opções, as europeias e as americanas, que se distinguem pelo momento em que podem ser exercidas. As americanas podem ser exercidas em qualquer altura até à data da sua expiração, enquanto as

européias só podem ser exercidas numa data específica futura, normalmente associada à data de maturidade da opção.

Uma opção é um ativo que compensa apenas em determinadas contingências, se o valor do ativo subjacente exceder o valor pré-especificado de uma *call option*, ou se for inferior ao valor pré-especificado de uma *put option* (Damodaran, 2002).

Nesta metodologia, os modelos mais utilizados para a avaliação são o Black-Scholes (Black & Scholes, 1973) e o modelo Binomial (Cox et al., 1979).

Smith e Trigeorgis (2003) apresentam como uma das vantagens desta metodologia, o facto de esta conseguir captar o valor estratégico positivo dos planos de investimento, especialmente importante em planos que possam inicialmente apresentar um valor presente líquido negativo, quando avaliados unicamente pelos *cash flows*. Wooley e Cannizzo (2005) complementam esta ideia referindo que, face ao método de *Discounted Cash Flow* ser incompleto, no que diz respeito à avaliação de oportunidades de investimento, aconselhando o uso de opções reais para avaliar corretamente o valor de futuros investimentos.

Por outro lado, uma das limitações apontadas a esta metodologia está associada a situações em que o ativo subjacente não é negociado no mercado, ou seja, o valor dos *inputs* para obter o valor do ativo subjacente e a variação desse valor não é possível de ser obtido pelos mercados financeiros e tem de ser estimado, podendo estar sujeito a erros (Damodaran, 2002).

1.5 Principais Conclusões

Face à informação presente nesta Revisão de Literatura, é perceptível que independentemente da metodologia escolhida para a avaliação da empresa presente neste estudo de caso, estas metodologias, quando utilizadas corretamente, são complementares e não substitutas.

Tendo em conta, a possibilidade de estimar com alguma precisão as despesas, os investimentos, as receitas, o custo de capital e a capacidade de geração de *cash flow* positivo dos próximos anos, a metodologia de *Discounted Cash Flow*, mais concretamente a de *Free Cash Flow To Firm* foi apresentada como a principal metodologia no objetivo de avaliação da empresa.

A metodologia de Avaliação Baseada em Ativos foi inicialmente utilizada como uma metodologia suplementar, mas face às fragilidades encontradas no que concerne a obtenção dos valores de mercado dos ativos da empresa, não será considerada neste relatório de avaliação.

A avaliação relativa foi utilizada como metodologia complementar, dado ser um tipo de avaliação baseada no preço de ativos similares e ser um método de avaliação mais simples.

Por último, a avaliação contingente não foi utilizada devido ao facto de a empresa não apresentar planos de investimento com opções, ser mais difícil de computar matematicamente o seu valor e não apresentar projetos futuros à data da realização da avaliação.

Assim, na avaliação da empresa Wine Company S.A., o método de *Discounted Cash Flow* foi utilizado como principal metodologia de avaliação e a Avaliação Relativa foi usada como metodologia comparativa.

Capítulo 2

Apresentação da Sociedade Wine Company S.A.

A Wine Company S.A. inicia a sua atividade na área da Produção de Vinhos Comuns e Licorosos no início do ano de 1999, com um capital social de 50 000,00€, a sua sede social localiza-se na cidade do Porto.

Esta empresa destina-se à transformação e comercialização de vinhos e espumantes, possuindo uma área de exploração de cerca de 50 hectares de vinha. Os acionistas da sociedade são proprietários deste espaço de exploração, ao abrigo de contratos plurianuais, com garantias de estabilidade na produção e exploração. Dispõem de instalações industriais onde vinificam, estagiam e engarrafam os seus produtos.

O propósito inicial da empresa, em 1999, era assegurar a gestão corrente de propriedades dos seus acionistas e dar continuidade às operações de vinificação, engarrafamento e comercialização que foram transferidas de outras sociedades.

Numa primeira fase, quando a sociedade foi constituída, por razões internas e externas, a empresa manteve uma produção anual regular. Contudo, não tinha como objetivo o desenvolvimento comercial dos seus produtos. Por esse motivo, houve uma degradação da sua rede de distribuição e notoriedade, nos diversos mercados em que comercializava os seus produtos.

De modo a contrariar esta tendência, os seus acionistas ao reconhecerem o potencial da empresa e do setor de atividade, contrataram em 2012, uma nova equipa de gestão no sentido de aproveitarem os sinais de dinamismo deste mercado. Esta equipa ficou responsável pela apresentação de um plano de revitalização da empresa que coincidiu com a construção de uma nova adega. Nesse ano, a empresa realizou um investimento total superior a 1,5M €, financiado maioritariamente por capitais próprios, utilizados para a construção do edifício e instalação de equipamentos para a vinificação e estágio. Entre 2012 e 2017, efetuou novo investimento, 750m €, de modo a reestruturar a vinha.

A Wine Company S.A. foi uma das primeiras Casas da Região Demarcada dos Vinhos Verdes a produzir vinho verde, em sequência da forte ligação a uma Casa produtora de grande referência e peso económico da região, fundada em 1917 e que produzia vinhos, espumantes e aguardentes.

2.1 Informação Financeira

Entre 2012 e 2017, a Wine Company S.A. obteve um crescimento de 400% no seu Volume de Negócios, fruto da revitalização da empresa e a sua abertura ao comércio internacional. Nos dois anos seguintes, manteve-se a tendência positiva de crescimento do Volume de Negócios, traduzindo-se em 19% entre 2017 e 2018 e um fulguroso crescimento de 74% entre 2018 e 2019, o que representa um crescimento superior a 1M € nestes últimos dois anos. Em 2019, o Volume de Negócios total da empresa ascendia a 2,4M €. Igualmente, nesses últimos três anos, o EBITDA manteve-se sempre a um ritmo muito positivo, chegando mesmo a atingir o patamar dos 300 mil euros em 2019.

Apesar da situação pandémica, 2020 foi um ano positivo ao nível do volume de negócios, com um crescimento de cerca de 52% face a 2019. Este resultado foi impulsionado sobretudo pelo mercado de exportação que representaram 90%

das vendas. Este mercado é constituído por 16 países, espalhados por 4 continentes. A nível nacional, observou-se uma queda acentuada nas vendas, superior a 40%, fruto do grande peso que a marca tem no canal tradicional, que por motivos relacionados com o controlo da pandemia fecharam ou tiveram o seu acesso condicionado. Ainda em 2020, destacam-se alguns registos significativos, como o crescimento das vendas nos mercados com maior peso na distribuição moderna - Reino Unido, Alemanha e Rússia; o reforço do investimento em *trade-marketing* nos principais mercados; e ainda, a conclusão do investimento da linha de enchimento isobarométrica.

Em termos de performance mais atual, a agosto de 2021, assistiu-se a uma franca melhoria quando comparada com 2020, apresentando um Volume de Negócios de sensivelmente 3M €. As perspetivas de final de ano, nesta rúbrica, são de aproximadamente 4,6M € correspondendo a um incremento de quase 1M € face ao ano precedente. Em contrapartida, regista-se um decréscimo do EBITDA em 33%, face ao período homólogo, por efeito do aumento do custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas, gastos com pessoal e fornecimento de serviços externos.

Em 2021, a empresa encara o ano com alguma prudência, resultado da incerteza provocada pelas consequências da crise pandémica, projetando um reforço da sua capacidade produtiva e agilidade na resposta, de forma a poder minimizar os possíveis efeitos negativos da pandemia.

2.1.1 Demonstração de Resultados Histórica

<i>Unidade: €</i>	FY20	FY19	FY18
Vendas e serviços prestados	3 721 738	2 441 711	1 405 526
Variação nos inventários de produção	364 306	320 393	302 108
Custo das vendas	(2 727 504)	(1 761 798)	(963 011)
Margem bruta	1 358 540	1 000 306	744 623
FSE	(481 239)	(376 053)	(274 780)
Gastos com pessoal	(491 717)	(439 489)	(353 354)
Outros gastos e perdas	(33 535)	(24 781)	(34 257)
Subsídios à exploração	31 256	19 815	28 320
Outros rendimentos e ganhos	94 257	120 490	114 633
EBITDA	477 563	300 288	225 185
Amortizações	(164 378)	(122 932)	(102 633)
EBIT	313 185	177 356	122 552
Resultado financeiro	(101 907)	(70 935)	(28 988)
EBT	211 278	106 421	93 564
Impostos	(32 686)	(12 681)	(14 561)
Resultado líquido	178 592	93 740	79 003

2.1.3 Balanço Histórico

<i>Unidade: €</i>	FY20	FY19	FY18
Ativo fixo tangível	2 128 056	2 327 269	2 006 352
Ativo intangível	6 969	9 631	9 500
Ativos Biológicos	681 599	280 803	304 738
Ativos por Impostos Diferidos	61 120	75 490	77 305
Outros investimentos financeiros	30 650	30 144	28 350
Ativo fixo (NÃO CORRENTE)	2 908 394	2 723 337	2 426 246
Inventários	2 164 824	1 669 720	1 100 278
Clientes	1 693 781	696 175	422 593
Outras contas a receber	523 951	422 853	247 101
Estado e outros entes públicos	122 050	120 552	125 296
Diferimentos	11 398	4 346	20 976
Ativos financeiros para negociação			
Caixa e depósitos bancários	51 722	67 236	39 707
Ativo Circulante	4 567 726	2 980 882	1 955 952
Total do ativo	7 476 119	5 704 219	4 382 197
Financiamentos obtidos	3 709 942	2 853 195	1 957 543
Fornecedores de imobilizado			
Outros passivos de médio e longo prazo			
Passivos por impostos diferidos / diferimentos	88 305	79 510	90 176
Empréstimos de acionistas			
Passivo médio e longo prazo	3 798 247	2 932 705	2 047 719
Financiamentos obtidos	338 147	179 989	241 541
Fornecedores	1 334 366	878 826	605 010
Estado e outros entes públicos	33 687	27 209	15 004
Outras contas a pagar	836 627	762 122	585 943
Diferimentos			
Passivo Circulante	2 542 828	1 848 146	1 447 497
Total do passivo	6 341 075	4 780 850	3 495 216
Capital Social	50 000	50 000	50 000
Outros Instrumentos de Capital Próprio	2 415 015	2 415 015	2 415 015
Reservas	2 306	2 306	2 306
Outras Reservas	19 421	19 421	19 421
Outras variações no capital próprio	328 213	295 128	335 252
Resultados Transitados	(1 858 502)	(1 952 242)	(2 014 015)
Resultado líquido do exercício	178 592	93 740	79 003
Total do Capital Próprio	1 135 044	923 368	886 981

Capítulo 3

Metodologia

A abordagem utilizada neste TFM é a de estudo de caso. Assim sendo, a metodologia é assente numa perspetiva mais qualitativa e descritiva, tendo por base o relatório de avaliação efetuado durante o estágio na Triple A – Capital & Finance. Neste capítulo, serão aplicados os conceitos abordados na revisão de literatura e apresentadas as bases de dados utilizadas para obter os resultados da avaliação.

De forma a poder utilizar as informações no TFM, foram alterados o nome da sociedade e dados da empresa, cumprindo assim com a política de confidencialidade.

3.1 Discounted Cash Flow

O método de *Discounted Cash Flow*, permite avaliar a geração de *Free Cash Flow* do negócio num horizonte temporal de cinco anos, ao qual se acrescenta um Valor Terminal, que vincula a continuidade da atividade. Esses *cash flows* serão atualizados ao momento presente, para se apurar o valor dos mesmos à presente data, utilizando a taxa de desconto apropriada ao negócio, o custo médio ponderado de capital (WACC).

O WACC, retomando a Equação 6 mencionada na revisão de literatura, pode ser obtido da seguinte forma:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times rE + \frac{D}{D + E} \times rD \times (1 - t)$$

Desse modo, os valores da rúbrica do WACC foram obtidos da seguinte forma:

- Estrutura de Capital ($\frac{E}{D+E}$ e $\frac{D}{D+E}$): Base de dados Damodaran, em “*Beverage (Alcoholic)*”, 67,7% em Capital Próprio e 32,3% em Dívida.
- Custo do Capital Próprio (rE): Relembrando a Equação 7, referenciada na Revisão de Literatura, o custo do capital próprio pode ser estimado da seguinte forma:

$$rE = rF + \beta l (E (Rm) - rF)$$

No entanto, foi ainda adicionada uma rúbrica que representa o prémio adicional exigido pelos investidores por investirem numa determinada área geográfica. Esse prémio tem em conta a instabilidade política ou económica desse país e é denominado por prémio de risco do País (Crp).

$$rE = rF + \beta l (E (Rm) - rF) + Crp$$

- Ativo sem risco (rF): Os ativo sem risco selecionados foram as obrigações emitidas pelo governo da Alemanha (*German Bunds*) a 10 anos, em que segundo dados da Bloomberg, à data da avaliação, as suas yields situavam-se muito perto de zero.
- Beta Alavancado (βl): Base de dados Damodaran em “*Beverage (Alcoholic)*”, 0,62.
- Prémio de Risco de Mercado ($E (Rm) - rF$): Base de dados Damodaran, em Portugal a junho de 2021, 6,23.
- Prémio de Risco do País (Crp): Base de dados Damodaran, Portugal a junho de 2021, 1,85.

$$rE = 0 + 0.62 (6.23) + 1.85 = 5.69\%$$

- Custo da dívida (rD): Esta informação foi fornecida pela empresa, 3,2%.
- Imposto sobre o rendimento da empresa (t): À taxa de IRC aplicada em Portugal de 21%, adicionou-se a taxa de derrama associada ao concelho em que a empresa se localiza, totalizando um valor de 22,5%.

Assim, o valor do WACC da empresa Wine Company S.A., à data, era de:

$$WACC = 67,7\% \times 5,69\% + 32,3\% \times 3,2\% \times (1 - 22,5\%) = 4,65\%$$

O valor do *free cash flow* para a empresa e do Valor Terminal foram obtidos através das projeções efetuadas pela empresa, em conjunto com as rubricas mencionadas anteriormente e serão apresentados no capítulo da avaliação da empresa. No entanto, o valor do *free cash flow* e do Valor Terminal foram estimados, utilizando as equações 3 e 5 respetivamente, mencionadas na Revisão de Literatura.

Por fim, de salientar o valor das despesas de capital (CAPEX) nos primeiros anos de projeção que têm um elevado impacto no resultado do *free cash flow*. Este CAPEX corresponde a despesas relacionadas com a capacitação da Adega (obras de ampliamiento, compra de equipamento, entre outros) e despesas relacionadas com a vinha. Este plano de investimento será implementado, independentemente do resultado de outros investimentos.

3.2 Avaliação Relativa

Os Múltiplos são um método de avaliação relativa. Baseiam-se no critério de que ativos semelhantes terão preços também semelhantes. Através de Múltiplos específicos, como o múltiplo EBITDA, é possível calcular-se um intervalo de valores para o *Enterprise Value* e, por sua vez, o *Equity Value*.

Como metodologia, assenta na comparação relativa de valores de mercado, pelo que a incerteza sobre os resultados alcançados é menor, caso estes, estejam compreendidos dentro de um intervalo.

Este método de avaliação foi utilizado como comparação com o de DCF, baseando-se nos Múltiplos de mercado transacionáveis, utilizando para tal, dados relativos a 50 empresas no setor das Bebidas Alcoólicas, localizadas na Europa. A base de dados utilizada foi a de Damodaran, a janeiro de 2021, em “*Beverage (Alcoholic)*”. O múltiplo selecionado foi o EV/EBITDA que apresentava à data um valor de 14,07. Na Tabela 2, está representado um resumo das estatísticas das empresas que constituem o setor das Bebidas Alcoólicas, na base de dados de Damodaran. Além disso, foram ainda colocados como comparação os valores da Wine Company S.A..

Variáveis	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Mediana	Média	Wine Company S.A
Margem Bruta (€)	3 202,00	29 893 000,00	7 672 890,08	210 135,50	4 302 218,00	1 358 540,00
EBITDA (€)	751,00	15 133 000,00	4 193 719,34	100 861,00	2 417 489,56	477 563,00
Retorno sobre os Ativos (%)	-1,76	30,32	6,48	4,53	6,23	2,30
Retorno do Capital Próprio (%)	-12,09	220,94	42,26	9,35	20,39	15,74
D/E Ratio (%)	0,50	11,27	2,05	1,38	1,82	5,59

Tabela 2 – Resumo das Estatísticas. As estatísticas apresentadas são calculadas com base em 50 observações (Fonte: Datastream, Balanço e Demonstração de Resultados das Empresa).

Assim, na tabela acima inserida, constata-se que a empresa média tem uma margem bruta de 4,3 milhões de euros, um EBITDA de 2,4 milhões, um retorno sobre os ativos de 6,23%, um retorno do capital próprio de 20,39% e um *debt to equity ratio* de 1,82.

Face à Wine Company S.A., os valores da média apresentados são superiores em praticamente todas as rúbricas, exceto no *debt to equity ratio*. É possível, ainda, perceber através do desvio padrão de algumas rúbricas e da diferença entre os valores máximos e mínimos que existe uma grande disparidade em termos de

valores das rúbricas das empresas, sendo assim necessário alguma precaução na leitura dos resultados.

Capítulo 4

Enquadramento Macroeconómico e do Setor

A situação pandémica obrigou a uma profunda reestruturação da economia em 2020. Em Portugal, assim como no resto do mundo, a atividade económica sofreu uma queda sem precedentes, obrigando a ajustamentos por parte dos governos de forma a adaptar as políticas monetárias e orçamentais. Após um longo período de restrições durante o último semestre de 2020; o primeiro semestre de 2021 foi caracterizado por uma retoma da atividade económica, situação idêntica ao terceiro trimestre, que manteve uma tendência positiva. Os avanços na vacinação e a manutenção dos apoios das políticas económicas, alimentam as expectativas de uma retoma da atividade, progressivamente mais segura. Ainda assim, é previsto que as economias estejam condicionadas, pelo menos até ao início de 2022.

4.1 Breve Análise Macroeconómica

	Pesos 2020	2019	2020	BE junho 2021			BE março 2021		
				2021 ^(a)	2022 ^(a)	2023 ^(a)	2021 ^(a)	2022 ^(a)	2023 ^(a)
Produto Interno Bruto	100	2,5	-7,6	4,8	5,6	2,4	3,9	5,2	2,4
Consumo privado	64	2,6	-5,9	3,3	4,9	2,3	2,0	4,8	2,3
Consumo público	19	0,7	0,4	4,9	0,4	-0,2	3,7	0,7	0,6
Formação bruta de capital fixo	19	5,4	-1,9	7,6	8,2	5,8	3,6	8,0	3,7
Procura interna	102	2,8	-4,6	4,5	4,7	2,6	2,7	4,6	2,3
Exportações	37	3,9	-18,6	14,5	13,1	4,8	13,7	11,5	5,3
Importações	39	4,7	-12,0	13,2	10,6	5,1	10,2	9,9	5,0
Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em pp) (a)									
Procura interna		1,6	-2,3	2,4	2,5	1,3	1,4	2,5	1,2
Exportações		0,9	-5,2	2,5	3,2	1,1	2,5	2,7	1,2
Exportações de bens		0,2	-0,7	1,9	0,3	0,3	1,7	0,3	0,2
Exportações de serviços		0,6	-4,5	0,5	2,8	0,8	0,8	2,4	1,0
Emprego (número de indivíduos) ^(b)		0,8	-1,7	1,3	1,3	0,4	0,3	1,6	0,5
Emprego (horas trabalhadas) ^(b)		1,2	-9,2	5,9	4,1	0,5	4,9	4,4	0,6
Taxa de desemprego ^(c)		6,6	7,0	7,2	7,1	6,8	7,7	7,6	7,2
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,2	0,1	0,9	2,1	1,8	1,5	2,8	2,9
Balança de bens e serviços (% PIB)		0,7	-1,8	-2,1	-1,4	-1,3	-0,9	0,0	0,2
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,3	-0,1	0,7	0,9	1,0	0,7	0,9	1,0
Bens energéticos		-1,7	-5,2	5,6	1,0	-1,3	3,9	-0,4	-1,3
Excluindo bens energéticos		0,5	0,3	0,3	0,9	1,2	0,4	1,1	1,2

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais. A data de fecho de dados das projeções macroeconómicas, elaboradas no contexto do exercício do Eurosistema de junho de 2021 é 21 de maio. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações incorporadas em cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2017. Para mais informações sobre a metodologia subjacente a este cálculo, ver a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019. (b) Conceito de Contas Nacionais. (c) Em percentagem da população ativa.

Figura 1 – Projeções do Banco de Portugal para 2021 (a junho) | Taxa de variação anual, percentagem (exceto onde indicado) (Fonte: Banco de Portugal)

Em Portugal, a atividade económica apresentou uma queda de 7,6% em 2020 (Fig.1). No entanto, as projeções para os anos subsequentes são positivas, esperando-se um crescimento de 4,8% em 2021 e 5,6% em 2022. Em 2023, o crescimento apresentará valores semelhantes aos observados em pré-pandemia.

A recuperação será mais célere comparativamente a outros episódios recessivos. Esta recuperação estará relacionada com o controlo da pandemia através da aceleração do ritmo de vacinação e a manutenção do apoio às políticas económicas. Apesar disso, o choque deverá ter efeitos mais duradouros nos segmentos da economia que foram mais afetados.

Do mesmo modo, a capacidade produtiva da economia e o rendimento das famílias e empresas continuam a ser suportadas por medidas políticas. O primeiro semestre do ano ficou marcado por uma política orçamental com carácter

expansionista, tendo continuidade no segundo semestre, ainda que haja o fim de alguns apoios temporários, não se prevendo, portanto, efeitos adversos significativos sobre a atividade económica.

Projeta-se, então, uma recuperação ainda mais forte do que a antecipada em março. Esta recuperação será assente em perspetivas mais positivas para a atividade no curto prazo, relacionada com uma melhoria da confiança dos agentes económicos, traduzindo-se numa reação e retoma da atividade económica mais rápida do que seria esperado juntamente com o levantamento das restrições a partir de março de 2021. Estes fatores levam à revisão em alta do crescimento do PIB em 0,9 pontos percentuais (pp) em 2021 e 0,4 pp em 2022. Além disso, as revisões em alta da procura externa e do investimento, em particular do público, irão contribuir para que essa recuperação seja ainda mais acentuada.

4.2 Breve Análise Setorial

A indústria do Vinho tem sido ao longo dos anos muito relevante e, apesar de ter sofrido várias mudanças ao longo do tempo, sempre se conseguiu adaptar e sobreviver, sobretudo devido ao “know-how” reconhecido em todo o mundo e à sua relevante componente direcionada para a exportação. É uma indústria composta por 1,7 mil empresas e emprega cerca de 11 mil trabalhadores.

Segundo dados do INE, mais concretamente da base de dados da produção vinícola, as exportações, em termos de quantidade (litros), têm mantido uma tendência estabilizada nos últimos 10 anos, crescendo apenas 2,3%, e, no último ano, 2020, exportou-se 316 milhões de litros no último ano. No caso das importações, verificou-se um aumento significativo de cerca de 68%, e, no ano transato registou-se 274 milhões de litros importados.

No entanto, face ao preço médio de exportação (2,71€/litro) ser bastante superior ao preço médio de importação (0,61€/litro), aliado à quantidade (litros) exportada ser também superior à importada, o saldo da Balança Comercial Portuguesa de vinho é bastante positivo.

De acordo com o Instituto da Vinha e do Vinho, entre 2000 e 2009, o valor global das exportações registou um crescimento anual, em média, de 2,8%. Este período, face às oscilações na procura e efeitos da crise financeira de 2007-2008, apresentou uma volatilidade substancial (Fig.2).

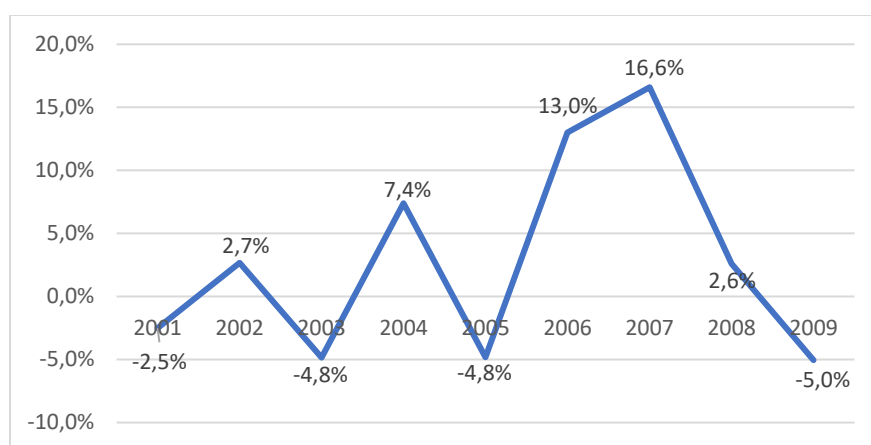


Figura 2 - Variação do valor das exportações, 2000 a 2009 (Fonte: Instituto da Vinha e do Vinho)

Comparativamente ao período anterior, o período entre 2011 e 2020 ficou marcado por um crescimento mais sólido e sustentado, sendo que todos os anos apresentam um incremento no valor das exportações face ao ano anterior, excetuando o ano de 2016 (Fig. 3). Face à forte crise provocada pela pandemia que se iniciou em 2020, estes valores são reveladores da resiliência e força do setor em Portugal, que apresenta um valor de exportações em 2020 superior a 2019. Em 2020, o valor absoluto das exportações de vinho correspondia a cerca de 856 milhões de euros, o que representou aproximadamente 1,6% do total das exportações nacionais.

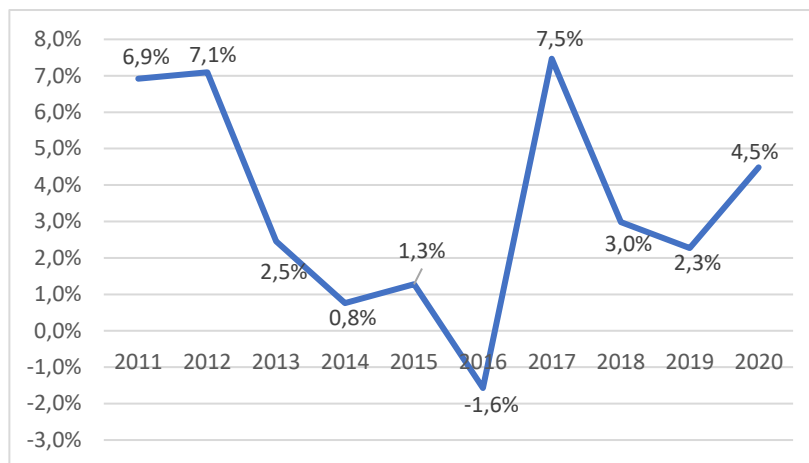


Figura 3 - Variação do valor das exportações, 2011 a 2020 (Fonte: Instituto do Vinho e da Vinha)

A União Europeia regista o principal mercado de exportações, absorvendo cerca de 60% das vendas ao exterior. No entanto, o mercado internacional de exportação de vinhos é bastante diversificado, tendo como principais países de destino: França com uma quota de 13%, apesar de ter tido um decréscimo homólogo de 5,4%; Reino Unido que representa uma quota de 9%, mas inversamente tem assistido um crescimento homólogo de 4,1%; e os EUA com uma quota de 8% e um crescimento homólogo de 7,6% (Fig. 4). Na Figura 4 está também representado o peso de cada país no valor total das exportações.

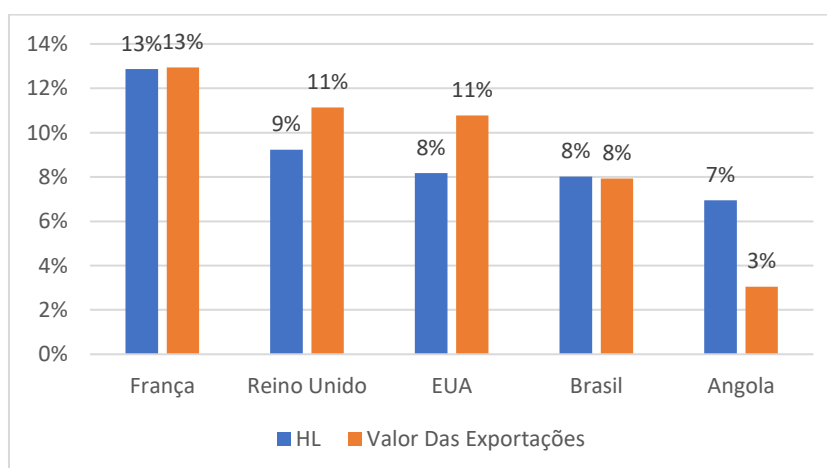


Figura 4 - Exportação de Vinho em hectolitros (hl) e respetivo valor no total (Fonte: Instituto do Vinho e da Vinha)

Nas importações, destaca-se a Espanha como principal fornecedor (Fig. 5).

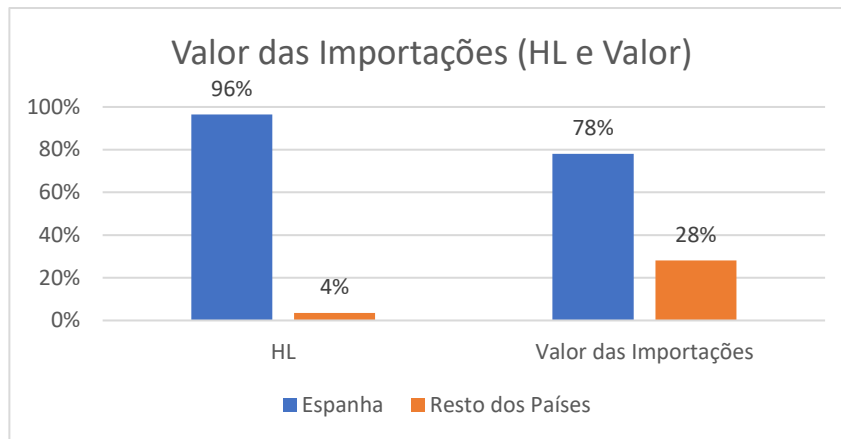


Figura 5 - Importação de Vinho em hectolitros (hl) e respetivo valor no total (Fonte: Instituto do Vinho e da Vinha)

Na sequência da crise pandémica global que enfrentamos e do seu impacto sobre a atividade económica, 2020 surgiu como um ano fortemente marcado pela quebra do crescimento económico que, apesar de não ter tido um grande impacto nas exportações de vinho, teve um impacto considerável no consumo e valor gerado no mercado nacional. Nesse ano, registou-se um decréscimo no consumo e no valor de 9,9% e 22,5% respetivamente, consequência de o setor ter sido afetado indiretamente por medidas de combate à pandemia, nomeadamente nos canais de distribuição e no encerramento de estabelecimentos ligados ao setor do turismo e da restauração.

Por outro lado, apesar das exportações de vinhos terem estado em baixa no início do ano, pela influência da pandemia, estas recuperaram de forma significativa nos meses seguintes, com um forte contributo da região de Lisboa que conseguiu bater recordes de vendas.

Segundo os dados recolhidos pela Viniportugal, houve um aumento das vendas e do preço médio por litro. Esta projeta a continuação de uma tendência positiva no ano corrente, contribuindo para uma visão futura otimista das exportações.

4.2.1 Perspetiva Global

Face à grande componente exportadora da Wine Company S.A., pois exporta cerca de 90% da produção, foi efetuada uma análise global do setor dos vinhos.

Pelo *International Organisation of Vine and Wine*, em 2020, o mercado mundial de exportação de vinho, equivalente à soma das exportações de todos os países, contraiu ligeiramente em volume, atingindo 105,8 Mhl, menos 1,7% face a 2019 (Fig.6) e registou uma queda de valor substancial, atingindo os 29,6 biliões de euros, menos 6,7% em relação ao ano anterior (Fig.7). Estes resultados são reflexo da pandemia e da imposição de barreiras comerciais como consequência de tensões geopolíticas.

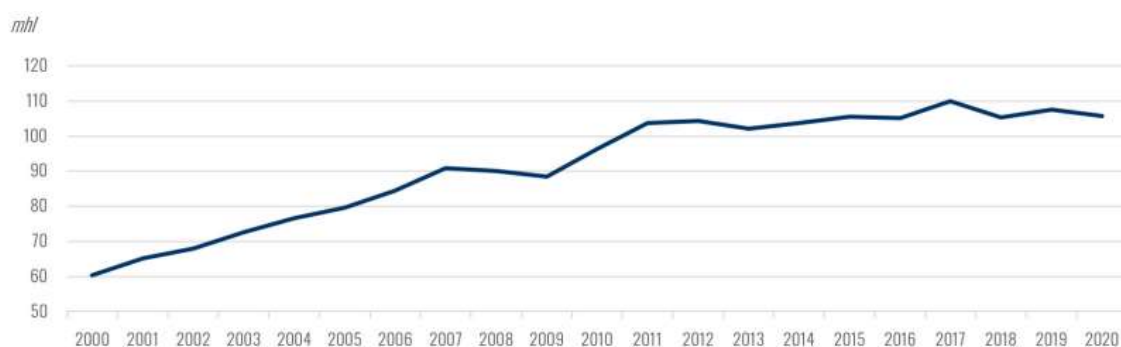


Figura 6 - Evolução do comércio internacional de vinho em volume (Fonte: *International Organisation of Vine and Wine*)

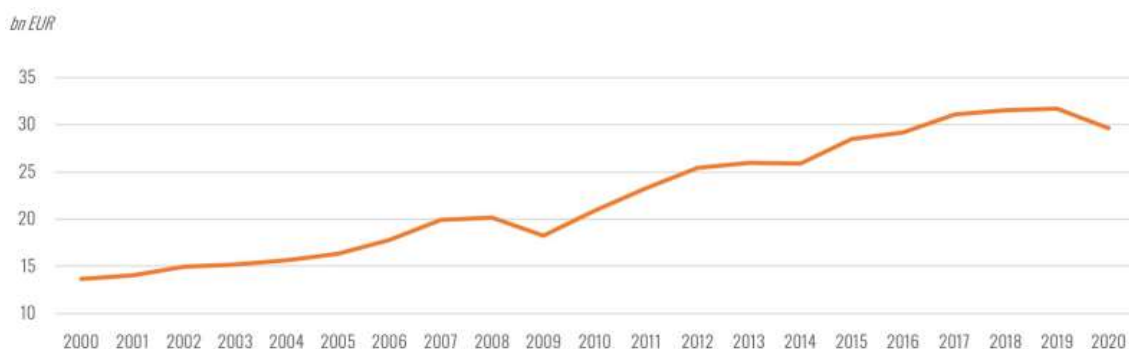


Figura 7 - Evolução do comércio internacional de vinho por valor (Fonte: *International Organisation of Vine and Wine*)

Segundo a *Research And Markets*, em 2020, o mercado global de Vinhos foi avaliado em 417,85 bilhões de dólares, e é expectável que haja uma taxa de crescimento anual de 6,4% entre 2021 e 2028. Este crescimento deve-se sobretudo ao crescente consumo global de vinho, por parte de todas as faixas etárias.

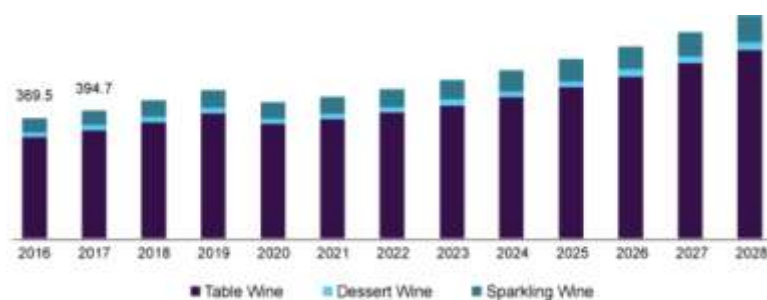


Figura 8 - Mercado Global de Vinho, por produto, 2016 – 2028 (em bilhões de dólares) (Fonte: *Grand View Research*)

O vinho de mesa representa a maior parte do vinho consumido, mais de 84% em 2020, e é esperado que mantenha a tendência no período projetado. Além disso, perspectiva-se que o Espumante tenha a taxa de crescimento anual mais elevada, cerca de 6,6%, entre 2021 e 2028, motivado pelo crescente interesse em bebidas *spritz* e pela propagação da cultura do aperitivo, característica da Europa, aumentado assim a sua procura. Por último, prevê-se uma taxa de crescimento anual de 3,3% para o consumo de vinho em sobremesas (Fig.8)

O segmento *off-trade*, caracterizado por canais de distribuição com intermediários, tais como pontos de venda, supermercados e hipermercados, registou a maior quota de mercado, cerca de 89%, em 2020. Este registo foi bastante influenciado pela atual pandemia, uma vez que o segmento *on-trade*, composto por canais de distribuição diretamente ligados aos consumidores como, por exemplo, restaurantes, bares e hotéis, foram os mais afetados pela pandemia. Por conseguinte, houve uma alteração no comportamento de compra dos consumidores, uma vez que, com o segmento *on-trade* praticamente fechado, estes direcionaram a sua procura para o segmento *off-trade* e para lojas *online*.

No entanto, é projetado que o canal de distribuição *on-trade* apresente o registo de crescimento mais célere, com uma taxa de crescimento anual de 15,3%, entre 2021 e 2028, fruto da amenização das medidas de confinamento global.

Em 2020, a Europa registou a maior quota de mercado, sensivelmente de 46%. Inclusive, é o continente com o mercado mais estabelecido, com vários países como Portugal, Itália e França a terem o maior consumo de vinho per capita, por ano. Por outro lado, países como a Alemanha e a Inglaterra são os maiores importadores de vinho, onde a produção é bastante inferior ao consumo de vinho.

De acordo com os dados de 2020, da *Statista*, em *Alcoholic Beverages Worldwide*, o país com o maior consumo de vinho no globo foi os Estados Unidos, com 33 M/hl, seguido da França, com 24,7 M/hl, e em terceiro lugar a Itália, com um consumo de 24,5 M/hl.

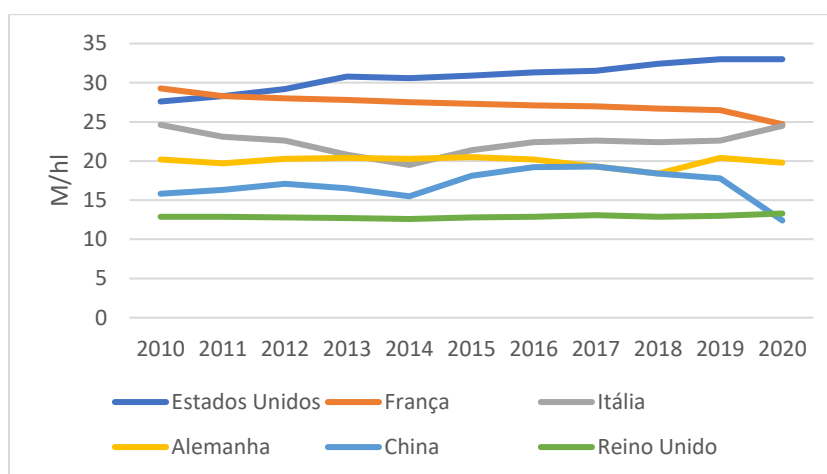


Figura 9 - Consumo de vinho (M/hl) pelos principais países, 2010-2020 (Fonte: Statista)

Paralelamente, prevê-se que a Ásia-Pacífico registre a taxa de crescimento anual mais elevada, de 8,2%, entre 2021 e 2028. Em termos de volume, a Ásia-Pacífico é a terceira maior consumidora de vinho, influenciada principalmente pela China, Japão e Austrália.

Salienta-se ainda que, o Brasil e a Argentina, são países com uma crescente importância no que diz respeito ao futuro do crescimento do mercado dos vinhos. Estes países são impulsionados por uma classe média em expansão, em que juntamente com campanhas de marketing dirigidas por grandes importadoras, têm o objetivo de promover a cultura de consumo de vinho.

Por fim, a Índia é o país que apresenta a taxa de crescimento de consumo de vinho mais acelerada, registrando uma taxa de crescimento de aproximadamente 7%. Entre outras geografias promissoras, encontram-se as Filipinas, a Coreia do Sul e o Vietnã.

Capítulo 5

Avaliação da Sociedade Wine Company S.A.

O objetivo desta avaliação é a valorização da sociedade Wine Company S.A. e apresentá-la à sua administração, reportada a agosto de 2021.

A avaliação serve de suporte à administração da sociedade, por forma a que esta possa apresentar e fundamentar uma real valorização da Wine Company S.A. e, conseqüentemente, utilizá-la como instrumento e apoio para uma base negocial ou de apresentação junto de terceiros.

Na avaliação de empresas ou negócios, particularmente as não listadas em mercados de capitais, não existe uma valorização exata, pelo que é necessário ajustar as especificidades da mesma à metodologia que poderá ser a mais apropriada, de acordo com cada caso.

Para o caso específico da Wine Company S.A. a principal metodologia utilizada foi a de *Discounted Cash Flow*. Contudo, foi usada outra metodologia, apenas como comparativo externo, com as valorizações que o mercado tem demonstrado por empresas neste setor (avaliação relativa).

5.1 Discounted Cash Flow

Numa perspetiva de valorização do negócio, este é medido não pelos ativos que detém, mas pelo *cash flow* que esses ativos são capazes de gerar. Esse *cash flow* futuros é, posteriormente, atualizados ao custo de capital apropriado, de forma a ser obtido o seu valor presente. Este valor é influenciado pela capacidade de geração de *cash flow* dos ativos, taxa de crescimento projetada do *cash flow*, horizonte temporal da avaliação e, ainda, o custo de capital selecionado. Neste processo deve ser também incluído o Valor Terminal.

Tabela 3 - Pressupostos

Unit: €	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Operational						
Sales growth		25,9%	26,6%	15,0%	15,0%	8,0%
EBITDA margin	12,8%	14,9%	15,3%	16,4%	17,3%	17,2%
Capex						
Capex over sales	- %	- %	32,9%	28,6%	13,2%	1,5%
Working capital investment						
Working capital (sales days)	(161,53)	172,34	192,69	198,83	204,17	206,80
Working capital needs	(1 647 042)	2 212 390	3 131 835	3 716 337	4 388 514	4 800 783

Tabela 4 - Projeções - Demonstração de Resultados

Unit: €	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Turnover	3 721 738	4 685 626	5 932 359	6 822 213	7 845 545	8 473 188
Cost of goods, mat. cons, subcontractors	(2 363 198)	(2 623 951)	(3 888 648)	(4 471 945)	(5 142 737)	(5 554 156)
Gross Margin	1 358 540	2 061 675	2 043 711	2 350 268	2 702 808	2 919 032
Third-party supplies and services	(481 239)	(749 883)	(419 178)	(482 055)	(554 363)	(598 712)
Payroll costs	(491 717)	(632 560)	(732 704)	(769 339)	(807 806)	(872 431)
Other operating income / (expenses)	(33 535)	(79 122)	(79 122)	(79 122)	(79 122)	(85 452)
Operating subsidies	31 256	31 256	31 256	31 256	31 256	31 256
Other operating income	94 257	64 607	64 607	64 607	64 607	64 607
EBITDA	477 562	695 974	908 569	1 115 614	1 357 379	1 458 300
Depreciation, amortization, provisions and impairment losses	(164 378)	(248 233)	(275 000)	(300 000)	(550 000)	(550 000)
Provisions and impairment losses	0	0				
EBIT	313 184	447 741	633 569	815 614	807 379	908 300
Net financial costs	(101 907)	(115 755)	(146 250)	(106 355)	(90 681)	(90 681)
Gain (losses) on associated companies	0					
EBT	211 277	331 985	487 319	709 259	716 698	817 619
Income tax	(32 686)	(39 672)	(43 179)	(62 844)	(63 503)	(72 445)
Net profit/(loss) of the year	178 591	292 313	444 141	646 415	653 195	745 175

Tabela 5 – Margens

	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Margins						
Gross margin	36,5%	44,0%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%
EBITDA Margin	12,8%	14,9%	15,3%	16,4%	17,3%	17,2%
Net Margin	4,8%	6,2%	7,5%	9,5%	8,3%	8,8%

Tabela 6 - Lucro Operacional Líquido Menos Impostos Ajustados (NOPLAT)

Unit: 000 €	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Turnover	3 721 738	4 685 626	5 932 359	6 822 213	7 845 545	8 473 188
EBITDA	477 562	695 974	908 569	1 115 614	1 357 379	1 458 300
Depreciation, amortization, provisions, and impairment losses	(164 378)	(248 233)	(275 000)	(300 000)	(550 000)	(550 000)
EBIT	313 184	447 741	633 569	815 614	807 379	908 300
Tax on EBIT	(70 466)	(100 742)	(142 553)	(183 513)	(181 660)	(204 368)
NOPLAT	242 718	346 999	491 016	632 101	625 719	703 933

Tabela 7 - Free Cash Flow to Firm

Unit: 000 €	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
EBIT	447 741	633 569	815 614	807 379	908 300
Tax	(100 742)	(142 553)	(183 513)	(181 660)	(204 368)
NOPLAT	346 999	491 016	632 101	625 719	703 933
Non-cash expenses	248 233	275 000	300 000	550 000	550 000
- Depreciation, amortization, provisions, and impairment losses					
Gross cash flow	595 232	766 016	932 101	1 175 719	1 253 933
Change in working capital	(827)	(919 445)	(584 502)	(672 177)	(412 268)
CAPEX	-	(1 951 740)	(1 951 740)	(1 038 370)	(125 000)
Gross investment	(827)	(2 871 185)	(2 536 242)	(1 710 547)	(537 268)
FREE CASH FLOW TO FIRM	594 405	(2 105 169)	(1 604 141)	(534 829)	716 664

Tabela 8 - WACC e Fator de Desconto

	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
WACC	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%	4,65%
Discount factor	0,970	0,91	0,87	0,83	0,80
Discounted FCFF	576 653	(1 922 125)	(1 399 537)	(445 865)	570 890

Total Discounted FCFF

(2 619 985)

Tabela 9 - Valor de Capital Próprio

Discounted terminal Value	12 268 634
Enterprise value	9 648 649
Non operating assets	-
Shares and stock in related entities	31 462
Others	-
Non operating liabilities	-
Others	-
Total enterprise value	9 680 110
NET Debt (AGO '21)	4 413 773
Equity Value	5 266 337

Assim, de acordo com a metodologia descrita e, tendo em conta, os dados financeiros disponíveis da atividade e do setor, avaliados a agosto de 2021, a valorização do *Enterprise Value* da Sociedade Wine Company S.A. rondará os 9 700 000 € EUR (nove milhões e setecentos mil euros), representando o valor dos seus futuros *Cash Flows*, descontados ao presente momento e ajustados pela dívida líquida.

Tabela 10 - Método de Discounted Cash Flow to Firm

EQUITY VALUE	5 266 337 €
NET DEBT	4 413 773 €
ENTERPRISE VALUE	9 680 110 €

5.2 Avaliação Relativa

A abordagem dos Múltiplos é baseada no conceito que ativos similares são vendidos a preços semelhantes. Da mesma forma, é assumido que os rácios utilizados na comparação entre empresas são idênticos em empresas semelhantes. Paralelamente, é um método de análise comparativa que procura avaliar empresas equivalentes usando as mesmas métricas financeiras.

Além disso, esta abordagem procura identificar características financeiras e operacionais num único número que possa ser multiplicado por uma métrica financeira específica, como é o caso do EBITDA escolhido nesta avaliação, para ser obtido o valor da empresa ou o valor do capital próprio.

De forma a tornar o relatório de avaliação mais coerente para o cliente, o múltiplo escolhido foi o EV/EBITDA, em virtude deste múltiplo ter sido o que apresentou o valor de *Enterprise Value* mais semelhante ao valor obtido pelo método de *Discounted Cash Flow*.

Tal como mencionado anteriormente na metodologia, foram utilizados dados referentes a 50 empresas do setor das Bebidas Alcoólicas, localizadas na Europa. O CAE da empresa é o 11021, que corresponde à produção de vinhos comuns e licorosos.

Tabela 11 - Múltiplo EV/EBITDA

CAE	11021
Setor	Beverage (Alcoholic)
EV/EBITDA	14,07x

As valorizações resultam de empresas que apresentam maiores níveis de liquidez quando comparadas com o mercado privado, pelo que foi necessário incluir um prémio de iliquidez, a rondar os 30% (Damodaran, 2005), atualizados a agosto de 2021.

Tabela 12 - Enterprise Value e Equity Value

EBITDA 2021		695 974 €
Multiple EV/EBITDA		14,07x
ENTERPRISE VALUE		9 792 354 €
ENTERPRISE VALUE	NET DEBT	EQUITY VALUE
9 792 354 €	4 413 773 €	5 371 581 €
<i>Iliquidity Premium (30%)</i>		3 765 006 €
<i>Discount factor (AGO'21)</i>		3 651 882 €

Fazendo uso deste método, o Valor da Empresa situa-se nos 9 792 354 €, sendo o valor de Capital Próprio 3 651 882 €.

5.4 Principais Conclusões

<i>Discounted Cash Flow</i>	<table><tbody><tr><td>ENTERPRISE VALUE</td><td>9 680 110 €</td></tr><tr><td>EQUITY VALUE</td><td>5 266 337 €</td></tr></tbody></table>	ENTERPRISE VALUE	9 680 110 €	EQUITY VALUE	5 266 337 €
ENTERPRISE VALUE	9 680 110 €				
EQUITY VALUE	5 266 337 €				
<i>Transaction Multiples Valuation</i>	<table><tbody><tr><td>ENTERPRISE VALUE</td><td>9 792 354 €</td></tr><tr><td>EQUITY VALUE</td><td>3 651 882 €</td></tr></tbody></table>	ENTERPRISE VALUE	9 792 354 €	EQUITY VALUE	3 651 882 €
ENTERPRISE VALUE	9 792 354 €				
EQUITY VALUE	3 651 882 €				

Tabela 13 - Comparação entre os diferentes métodos de avaliação

Como é perceptível pela Tabela acima inserida, em ambos os métodos de avaliação foram obtidos *Enterprise Values* semelhantes. Esta semelhança acaba por ser esperada, tendo em conta os pressupostos assumidos na avaliação relativa, onde se escolheu o múltiplo que originava um *Enterprise Value* semelhante ao obtido através da metodologia de *Discounted Cash Flow*.

Assim, e não havendo um valor exato neste tipo de avaliações, o valor da empresa rondará os nove milhões e setecentos mil. No entanto, fruto das diferentes características distintas já mencionadas anteriormente, o valor do Capital Próprio é claramente diferente entre as duas metodologias selecionadas.

Conclusão

Os principais objetivos deste Trabalho Final de Mestrado em Finanças, foram atingidos em dupla dimensão. A nível profissional, conseguiu-se chegar à avaliação da empresa Wine Company S.A., de cerca de nove milhões e setecentos mil euros (sabendo que não há valores exatos). A nível pessoal, o estágio na Triple A - Capital & Finance permitiu entrar em contacto com o mundo real de *Corporate Finance* e, ainda, conciliar a parte teórica do mestrado com casos reais, o que contribuiu para desenvolver e melhorar competências técnicas e transversais.

A utilização de duas metodologias diferentes, com valores de empresa semelhantes e valores de capital próprio diferentes, permite à empresa selecionar o método que mais se adequa ao seu objetivo, apesar da recomendação do uso da metodologia de *Discounted Cash Flow* por parte da Triple A - Capital & Finance.

Tendo em conta o âmbito deste Trabalho Final de Mestrado, foram utilizados os modelos de avaliação de *Discounted Cash Flow* e Avaliação Relativa. Desta forma, não foi possível aprofundar os conceitos e as características de outros modelos de avaliação, nomeadamente o de Opções Reais e do modelo de Avaliação Baseada em Ativos.

Assim, para um futuro trabalho, sugere-se a análise da empresa através de um dos métodos de avaliação mencionados, que serviriam como metodologia comparativa. Nas Opções Reais, poderá ser colocado o investimento por etapas sequenciais e com possibilidade de reversão. Na Avaliação Baseada em Ativos verificou-se a ausência da informação do justo valor dos ativos e, perante isto, no caso dos ativos tangíveis poderá ser efetuado um levantamento do valor do imobiliário e da informação pública existente sobre o preço das propriedades no território; no caso dos ativos intangíveis deverá ser entendida a sua composição.

Bibliografia

- Agustini, A. T. (2016). The Effect of Firm Size and Rate of Inflation on Cost of Capital: The Role of IFRS Adoption in the World. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 47–54. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.04.031>
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2009). *Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy*.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654. <https://doi.org/10.1086/260062>
- BRAV, O. (2009). Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. *The Journal of Finance*, 64(1), 263–308. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01434.x>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation—Measuring and Managing the Values of Companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Cox, J. C., Ross, S., & Rubinstein, M. (1979). Option pricing: A simplified approach. *Journal of Financial Economics*, 7(3), 229–263.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2005). Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.841484>

- Damodaran, A. (2006). Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693–784. <https://doi.org/10.1561/05000000013>
- Damodaran, A. (2015). *INTRINSIC VALUATION*. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/packet1fall15pg2.pdf>
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2003). Global Evidence on the Equity Risk Premium. *SSRN Electronic Journal*, 15(4), 27–34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.431901>
- Ehrhardt, M. C. (2005). Incorporating Competition into the APV Technique for Valuing Leveraged Transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), 79–87. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2005.015_1.x
- Estridge, J., & Lougee, B. (2007). Measuring Free Cash Flows for Equity Valuation: Pitfalls and Possible Solutions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(2), 60–71. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2007.00136.x>
- Fernández, P. (2001). Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. *SSRN Electronic Journal*, 18. <https://doi.org/10.2139/ssrn.274973>
- Fernández, P. (2002). Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.274972>
- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods, the most common mistakes in valuation*.
- Fernández, P. (2010). WACC: Definition, Misconceptions, and Errors. *Business Valuation Review*, 29(4), 138–144. <https://doi.org/10.5791/0897-1781-29.4.138>

- Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies (5th ed.)*. John Wiley & Sons, Inc.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *The Right Role for Multiples in Valuation*.
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75(3), 132–142.
- Mayer, S., & Alexander, I. (1991). . *Stock Market and Corporate Performance: a Comparison of Listed and Unlisted Companies*.
- Merton, R. C. (1974). ON THE PRICING OF CORPORATE DEBT: THE RISK STRUCTURE OF INTEREST RATES*. *The Journal of Finance*, 29(2), 449–470. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb03058.x>
- Parrino, R. (2005). *Choosing the Right Valuation Approach*.
- Pinto, J. (2010). *Equity asset valuation*.
- Schill, M. J. (2017). Business Valuation: Standard Approaches and Applications. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2974498>
- Smith, H., & Trigeorgis, L. (2003). *Real Options: Examples and Principles of Valuation and Strategy*.
- Steiger, F. (2008). *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*.
- Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Deng, Z. (2001). *Valuation Multiples: A Primer*. UBS Warburg.

- Vélez-Pareja, I., & Tham, J. (2009). Market value calculation and the solution of circularity between value and the weighted average cost of capital WACC. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 101–131. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600007>
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y., & Salvi, A. (2017). *Corporate Finance: Theory and Practice* (5th Editio). John Wiley & Sons, Inc.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., le Fur, Y., & Salvi, A. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Inc.
- Westhead, P., Cowling, M., & Howorth, C. (2001). The Development of Family Companies: Management and Ownership Imperatives. *Family Business Review*, 14(4), 369–385. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2001.00369.x>
- Wooley, S., & Cannizzo, F. (2005). Taking Real Options Beyond the Black Box. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(2), 94–98.
- Young, M., Sullivan, P., Nokhasteh, A., & Holt, W. (1999). *All roads lead to Rome: an integrated approach to valuation models*. Goldman Sachs Investment Research.

Anexos

Cálculo Respeitante à Dívida Líquida

<u>Net Debt</u>	<u>4 413 773,47 €</u>
<i>Financiamentos Obtidos</i>	2 601 183,01 €
<i>Saldo a descoberto bancário</i>	124 300,58 €
<i>Suprimentos</i>	1 908 417,92 €
<i>Caixa e depósitos à ordem</i>	253 522,15 €
<u>Debt Like</u>	
<i>Locações Financeiras</i>	<u>33 394,11 €</u>

Estrutura de Custos

	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25 E
Sales growth	- %	25,9%	26,6%	15,0%	15,0%	8,0%
Cost of sales (% sales)	63,5%	56,0%	65,5%	65,5%	65,5%	65,5%
Third party costs (% das sales)	12,9%	16,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Payroll costs (% sales)	13,2%	13,5%	12,4%	11,3%	10,3%	10,3%
Other operating expenses (% sales)	(2,5%)	1,7%	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%
Operating subsidies (% sales)	0,8%	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Other operating income (% sales)	(0,9%)	1,4%	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%

Capex

	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25 E
Capex		-	1 951 740	1 951 740	1 038 370	125 000
Capex (% das vendas)		- %	32,9%	15,2%	1,6%	1,5%

Depreciações e Amortizações

	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25 E
Amortizations		248 233	275 000	300 000	550 000	550 000
Amortizations (% sales)		5,3%	4,6%	4,4%	7,0%	6,5%

Fundo de Maneio

	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
Inventory		2 056 027	3 046 995	3 504 045	4 029 651	4 352 024
Trade receivables		2 387 744	3 023 065	3 476 525	3 998 004	4 317 844
Other assets, other debtors		339 207	339 207	339 207	339 207	339 207
Current Assets		4 782 978	6 409 268	7 319 777	8 366 862	9 009 074
Trade payables		1 466 537	2 173 381	2 499 388	2 874 297	3 104 241
Other liabilities		1 104 051	1 104 051	1 104 051	1 104 051	1 104 051
Current Liabilities		2 570 588	3 277 432	3 603 439	3 978 348	4 208 292
Working Capital Needs		2 212 390	3 131 836	3 716 337	4 388 514	4 800 783
NFM days		172	193	199	204	207
Working Capital Investment		827	919 445	584 502	672 177	412 268

Betas

Date updated:	05/jan/21						
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu						
What is this data?	Beta, Unlevered beta and other risk measures					Western Europe	
Home Page:	http://www.damodaran.com						
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html						
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pr/datasets/indname.xls						
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafiles/variable.htm						
Do you want to use marginal or effective tax rates in unlevering betas?						Marginal	
If marginal tax rate, enter the marginal tax rate to use						22,62%	
Industry Name	Number of firm	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered bet	Cash/Firm valu	
Beverage (Alcoholic)	50	0,62	47,56%	17,20%	0,45	3,15%	

Prémio Risco de País

Country and Equity Risk Premiums						
Date of update:	1-Jul-21					
Enter the current risk premium for a mature equity market					4,38%	Updated January 1, 2021
Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium?					Yes	Updated January 1, 2021
If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)					1,02	Updated January 1, 2021
Country	Africa	Moody's rating	ating-based Default Sp	Total Equity Risk Prem	Country Risk Premium	
Portugal	Western Europe	Baa3	1,82%	6,23%	1,85%	

