

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

EFEITOS DA FUSÃO NUM GRUPO
DE EMPRESAS DO MESMO SETOR

Jorge Manuel Martins Amado Correia

Lisboa, Março de 2015

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

EFEITOS DA FUSÃO NUM GRUPO DE EMPRESAS DO MESMO SETOR

Jorge Manuel Martins Amado Correia

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e dos Negócios, realizada sob a orientação científica do Doutor Paulo Alves e coorientador Professor Especialista Arménio Breia, na área científica de Finanças.

Constituição do Júri:

Presidente – Doutora Maria do Rosário Justino

Arguente – Especialista Maria Carlos Annes

Vogal – Doutor Paulo Pereira Alves

Lisboa, Março de 2015

RESUMO

Um dos princípios básicos de economia é que qualquer empresa tem de comprar (produzir) abaixo do custo dos proveitos obtidos. É assim desde antiguidade. Desta forma, quando não se consegue cumprir este princípio é necessário que os gestores, que têm como objetivo a criação de valor para o acionista, procurem uma ou várias soluções.

Em setores de atividade cujo ciclo de vida se encontra em fase de maturidade, a procura de criação de valor acaba, frequentemente, em operações de fusões e aquisições, pois permitem obter sinergias que se repercutem na melhoria da eficiência de empresa e do conseqüente aumento do retorno para os acionistas.

É esta a problemática que vai ser analisada através do estudo de um caso real relacionado com o setor automóvel – comércio de pneus e serviços em Portugal. Através de uma avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) de várias empresas do setor (MEGAMundi e suas associadas) e das sinergias que poderão ser criadas caso ocorresse a fusão entre elas. A falta de massa crítica de uma das empresas (MEGAMundi) e falta de organização e uniformização de serviços e de capacidade de comunicar a uma só linguagem (serviços de pneus, marketing) por parte das associadas, levaria a que, caso se fundissem, a sua complementaridade permitisse a criação de um *player* bastante forte e completo que poderia concorrer de igual para igual com os novos *players* que estão a imergir no mercado português.

Palavras-chave: *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), Fusão, Sinergias.

ABSTRACT

Since ancient times one of the basic economic principles is that a purchase (production) cost has to be below the selling price. Whenever these criteria cannot be fulfilled it is necessary for managers to find alternative ways to create shareholder value.

When a product's life cycle reaches the maturity stage we often see Mergers and Acquisitions (M&A) as a source of value creation, as substantial synergies can be reached in consequence of efficiency gains.

This is demonstrated in a real case that surged in the Portuguese automobile market. Through a Free Cash Flow to the Firm (FCFF) valuation of various players (MEGAMundi and shareholders) and the synergies that could have been achieved if a merger had occurred, we conclude that this solution would have been of best interest to both shareholders. This lack of critical size of one company (MEGAMundi) and the organization and standardization of services, and ability to communicate with one language (Tyres services, marketing) by the shareholders, meant that a potential merger of both companies given their complementary businesses would have lead to a much stronger player that could have a competed equally with the a news players they are immersed in the Portuguese market.

Key Words: *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*, Merger, Synergies.

AGRADECIMENTOS

A concretização deste estudo só foi possível devido ao facto de, no seu processo de elaboração, ter recebido a mais valiosa ajuda da parte de pessoas que aqui cumpre salientar e agradecer.

Desta forma, gostaria, em primeiro lugar, de agradecer ao Professor Doutor Paulo Alves pela sua orientação e ao Professor Especialista Arménio Breia pela sua disponibilidade e coorientação ao longo do trabalho, o seu profissionalismo, os seus conhecimentos, a sua determinação, e coragem são um exemplo que nunca esquecerei ao longo do meu percurso profissional e pessoal.

Não podia deixar de mencionar as pessoas mais importantes da minha vida. À minha família, irmãos, cunhados e sobrinhos, à minha mãe, sogros em especial a minha sogra, pelo apoio incondicional que sempre me deu. Sei que estão todos orgulhosos por ter concluído mais esta fase, e este trabalho é em parte para vós.

Não poderia esquecer igualmente o Humberto Santos, o meu amigo pela sua disponibilidade e ajuda na elaboração deste estudo.

Por último, *the last but not least*, uma palavra de apreço ao Bruno e à Teresa, meu filho e minha mulher, que sempre me apoiaram nos bons e nos maus momentos. Agradeço por todo carinho, companhia e pela ajuda e motivação que me dedicaram ao longo do trajeto que temos percorrido juntos.

Índice

INDÍCE TABELAS.....	ix
1. Introdução.....	1
2. Enquadramento teórico.....	3
2.1 Fusões e Aquisições (F&A) – Uma perspetiva histórica	3
2.2 Fusões e Aquisições (<i>Mergers and Acquisitions</i> – M&A)	6
2.3 Principais razões para as fusões e aquisições	6
2.4 Combinações sob a forma de F&A.....	7
2.5 Tipos de fusões e aquisições.....	8
2.5.1 Fusões e aquisições Horizontais.....	8
2.5.1.1 Tipos de ganhos esperados e características das atividades.....	9
2.5.1.2 Transferência de competências	10
2.5.2 Fusões e aquisições Verticais	11
2.5.2.1 Vantagens e desvantagens	12
2.5.3 Conglomerados (<i>Conglomerate Mergers</i>).....	12
2.5.3.1 Tipos de conglomerados	13
2.5.4 Fusões e aquisições Concêntricas	13
2.5.5 Motivações e efeitos esperados das fusões e aquisições	14
2.5.6 Estimativa dos ganhos e dos custos económicos das fusões	15
2.6 Ciclos de fusões e aquisições – momento ideal para a sua ocorrência	20
3. Métodos de avaliação de empresas.....	21
3.1 Ótica financeira ou do rendimento	24
3.1.1 <i>Free Cash Flow to the Firm</i> (FCFF).....	24
3.1.1.1 Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT).....	25
3.1.1.2 Depreciações e amortizações.....	25
3.1.1.3 Investimento em capital fixo – Capital expenditure (Capex).....	25
3.1.1.4 Investimento em fundo de maneio (Δ FMN)	26
3.1.1.5 Custo médio ponderado de capital (WACC)	27
3.1.1.6 Capital Próprio (E) e Dívida (D).....	27
3.1.1.7 Taxa de imposto (t).....	27
3.1.1.8 Rendibilidade esperada (R_e) – Capital asset pricing model (CAPM).....	28
3.1.1.9 Taxa de juro sem risco (R_f)	29
3.1.1.10 Beta do capital próprio.....	29
3.1.1.11 Prémio de risco de mercado	30
3.1.1.12 Taxa de juro média da dívida (R_d).....	30
3.1.1.13 Preços constantes versus Preços correntes	30
3.1.1.14 Valor do negócio	31
3.1.1.15 Fase previsional (N anos)	31
3.1.1.16 Fase de continuidade.....	31
3.1.1.17 Valor dos capitais próprios	32
3.1.2 <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE).....	34

4.	<i>Estudo de Caso – Fusão entre a MEGAMundi e os seus Acionistas</i>	36
4.1	Apresentação do problema.....	36
5.	<i>O Mercado de pneus em Portugal</i>	39
6.	<i>Análise das empresas em estudo</i>	41
6.1	MEGAMundi.....	41
6.1.1	Cronologia da empresa	42
6.1.2	Situação concorrencial atual	42
6.1.3	Dados do setor da MEGAMundi	43
6.1.4	Dados do setor das empresas a fundir	45
6.1.5	Análise SWOT	47
6.1.6	Áreas de produto	48
6.1.7	Proveitos operacionais	49
6.1.8	Estrutura de capitais	51
6.1.9	Autonomia financeira	51
6.1.10	Rácios de rendibilidade	52
6.1.11	Avaliação: <i>Free cash flow to the firm (FCFF)</i>	56
6.1.12	Rendibilidade esperada pelos acionistas (Re).....	62
6.1.13	Taxa de juro média da dívida (Rd)	63
6.1.14	Custo médio ponderado de capital (WACC)	64
6.1.15	Valor de continuidade.....	68
6.2	Valor do negócio.....	69
6.2.1	Firm value	70
6.2.2	Valor dos capitais próprios.....	73
6.2.3	Análise de sensibilidade	73
6.3	Avaliação por múltiplos de mercado	74
7.	<i>A Fusão.....</i>	80
7.1	Rendibilidade dos proveitos.....	80
7.2	Estimativa do <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	81
7.3	Custo médio ponderado de capital (WACC)	81
7.4	Valor de continuidade	82
7.5	Firm value	82
7.6	Valor dos capitais próprios	83
7.7	Sinergias.....	83
7.8	Proposta de troca de ações	85
7.9	Valor a atribuir para a fusão e valor do conjunto	86
1.1.	Nova estrutura acionista	88
8.	<i>Conclusão.....</i>	89
9.	<i>Referências Bibliográficas.....</i>	91
10.	<i>Anexos</i>	94

INDÍCE TABELAS

Tabela 2.1- Principais Fusões e Aquisições da década de 1990	4
Tabela 2.2 - Principais Fusões e Aquisições desde 2000	5
Tabela 2.3 – Exemplo de Aquisição/Fusão	16
Tabela 5.1– Evolução do Mercado de Pneus 2012/2011	39
Tabela 6.1– Distrito de localização da sede	43
Tabela 6.2 – Distrito de localização dos estabelecimentos	44
Tabela 6.3 – Natureza Jurídica	44
Tabela 6.4 – Antiguidade das empresas do agregado	44
Tabela 6.5– Volume de Negócios – Informação desagregada por distrito de localização sede/natureza jurídica/maturidade	44
Tabela 6.6 – Distrito de localização dos estabelecimentos das empresas a fundir	45
Tabela 6.7 - Natureza Jurídica das empresas a fundir	45
Tabela 6.8- Antiguidade das empresas a fundir	46
Tabela 6.9 - Volume de Negócios (€) - Distribuição por distrito de localização dos estabelecimentos das empresas	46
Tabela 6.10 – Evolução da Conta de Exploração por Produto	48
Tabela 6.11 – Proveitos Operacionais	49
Tabela 6.12 – Estrutura de Custos Operacionais	49
Tabela 6.13 – Resultados Operacionais	50
Tabela 6.14 – Estrutura de Capitais	51
Tabela 6.15 – Autonomia Financeira	51
Tabela 6.16 – Rácios de Rendibilidade	52
Tabela 6.17 - Rácios de Rendibilidade JTA	52
Tabela 6.18 – Rácios de Rendibilidade JCA	53
Tabela 6.19 - Rácios de Rendibilidade Casa Pneus Mertola	53
Tabela 6.20 - Rácios de Rendibilidade Okpneus (Lisboa)	53
Tabela 6.21 - Rácios de Rendibilidade ADV	54
Tabela 6.22 - Rácios de Rendibilidade SVA	54

Tabela 6.23 - Rácios de Rendibilidade PRN	54
Tabela 6.24 - Rácios de Rendibilidade POPNEUS	55
Tabela 6.25 - Rácios de Rendibilidade VFF	55
Tabela 6.26 – Rácios de Rendibilidade FLS	55
Tabela 6.27 – Rácios de Rendibilidade Rui & Irmãos.....	56
Tabela 6.28– Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da MEGAMundi	56
Tabela 6.29 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da JTA.....	57
Tabela 6.30 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da JCA	57
Tabela 6.31 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da Casa Pneus Mértola	58
Tabela 6.32 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da Okpneus (Lisboa) .	58
Tabela 6.33 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da ADV	59
Tabela 6.34 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da SVA	59
Tabela 6.35 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da PRN	60
Tabela 6.36 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da POPNEUS.....	60
Tabela 6.37 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da VFF	61
Tabela 6.38 – Cálculo do Free Cash Flow to the Firm do FLS.....	61
Tabela 6.39 – Cálculo do Free Cash Flow to the Firm do Rui & Irmãos.....	62
Tabela 6.40 – Rendibilidade Exigida pelos Acionistas MEGAMundi	63
Tabela 6.41 – WACC: Weighted Average Cost of Capital da MEGAMundi ...	64
Tabela 6.42 - WACC: Weighted Average Cost of Capital da JTA	64
Tabela 6.43 - WACC: Weighted Average Cost of Capital da JCA	65
Tabela 6.44 - WACC: Weighted Average Cost of Capital Casa Pneus Mértola	65
Tabela 6.45 - WACC: Weighted Average Cost of Capital Okpneus (Lisboa)..	65
Tabela 6.46 - WACC: Weighted Average Cost of Capital ADV	65
Tabela 6.47 - WACC: Weighted Average Cost of Capital SVA.....	66
Tabela 6.48 - WACC: Weighted Average Cost of Capital PRN	66
Tabela 6.49 - WACC: Weighted Average Cost of Capital POPNEUS	66
Tabela 6.50 - WACC: Weighted Average Cost of Capital VFF	67
Tabela 6.51 – WACC: Weighted Average Cost of Capital FLS	67
Tabela 6.52 - WACC: Weighted Average Cost of Capital Rui & Irmãos	67
Tabela 6.53 – Evolução da Taxa de crescimento real do PIB em Portugal	68
Tabela 6.54 – Valor do Negócio da MEGAMundi.....	69
Tabela 6.55 - Valor do Negócio das Empresas a Fundir.....	70
Tabela 6.56 - Firm Value MEGAMundi	70

Tabela 6.57- Firm Value JTA	71
Tabela 6.58 – Firm Value JCA	71
Tabela 6.59– Firm Value Casa Pneus Mértola	71
Tabela 6.60 - Firm Value Okpneus (Lisboa).....	71
Tabela 6.61 - Firm Value ADV	71
Tabela 6.62 - Firm Value SVA.....	72
Tabela 6.63 - Firm Value PRN	72
Tabela 6.64 - Firm Value POPNEUS	72
Tabela 6.65 - Firm Value VFF	72
Tabela 6.66 - Firm Value FLS	72
Tabela 6.67 - Firm Value Rui & Irmãos	73
Tabela 6.68 -Valor por Ação MEGAMundi	73
Tabela 6.69-Análise de Sensibilidade da MEGAMundi.....	74
Tabela 6.70-Múltiplos de Mercado da MEGAMundi	75
Tabela 6.71-Múltiplos do Setor (Média).....	75
Tabela 6.72-Avaliação da MEGAMundi utilizando os Múltiplos do Setor	75
Tabela 6.73 – Múltiplos do Setor - Associadas	76
Tabela 6.74 - Múltiplos de Mercado da JTA.....	76
Tabela 6.75 - Múltiplos de Mercado da JCA	76
Tabela 6.76– Múltiplos de Mercado Casa Pneus Mértola	77
Tabela 6.77 - Múltiplos de Mercado Okpneus (Lisboa).....	77
Tabela 6.78 - Múltiplos de Mercado ADV.....	77
Tabela 6.79 - Múltiplos de Mercado SVA	78
Tabela 6.80 - Múltiplos de Mercado PRN	78
Tabela 6.81 - Múltiplos de Mercado POPNEUS	78
Tabela 6.82 - Múltiplos de Mercado VFF.....	79
Tabela 6.83 - Múltiplos de Mercado FLS	79
Tabela 6.84 - Múltiplos de Mercado Rui & Irmãos	79
Tabela 7.1 – Resultados Operacionais da futura empresa.....	80
Tabela 7.2 – Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da futura empresa	81
Tabela 7.3 – WACC: Weighted Average Cost of Capital da futura empresa... ..	81
Tabela 7.4 – Valor do Negócio da futura empresa	82
Tabela 7.5 – Firm Value da futura empresa.....	82
Tabela 7.6 – Valor dos Capitais Próprios da futura empresa.....	83

Tabela 7.7 – Valor das Sinergias Criadas com a fusão.....	84
Tabela 7.8 – Resumo de valores importantes a ter em conta para a fusão.....	85
Tabela 7.9 – Valor a atribuir para a fusão e valor de conjunto.....	86
Tabela 7.10 – Resumo dos valores obtidos com a fusão.....	87

Lista de Abreviaturas

CARG	Compound annual growth rate (Taxa de crescimento anual)
CAPEX	Capital expenditure (Investimento em capital fixo)
CAPM	Capital asset pricing model (Modelo de equilíbrio dos ativos financeiros)
CMVMC	Custo das mercadorias vendidas e materiais consumidos
D	Debt (Valor de mercado da dívida)
DCF	Discounted cash flow (Modelo dos fluxos de caixa atualizados)
E	Equity (Valor de mercado do capital próprio)
EBIT	Earnings before interest and taxes (Resultado antes de juros e impostos)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciations and amortization (Resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações)
ETRMA	European tyre rubber manufactures association
EV	Enterprise value (Valor do negócio)
F&A	Fusões e Aquisições
FCFE	Free cash flow to equity (Fluxo monetário gerado para os acionistas)
FMN	Fundo de maneo necessário
FSE	Fornecimentos e serviços externos
IRC	Imposto sobre o rendimento coletivo
M&A	Mergers and acquisitions (Fusões e aquisições)
NOPLAT	Net operating profit less adjusted taxes (Resultado operacional depois de impostos ajustados)

PER	Price earnings ratio (Rácio preço/lucro por ação)
PIB	Produto interno bruto
Rd	Taxa média de juro da dívida (custo dos capitais alheios)
Re	Rendibilidade esperada pelos acionistas (custo dos capitais próprios)
Rf	Taxa de juro sem risco
Rm	Rendibilidade esperada do mercado acionista
RoCE	Return on capital employed (Rendibilidade do capital investido)
ROE	Return on equity (Rendibilidade dos capitais próprios)
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Pontos fortes, pontos fracos, oportunidades, ameaças)
t	Taxa marginal de imposto sobre os lucros
WACC	Weight average cost of capital

1. Introdução

Ao longo dos últimos anos, as mudanças tecnológicas e as inovações constantes levaram a que organizações situadas em diferentes setores de atividade começassem a oferecer produtos ou serviços semelhantes, tornando-se concorrentes. Segundo (Ferreira, Domingos, 2002) a este conceito dá-se o nome de convergência.

Desta forma, é fundamental a otimização dos resultados para a criação de valor. Este conceito deve estar constantemente na mente dos gestores que necessitam de procurar alternativas que lhe permitam crescer e ter ganhos de eficiência. Para que tal aconteça é fundamental a utilização de métodos que permitam monitorizar o valor dos capitais próprios das empresas e dos seus concorrentes, para poder aferir da necessidade/possibilidade de uma operação, ou não, de fusão e/ou aquisição que permita a obtenção de ganhos de eficiência através de sinergias.

Para poder monitorizar estas necessidade, os métodos de avaliação mais utilizados pelos gestores são o *Discount Cash Flow* (DCF), nomeadamente o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) e a avaliação através de múltiplos de mercado - (Damodaran A. , 2002).

Ao longo deste trabalho, vai-se tentar demonstrar, através de um caso real, que uma operação de fusão poderá acrescentar valor às empresas quando existem sinergias e complementaridade entre elas.

Esta dissertação tem como objetivo numa perspetiva estratégica da Administração da MEGAMundi, entre a central de compras e suas associadas, situadas no setor em fase de maturidade (automóvel – comércio de pneus e serviços). Em que se pretende provar que a sua fusão criaria mais valor para os seus acionistas do que a central de compras.

No **Capítulo 2** procurou-se explicar o enquadramento teórico que permite avaliar as várias empresas através da exposição das metodologias adotadas (*Free Cash Flow to the Firm* e múltiplos de mercado - (Damodaran A. , 2002)) e da teoria que está subjacente a um processo de fusões e aquisições.

Para se perceber o porquê do problema, teve que se demonstrar que o setor do comércio de pneus e serviços está numa fase de maturidade (procedeu-se à sua análise no **Capítulo 4**) e o motivo de serem estas as empresas a fundirem-se (**Capítulo 3**).

Para se conseguir fazer uma boa análise e avaliação da MEGAMundi e das outras empresas do grupo em separado e perceber o seu valor, procurou-se entender a sua situação atual em termos concorrenciais e procedeu-se à realização de uma análise SWOT da MEGAMundi, que permitiu assumir pressupostos para o futuro (**Capítulo 5**).

Por fim, no **Capítulo 6** avaliou-se a empresa que resultaria da fusão pelo método do *Free Cash Flow to the Firm*.

Assumi-se que a fusão seria através da troca de ações em que as potenciais sinergias a que se chegaram seriam divididas na proporção da sua capitalização, concluindo-se que esta seria a melhor situação para os acionistas e todos intervenientes no setor (automóvel – comércio de pneus e serviços).

Será que esta fusão irá gerar ganhos para os acionistas?

2. Enquadramento teórico

2.1 Fusões e Aquisições (F&A) – Uma perspetiva histórica

As operações de F&A não são recentes de um ponto de vista histórico. Entre 1897 e 1995 podem-se distinguir cinco vagas de F&A (Gugler, 2003). As duas primeiras grandes vagas tiveram início no século XIX: a primeira pós-revolução industrial, depois da depressão de 1883, entre 1897 e 1904, a qual teve enfoque nas indústrias alimentares, petrolífera, equipamentos de transporte, metalurgia e produtos químicos, na sua maioria horizontais (McNamara, 2008), e a segunda, com menor intensidade, coincidiu com o *boom* americano dos anos vinte, levando à criação de grandes empresas, com integrações verticais. A terceira vaga caracterizou-se pela formação de numerosos conglomerados na década de sessenta (Baldwin, 1990). A quarta vaga surgiu nos anos oitenta, sobretudo do tipo horizontal e vertical. Por último, a quinta vaga, esta com maior intensidade, data dos anos noventa até ao início do século XXI e foi particularmente sentida nos sectores farmacêuticos, bancário e elétrico, tanto na Europa como nos Estados Unidos da América (Schoenberg, 2003).

De maneira recorrente, o século XX conheceu numerosas vagas de F&A. Estas resultaram de fatores não só a nível global (o progresso técnico, as condições macroeconómicas e o contexto jurídico têm uma influencia incontestável sobre a emergência de vagas de F&A), mas também ao nível da empresa (a F&A resulta quer da vontade de adaptar-se a um ambiente económico que se transforma, quer de agir de maneira estratégica sobre este ambiente).

Face ao fenómeno de globalização da indústria, dos mercados e da integração europeia, as empresas dos países desenvolvidos adotaram uma nova estratégia de internacionalização. Os gestores acreditam que devem comprar os seus rivais, ou arriscam-se a serem comprados à medida que as indústrias e serviços se vão consolidando. Deste modo, optam, muitas vezes, por estratégias que incluem a implantação nos países estrangeiros, através da criação das sucursais ou escritórios de representação. Não é vantajoso para as empresas procurarem conquistar a curto prazo novas quotas de mercado, a fim de crescerem. Em contrapartida, os processos de F&A revelam-se uma alternativa ao crescimento interno, tornando-se uma opção mais económica. Neste sentido, este modo de concentração aparece como uma solução que assegura a sua perpetuidade e o seu crescimento.

As operações de F&A ocorreram em termos globais num curto espaço de tempo.

Ademais, puseram-se em jogo empresas cada vez mais importantes implicadas neste tipo de processos.

Tabela 2.1- Principais Fusões e Aquisições da década de 1990

Posição	Ano	Adquirente	Adquirida	Valor (em milhões USD)
1	1999	Vodafone Airtouch PLC ¹	Mannesmann	183.000
2	1999	Pfizer ²	Warner-Lambert	90.000
3	1998	Exxon ^{3 4}	Mobil	77.200
4	1999	Citicorp	Travelers Group	73.000
5	1999	SBC Communications	Ameritech Corporation	63.000
6	1999	Vodafone Group	AirTouch Communications	60.000
7	1998	Bell Atlantic ⁵	GTE	53.360
8	1998	BP ⁶	Amoco	53.000
9	1999	US WEST	Qwest Communications	48.000
10	1997	Worldcom	MCI Communications	42.000

Fonte: http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Fus%C3%B5es_e_aquisi%C3%A7%C3%B5es

¹ ((en)) "Mannesmann seals deal", CNN Money, 2000-02-03. Consultado em 2007-10-31.

² ((en)) Sancton, Don. "Pfizer and Warner-Lambert Agree to \$90 Billion Merger", Pfizer Canada Inc., 2000-02-07. Consultado em 2007-10-31.

³ ((en)) "Exxon, Mobil in \$80B deal", CNN Money, 1998-12-01. Consultado em 2007-10-31

⁴ ((en)) Aslam, Abid. "Exxon-Mobil Merger Could Poison the Well", IPS, 1998-12-03. Consultado em 2007-10-31.

⁵ ((en)) Chang, Yi-Hsin. "Bell Atlantic and GTE Make Connection, Agree to Merge", The Motley Fool, 1998-07-28. Consultado em 2007-10-31.

⁶ ((en)) Spancake, Larry. "Sharp Increase in Acquisitions (...)", U.S. Energy Information Administration, 2001-09-27. Consultado em 2007-10-31

Tabela 2.2 - Principais Fusões e Aquisições desde 2000

Posição	Ano	Adquirente	Adquirida	Valor (em milhões USD)
1	2000	Fusão: America Online Inc. (AOL) ^{7 8}	Time Warner	164.747
2	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75.961
3	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74.559
4	2006	AT&T Inc. ^{9 10}	BellSouth Corporation	72.671
5	2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband & Internet Svcs	72.041
6	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60.243
7	2002	Pfizer Inc.	Pharmacia Corporation	59.515
8	2004	JP Morgan Chase & Co ¹¹	Bank One Corporation	58.761
9	2006	Pendente: E.on AG	Endesa SA	56.266

⁷ ((en)) "AOL Announces Merger With Time Warner", PBS, 2000-01-10. Consultado em 2007-10-31.

⁸ ((en)) "That's AOL folks...", CNN Money, 2000-01-10. Consultado em 2007-10-31. - See more at:
http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Fus%C3%B5es_e_aquisi%C3%A7%C3%B5es#sthash.6HG8X5PN.dpuf

⁹ ((en)) "AT&T To Buy BellSouth For \$67 Billion", CBS News, 2006-03-05. Consultado em 2007-10-31

¹⁰ ((en)) "AT&T and BellSouth Join to Create a Premier Global Communications Company", AT&T, 2006-12-29. Consultado em 2007-10-31. - See more at:
http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Fus%C3%B5es_e_aquisi%C3%A7%C3%B5es#sthash.6HG8X5PN.dpuf

¹¹ ((en)) "\$58B bank deal set", CNN Money, 2004-01-15. Consultado em 2007-10-31. - See more at:
http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Fus%C3%B5es_e_aquisi%C3%B5es#sthash.6HG8X5PN.dpuf

2.2 Fusões e Aquisições (*Mergers and Acquisitions* – M&A)

As fusões e aquisições constituem um fenómeno de crescente popularidade baseados no facto de proporcionarem um caminho mais rápido e aparentemente mais seguro para atingir os objetivos de crescimento e diversificação. Normalmente, a estratégia de crescimento através de aquisições é mais utilizada pelas empresas de maior dimensão.

Quando uma empresa adquire ou se funde com outra está a fazer um investimento ao qual se aplicam os princípios básicos das decisões de investimento, ou seja, deve-se avançar com a aquisição/fusão se esta possibilitar um aumento efetivo da riqueza dos acionistas. Note-se, no entanto, que as fusões são muitas vezes difíceis de analisar devido a quatro ordens de razões, segundo (Brealey & Myers, 2007):

- Cuidado em definir adequadamente proveitos e custos;
- Considerar questões específicas de ordem fiscal, legal e contabilística;
- Ter consciência das táticas (ofensivas e defensivas) utilizadas em aquisições hostis, para eventualidade de ser inviável a consumação de um negócio amigável; e
- Ter uma visão geral das razões que levam à ocorrência das fusões, e de saber quem ganha e quem perde com elas.

2.3 Principais razões para as fusões e aquisições

De acordo com (Ferreira, Domingos, 2002) as principais razões apontadas para a ocorrência utilização de fusões e aquisições podem ser resumidas nas seguintes:

- Rapidez de entrada em novos mercados ou negócios, em particular, em processos de rápida evolução e com ciclos de vida mais reduzidos, podendo o crescimento orgânico ser demasiado lento face à necessidade de rapidez;
- Situação concorrencial ou competitiva: em mercados em fase de maturidade, com quotas de mercado estabilizadas, a entrada de um novo concorrente pode ter consequências que podem ser desastrosas para todos, até mesmo para o novo concorrente que terá de ultrapassar substanciais barreiras à entrada. A aquisição de uma empresa já posicionada pode ser a melhor solução, pois a reação dos concorrentes pode ser mínima ou não desfavorável;
- Aumento de quota de mercado ou, embora possa parecer estranho, para redução de alguma capacidade instalada na indústria. Por vezes é

necessário que ocorram processos de M&A, de forma a melhorar o ambiente competitivo e dessa forma reduzir-se capacidade que permita às empresas ter *pricing power*;

- Eficiência na gestão dos custos: em setores de atividade onde os efeitos da experiência se fazem sentir mais fortemente, é praticamente impeditivo que se utilize o desenvolvimento orgânico e dessa forma procurar-se obter custos mais baixos através de aquisições ou de fusões.

2.4 Combinações sob a forma de F&A

A categorização dos diferentes tipos de F&A é um aspeto importante, pois as razões que explicam cada um dos tipos, assim como as consequências, divergem. (Ferreira, Domingos, 2002), (Brealey & Myers, 2007), considera vários critérios, destacando como mais relevante o da classificação das F&A com base no património. Assim, numa primeira abordagem, e de acordo com os autores, existem quatro tipos principais de F&A:

- a) Concentração Simples ou Horizontal – as empresas contratantes exercem a mesma atividade, resultando daí uma sobreposição dos meios existentes;
- b) Combinação Vertical – as empresas contratantes exploram atividades afins ou complementares situadas em estádios diferentes no interior da mesma indústria;
- c) Agregações ou Conglomerados – as empresas compradoras exploram atividades com objetos diferentes ou estão posicionadas em indústrias díspares das adquiridas;
- d) Concentração Concêntrica – as empresas situam-se em unidades de negócios diferentes, mas relacionadas, de forma mais ou menos profunda, em particular, pelo mercado ou pela tecnologia.

Numa outra análise, o autor avalia as decisões em relação ao património das empresas outorgantes:

- a) Fusão-Concentração ou Consolidação – os patrimónios das empresas são transferidos para uma nova entidade a constituir, é neste sentido que se utiliza a expressão anglo-saxónica *merger*. Do ponto de vista jurídico, em princípio, nenhuma das empresas contratantes sobrevive. Há, porém, inúmeras alternativas a este processo padrão;

- b) Fusão-Integração, Fusão por Incorporação ou Aquisição – o património de uma ou mais empresas é transferido para uma outra empresa compradora ou incorporante. *Acquisition e takeover* são as expressões anglo-saxónicas equivalentes.

2.5 Tipos de fusões e aquisições

Os tipos de combinações atrás indicadas conduzem a quatro grupos de F&A: horizontais, verticais, conglomerados e concêntricas.

2.5.1 Fusões e aquisições Horizontais

De acordo com (Ferreira, Domingos, 2002), este tipo de fenómenos ocorre entre empresas que atuam no mesmo mercado. A maioria F&A que ocorreram na década de 90 foram F&A horizontais e visavam o aumento da dimensão da organização e a obtenção de economias de escala. Estas concentrações surgiram num enquadramento favorecido pela desregulamentação e em lugares/sectores em fase de maturidade e entre empresas posicionadas em setores altamente competitivos como foi o caso do sector bancário.

Contudo, para (Weston e. a., 1999), o argumento de que as F&A visam a realização de economias de escala não é suficiente para se considerar que estamos perante este tipo de concentrações. Apesar deste tipo de fusões beneficiarem dos aumentos na escala de produção, nem todas as pequenas empresas enveredam por estes meios de combinação para adquirir economias de escala. Estes autores acrescentam que existem outros fatores, além da dimensão ou da integração horizontal, que influenciam as empresas na sua opção pela fusão e não pelo crescimento interno.

Por outro lado, (Ferreira, Domingos, 2002) defende que aplicabilidade deste tipo de F&A é justificada com base em duas teorias: a teoria da maximização de valor e a teoria da gestão.

As principais razões da primeira teoria conduzem à criação de valor e justificam-se por uma eficiência na produção e na distribuição (**esta teoria baseia-se no acréscimo de economias de escala e gama** e, assim, a empresa combinada tenderá a baixar os seus custos e os seus preços de venda), um aumento do poder de mercado por expectativas de crescimento (é permitido ao comprador crescer nos mercados atuais ou em novas competências. Se o poder de mercado for suficientemente forte, a empresa combinada poderá aumentar os preços de venda e a assumir maiores resultados) e uma reconfiguração, racionalização, melhoria das competências fundamentais e dos recursos (passa a haver a venda de ativos excedentários não rendáveis, reduzindo custos e conduzindo a poupanças, utilizando, de forma otimizada, os recursos das empresas combinadas).

As F&A horizontais reduzem o número de empresas no setor de atividade e podem originar excessiva concentração de poder, o que conduz a práticas de abuso de posição dominante, contrariando ou ferindo os princípios de sã concorrência. Deste modo a legislação de defesa da concorrência ou *anti-trust* proíbe práticas anti concorrenciais consequentes das combinações horizontais.

2.5.1.1 Tipos de ganhos esperados e características das atividades

Na análise das F&A horizontais, de entre os quatro ciclos de vida das indústrias e dos produtos (pesquisa e desenvolvimento inicial, crescimento, maturidade, pelas implicações que apresentam.

A **fase de crescimento** inicia-se com vendas fortes em que a empresa é pioneira.

Porem, dá-se a entrada de concorrentes que tanto podem apresentar os mesmos produtos como pequenas inovações. Desta forma, o pioneiro tenta introduzir novas classes ou tipos de produtos. À medida que o mercado se alarga e novos concorrentes vão entrando, os preços vão baixando e, assim, a incerteza é constante e as surpresas sempre acontecem. Numa fase final, observa-se uma redução das vendas e saída de concorrentes, ficando apenas os mais fortes para poderem, então, entrar numa fase mais estável.

Na **fase de maturidade**, o rácio de crescimento das vendas reduz-se para níveis semelhantes aos da economia em geral. Esta fase representa o período mais longo onde se procura o retorno dos investimentos feitos. Os ganhos de quota de mercado são geralmente feitos a custo de perdas de outros concorrentes e a gestão dos custos fixos é fundamental. Os objetivos mais relevantes nas indústrias estáveis ou maturidade focam-se sobre as maiores economias de escala (produzir mais produtos do mesmo tipo ou produtos diferentes, mas com as mesmas instalações) e no aprofundamento do poder de mercado. Estes aspetos são importantes quando é necessário alargar os mercados – doméstico, nacional, países limítrofes (o denomino da iberização no caso português), europeu e mundial. O aumento do poder no mercado e da massa crítica constitui um bom meio de defesa contra aquisições do tipo hostil.

As empresas que efetuem combinações horizontais baseadas em razões defensivas podem correr perigos. É o caso de organizações portuguesas ao crescerem para níveis já relevantes em termos nacionais, expondo-se como alvos “apetecíveis” e justificando uma aquisição em termos internacionais.

2.5.1.2 Transferência de competências

A transferência de competências não se verifica de igual modo em todas as áreas e em todas as posições organizacionais. A empresa compradora domina a adquirida através da transferência de competências de gestão e acesso aos recursos financeiros. Os quadros superiores da adquirida são convidados a abandonar a empresa sendo imediatamente substituídos, enquanto que os técnicos altamente especializados podem sair de livre vontade, reduzindo valor a aquisição efetuada. Deste modo, estando a empresa perante o risco de perder capital, torna-se fundamental atentar ao facto de que a combinação de duas empresas integra culturas que podem ser muito divergentes. Neste sentido, torna-se imprescindível a utilização nesta abordagem de indicadores de correlação entre o desempenho efetivo medido, por exemplo, pela rendibilidade do capital investido e a cultura da empresa, sendo esta por sua vez medida pela força relativa da cultura.

A capacidade de investigação e de inovação, produtiva, marketing, de vendas e distribuição e a capacidade de relação com o mercado (clientes e fornecedores; marcas e patentes; capacidades logísticas) são exemplos de outros tipos de competências que são igualmente transferidos.

2.5.2 Fusões e aquisições Verticais

As F&A verticais ocorrem entre empresas que exercem atividades diferentes estádios da cadeia de produção e distribuição de um produto ou serviço. (Weston e. a., 1999) apresenta um conjunto de razões explicativas para a prossecução deste tipo de integração por parte das empresas, entre as quais se destaca a eliminação/redução de custos de transação que decorrem essencialmente da participação no mercado. Mas tal como no caso F&A horizontais, também aqui os autores salientam que as razões explicativas para este tipo de combinações não são suficientes. Eles afirmam que este tipo de concentrações têm como resultado e motivação o aumento da concentração, podendo gerar-se situações de poder de monopólio por parte da empresa integrada num determinado estádio de produção. Segundo (Ferreira, Domingos, 2002), estas são combinações caracterizadas pelo facto de as empresas contratantes operarem na mesma indústria, embora estejam envolvidas em diferentes estádios de produção. As atividades a fundir são afins ou dependentes. O autor destaca como motivações que conduzem a combinações do tipo vertical a obtenção de economias de ordem tecnológica, a eliminação ou redução de custos de pesquisa, publicidade, comunicação, coordenação da produção, de cobrança e outros custos de transação, a melhoria do planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma só entidade, a redução dos aspetos cíclicos ou sazonais e com incerteza na procura, o acesso assegurado aos mercados, a redução do perigo de falhas no mercado com influencia na empresa e a maior proximidade dos verdadeiros clientes.

Este tipo de F&A permite sobretudo ter um abastecimento assegurado de matérias-primas com custos menos elevados. Para jusante, absorve o seu distribuidor a fim de controlar a distribuição dos seus produtos (Valente, 1999). (Ferreira, Domingos, 2002) completa esta ideia que “(...) *As combinações a nascente tendem a reduzir a incerteza nos fornecimentos de bens materiais. Razões de concentração de poder são também apontadas como motivação para estas decisões. Uma integração a nascente conduz a uma posição dominante ou de monopólio sobre um material/produto pode aumentar o preço para outros concorrentes, tentando-se excluí-los do mercado do produto final (...)*”.

Em termos práticos é, por vezes, difícil definir as combinações como exclusivamente horizontais ou verticais, dado que encontramos situações com características mistas.

2.5.2.1 Vantagens e desvantagens

A integração vertical é uma estratégia complexa, com elevados custos, e arriscada por ser difícil de reverter. Este tipo de integração aponta para um grande número de insucessos e de perdas. Deste modo, deverão ser esgotadas todas as possibilidades de utilização de outras formas de integração antes de iniciar o processo (por exemplo, *joint ventures* ou outro tipo de alianças, contratos a longo prazo ou licenciamentos, dado que envolvem menor investimento e apresentam maior flexibilidade).

A integração vertical tem efeitos nos custos de capital, nos custos operacionais, nos riscos envolvidos e na eficácia de coordenação. Será uma decisão criadora de valor sempre que dela resultarem melhores resultados do que os das meras relações bilaterais fornecedor-cliente. É de todo o interesse analisar as condições em que é ou não vantajosa a integração vertical. Assim deve-se ter em conta alguns fatores: equilíbrio ou desequilíbrio na estrutura competitiva do mercado, equilíbrio ou desequilíbrio no poder de negociação entre estádios da cadeia de valor no interior da indústria, criação ou aprofundamento do poder de negociação, posicionamento do negócio em termos de ciclo de vida, razões infundadas ou falsas que justificam a integração.

2.5.3 Conglomerados (*Conglomerate Mergers*)

As fusões conglomeradas verificam-se entre empresas que operam em mercados não relacionados. Para (Ferreira, Domingos, 2002) este tipo de combinação, “(...) apresenta as características das estruturas de grupo ou holdings, caracterizadas pela propriedade e gestão de um conjunto de atividades não relacionadas (...) a diversificação é feita fundamentalmente através de aquisições e não por crescimento orgânico, existe o controlo de um conjunto de empresas posicionadas em varias industrias que requerem diferentes técnicas e aptidões de pesquisa, engenharria, produção, vendas e distribuição (...)”.

(Ferreira, Domingos, 2002) considera que o aproveitamento de oportunidades, a flexibilidade e versatilidade, a segurança e a gestão de risco representam vantagens dos conglomerados. Em primeiro lugar, os conglomerados não têm necessariamente que acompanhar a evolução do setor ou mercado, pois “(...) a potencialidade de mudança é constante vendendo empresas em setores que já não são convidativos e comprando naqueles com potencialidades (...)” (Ferreira, Domingos, 2002). O desenvolvimento de várias atividades faz dos conglomerados um tipo de combinação flexível e versátil. Contudo, o grau de flexibilidade e versatilidade não é idêntico e reveste-se de complexidade. Ao nível da segurança, os conglomerados permitem atingir uma dimensão suficiente capaz de evitar a existência de um ambiente propício a aquisições hostis por parte de terceiros. O autor refere ainda que apesar de se alcançar uma dimensão significativa, tal não se torna um problema ao nível concorrencial “(...) uma vez que dificilmente se obtêm posições dominantes em cada um dos setores onde está posicionado (...)” (Ferreira, Domingos, 2002).

A gestão de risco nos conglomerados constitui um fator importante na medida em que através da diversificação é possível a minimização dos riscos. Porém, (Ferreira, Domingos, 2002) salienta que a diversificação dos riscos não é o mais importante. O objetivo crucial é adquirir empresas das quais se espera um bom desempenho, rentabilidade e outras mais-valias no futuro.

2.5.3.1 Tipos de conglomerados

A análise de (Weston E. A., 1999), assim como a de (Ferreira, Domingos, 2002), estende-se à distinção dos vários tipos de conglomerados: os **financeiros** (*financial conglomerates*), ou controlo financeiro e os de **gestão** (*managerial conglomerates*) ou empresariais ou estratégicos ou de administração. O primeiro tipo caracteriza-se por assumir as atividades de planeamento estratégico, mas não participa nas decisões de carácter operacional. Por sua vez, os conglomerados de gestão além de desempenharem funções de controlo financeiro, participam nas decisões operacionais e desempenham outras funções importantes ao nível estratégico, empresarial e operacional.

2.5.4 Fusões e aquisições Concêntricas

Um outro tipo de combinação a que (Ferreira, Domingos, 2002) faz referência na sua classificação é o das F&A concêntricas. Este tipo de combinação resulta de “(...) acordos entre empresas que se posicionam em setores diferentes mas têm com objetivo a obtenção de ganhos provenientes de situações comuns. Em especial, estas situações são o mercado os processos e as tecnologias que ambas servem ou utilizam (...)”.

A decisão de combinação concêntrica mais conhecida e praticada é o que se designa por *bancassurance* e que leva a fusões, aquisições e alianças entre a banca e os seguros.

Algumas decisões de combinação entre empresas destes setores já tiveram lugar e outras se lhes seguirão.

Allianz/Dresdner Bank (2001) – Alemanha

Lloyds TSM/Scottish Widows (2000) – Reino Unido

Citigroup – Citybank/Travelers Group (1998) – Estados Unidos da América

Fortis – grupo de serviços financeiro belga/holandês

2.5.5 Motivações e efeitos esperados das fusões e aquisições

(Ferreira, Domingos, 2002) concluiu que as principais motivações para que ocorra uma fusão e/ou aquisição são:

- Exploração de diferenciais de eficiência entre empresas: se entre duas empresas, uma é mais eficiente que a outra, então o objetivo da fusão será elevar a eficiência da mais mal gerida para a da melhor, conduzindo a um acréscimo de valor conjunto;
- Aumento do poder de mercado de crescimento: as combinações entre empresas podem conduzir a maiores vendas por pressão sobre os mercados, quer por aumento de preço quer por maiores quantidades vendidas. O crescimento pode também concretizar-se por extensão da linha dos produtos vendidos e por extensão geográfica;
- Vantagens fiscais: em termos gerais, podem estar em jogo ganhos fiscais correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos acionistas, os resultados negativos transitados ou ainda impostos de sucessão. As legislações são diferentes de país para país e ao longo do tempo;

- Problemas de agência: as concentrações de empresas tendem resolver, em favor dos acionistas, o conflito entre estes e os gestores. Com efeito, as fusões e aquisições são a última solução para estes conflitos, dado que *in-extremis* podem conduzir à substituição dos gestores. Segundo (Jensen, 1976), os problemas de agência são muito frequentes nas empresas de grande dimensão e com relevante dispersão de capital. De certo modo, os gestores possuem pequenas participações no capital das empresas e perseguem objetivos cada vez mais ligados aos seus interesses em detrimento dos acionistas. Para além disso, tendem a apresentar níveis excessivos de gastos e regalias. Dada a sua grande dispersão, os acionistas não conseguem controlar estas situações, pelo que as fusões e aquisições tendem a ser um fator de correção de distorções e uma redução na atuação dos gestores que se excedem. Uma variante da teoria de agência considera que os gestores tendem a aumentar a dimensão da atividade das empresas para aumentar os seus níveis de compensações;
- Avaliação do mercado: existem situações em que as empresas estão subavaliadas pelo mercado. Essa diferença verifica-se sempre que os gestores ou potenciais compradores possuam informação sobre o verdadeiro valor da empresa e que tal não seja acessível a outros intervenientes do mercado. Este fenómeno é designado por assimetria de informação que conduz frequentemente a aquisições por preços que podem ser superiores aos de mercado, mas ainda inferiores ao valor real;
- Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios: algumas empresas atingem um estágio crítico no seu ciclo de vida e decidem uma estratégia de reestruturação dos seus ativos, reconduzindo-os para fins ou tarefas diferentes. A diversificação na procura de empresas subavaliadas, para venda posterior ou para qualquer outro fim, é uma das decisões. A concentração num menor número de produtos, para obtenção de maior especialização ou para exploração e aprofundamento de capacidades específicas, reflete situações de reaplicação de recursos.

2.5.6 Estimativa dos ganhos e dos custos económicos das fusões

Num processo de fusão entre duas empresas, é de primordial importância a correta avaliação dos ganhos e dos custos económicos implícitos nessa operação. No final do processo, deve-se avançar para a fusão se o ganho for superior ao seu custo.

De acordo com (Brealey & Myers, 2007), o ganho (valor das sinergias) é a diferença entre o valor da empresa resultante do processo de fusão e o valor das entidades separadas.

Equação – Ganho Económico

$$\begin{aligned} \text{Ganho} &= \text{Valor da empresa resultante} - \\ &(\text{Valor de mercado da empresa adquirente} \\ &+ \text{Valor de mercado da empresa adquirida}) \end{aligned} \quad (2.1)$$

Por seu turno, o custo de uma fusão é o prémio que os acionistas da empresa adquirente pagam aos acionistas da empresa que é adquirida. A estimativa deste prémio, quando é pago em dinheiro, é um problema de resolução direta. Assim, o custo de uma fusão para a empresa adquirente é:

Equação – Custo Económico

$$\text{Custo} = \text{Pagamento em dinheiro} - \text{Valor de mercado da empresa adquirida} \quad (2.2)$$

Este conceito é mais perceptível com um exemplo:

Tabela 2.3 – Exemplo de Aquisição/Fusão

Na tabela observa-se o preço de mercado e a capitalização bolsista, em milhões de euros, de duas empresas (A e B) e o respetivo número de ações.

Euros	Empresa A	Empresa B
Preço de Mercado	10	2
Número de Ações (número)	1.000.000	500.000
Valor de Mercado da Empresa	10.000.000	1.000.000

Se a empresa A pretender pagar 1.5 milhões de euros em dinheiro pela empresa B temos:

$\text{Custo} = 1.500.000 - 1.000.000 = 500.000$ euros, que corresponde ao custo da empresa adquirente e ao prémio a receber pela empresa adquirida.

Quando uma fusão é paga com troca de ações, a estimativa de custo afigura-se mais complexa. Assim surge o conceito de custo aparente para a empresa adquirente, que se calcula da seguinte forma:

Equação – Custo Aparente

$$\text{Custo Aparente} = \text{Número de ações a emitir} * \text{Preço da ação da adquirente} - \text{Valor de mercado da empresa adquirida} \quad (2.3)$$

Se a empresa A em vez de oferecer 1.5 milhões de euros em dinheiro, oferecer 150.000 ações pela empresa B tem-se:

$$\text{Custo aparente} = 150.000 * 10 - 1.000.000 = 500.000$$

Este valor representa um prémio percebido para os acionistas da empresa adquirida de 50% utilizando a seguinte equação:

Equação – Prémio Percebido

$$\text{Prémio Percebido} = \frac{\text{Custo aparente}}{\text{Valor de Mercado da empresa adquirida}} \quad (2.4)$$

$$\text{Prémio Percebido} = \frac{500.000}{1.000.000} = 50\%$$

Outra forma de chegar a este valor seria através do rácio de troca:

$$\text{Rácio de troca} = \frac{\text{Número de novas ações da adquirente}}{\text{Número de ações da adquirida}} \quad (2.5)$$

No exemplo em questão chega-se a:

$$\text{Rácio de Troca} = \frac{150.000}{500.000} = 0,3, \text{ ou seja, os acionistas de B irão receber } 0,3 \text{ ações da empresa A por cada ação da empresa B.}$$

Desta forma, o prémio percebido seria de $0,3 * \left(\frac{10\text{€}}{2\text{€}}\right) - 1 = 50\%$

No entanto, o custo aparente pode não ser igual ao custo verdadeiro, uma vez que tem de se levar em linha de conta as sinergias que serão criadas (assume-se que seriam de 1 milhão de euros).

Assim, para chegarmos ao ganho da adquirida, o valor das ações da empresa adquirente não será 10 euros, mas sim:

Equação – Novo Preços das Ações

$$\text{Novo preço das ações} = \frac{\text{Valor do conjunto}}{\text{Número final de ações}} \quad (2.6)$$

Em que:

Equação – Valor do Conjunto

$$\begin{aligned} \text{Valor do conjunto} = \\ \text{Valor da empresa adquirente} + \text{Valor da empresa adquirida} + \\ \text{Valor das sinergias} \end{aligned} \quad (2.7)$$

Equação – Número final de Ações

$$\begin{aligned} \text{Número final de ações} = \\ \text{Número de ações iniciais} + \text{Número de novas ações} \end{aligned} \quad (2.8)$$

Deste forma teríamos:

$$\text{Novo preço das ações} = \left(\frac{10.000.000+1.000.000+1.000.000}{1.000.000+150.000}\right) = 10.44\text{€}$$

O verdadeiro custo seria assim de $10.44 * 150.000 - 1.000.000 = 565.217\text{€}$.

Outra forma de calcular este custo seria através da participação final da empresa adquirida na resultante.

Equação – Participação Final da Empresa Adquirente na Resultante

$$PFEAR = \frac{\text{Número de novas ações}}{\text{Número final de ações}} \quad (2.9)$$

$$\text{Participação Final da empresa Adquirida na Resultante} = \frac{150.000}{1.150.000} = 13.04\%$$

Equação – Ganho da Adquirida

$$\text{Ganho da adquirida} = \text{Participação final da empresa adquirida} * \text{Valor conjunto} - \text{Valor de mercado da empresa adquirida} \quad (2.10)$$

$$\text{Ganho da adquirida} = 13,04\% * 12.000.000 - 1.000.000 = 565.217\text{€}$$

Para se chegar ao ganho da empresa adquirente:

$$\text{Ganho da adquirente} = \text{Participação final da empresa adquirente} * \text{Valor do conjunto} - \text{Valor de mercado da empresa adquirente antes da fusão} \quad (2.11)$$

Em que,

Equação - Participação Final da Empresa Adquirente na Resultante

$$\text{Participação final da empresa adquirente na resultante} = \frac{\text{Número de ações iniciais}}{\text{Número final de ações}} \quad (2.12)$$

Logo o ganho da adquirente seria de:

$$\left(\frac{1.000.000}{1.150.000} \right) * 12.000.000 - 10.000.000 = 434.783\text{€}.$$

Desta forma, percebe-se a distinção fundamental entre o pagamento em dinheiro e em ações como instrumentos de financiamento. Se o pagamento for em dinheiro, o custo da fusão não é afetado pelos ganhos da fusão. Se for em ações, o custo depende dos ganhos, porque estes se revelam no preço das ações a seguir à fusão. O pagamento em ações também mitiga o efeito sobreavaliação ou de subavaliação de cada uma das empresas. Suponha-se, por exemplo, que **A** sobrestima o valor de **B** como entidade separada por não se ter apercebido de algumas responsabilidades ocultas. **A** estará a fazer oferta demasiado generosa. Se todas as outras condições se mantiverem, os acionistas de **A** ganham mais se oferecerem ações em vez de dinheiro. Com uma oferta em ações, as inevitáveis más notícias sobre o valor de **B** cairão parcialmente sobre os acionistas de **B**.

Em conclusão, o pagamento em dinheiro de uma operação de fusão/aquisição tem um efeito de sinalização muito mais forte do que com o pagamento em ações, pois significa que a empresa adquirente acredita bastante na operação.

2.6 Ciclos de fusões e aquisições – momento ideal para a sua ocorrência

Dos estudos de vários investigadores, nomeadamente (Golbe & White, 1988), conclui-se que as fusões e aquisições evoluem por ciclos e estão correlacionados de forma positiva com a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) e dos preços das ações, estando ainda negativamente correlacionadas com as taxas de juro reais.

(Brealey & Myers, 2007) consideram que, relativamente a este tipo de ciclos de fusões, a vasta literatura existente contempla uma grande dose de especulação e apenas alguns factos genéricos, pelo que não é óbvia a existência de ciclos.

3. Métodos de avaliação de empresas

O processo de avaliação de empresas consiste na busca de um valor económico, ou seja, um valor que expresse o potencial de geração futura de riqueza da empresa. Ainda, segundo (Martinez, 1999), não existe um valor “correto” para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação. (Damodaran A., 1997) Complementa demonstrando que quaisquer perceções que o analista trouxer para o processo de avaliação acabarão por se incorporar ao “valor”.

Com propriedade (Falcini, 1995) afirma que, *“Uma avaliação económica, ao contrário do que se possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado”*.

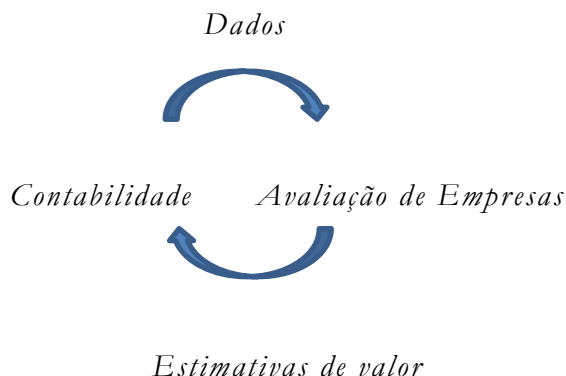
Assim sendo, antes de determinar os métodos de avaliação que serão aplicados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa a avaliar, o contexto macroeconómico no qual está inserida, seu setor de atuação, “respetivo” mercado consumidor, desempenho passado e atual, seus aspetos económicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos. A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações.

(Rocha, 2010), Afirma que, *“As relações entre as «áreas do conhecimento» de contabilidade e de avaliação de empresas assumiram, durante grande parte da segunda metade do século XX, um cariz unívoco, do tipo fornecedor/cliente. De facto, a técnica de avaliação de empresas construída pela «Moderna Teoria Financeira» em torno dos conceitos de cash-flow (fluxo de caixa) e de valor temporal do dinheiro, cedo se constituiu como «cliente» da contabilidade, sobretudo nas circunstâncias em que se considera que a informação financeira passada é um bom indicador, ou um ponto de partida, para a sempre necessária estimativa do que poderá acontecer no futuro.*

Os tempos de substancial mudança que estamos a enfrentar, no que diz respeito ao paradigma contabilístico, não beliscam esta relação; bem pelo contrário, vêm abrir novas plataformas de contacto entre a contabilidade e a avaliação de empresas (...). Em Portugal, o primeiro episódio com relevo, neste processo de mudança, consistiu na adopção, pela União Europeia, das denominadas normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS), para efeitos de elaboração da contabilidade e do relato financeiro das sociedades com valores cotados em mercados regulamentados (empresas cotadas).

O segundo episódio do dito processo centra-se nos dias que vivemos: a concepção e entrada em vigor do Sistema de Normalização contabilística (SNC), baseado numa série de normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF), aplicável agora à grande maioria das entidades sujeitas à obrigação de possuir contabilidade organizada.

(...) Neste novo referencial de normalização contabilística, verifica-se que muitas das estimativas de valor necessárias para a contabilidade e subsequente relato financeiro só podem ser efectuadas recorrendo às técnicas financeiras de avaliação de empresas, criando, assim, uma relação de interdependência entre estas duas disciplinas:”



Segundo (Damodaran A. , 1997), uma das principais aplicações da avaliação de empresas é avaliar o impacto das decisões estratégicas, financeiras e operacionais na consecução do objetivo principal das empresas: a maximização do valor. Ainda persistem alguns mitos na avaliação de empresa que não encontram fundamento empírico ou teórico, são eles:

- Desde que os modelos sejam quantitativos, a avaliação é bem-feita;
- Quanto mais quantitativo o modelo, mais precisa é a avaliação;
- Uma avaliação bem elaborada e pesquisada é duradoura.

Em seus escritos sobre avaliação de empresas (Martins, 2001, 264) complementa “o valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro.”, e adiante adverte sobre as duas maneiras de avaliar uma empresa.

“ (...), há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais:

- Pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes, etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e
- Pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.
- O valor de uma empresa será, desses dois, o maior.

Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor económico e uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.”

Neste capítulo irão ser utilizadas duas óticas de avaliação de empresas: a ótica financeira ou de rendimento e a ótica de mercado ou comparativa (deixando de fora a ótica económica ou mista e a patrimonial).

Na ótica financeira, existem três modelos de avaliação do valor das empresas baseados no *Discount Cash Flow* (DCF): o método do valor atual dos dividendos futuros, o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

Estes modelos são baseados no cálculo dos *cash flows*, ou seja, do valor atual dos fluxos monetários futuros, que permitem a avaliação do valor da empresa numa perspetiva dinâmica. Este valor não depende da sua situação atual nem do passado, mas da sua capacidade para gerar fluxos monetários no futuro.

Acerca deste tema, (Copeland, Koller, & Murrin, 2000) destacam a importância dos *cash flow* para o processo de avaliação, salientando que:

- As mudanças de valor (retorno total para o acionista) estão mais ligadas às mudanças de expectativa do que ao desempenho atual;
- Os níveis de avaliação (rácio valor de mercado/valor contabilístico) estão ligados ao retorno no capital investido e ao crescimento;
- O mercado percebe os efeitos meramente cosméticos sobre os lucros e concentra-se nos resultados económicos subjacentes; e
- O mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo e não só ao desempenho de curto prazo.

Neste trabalho recorrer-se-á apenas à análise pelo *Free Cash Flow to the Firm*, pois é o mais utilizado quer pelas empresas para planear o seu futuro, quer pelos analistas financeiros presentes no mercado de capitais.

Através deste modelo é possível perceber o dinheiro que a empresa liberta, para pagar a sua dívida e para remunerar os seus acionistas.

Para proceder-se a uma avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm*, há que, em primeiro lugar, observar os dados históricos e contas da empresa. Para além disso, há que perceber, igualmente, a tendência do setor em que esta se insere, para dessa forma se compreender onde nos situamos no ciclo de vida da mesma (lançamento, crescimento, maturidade ou declínio). Para esse efeito, é necessário elaborar uma análise cuidada dos indicadores económicos da empresa versus concorrentes e fazer uma análise SWOT (*Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats*) qualificada.

Neste capítulo procede-se a uma breve revisão dos conceitos mais importantes numa avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm*, designado por (Rappaport, 1998) por *cash flow from operations*, baseado nas explicações de (Damodaran A. , 2002).

3.1 Ótica financeira ou do rendimento

Dentro desta ótica existem três formas de analisar as empresas.

- a) *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF): a desenvolver no próximo ponto;
- b) *Free Cash Flow to Equity* (FCFE): consiste no valor dos capitais próprios ser igual ao valor atual dos *cash flows* livres futuros para os acionistas;
- c) Através do método do valor atual dos dividendos futuros.

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

Segundo este método de avaliação, o valor do negócio corresponde ao valor atual dos *cash flows* de exploração futuros atualizados ao custo médio de capital (WACC – *Weigthed Average Cost of Capital*). Este método é semelhante ao de uma análise de projetos, pois não tem em consideração os fluxos financeiros destinados a renumerar credores e acionistas.

A análise através de *Free Cash Flow to the Firm* distingue duas componentes:

- De rendimento, constituída pela análise dos resultados operacionais (EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*) já subtraídos dos impostos (NOPLAT – *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) ao qual se adicionam as amortizações do exercício; e
- De investimento, que inclui não só o investimento em capital fixo (*Capital Expenditures – Capex*) como também o investimento em Fundo de Maneio (variação do Fundo de Maneio Necessário = ΔFMN).

Equação - *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} * (1 - t) + \text{Amortizações e Depreciações} - \text{Investimentos em capital fixo} - \text{Investimentos em fundo de manei} \quad (3.1)$$

Desta forma, o *Free Cash Flow to the Firm* consiste nos fundos gerados pela atividade operacional da empresa, depois de realizados os investimentos de reposição/expansão, e traduz o rendimento disponível para remunerar o capital investido (pelos acionistas e credores).

3.1.1.1 *Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT)*

Para chegar ao Noplat temos:

Equação - *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* (NOPLAT)

$$\text{Noplat} = \text{EBIT} * (1 - t) = (\text{receitas operacionais} - \text{Custos operacionais}) * (1 - t) \quad (3.2)$$

Representa o resultado operacional gerado pela empresa, ou seja, os proveitos deduzidos dos custos subtraídos de impostos.

3.1.1.2 *Depreciações e amortizações*

Para se chegar aos valores das depreciações e amortizações tem que se saber a taxa de amortização média que a empresa utiliza historicamente e projetar, em função dos investimentos em capital fixo futuro, o valor das depreciações e amortizações dos antigos e dos novos investimentos.

3.1.1.3 *Investimento em capital fixo – Capital expenditure (Capex)*

O investimento em capital fixo representa o valor investido na compra de ativos com um caráter de maior permanência. Representa as despesas em ativo fixo (compra de equipamento, construção e aquisição de instalações) e todo o conjunto de despesas associadas à implementação do projeto.

A diferença entre investimento em capital fixo e as amortizações representa o capital fixo líquido de exploração.

3.1.1.4 Investimento em fundo de maneo (ΔFMN)

O Fundo de Maneio Necessário (FMN) da empresa corresponde à diferença entre ativos e passivos de curto prazo relacionados com o ciclo de exploração. Representa o excesso de necessidades financeiras de exploração relativamente a recursos financeiros de exploração.

Equação - Fundo de Maneio Necessário

$$FMN = \text{Necessidades cíclicas} - \text{Recursos cíclicos} \quad (3.3)$$

Em que:

Equação - Necessidades Cíclicas

$$\text{Necessidades cíclicas} = \text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Outros ativos correntes} \quad (3.4)$$

Equação - Recursos Cíclicos

$$\text{Recursos Cíclicos} = \text{Fornecedores} + \text{Estado} + \text{Outros passivos correntes} \quad (3.5)$$

Um Fundo de Maneio Necessário (FMN) positivo indica que são necessários meios para financiar a atividade. Caso seja negativo, significa que ficam meios libertos.

Normalmente, o Fundo de Maneio Necessário acompanha o crescimento das vendas.

Por sua vez, para se chegar ao valor do investimento em Fundo de Maneio (ΔFMN) faz-se:

$$\Delta FMN_n = \text{Fundo de maneo necessário}_n - \text{Fundo de maneo necessário}_{n-1}$$

3.1.1.5 Custo médio ponderado de capital (WACC)

A taxa de desconto adequada para atualizar os *cash flows* é o WACC. Segundo (Ross, Westerfield, & Jordan, 2009), este representa o custo de capital da empresa e pode ser interpretado como a taxa de retorno exigida à empresa como um todo.

O WACC consiste numa taxa média que leva em consideração a estrutura de capital da empresa (capital próprio versus capital alheio, incluindo-se neste último a poupança fiscal proveniente da dívida).

Equação - Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

$$WACC = Re * \frac{E}{D+E} + Rd(1 - t) * \frac{D}{D+E} \quad (3.6)$$

Em que:

Re, representa a Rendibilidade Desejada pelos Acionistas;

E, o valor do Capital Próprio (valor de mercado);

D, o Valor da Dívida (valor de mercado);

Rd, a taxa Média de Juro da Dívida; e

T, a taxa Marginal de Imposto.

3.1.1.6 Capital Próprio (E) e Dívida (D)

No cálculo de capital próprio (E) utiliza-se a capitalização bolsista da empresa quando existe. Quanto à dívida (D), esta engloba a dívida com encargos (passivo financeiro) e, normalmente assume-se o pressuposto que se encontra a valores de mercado.

3.1.1.7 Taxa de imposto (t)

A taxa de imposto é a taxa marginal de imposto sobre os lucros e corresponde à taxa de Imposto sobre o Rendimento Coletivo (IRC), vigente no país a que a empresa a avaliar pertence, acrescida da taxa de derrama.

3.1.1.8 *Rendibilidade esperada (Re) – Capital asset pricing model (CAPM)*

O CAPM é o modelo de avaliação de ativos financeiros em equilíbrio e foi desenvolvido por (Sharp, W. F., 1964), (Lintner, 1965) e (Mossin, 1966) que se inspiram nos trabalhos pioneiros de (Markowitz, 1952), da moderna teoria da carteira.

De acordo com (Pires, 2006), este modelo assume que cada investidor individual se comporta de acordo com o modelo de média e variância de Markowitz, escolhendo uma carteira no conjunto de carteiras eficientes. O modelo estuda as implicações deste comportamento no equilíbrio dos mercados financeiros. Na visão mais simples do modelo verifica-se que, em equilíbrio, a rendibilidade esperada (e desejada) de um ativo financeiro cresce linearmente com o nível de risco sistemático desse ativo.

Nas hipóteses do CAPM todos os investidores detêm uma carteira de ativos com risco que resulta da combinação desses ativos na mesma proporção em que eles existem no mercado. Por conseguinte, todos os investidores detêm uma carteira bem diversificada. Nessas condições só o risco sistemático de um ativo é que deve influenciar a sua rendibilidade esperada, daí a relação entre esta e o risco sistemático do ativo.

O mercado mede, normalmente, o risco sistemático de um ativo pelo seu beta. O parâmetro β_i (o beta do ativo i) mede a sensibilidade da rendibilidade do ativo i às variações na rendibilidade da carteira de mercado e é dado por,

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma^2_m}$$

onde σ_{im} é a covariância entre a taxa de rendibilidade do ativo i e a taxa de rendibilidade do mercado e σ^2_m é variância da taxa de rendibilidade do mercado.

Em equilíbrio a taxa de rendibilidade esperada do ativo i vem,

Equação - *Security Market Line* (SML)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f] \quad (3.7)$$

A expressão (3.7) designada por linha de mercado de títulos ou *Security Market Line* (SML) tem como intersecção na origem, a rendibilidade do ativo sem risco (R_f) e o declive $[E(R_m) - R_f]$ traduz o prémio de risco que, em média, é exigido pela carteira de mercado (preço de Risco).

Assim a rendibilidade esperada do ativo i é igual à soma das duas componentes. A primeira, R_f compensa o investidor pelo facto de adiar o consumo durante um período de tempo. A segunda componente, $\beta_i * [E(R_m) - R_f]$, compensa o investidor pelo risco assumido.

3.1.1.9 Taxa de juro sem risco (R_f)

A taxa de juro sem risco corresponde, usualmente, à taxa das Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos do país a que a empresa que está a ser avaliada pertence.

3.1.1.10 Beta do capital próprio

O modelo com fator (*market model*) admite que a rendibilidade do ativo i , no momento t , pode ser descrita por,

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \epsilon_{it}$$

onde R_{it} é a rendibilidade do ativo i , R_{mt} é a rendibilidade do mercado, α_i e β_i são constantes e ϵ_{it} é a componente aleatória da rendibilidade do ativo i .

o parâmetro α_i é a componente de rendibilidade do ativo i que é independente do comportamento do mercado, β_i é o coeficiente de risco sistemático do ativo i . o termo ϵ_{it} é uma componente aleatória que se admite ter valor esperado nulo e não está correlacionado com R_{mt} , ou seja, $E(\epsilon_{it})=0$ e $Cov(\epsilon_{it}, R_{mt})=0$. A variância de ϵ_{it} é $\sigma^2_{\epsilon_{it}}$.

Para estimar os parâmetros α_i e β_i basta fazermos uma regressão linear¹², em que a variável explicada é R_{it} e a variável explicativa é R_{mt} .

¹² Usando, por exemplo, o método dos mínimos quadrados ordinários.

Dado que para obtermos uma boa robustez para os estimadores dos parâmetros α_i e β_i necessitamos de bases de dados de preços das ações e de um índice representativo do mercado relativamente longas, (Copeland, Koller, & Murrin, 2000) sugerem que para as empresas transacionadas em bolsa, a melhor opção é o uso de estimativas para o β e publicadas pelos principais *vendors* de informação financeira.

3.1.1.11 Prémio de risco de mercado

O prémio de risco médio de mercado corresponde à diferença entre a rendibilidade esperada do mercado acionista, medida normalmente por um índice representativo e a taxa de juro sem risco. Damodaran aponta para estimativas do prémio de risco médio do mercado da Europa Ocidental de cerca de 5%¹³.

3.1.1.12 Taxa de juro média da dívida (Rd)

O custo de mercado da dívida da empresa também pode ser estimado através do modelo CAPM e SML:

Equação – Taxa de Juro Média da Dívida (Rd)

$$E(Rd) = Rf + \beta d * [E(Rm) - Rf] \quad (3.8)$$

No entanto, dada a dificuldade em estimar βd (particularmente se a dívida da empresa não é cotada em bolsa ou, sendo-o, não tem liquidez) é usual que o custo da dívida seja calculado em função da taxa de juro sem risco (Rf), acrescido do *credit spread* de mercado correspondente a notação de *rating* da empresa.

3.1.1.13 Preços constantes versus Preços correntes

Os *cash flows* podem ser calculados utilizando a metodologia a preços constantes, que assume que a inflação esperada é zero, ou pela metodologia, mais utilizada, de preços correntes, que considera o efeito da inflação nos *cash flows*.

¹³ Este dado é possível obter no site de Damodaran – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

3.1.1.14 Valor do negócio

Depois de determinado o valor atualizado dos FCFF determina-se o valor do negócio. Este corresponde à soma do valor atual dos *cash flows* futuros estimados em duas fases distintas – a fase previsional e a fase de continuidade.

3.1.1.15 Fase previsional (N anos)

Fase previsional – valor atual dos *cash flows* estimados gerados pela atividade da empresa:

Equação - Valor Previsional

$$\text{Valor previsional} = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \quad (3.9)$$

Na ausência de dados precisos, a definição do número de anos do horizonte previsional de avaliação assenta, fundamentalmente, na sensibilidade de quem está a avaliar a empresa.

A experiência demonstra que este horizonte deve corresponder ao período de tempo que o analista dispõe de informação mais precisa sobre o futuro da empresa. Uma forma de minimizar erros passa por definir um horizonte previsional o mais longo possível (note-se que raramente ultrapassa os 5 a 6 anos).

3.1.1.16 Fase de continuidade

Atendendo à metodologia proposta em (Mota, A. G. Barroso, C. S.; Nunes, J. P. e Ferreira, M. A., 2006) o valor de continuidade é tratado como um *cash flow* em perpetuidade com crescimento constante. Partindo do pressuposto que a empresa após a fase previsional atingiu a estabilidade e passa a ter um crescimento constante, este deverá refletir o crescimento económico futuro. Este valor representa, frequentemente, uma fatia substancial do valor da empresa, pelo que o seu cálculo assume uma importância decisiva no processo de avaliação.

O valor de continuidade é geralmente calculado como uma perpetuidade para o *Free Cash Flow to the Firm* assumindo uma taxa de crescimento constante de longo prazo designada por g_N . Assim, o valor da continuidade (atualizado para o final do ano N) é:

Equação – Valor de Continuidade

$$\text{Valor de continuidade} = \frac{FCFF_{N+1}}{(WACC - g_N)} \quad (3.10)$$

O $FCFF_{N+1}$ deve corresponder a um período de estabilidade, no qual o valor de atividade, o valor do capital fixo líquido de amortizações e o valor do fundo de manei necessário crescem a taxa g_N .

Logo:

$$FCFF_{N+1} = EBIT_N * (1 - t) * (1 + g_N) - \text{Capital Fixo Liquido de Exploracao}_N * g_N - \text{Fundo de Maneio Necessario}_N * g_N \quad (3.11)$$

Para se chegar à taxa de crescimento nominal perpétua (g_N) deverá ser considerada a taxa de crescimento real da economia (g_{real}) e a taxa de inflação estrutural de longo prazo da economia, respeitando-se a seguinte igualdade:

Equação - Taxa de Crescimento Nominal Perpétua

$$(1 + g_n) = (1 + g_{real}) * (1 + \text{inflação}) \quad (3.12)$$

3.1.1.17 Valor dos capitais próprios

Após determinação do valor previsional e de continuidade procede-se à soma destes valores, que permite obter o valor do negócio.

Equação - Valor do Negócio

$$\text{Valor do negócio} = \text{Valor previsional} + \text{Valor de continuidade} \quad (3.13)$$

Se, seguidamente, se somar o valor de mercado dos ativos extraexploração (geralmente engloba disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo, resultados extraordinários e *cash flows* de investimentos em atividades extraexploração) obtém-se o *Firm Value*, que representa o valor de mercado dos ativos (valor total da empresa).

Equação - *Firm Value*

$$\textit{Firm Value} = \textit{Valor Negócio} + \textit{Valor extraexploração} \quad (3.14)$$

Se, por sua vez, a este valor se deduzir o valor de mercado do passivo financeiro (dívida com encargos) e dos interesses minoritários, obtém-se o *equity value*, isto é, o valor de mercado dos capitais próprios.

Equação - Valor dos Capitais Próprios

$$\textit{Valor dos capitais próprios} = \textit{Passivo financeiro} - \textit{Interesses minoritários} \quad (3.15)$$

Dividindo pelo número de ações chega-se ao valor por ação (*price target*) da empresa.

Assim temos:

Equação - Valor por Ação

$$\textit{Valor por ação} = \frac{\textit{Valor dos capitais próprios}}{\textit{Número de ações}} \quad (3.16)$$

Resumindo:

Equação - Valor dos Capitais Próprios

$$\textit{Valor dos capitais próprios} = \textit{Valor de negócio} + \textit{Valor extra exploração} - \textit{Passivo financeiro} - \textit{Interesses minoritários} \quad (3.17)$$

Dividindo pelo número de ações chega-se ao valor por ação (*price target*) da empresa.

Assim temos:

Equação - Valor por Ação

$$\text{Valor por ação} = \frac{\text{Valor dos capitais próprios}}{\text{Número de ações}} \quad (3.18)$$

3.1.2 *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*

O *Free Cash Flow to the Firm* é a metodologia mais utilizada, uma vez que é consistente com o rácio de dívida constante, que é incorporado no cálculo da taxa de desconto utilizada, e evita que o serviço da dívida e os juros sejam considerados explicitamente no cálculo dos *cash flows*.

As metodologias alternativas de cálculo pelo *Discount Cash Flow* (DCF), *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e avaliação valor atual dos dividendos futuros, são baseados no *cash flow* disponível para os acionistas depois de satisfeito o serviço da dívida, plano de investimento e impostos.

Em ambos os casos, a taxa de desconto a utilizar deverá ser dada pelo custo do capital próprio (rendibilidade desejada pelos acionistas), sendo o valor atual dos *cash flows* o valor dos capitais próprios.

Estas duas metodologias conduzem a resultados idênticos se uma das seguintes condições for satisfeita:

- Dividendos = FCFE;
- Dividendos < FCFE, sendo o excesso de *cash flow* investido em investimentos com VAL (Valor Atualizado Líquido)=0.

Para se chegar ao *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) faz-se:

Equação - Free Cash to Equity (FCFE)

$$FCFE = \text{Resultado líquido} + \text{Amortizações} - \text{Investimento em capital fixo} - \text{Investimento em fundo de maneo} - \text{Reembolso da dívida} + \text{Dívida obtida} \quad (3.19)$$

Pela avaliação do valor atual dos dividendos futuros, e assumindo que a empresa já se encontra no horizonte estabilizado, utiliza-se o Modelo de Gordon:

Equação - Preço da Ação

$$P_0 = \frac{D_1}{Re - g_N} \quad (3.20)$$

Em que:

P_0 , representa o preço da ação;

$D_1 = D_0 * (1 + g)$, representa o dividendo por ação do ano seguinte ao da avaliação;

Re , representa o custo do capital próprio;

g_N , representa a expectativa de crescimento perpétuo dos dividendos.

4. Estudo de Caso – Fusão entre a MEGAMundi e os seus Acionistas

Este estudo de caso pedagógico tem como principal objetivo a ilustração do tratamento da informação contabilística e de mercado visando a avaliação de um processo de fusão envolvendo as empresas que fazem parte do capital da MEGAMundi do setor automóvel na área dos pneus.

A criação e o incremento de poder de mercado, aliado a obtenção de sinergias resultantes da integração, poderão constituir um fator incentivador à uniformização da oferta de serviços. A análise deste caso permite-nos verificar que, subjacente ao processo de consolidação das instituições, aparecem um conjunto de motivações, tais como ganhos resultantes do aumento da dimensão, redução de custos, captação de novos clientes e fidelização dos existentes através da oferta diversificada e abrangente de produtos e serviços. Pretende demonstrar que uma instituição que não está a obter o retorno pretendido pelos seus acionistas, poderá ter que entrar num movimento de consolidação, para, dessa forma, aumentar a rendibilidade dos seus acionistas.

Nos setores de atividade em fase de maturidade, como é o caso do ramo dos pneus em Portugal, a fusão e/ou aquisição entre empresas pode ser uma solução razoável, pois permite ganhos de eficiência ao nível da redução de custos e do conseqüente acréscimo de resultados operacionais.

4.1 Apresentação do problema

Num mercado com excesso de *players* e com a predominância de preços baixos, a consolidação parece ser a única alternativa que resta às empresas para conseguirem ter algum “*pricing power*” e reduzirem custos de estrutura, permitindo economias de escala e a possibilidade de *cross-selling*:

- **Economias de escala:** as economias de escala permitem reduzir custos operacionais provenientes da racionalização de funções administrativas e de gestão (vendas, marketing e publicidade, contabilidade, compras, manutenção, suporte a clientes e *procurement*), custos *overhead* e de rede.
- **Cross-selling:** nesta indústria, especificamente, o racional subjacente às fusões e aquisições é potenciado também pela convergência de serviços numa única empresa.

A abertura do mercado europeu e o forte poder económico das grandes companhias multinacionais tem provocado profundas alterações em todos os setores da nossa economia. Isto veio obrigar a uma reestruturação profunda das empresas, principalmente ao nível da mentalidade dos empresários.

Não sendo o mercado nacional de pneus nenhuma exceção à regra, verifica-se que no segmento de substituição (venda e montagem) de pneus em Portugal, pretendem entrar as grandes cadeias distribuidoras da Europa. Algumas delas encontram-se já instaladas, indo desde pequenos pontos de venda até hipermercados, que neste caso tomam a forma de centros de Assistência Auto, envolvendo todo o tipo de produtos e serviços associados ao automóvel. Não podendo ainda ser esquecidas as outras formas de penetração de mercado, como por exemplo a instalação de redes de *Franchising*, que trazem ao pequeno empresário o grande inconveniente de perder a sua autonomia a favor do *Master Franchiser*, para além de ser obrigado a seguir uma política comercial que poderá não ir ao encontro dos seus objetivos. *Brokers*, grandes superfícies, cadeias de vendas... enfim, todas as grandes cadeias distribuidoras da Europa com um forte potencial de penetração nos mercados mundiais, vêm no mercado português excelentes oportunidades de negócios.

Em Portugal, e no ano de 1989, deu-se início à criação de uma barreira a estas penetrações no mercado, quando 36 negociantes revendedores de pneus decidem juntar-se e avançar no sentido de criar uma associação à qual deram o nome de Pneuport – Pneus Portugal, CRL. Adquirindo assim a força necessária para enfrentar a concorrência, além de vantagens mais competitivas, como resposta aos desafios do mercado. Estava a criar-se aquele que seria o maior grupo revendedor de pneus nacional. A prova fica dada logo no seu primeiro ano, quando se passa da intenção à faturação: 1.850.000 euros.

Em Março de 1997, resultado da associação de vários empresários de pneus, detentores de um sentido visão do futuro e com um espírito aberto às constantes mudanças dos mercados. A empresa chamada MEGAMundi é hoje mais do que um projeto. É uma realidade. Constituída por 44 Acionistas, distribuídos de Norte a Sul de Portugal e Ilha da Madeira, a MEGAMundi conseguiu vencer o seu primeiro grande desafio: vencer num mercado com características muito próprias e muito arreigado às suas convicções e valores. Tendo hoje como parceiros comerciais a maioria das grandes marcas. Juntos, mudaram-se conceitos de parceria e formas de estar no mercado.

Com forte aposta numa cobertura geográfica alargada, bem como no seu poder negocial, encontrando sempre nas grandes Companhias novos parceiros de negócios, em vez de adversários.

As características extremamente individualistas do empresário-padrão deste negócio mantem-se, com uma visão tradicionalista, mantendo muitas vezes a sua aposta em empresas familiares, provocando ainda a existência de um mercado dividido, e vulnerável.

É compelido à mudança a quem queira sobreviver às conjunturas cada vez mais mutáveis dos mercados mundiais. E mudar implica prever alterações de futuro. Há que transformar o conceito tradicional de concorrência em aliança.

Porque resistir à mudança implica morrer, porque os sistemas fechados estão condenados de “per si”, e como a união faz a força, à necessidade de dar o segundo passo.

A realização deste segundo passo só se tornará possível pela colaboração de todas as partes envolvidas, através da utilização da mesma linguagem, para que se possam atingir objetivos.

5. O Mercado de pneus em Portugal

A análise de mercado dos pneus é dividida em três categorias, Turismo (automóvel), Van (camioneta) e Pesados (Camião), e dentro destas categorias, a categoria Turismo é segmentada por índices de velocidade (T, H, V, Z, Run Flat,), a Van é segmentada em (4x4, Van).

Na categoria de Turismo existem ainda três classificações, *Premium*, *Quality*, *Budget* também conhecidos como “Low cost”.

Tabela 5.1– Evolução do Mercado de Pneus 2012/2011

Em 2012 o mercado caiu cerca de 7.3% em Turismo, 14.8% em Van, e 17.9% em Pesados, a única subida verificou-se em 4x4 cerca de 3.1%.

	Dec' 12	Jan - Dec' 12
T	11,3%	-6,5%
H	-1,6%	8,7%
V	10,2%	-11,4%
Z	13,2%	-3,2%
Run Flat	-6,3%	11,4%
Turismo	8,0%	-7,3%
4x4	18,1%	3,1%
Van	-4,7%	-14,8%
Pass+Van+4x4	7,2%	-7,6%
Pesados	-23,0%	-17,9%

Fonte:ETRMA

Variação: 2012 "Vs" 2011

Tabela 5.2 – Evolução do Mercado de Pneus 2013/2012

Em 2013 o mercado até Outubro subiu cerca de 16.2% em Turismo, 15.9% em Van, e 5.3% em Pesados.

	Out' 13	Jan - Out' 13
T	50,8%	16,2%
H	52,1%	15,4%
V	53,1%	14,2%
Z	58,9%	24,4%
Run Flat	-6,4%	-9,4%
Turismo	51,3%	16,2%
4x4	59,9%	19,2%
Van	30,8%	15,9%
Pass+Van+4x4	49,5%	16,3%
Pesados	14,6%	5,3%

Fonte:ETRMA

Varição: 2013 "Vs" 2012

Os pneus Turismo dividem-se também por classes, no topo da classe situam-se os pneus *Premium*, na classe intermedia situam-se os pneus *Quality*, na base da hierarquia estão os pneus *Budget* ou "*Low Cost*", como são também apelidados, direcionados para clientes preocupados, essencialmente, com o preço, estes são comercializados por valores bem mais baixos face aos *Quality* e, sobretudo, ao *Premium*. Em Portugal, no primeiro semestre de 2013 os pneus *Budget* estão em franco crescimento, motivado pela perda de poder de compra.

De acordo com a Europool, entidade que reúne toda a informação das marcas de pneus representadas na Europa que tenham, pelo menos, uma fábrica instalada em solo europeu. De acordo com ultimo relatório, em Portugal, no final do passado mês de Junho, no que ao mercado de substituição diz respeito, venderam-se, no segmento *Consumer* (Turismo, Comerciais, 4x4), 60378 pneus *Budget* (+32% do que em Junho de 2012), dos quais 56968 para turismo e 3410 para comerciais.

No acumulado de Janeiro a Junho de 2013, venderam-se 349974 pneus *Budget* no segmento *Consumer* (+23.7%), dos quais 330571 para Turismo e 19403 para Comerciais. E não deixa de ser curioso o facto de ter sido precisamente aos *Premium* que os *Budget* mais foram buscar quota.

6. Análise das empresas em estudo

Neste capítulo explicar-se-ão as atividades das empresas do grupo, as suas estruturas acionistas e a sua situação concorrencial, bem como a análise do setor.

Também se fará uma análise SWOT – análise dos Pontos fortes (*Strengths*) e fracos (*Weaknesses*) de uma organização e sua relação com as Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*).

6.1 MEGAMundi

A MEGAMundi é uma central de compras no setor dos pneus e acessórios para automóvel. A empresa nasceu em 1997, com a ambição de ser numa fase inicial uma central de compras, e numa segunda fase, uma central de vendas. A empresa está presente apenas em Portugal, sendo o seu capital social constituído pelas seguintes empresas (Anexo 1):

Figura 1 – Organigrama da MEGAMundi



6.1.1 Cronologia da empresa

1997 – Constituição da empresa, com um Capital Social no valor de 215.000,00€, e faziam parte desse capital 43 acionistas;

1999 – Aumento do Capital Social através da entrada de novos acionistas, e incorporação de Reservas, 452.270,00€;

2000 – Integração de novos acionistas, através da subscrição de capital, passando o Capital Social para 583.960,00€;

2005 – Aumento do Capital Social para 721.160,00€;

2008 – Aumento do Capital Social para 766.160,00€;

6.1.2 Situação concorrencial atual

Neste momento, a MEGAMundi depara-se com alguns problemas:

- i. Tem uma representação geográfica forte, mas tem uma quota relativamente reduzida;
- ii. Vai ter que investir bastante na divulgação da sua marca para se afirmar como um *player* com potencial, pois como atualmente utiliza os pontos de venda dos acionistas, não consegue garantir uma uniformização de serviços, com a mesma qualidade;
- iii. Atualmente a concorrência no sector é irracional, com muitos *players*, com posições mais pequenas, dispostos a vender abaixo do custo real, olhando para os investimentos numa logica marginal, na expectativa de ganhar crescimento.

Exemplos deste fenómeno de forte concorrência são: *Euromaster* tem uma abordagem de ataque em relação à sua imagem, uma vez que tem forte apoio do fabricante *Michelin* detentora do seu capital, através dos acordos no mercado europeu, bem como no equipamento de origem, através de parcerias com os fabricantes de automóveis. O mesmo se passa com outro *player* a *Pneuport* que através da parceria com o fabricante *Continental*, coloca-se também numa posição privilegiada no mercado de substituição.

Em conclusão, num mercado pequeno como é o nacional, o aparecimento de novos *players* com o mesmo interesse para o consumidor, considera-se a fusão MEGAMundi/Acionistas, seria uma solução, mais adequada e simples para construção de um mercado mais competitivo e equilibrado.

6.1.3 Dados do setor da MEGAMundi

A MEGAMundi encontra-se classificada no Setor de Atividade Económica (CAE) 45310 – Comércio por grosso de peças e acessórios para veículos automóveis.

Segundo dados recolhidos no Banco de Portugal, o número de empresas incluídas no agregado teve uma quebra de 10 empresas em 2012 face a 2011, num total de 124.

Distribuição das Empresas do agregado:

Tabela 6.1– Distrito de localização da sede

Distrito de localização da sede	Número de Empresas	Volume de Negócios
Lisboa	34%	47%
Porto	19%	19%

Braga	10%	9%
Outras Localizações	37%	25%

Tabela 6.2 – Distrito de localização dos estabelecimentos

Distrito de localização dos Estabelecimentos	Número de Empresas	Volume de Negócios
Lisboa	34%	48%
Porto	21%	19%
Braga	8%	7%
Outras Localizações	37%	26%

Tabela 6.3 – Natureza Jurídica

Natureza Jurídica	Número de Empresas	Volume de Negócios
Sociedade por Quotas	76%	55%
Sociedade Anónima	19%	34%
Outras Sociedades	4%	8%
Outras Naturezas	1%	3%

Tabela 6.4 – Antiguidade das empresas do agregado

Antiguidade	Número de Empresas	Volume de Negócios
Até 5 anos	11%	5%
De 6 a 10 anos	14%	16%
Mais de 10 anos	75%	79%

Indicadores de Síntese

Tabela 6.5– Volume de Negócios – Informação desagregada por distrito de localização sede/natureza jurídica/maturidade

2012	Localização da Sede		Natureza Jurídica		Maturidade	
	Lisboa		Sociedade Anónima		A mais de 10 anos	
	Empresa	Média do agregado	Empresa	Média do agregado	Empresa	Média do agregado
Volume de Negócios (€)	6.265.026	4.471.209	6.265.026	5.751.648	6.265.026	3.422.355

Volume de Negócios (€) – Distribuição por distrito de localização dos estabelecimentos das empresas (Anexo 2).

6.1.4 Dados do setor das empresas a fundir

As empresas em causa encontram-se classificadas no Sector de Atividade Económica (CAE) 45320 – Comércio a retalho de peças para veículos automóveis.

Segundo dados recolhidos no Banco de Portugal, o número de empresas incluídas no agregado teve uma quebra de 13 empresas em 2012 face a 2011, num total de 114.

Distribuição das Empresas do agregado:

Tabela 6.6 – Distrito de localização dos estabelecimentos das empresas a fundir

Distrito de localização dos Estabelecimentos	Número de Empresas	Volume de Negócios
Lisboa	20%	24%
Porto	16%	16%
Braga	9%	6%
Outras Localizações	55%	54%

Tabela 6.7 - Natureza Jurídica das empresas a fundir

Natureza Jurídica	Número de Empresas	Volume de Negócios
Sociedade por Quotas	95%	89%
Sociedade Anónima	5%	11%
Outras Naturezas	0%	0%

Tabela 6.8- Antiguidade das empresas a fundir

Antiguidade	Número de Empresas	Volume de Negócios
Até 5 anos	11%	8%
De 6 a 10 anos	19%	18%
Mais de 10 anos	70%	75%

Tabela 6.9 - Volume de Negócios (€) - Distribuição por distrito de localização dos estabelecimentos das empresas

2011	
Euros	Média do agregado
Aveiro	1.273.168
Beja	510.801
Braga	1.188.441
Bragança	814.315
Castelo Branco	1.514.233
Coimbra	978.729
Évora	1.120.415
Faro	481.389
Guarda	1.817.916
Leiria	1.003.433
Lisboa	1.353.520
Portalegre	409.109
Porto	1.108.147
Santarém	1.930.197
Setúbal	808.526
Viana do Castelo	1.074.724
Vila Real	607.098
Viseu	1.007.617
Angra do Heroísmo	
Horta	

Ponta Delgada		1.427.682
Funchal		690.810
Exterior (fora de Portugal)		
Localização não identificada		

Esta fusão assenta nos seguintes pressupostos:

- A manutenção da sua dispersão geográfica é uma prioridade, sendo esta efetuada através da fusão dessas empresas na MEGAMundi, são empresas familiares, a sua continuidade é uma incógnita, mantendo assim a continuidade da experiência e conhecimento do ramo.
- A criação de valor para os acionistas passa a ser uma garantia, uma vez tendo influência direta na venda ao consumidor final, define a margem a praticar.
- Os preços a serem praticados ao consumidor final são mais competitivos, pois com a redução de custos administrativos (TOC, ROC, expediente geral), a margem necessária é diferente, bem como, com a influência direta das marcas a serem vendidas, a capacidade de negociação aumenta (compra).
- A MEGAMundi passa a ser a maior empresa em Portugal, com mais pontos de venda e maior cobertura geográfica.
- A venda a novos clientes emergentes no mercado, como *rentings*, *Locadoras de automóveis*, *frotas*, passa a ser uma realidade, pois um dos requisitos, é a oferta da cobertura geográfica.

6.1.5 Análise SWOT

Neste ponto pretende-se apurar o posicionamento da empresa através de uma análise SWOT.

Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none"> - Capacidade Negocial (Volume) - Posicionamento Geográfico 	<ul style="list-style-type: none"> - Sem capacidade de influência nas vendas de marcas preferenciais - Sem estratégia de marketing nos

(Nacional) - Conhecimento das preferências do cliente (marca)	pontos venda para potenciar as vendas a nível nacional
Oportunidades	Ameaças
- Tornar-se no maior <i>player</i> nacional em pontos de venda e volume de negócios no ramo	- Aparecimento de novos <i>players</i> apoiados pelos fabricantes de pneus - Crise/Conjuntura

6.1.6 Áreas de produto

Neste ponto vai-se analisar a evolução da conta de exploração da MEGAMundi por áreas de produto: Pneus, Baterias, Recauchutagem/Recauchutados, acessórios de automóvel, e outros.

Tabela 6.10 – Evolução da Conta de Exploração por Produto

Na tabela é possível observar que o volume de negócios está concentrado no produto pneus, acima dos 80%.

€	2010	%	2011	%	2012	%
Pneus	5.749.032,3 2	83,90 %	5.503.949,06	82,45 %	5.247.742,1 1	83,76%
Recauchutados/ Recauchutagem	559.147,15	8,16%	573.291,92	8,59%	628.918,46	10,04%
Baterias	64.686,50	0,94%	67.304,89	1,01%	52.148,45	0,83%
Acessórios Automóvel	444.816,65	6,49%	459.485,24	6,88%	262.379,88	4,19%
Outros	34.925,53	0,51%	71.083,89	1,06%	73.837,10	1,18%
Vendas e serviços prestados	6.852.608,1 5		6.675.115,00		6.265.026,0 0	

6.1.7 Proveitos operacionais

Os proveitos operacionais ascenderam a 6 milhões de euros em 2012, estimando-se que em 2016 ultrapassem 7.4 milhões de euros (Tabela 6.11).

Tabela 6.11 – Proveitos Operacionais

Para o total de proveitos, estima-se uma Taxa Composta de Crescimento Anual – *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) – de 3,7% entre 2012 e 2017.

Euros	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E	CARG 12-17
Vendas e serviços prestados	6.265.026	7.204.780	7.276.828	7.349.596	7.423.092	7.497.323	3,7%
Crescimento		13,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	

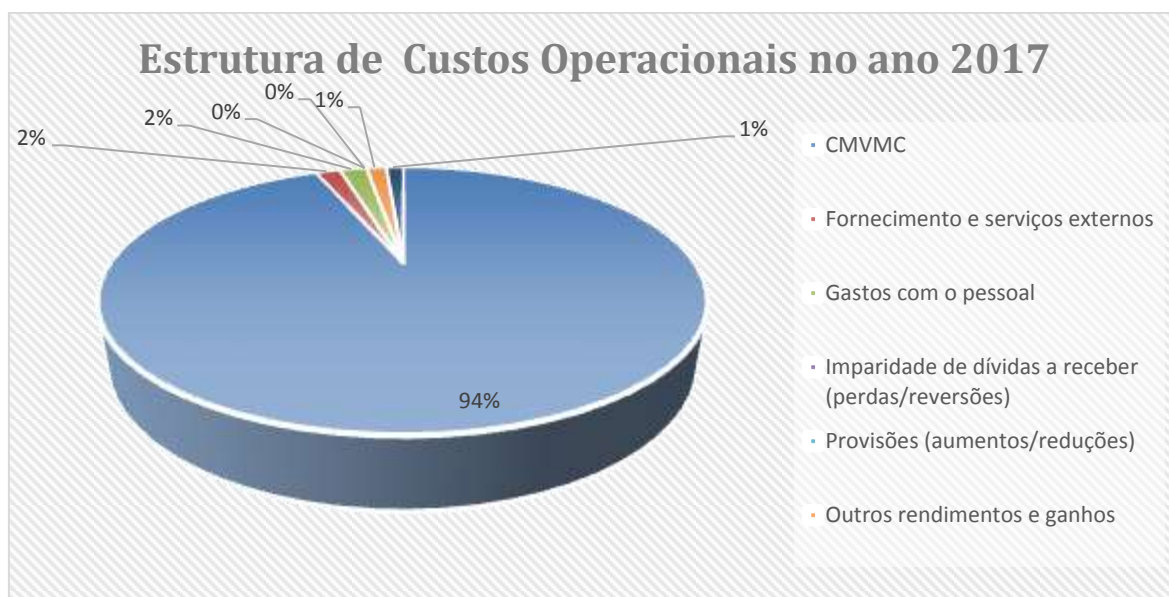
$$CAGR = \left(\frac{\text{Valor Final}_{\text{Ano } N}}{\text{Valor Inicial}_{\text{Ano } N0}} \right)^{\frac{1}{N}} - 1$$

Tabela 6.12 – Estrutura de Custos Operacionais

Na tabela é possível observar o peso das diferentes classes de custos em euros para o período de 2012 a 2017.

Euros	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
CMVMC	6.031.986	6.844.541	6.912.986	6.982.116	7.051.937	7.122.457
Fornecimento e serviços externos	110.756	114.079	117.501	121.026	124.657	128.397
Gastos com o pessoal	134.635	135.982	137.341	138.715	140.102	141.503
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-30.600	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	-584					
Outros rendimentos e ganhos	87.567	100.702	101.709	102.726	103.753	104.791
Outros gastos e perdas	76.161	87.585	88.461	89.346	90.239	91.141
	6.409.921	7.282.889	7.357.999	7.433.929	7.510.689	7.588.289

Figura 6.1 – Estrutura de Custos Operacionais 2017



A estrutura de custos da MEGAMundi apresenta um peso predominante do custo de mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC) de 94%, os fornecimentos e serviços externos (FSE) de 2%, os custos com pessoal têm pesos similares na estrutura de custos, representando 2%. (Tabela 6.12 e Figura 6.1).

Podemos concluir que a estrutura de custos mantém-se.

Tabela 6.13 – Resultados Operacionais

Na tabela é possível observar a estimativa de EBITDA, EBIT, Resultados Antes de Impostos e Resultados Líquidos, para o período considerado de 2012 a 2017 e dos pesos respetivos em percentagem dos proveitos totais.

Euros	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 12-13
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	30.239	123.295	122.247	121.119	119.910	118.616	31,44%
% Margem	0,48%	1,71%	1,68%	1,65%	1,62%	1,58%	
EBIT (Resultado Operacional)	2.450	95.506	94.458	93.330	92.121	90.827	105,97%
% Margem	0,04%	1,40%	1,37%	1,34%	1,31%	1,28%	
RAI	1.803	94.859	93.811	92.683	91.474	90.180	118,69%
% Margem	0,03%	1,39%	1,36%	1,33%	1,30%	1,27%	
Resultado Líquido do Período	1.325	69.722	68.951	68.122	67.233	66.282	118,69%
% Margem	0,02%	1,02%	1,00%	0,98%	0,95%	0,93%	

Durante o período de 2012 a 2017 prevê-se um valor constante do EBITDA, que rondará 1.58% dos proveitos em 2017.

6.1.8 Estrutura de capitais

Como é possível verificar na Tabela 6.14, a dívida representará cerca de 2.01% do capital total em 2017, que em 2012 situava-se nos 14,83%, isto deve-se fundamentalmente á amortização do financiamento obtido.

Tabela 6.14 – Estrutura de Capitais

Na tabela é possível observar os dados estimados referentes ao passivo financeiro, ao capital próprio contabilístico, ao capital total e ao rácio de alavancagem financeira, de forma a perceber a evolução de capitais ao longo do período considerado (2012-17).

Euros	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Capital Próprio	825.060	894.782	963.733	1.031.855	1.099.089	1.165.371
Passivo Financeiro	143.624	119.687	95.749	71.812	47.875	23.937
Capital Total	968.684	1.014.468	1.059.482	1.103.667	1.146.963	1.189.308
Passivo Financeiro/ Capital Total	14,83%	11,80%	9,04%	6,51%	4,17%	2,01%
Capital Próprio/ Capital Total	85,17%	88,20%	90,96%	93,49%	95,83%	97,99%
Passivo Financeiro/ Capital Próprio	17,41%	13,38%	9,94%	6,96%	4,36%	2,05%

6.1.9 Autonomia financeira

Na tabela 6.15, é possível observar a evolução da Autonomia Financeira (Capital Próprio/Ativo Total) da MEGAMundi ao longo do período considerado (2012-2017).

Tabela 6.15 – Autonomia Financeira

Autonomia Financeira	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
----------------------	------	-------	-------	-------	-------	-------

Capital Próprio	825.060	894.782	963.733	1.031.855	1.099.089	1.165.371
Ativo Total	3.504.965	4.094.755	4.158.602	4.165.199	4.236.997	4.347.782
Autonomia Financeira	24%	22%	23%	25%	26%	27%

6.1.10 Rácios de rentabilidade

Os rácios de rentabilidade demonstram o fraco retorno do negócio tornando-se evidente a necessidade de tomada de medidas por parte dos acionistas. O *Return on Equity*¹⁴ atingiu um valor muito próximo de 0% em 2012, embora se preveja que aumente para 7.79% em 2013, voltando a decrescer até 2017. Por sua vez, o *Return on Capital Employed*¹⁵ deverá chegar aos 49% em 2017 (Tabela 6.16).

Tabela 6.16 – Rácios de Rentabilidade

Na tabela é possível observar a evolução do ROE e do RoCE da MEGAMundi, ambos em percentagem, ao longo do período considerado (2012-17).

Rácios de Rentabilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	1.325	69.722	68.951	68.122	67.233	66.282
Capital Próprio	825.060	894.782	963.733	1.031.855	1.099.089	1.165.371
ROE	0,16%	7,79%	7,15%	6,60%	6,12%	5,69%
EBIT	2.450	95.506	94.458	93.330	92.121	90.827
Capital Investido	323.222	295.433	267.644	239.855	212.066	184.277
RoCE	0,76%	32,33%	35,29%	38,91%	43,44%	49,29%

Tabela 6.17 - Rácios de Rentabilidade JTA

Rácios de Rentabilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	-1 166	3 502	8 662	13 636	21 144	40 055
Capital Próprio	82 693	86 195	94 857	108 493	129 638	169 693
ROE	-1,41%	4,06%	9,13%	12,57%	16,31%	23,60%

¹⁴ O ROE é dado pelo quociente Resultado Líquido/Capital Próprio.

¹⁵ O RoCE é dado pelo quociente EBIT/Capital Investido.

EBIT	25 041	28 810	33 112	36 553	43 252	65 351
Capital Investido	483 672	439 881	397 063	354 245	314 571	293 322
RoCE	5,18%	6,55%	8,34%	10,32%	13,75%	22,28%

Tabela 6.18 – Rácios de Rendibilidade JCA

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	-27.466	23.571	29.520	44.959	51.735	58.447
Capital Próprio	13.336	36.907	66.427	111.387	163.121	221.568
ROE	-205,94%	63,86%	44,44%	40,36%	31,72%	26,38%
EBIT	-10.205	36.130	48.558	68.371	75.319	82.183
Capital Investido	286.856	258.092	235.780	227.023	218.658	210.294
RoCE	-3,56%	14,00%	20,59%	30,12%	34,45%	39,08%

Tabela 6.19 - Rácios de Rendibilidade Casa Pneus Mértola

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	15.289	18.171	20.483	23.276	25.806	37.491
Capital Próprio	211.537	149.635	170.118	193.394	219.200	256.690
ROE	7,23%	12,14%	12,04%	12,04%	11,77%	14,61%
EBIT	18.181	24.249	27.334	31.062	34.438	50.031
Capital Investido	144.258	129.238	114.218	99.697	85.176	82.716
RoCE	12,60%	18,76%	23,93%	31,16%	40,43%	60,48%

Tabela 6.20 - Rácios de Rendibilidade Okpneus (Lisboa)

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	2 382	19 967	24 594	30 320	35 342	39 670
Capital Próprio	67 553	87 520	112 114	142 435	177 776	217 446
ROE	3,53%	22,81%	21,94%	21,29%	19,88%	18,24%

EBIT	10 396	30 853	35 920	42 481	48 084	53 973
Capital Investido	4 456	2 788	1 120	685	249	0
RoCE	233,30%	1106,54%	3206,39%	6204,99%	19310,89%	#DIV/0!

Tabela 6.21 - Rácios de Rendibilidade ADV

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	13.695	21.657	26.851	31.703	43.133	48.431
Capital Próprio	335.732	375.320	402.171	433.874	477.007	525.438
ROE	4,08%	5,77%	6,68%	7,31%	9,04%	9,22%
EBIT	28.908	43.669	52.595	60.885	81.372	90.489
Capital Investido	144.725	123.372	103.042	82.712	74.174	65.637
RoCE	19,97%	35,40%	51,04%	73,61%	109,70%	137,86%

Tabela 6.22 - Rácios de Rendibilidade SVA

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	18.609	26.174	35.898	45.465	55.403	76.474
Capital Próprio	423.365	467.469	503.367	548.832	604.235	680.709
ROE	4,40%	5,60%	7,13%	8,28%	9,17%	11,23%
EBIT	47.931	58.247	68.648	78.834	89.526	115.364
Capital Investido	185.200	169.886	155.270	140.653	126.036	126.036
RoCE	25,88%	34,29%	44,21%	56,05%	71,03%	91,53%

Tabela 6.23 - Rácios de Rendibilidade PRN

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	19.150	36.618	41.923	53.428	61.371	67.469
Capital Próprio	178.483	215.100	257.024	310.451	371.823	439.292
ROE	10,73%	17,02%	16,31%	17,21%	16,51%	15,36%

EBIT	27.113	51.844	59.356	75.644	86.891	95.525
Capital Investido	142.002	115.491	88.981	70.888	55.798	40.707
RoCE	19,09%	44,89%	66,71%	106,71%	155,73%	234,66%

Tabela 6.24 - Rácios de Rendibilidade POPNEUS

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	27.288	77.378	98.661	114.504	130.712	148.196
Capital Próprio	937.495	961.610	1.060.271	1.174.775	1.305.488	1.453.684
ROE	2,91%	8,05%	9,31%	9,75%	10,01%	10,19%
EBIT	105.264	185.355	206.939	219.842	233.327	248.848
Capital Investido	318.290	306.057	303.061	300.066	297.070	295.506
RoCE	33,07%	60,56%	68,28%	73,26%	78,54%	84,21%

Tabela 6.25 - Rácios de Rendibilidade VFF

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Líquido	9.178	16.992	28.253	39.858	56.096	68.429
Capital Próprio	578.868	595.859	624.113	663.970	720.066	788.495
ROE	1,59%	2,85%	4,53%	6,00%	7,79%	8,68%
EBIT	47.471	59.475	70.102	81.257	99.530	111.804
Capital Investido	617.570	601.794	586.018	570.242	561.037	551.831
RoCE	7,69%	9,88%	11,96%	14,25%	17,74%	20,26%

Tabela 6.26 – Rácios de Rendibilidade FLS

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado	-20.437	-11.951	-7.808	-5.362	8.126	11.052

Liquido						
Capital Próprio	66.099	54.148	46.340	40.978	49.104	60.156
ROE	-30,92%	-22,07%	-16,85%	-13,08%	16,55%	18,37%
EBIT	-11.604	-9.140	-4.935	-2.539	10.786	13.440
Capital Investido	31.019	18.286	7.483	-3.320	-3.320	-3.320
RoCE	-37,41%	-49,98%	-65,95%	76,47%	-324,88%	-404,82%

Tabela 6.27 – Rácios de Rendibilidade Rui & Irmãos

Rácios de Rendibilidade	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultado Liquido	1.114	-4.157	-2.291	-330	8.648	8.326
Capital Próprio	50.190	46.033	43.742	43.412	52.059	60.385
ROE	2,22%	-9,03%	-5,24%	-0,76%	16,61%	13,79%
EBIT	1.542	-4.157	-2.291	-330	9.367	11.532
Capital Investido	258.242	250.097	241.953	233.808	233.301	232.793
RoCE	0,60%	-1,66%	-0,95%	-0,14%	4,02%	4,95%

6.1.11 Avaliação: *Free cash flow to the firm (FCFF)*

Neste ponto vai-se avaliar a MEGAMundi e as empresas a fundir utilizando a metodologia do *Free Cash Flow to the Firm*, ou seja, vão-se determinar os *cash flows* gerados pela empresa para remunerar os investidores.

Os FCFF foram obtidos utilizando a equação (3.1) na secção 3.1.1.

A taxa de imposto utilizada foi a taxa marginal de imposto sobre os lucros e corresponde a taxa de imposto sobre o Rendimento Coletivo (IRC) da Republica Portuguesa (25%) acrescida da taxa de derrama (1.5%).

Estima-se que a MEGAMundi ainda apresente um FCFF negativo em 2013, mas prevê-se que FCFF atinja 91.835 euros (Tabela 6.28).

Tabela 6.28– Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da MEGAMundi

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF da MEGAMundi ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	2.450	95.506	94.458	93.330	92.121	90.827
Impostos	478	25.138	24.860	24.561	24.241	23.898
EBIT (1-t)	1.972	70.369	69.598	68.769	67.880	66.929
Depreciações e Amortizações	27789	27789	27789	27789	27789	27789
Investimento Capital Fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	645.814	176.597	2.874	2.878	2.881	2.884
FCFF	-616.053	-78.439	94.513	93.680	92.788	91.835

Tabela 6.29 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da JTA

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	25 041	28 810	33 112	36 553	43 252	65 351
Impostos	6 636	7 635	8 775	9 686	11 462	17 318
EBIT (1-t)	18 405	21 175	24 337	26 866	31 790	48 033
Depreciações e Amortizações	43791,22	43791,22	42818,00	42818,00	39674,34	21249,08
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	87 836	-4 006	1 528	1 574	1 622	1 671
FCFF	-25 640	68 972	65 627	68 110	69 843	67 611

Tabela 6.30 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da JCA

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	-10.205	36.130	48.558	68.371	75.319	82.183
Impostos	4.701	0	8.571	15.038	17.305	19.550
EBIT (1-t)	-14.906	36.130	39.986	53.332	58.014	62.633
Depreciações e Amortizações	28.764	28.764	22.311	8.758	8.364	8.364
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	157.529	3.209	6.679	6.952	7.235	7.530

FCFF	-143.671	61.685	55.619	55.138	59.144	63.467
-------------	----------	--------	--------	--------	--------	--------

Tabela 6.31 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da Casa Pneus Mértola

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	18.181	24.249	27.334	31.062	34.438	50.031
Impostos	5.114	6.078	6.851	7.786	8.632	12.540
EBIT (1-t)	13.067	18.171	20.483	23.276	25.806	37.491
Depreciações e Amortizações	15.020	15.020	15.020	14.521	14.521	2.459
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	104.542	-54.298	2.155	2.243	2.335	2.431
FCFF	-76.455	87.489	33.349	35.554	37.992	37.519

Tabela 6.32 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da Okpneus (Lisboa)

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	10 396	30 853	35 920	42 481	48 084	53 973
Impostos	2 068	7 199	8 867	10 932	12 742	14 303
EBIT (1-t)	8 329	23 654	27 053	31 549	35 342	39 670
Depreciações e Amortizações	1667,98	1667,98	1667,98	435,63	435,63	435,63
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	150 842	30 873	7 768	8 093	8 431	8 783
FCFF	-140 845	-5 551	20 953	23 892	27 346	31 323

Tabela 6.33 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da ADV

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFE ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	28.908	43.669	52.595	60.885	81.372	90.489
Impostos	11.695	18.493	22.929	27.071	36.832	41.355
EBIT (1-t)	17.213	25.175	29.666	33.814	44.540	49.134
Depreciações e Amortizações	21353,8 2	21353,8 2	20329,8 6	20329,8 6	8537,65	8537,65
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	355.685	14.547	13.745	14.304	14.885	15.490
FCFE	-317.118	31.982	36.251	39.840	38.193	42.182

Tabela 6.34 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da SVA

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFE ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	47.931	58.247	68.648	78.834	89.526	115.36 4
Impostos	6.709	9.437	12.943	16.392	19.975	27.572
EBIT (1-t)	41.221	48.810	55.705	62.442	69.551	87.792
Depreciações e Amortizações	15314,03	15314,0 3	14616,58	14616,58	14616,58	0,00
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de	691.516	21.078	28.350	29.490	30.677	31.910

Maneio						
FCFF	-634.980	43.046	41.971	47.568	53.491	55.881

Tabela 6.35 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da PRN

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	27.113	51.844	59.356	75.644	86.891	95.525
Impostos	7.963	15.227	17.433	22.217	25.520	28.056
EBIT (1-t)	19.150	36.618	41.923	53.428	61.371	67.469
Depreciações e Amortizações	26510,46	26510,46	26510,46	18093,16	15090,23	15090,23
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	154.226	2.187	4.091	4.256	4.427	4.604
FCFF	-108.566	60.941	64.342	67.265	72.035	77.955

Tabela 6.36 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da POPNEUS

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	105.264	185.355	206.939	219.842	233.327	248.848
Impostos	16.254	46.091	58.769	68.206	77.860	88.275
EBIT (1-t)	89.010	139.265	148.171	151.636	155.467	160.574
Depreciações e Amortizações	12233,34	12233,34	2995,35	2995,35	2995,35	1564,94
Investimento	0	0	0	0	0	0

Capital fixo						
Investimento Fundo de Maneio	1.836.383	-199.706	64.898	67.509	70.226	73.051
FCFF	-1.735.140	351.204	86.268	87.122	88.237	89.088

Tabela 6.37 - Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da VFF

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	47.471	59.475	70.102	81.257	99.530	111.804
Impostos	4.923	9.113	15.153	21.377	30.086	36.701
EBIT (1-t)	42.548	50.362	54.949	59.880	69.444	75.103
Depreciações e Amortizações	15776,12	15776,12	15776,12	15776,12	9205,44	9205,44
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	810.215	18.786	32.041	33.332	34.675	36.071
FCFF	-751.891	47.352	38.684	42.324	43.975	48.237

Tabela 6.38 – Cálculo do Free Cash Flow to the Firm do FLS

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	-11.604	-9.140	-4.935	-2.539	10.786	13.440
Impostos	6.647	0	0	0	0	0
EBIT (1-t)	-18.251	-9.140	-4.935	-2.539	10.786	13.440
Depreciações e Amortizações	22608,09	12732,84	10803,07	10803,07	0,00	0,00
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	108.486	11.120	4.267	4.440	4.620	4.808

FCFF	-104.128	-7.527	1.602	3.824	6.166	8.633
-------------	----------	--------	-------	-------	-------	-------

Tabela 6.39 – Cálculo do Free Cash Flow to the Firm do Rui & Irmãos

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF ao longo do período considerado (2012 – 17).

	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	1.542	-4.157	-2.291	-330	9.367	11.532
Impostos	429	0	0	0	720	3.206
EBIT (1-t)	1.114	-4.157	-2.291	-330	8.648	8.326
Depreciações e Amortizações	507,35	8144,66	8144,66	8144,66	507,35	507,35
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	59.796	-95.885	-2.301	-2.389	-2.479	-2.574
FCFF	-58.175	99.873	8.155	10.203	11.634	11.407

6.1.12 Rendibilidade esperada pelos acionistas (Re)

Para se descontar os *cash flows* com vista à obtenção do valor de negócio, vai-se utilizar o custo médio ponderado de capital (WACC).

Rendibilidade Desejada pelos Acionistas (Re)

A taxa de rendibilidade desejada pelo acionistas foi estimada utilizando a equação (3.7) deduzida com base nos pressupostos do CAPM.

A taxa de juro sem risco considerada foi a *yield* das obrigações do tesouro 23 de Setembro de 2012, que se situava nos 4,5%.

O prémio de risco histórico do mercado foi estimado em 9.5% e reflete o prémio de risco das empresas do setor automóvel na Europa. Para se chegar a este valor seguiu-se os valores do Banco Invest¹⁶.

Para o β_e foi utilizado β_e PSI 20 ajustado (Anexo 27).

Tabela 6.40 – Rendibilidade Exigida pelos Acionistas MEGAMundi

Na tabela é possível observar a rendibilidade desejada pelos acionistas da MEGAMundi em equilíbrio.

%		
Taxa de juro sem risco	Rf	4,5%
Prémio de Risco	(Rm-Rf)	9,5%
Beta alavancado	β_e	1,08
Rendibilidade Desejada pelos Acionistas	Re	14,75%

Note-se que a rendabilidade exigida pelos acionistas é superior ao *Return non Equity* (na tabela 6.16 foi estimado em 5,69% para 2017), pelo que se justifica que os acionistas da empresa tomem alguma medida para inverter esta situação.

6.1.13 Taxa de juro média da dívida (Rd)

Para estimarmos o custo da dívida de cada empresa usou-se a taxa de juro sem risco (Rf), acrescida do *spread* de mercado ajustado ao nível de *rating* da empresa.

No presente caso, devido às atuais condições adversas no mercado de crédito arbitrou-se um valor para o *spread* tomando em consideração o *spread* de mercado para empresas com *rating* Ba1.

¹⁶ Este dado é possível obter no site https://www.bancoinvest.pt/Libraries/.../Prémios_de_Risco.sflb.ashx?...tr...

6.1.14 Custo médio ponderado de capital (WACC)

A taxa de atualização deve refletir o custo da estrutura de capitais a utilizar pelas empresas em causa. Por um lado, o custo de capitais alheios corrigidos pelo efeito da poupança fiscal que lhe está associada. Por outro, o custo do capital próprio que é dado pelo nível de taxa de remuneração exigida pelos acionistas. A ponderação a atribuir resulta da estrutura de capitais a preços de mercado.

O rácio de dívida sobre o capital total ($D/(D+E)$) considerado na avaliação da MEGAMundi, é de 14,83, e consequentemente o rácio dos capitais próprios sobre o capital total ($E/(D+E)$) será de 85,17%.

O valor obtido, utilizando a equação (3.6) secção 3.1.1.5, traduz o custo médio ponderado do capital e corresponde à taxa média de remuneração dos capitais investidos.

Tabela 6.41 – WACC: Weighted Average Cost of Capital da MEGAMundi

Na tabela 6.41 é possível observar o custo médio ponderado de capital (taxa de desconto) dos cash-flows da MEGAMundi (em percentagem).

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,75%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		14,83%
E/(D+E)		85,17%
WACC		13,22%

Tabela 6.42 - WACC: Weighted Average Cost of Capital da JTA

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		82,31%
E/(D+E)		17,69%
WACC		6,24%

Tabela 6.43 - WACC: Weighted Average Cost of Capital da JCA

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		96,80%
E/(D+E)		3,20%
WACC		4,74%

Tabela 6.44 - WACC: Weighted Average Cost of Capital Casa Pneus Mértola

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		38,74%
E/(D+E)		61,26%
WACC		10,74%

Tabela 6.45 - WACC: Weighted Average Cost of Capital Okpneus (Lisboa)

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		45,17%
E/(D+E)		54,83%
WACC		10,08%

Tabela 6.46 - WACC: Weighted Average Cost of Capital ADV

%		
---	--	--

Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		21,96%
E/(D+E)		78,04%
WACC		12,48%

Tabela 6.47 - WACC: Weighted Average Cost of Capital SVA

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		49,32%
E/(D+E)		50,68%
WACC		9,65%

Tabela 6.48 - WACC: Weighted Average Cost of Capital PRN

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		0,00%
E/(D+E)		100,00%
WACC		14,75%

Tabela 6.49 - WACC: Weighted Average Cost of Capital POPNEUS

%		
---	--	--

Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		51,78%
E/(D+E)		48,22%
WACC		9,40%

Tabela 6.50 - WACC: Weighted Average Cost of Capital VFF

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		58,90%
E/(D+E)		41,10%
WACC		8,66%

Tabela 6.51 – WACC: Weighted Average Cost of Capital FLS

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		43,07%
E/(D+E)		56,93%
WACC		10,30%

Tabela 6.52 - WACC: Weighted Average Cost of Capital Rui & Irmãos

%		
---	--	--

Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	14,8%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,0%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	(Rd*(1-t))	4,41%
D/(D+E)		83,28%
E/(D+E)		16,72%
WACC		6,14%

6.1.15 Valor de continuidade

Para efeitos de avaliação da empresa, é necessário estimar o seu valor no final do horizonte temporal de projeções financeiras (ano 2017), ou seja, o valor de continuidade. Para este efeito tem que se projetar os *cash flows* com base numa taxa nominal de crescimento sustentável de longo prazo¹⁷.

Usualmente estima-se que o crescimento perpétuo (gn) seja muito semelhante à taxa de inflação objetivo por parte do Banco Central Europeu (2%), acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) português previsto – utilizou-se a média dos últimos 10 anos (-0.3%) – ver Tabela 6.53.

Tabela 6.53 – Evolução da Taxa de crescimento real do PIB em Portugal

Na tabela 6.53 é possível observar a taxa de crescimento real do PIB português (em percentagem), entre 2005 e 2014. Para os anos de 2013 e 2014 apresentam-se estimativas do Banco de Portugal – Boletim Económico de Inverno (2013). Com base nestes dados chegou-se a uma média de -0,3% de crescimento para o período em causa.

%	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	Media
Taxa de Crescimento do PIB (a preços de mercado)	0,90%	1,30%	1,30%	-0,01%	-2,91%	1,94%	-1,55%	-3,17%	-1,50%	0,80%	-0,3%

¹⁷ Esta taxa pode ser modelizada no pressuposto de que a empresa se abstém de solicitar aumentos de capital aos seus acionistas e reporta uma razão entre os lucros por ação e o respetivo valor contabilístico de ROE. Perante este facto, o valor contabilístico das ações crescerá anualmente apenas por via da retenção de lucros, a taxa dada pelo produto ROE e da taxa de retenção. Mantendo-se esta constante, os dividendos crescerão anualmente a essa mesma taxa, isto é: $g = ROE * (1 - p)$, onde ROE designa a rendibilidade dos capitais próprios e p o rácio de distribuição de dividendos. No entanto, usualmente, calcula-se esta taxa como o somatório da taxa de inflação acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

Deste modo, utilizou-se a equação-3.12 da secção 3.1.1.16, obtém-se:

$$gn=(0,997*1,02)^{-1} \approx 1,69\%$$

O valor de continuidade é tratado como uma perpetuidade com crescimento constante e obtém-se utilizando a equação 3.10 da secção 3.1.1.16.

Estimou-se um valor de continuidade de 797.650 euros (Tabela 6.54), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2013, de 594.479 euros.

6.2 Valor do negócio

Depois de determinados os FCFF, o valor de continuidade e o WACC, pode-se determinar o valor do negócio da empresa. Este corresponde ao somatório do valor dos *cash flows* futuros atualizados da empresa, os quais ocorrem nas fases previsional e de continuidade (equação-3.13).

Note-se que para se obter o valor da fase previsional, há que somar os *cash-flows* descontados de acordo com a equação-3.9.

Na MEGAMundi, o valor do negócio tendo como referencia a data de 31 Dezembro de 2013 foi estimado em 594.479 euros (Tabela 6.54).

Tabela 6.54 – Valor do Negócio da MEGAMundi

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-616 053	-78 439	94 513	93 680	92 788	91 835
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,70%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						797 650
WACC	13,22%	13,22%	13,22%	13,22%	13,22%	13,22%
Fator de Desconto	1	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
FCFF Descontado		-78 439	73 734	64 552	56 473	478 160
Valor do Negócio		594 479				

Tabela 6.55 - Valor do Negócio das Empresas a Fundir

Empresa	Valor do Negócio €	
JTA	1.390.398 €	Ver Anexo3
JCA	1.918.061 €	Ver Anexo4
Casa Pneus Mértola	437.785 €	Ver Anexo5
Okpneus-(Lisboa)	299.012 €	Ver Anexo6
ADV	353.311 €	Ver Anexo7
SVA	629.907 €	Ver Anexo8
PRN	535.369 €	Ver Anexo9
POPNEUS	1.347.450 €	Ver Anexo10
VFF	634.272 €	Ver Anexo11
Rui&Irmãos	324.208 €	Ver Anexo12
FLS	67.637 €	Ver Anexo13

6.2.1 Firm value

Nas empresas em análise os ativos extraexploração existentes são os valores em Caixa e Depósitos Bancários. Desta forma, pela equação 3.14 obtém-se o valor do *Firm Value*, que representa o valor de mercado dos ativos.

Para a MEGAMundi, obteve-se um *Firm Value* de 1.046.813 euros (Tabela 6.56).

Tabela 6.56 - Firm Value MEGAMundi

Na tabela é possível observar o valor do negócio da MEGAMundi, no final de 2013

Euros	2013P
Valor do Negócio	594 479
Dep. Bancários e Caixa	452 334
Firm Value	1 046 813

Tabela 6.57- Firm Value JTA

Euros	2013P
Valor do Negócio	1 390 398
Dep. Bancários e Caixa	34 132
Firm Value	1 424 530

Tabela 6.58 – Firm Value JCA

Euros	2013P
Valor do Negócio	1 918 061
Dep. Bancários e Caixa	2 548
Firm Value	1 920 609

Tabela 6.59– Firm Value Casa Pneus Mértola

Euros	2013P
Valor do Negócio	437 785
Dep. Bancários e Caixa	98 658
Firm Value	536 443

Tabela 6.60 - Firm Value Okpneus (Lisboa)

Euros	2013P
Valor do Negócio	299 012
Dep. Bancários e Caixa	649
Firm Value	299 661

Tabela 6.61 - Firm Value ADV

Euros	2013P
Valor do Negócio	353 331
Dep. Bancários e Caixa	36 451
Firm Value	389 782

Tabela 6.62 - Firm Value SVA

Euros	2013P
Valor do Negócio	629 907
Dep. Bancários e Caixa	12 122
Firm Value	642 029

Tabela 6.63 - Firm Value PRN

Euros	2013P
Valor do Negócio	535 369
Dep. Bancários e Caixa	56 734
Firm Value	592 103

Tabela 6.64 - Firm Value POPNEUS

Euros	2013P
Valor do Negócio	1 347 450
Dep. Bancários e Caixa	28 900
Firm Value	1 376 350

Tabela 6.65 - Firm Value VFF

Euros	2013P
Valor do Negócio	634 272
Dep. Bancários e Caixa	39 052
Firm Value	673 324

Tabela 6.66 - Firm Value FLS

Euros	2013P
Valor do Negócio	67 637
Dep. Bancários e Caixa	16 094
Firm Value	83 730

Tabela 6.67 - Firm Value Rui & Irmãos

Euros	2013P
Valor do Negócio	324 208
Dep. Bancários e Caixa	26 139
Firm Value	350 347

6.2.2 Valor dos capitais próprios

Para se obter o Valor dos Capitais Próprios tem que se subtrair o Passivo Financeiro e os Interesses Minoritários ao *Firm Value* (equação 3.15). Dividindo o Valor dos Capitais Próprios pelo número de ações obtém-se o Valor por Ação (equação 3.16).

Na MEGAMundi chegou-se a um valor do capital próprio de 903.189 euros. Dividindo pelo número total de ações da empresa (atualmente 153.232 ações), obtém-se o valor por ação de 5,89€ euros (Tabela 6.68).

Tabela 6.68 -Valor por Ação MEGAMundi

Euros	2013P
Firm Value	1 046 813
Passivo Financeiro	143 624
Valor dos Capitais Próprios	903 189
Numero de Ações	153 232
Preço por ação (€)	5,89

6.2.3 Análise de sensibilidade

Como é possível observar, e embora o peso do valor de continuidade não seja muito elevado, optou-se por fazer uma análise de sensibilidade à taxa de crescimento (gn). O valor considerado para as empresas foi de 1,7%, pelo que para a presente análise se considerou um intervalo de 0,7% a 2,7%. O valor de avaliação da empresa também é particularmente sensível ao WACC, pelo que também se considerou esta variável para a análise de sensibilidade (intervalo de 8,80% a 9,80%).

O valor de cada ação varia significativamente consoante a oscilação das variáveis taxa de crescimento perpétuo do negócio (gn) e WACC. No cenário mais pessimista (corresponde a gn mais baixa e ao WACC mais alto) o valor por ação situa-se em 4,87 euros, enquanto no cenário inverso, mais otimista, chega-se a 8,58 euros (Tabela 6.69).

Tabela 6.69-Análise de Sensibilidade da MEGAMundi

Análise de Sensibilidade (euros)	Taxa de Crescimento Perpétuo (%)					
		0,7%	1,2%	1,7%	2,2%	2,7%
	12,72%	5,29	7,08	6,11	7,22	8,58
WACC	13,22%	5,07	6,83	5,89	6,97	8,28
	13,72%	4,87	6,60	5,70	6,73	8,00

6.3 Avaliação por múltiplos de mercado

Os múltiplos de mercado utilizados para se chegar a uma avaliação das empresas em estudo foram o EV/EBITDA.

Estes múltiplos são frequentemente utilizados para comparar empresas de um mesmo setor de atividade com perfis semelhantes. De facto, complementam uma análise pelo *Free Cash Flow to the Firm*, dada a dificuldade em prever algumas variáveis, como o crescimento das vendas ou o impacto que novos negócios podem ter no valor da empresas.

O EV/EBITDA fornece informação de grande utilidade, uma vez que relaciona as margens de lucro operacional (excluindo potenciais problemas derivados de diferentes políticas de amortização ou de planos de investimento desfasados) com os valores dos capitais investidos na empresa. Assim, é possível apurar o número de anos necessários para que o *cash flow* operacional compense os capitais investidos. Para empresas com um forte crescimento é usual este rácio ser bastante mais elevado do que para empresas com crescimentos mais baixos.

Utilizando os dados da avaliação realizada obtém-se, para a MEGAMundi, em 2013, um múltiplo de mercado EV/Proveitos de 0,19x e EV/EBITDA de 10,85x (Tabela 6.70).

Tabela 6.70-Múltiplos de Mercado da MEGAMundi

Euros	2013P
Capital	766.160
Ativos Extraexploração	452.334
Passivo Financeiro	119.687
Valor do Negócio de Mercado (EV)	1.338.181
Proveitos	7.204.780
EBITDA	123.295
EV/Proveitos	0,19
EV/EBITDA	10,85

Para se chegar à média das empresas comparáveis, utilizou-se os últimos dados fornecidos pelo Banco de Portugal, em 31 de Dezembro de 2011, obtém-se os seguintes valores para os rácios do setor (Tabela 6.71).

Tabela 6.71-Múltiplos do Setor (Média)

Na tabela 6.71 é possível observar os múltiplos EV/Proveitos e EV/EBITDA, em número de vezes, das empresas comparáveis com a MEGAMundi.

Euros	2011
Capital	311 356
Ativos Extraexploração	185 781
Passivo Financeiro	709 972
Valor do Negócio de Mercado (EV)	1 207 109
Proveitos	3 313 642
EBITDA	157 777
EV/Proveitos	0,36
EV/EBITDA	7,65

O múltiplo EV/Proveitos aponta para um valor de avaliação de cada ação de 17,13 euros enquanto pelo EV/EBITDA se chega a 6,16 euros – ver Tabela 6.72. Estes valores demonstram que a empresa está a negociar acima do setor.

Tabela 6.72-Avaliação da MEGAMundi utilizando os Múltiplos do Setor

A partir dos múltiplos do setor é possível, usando as estimativas obtidas para os proveitos e para o EBITDA da MEGAMundi, em 2013, chegar ao valor por ação.

	Média do Setor	Valor do Negócio Implícito	Valor por Ação €
EV/Proveitos 2013	0,36	2 624 591	17,13

EV/EBITDA 2013	7,65	943 300	6,16
-----------------------	------	---------	------

Tabela 6.73 – Múltiplos do Setor - Associadas

Euros - Média Setor	2011
Capital	130.571
Ativos Extraexploração	90.899
Passivo Financeiro	432.751
Valor do Negócio de Mercado (EV)	654.221
Proveitos	1.722.302
EBITDA	81.419
EV/Proveitos	0,38
EV/EBITDA	8,04

Tabela 6.74 - Múltiplos de Mercado da JTA

Euros	2013P
Capital	14.964
Ativos Extraexploração	34.132
Passivo Financeiro	288.651
Valor do Negócio de Mercado (EV)	337.748
Proveitos	399.377
EBITDA	72.601
EV/Proveitos	0,85
EV/EBITDA	4,65

Tabela 6.75 - Múltiplos de Mercado da JCA

Euros	2013P
--------------	--------------

Capital	19.952
Ativos Extraexploração	0
Passivo Financeiro	365.255
Valor do Negócio de Mercado (EV)	385.207
Proveitos	801.277
EBITDA	64.894
EV/Proveitos	0,48
EV/EBITDA	5,94

Tabela 6.76– Múltiplos de Mercado Casa Pneus Mértola

Euros	2013P
Capital	5.000
Ativos Extraexploração	98.658
Passivo Financeiro	107.021
Valor do Negócio de Mercado (EV)	210.679
Proveitos	300.438
EBITDA	39.269
EV/Proveitos	0,70
EV/EBITDA	5,37

Tabela 6.77 - Múltiplos de Mercado Okpneus (Lisboa)

Euros	2013P
Capital	30.000
Ativos Extraexploração	649
Passivo Financeiro	59.775
Valor do Negócio de Mercado (EV)	90.424
Proveitos	620.775
EBITDA	32.521
EV/Proveitos	0,15
EV/EBITDA	2,78

Tabela 6.78 - Múltiplos de Mercado ADV

Euros	2013P
--------------	--------------

Capital	7.500
Ativos Extraexploração	36.451
Passivo Financeiro	75.558
Valor do Negócio de Mercado (EV)	119.509
Proveitos	742.895
EBITDA	65.023
EV/Proveitos	0,16
EV/EBITDA	1,84

Tabela 6.79 - Múltiplos de Mercado SVA

Euros	2013P
Capital	99.760
Ativos Extraexploração	12.122
Passivo Financeiro	360.433
Valor do Negócio de Mercado (EV)	472.315
Proveitos	2.469.970
EBITDA	73.561
EV/Proveitos	0,19
EV/EBITDA	6,42

Tabela 6.80 - Múltiplos de Mercado PRN

Euros	2013P
Capital	49.880
Ativos Extraexploração	56.734
Passivo Financeiro	0
Valor do Negócio de Mercado (EV)	106.614
Proveitos	3.374.928
EBITDA	78.355
EV/Proveitos	0,03
EV/EBITDA	1,36

Tabela 6.81 - Múltiplos de Mercado POPNEUS

Euros	2013P
--------------	--------------

Capital	239.423
Ativos Extraexploração	28.900
Passivo Financeiro	805.226
Valor do Negócio de Mercado (EV)	1.073.548
Proveitos	1.319.104
EBITDA	197.589
EV/Proveitos	0,81
EV/EBITDA	5,43

Tabela 6.82 - Múltiplos de Mercado VFF

Euros	2013P
Capital	400.000
Ativos Extraexploração	39.052
Passivo Financeiro	843.512
Valor do Negócio de Mercado (EV)	1.282.564
Proveitos	1.625.926
EBITDA	75.251
EV/Proveitos	0,79
EV/EBITDA	17,04

Tabela 6.83 - Múltiplos de Mercado FLS

Euros	2013P
Capital	5.000
Ativos Extraexploração	16.094
Passivo Financeiro	46.331
Valor do Negócio de Mercado (EV)	67.425
Proveitos	332.167
EBITDA	3.593
EV/Proveitos	0,20
EV/EBITDA	18,77

Tabela 6.84 - Múltiplos de Mercado Rui & Irmãos

Euros - Média Setor	2013P
----------------------------	--------------

Capital	10.000
Ativos Extraexploração	26.139
Passivo Financeiro	191.237
Valor do Negócio de Mercado (EV)	227.376
Proveitos	233.864
EBITDA	3.988
EV/Proveitos	0,97
EV/EBITDA	57,01

7. A Fusão

No cenário de fusão entre a MEGAMundi e as empresas em estudo, seria criada uma empresa que teria receitas de perto de 16 milhões de euros, ultrapassando em muito a média do setor de empresas com maturidade acima dos 10 anos.

Esta nova realidade poderia ter sinergias ao nível dos custos, através da reorganização dos recursos humanos, e duplicação em algumas rubricas de FSE, reduzindo assim os seus gastos, apresentando uma boa base de clientes para explorar o *cross-selling*. Para além disso, tratando-se de empresas que se complementam, originariam um *player* muito completo para poder concorrer com os novos *players* que estão a surgir no mercado.

Assume-se que a fusão entre a MEGAMundi e as empresas em estudo ocorreria em 2013, mas só teria impacto nas contas em 2014.

7.1 Rendibilidade dos proveitos

O benefício proveniente das sinergias nos custos permitiria à futura empresa atingir os 7.31% em 2017 de margem EBITDA consolidada (Tabela 7.1)

Tabela 7.1 – Resultados Operacionais da futura empresa

Na tabela é possível observar a estimativa de EBITDA e EBIT da empresa resultante da fusão, em euros, para o período considerado (2013-17) e as respetivas margens em percentagem do total dos proveitos.

Euros	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR 13-17
-------	-------	-------	-------	-------	-------	---------------

EBITDA	646.180	1.071.555	1.150.263	1.229.764	1.312.918	15,23%
% Margem	4,10%	6,59%	6,84%	7,08%	7,31%	
EBIT	417.082	890.561	992.971	1.115.816	1.245.504	24,46%
% Margem	3,23%	6,69%	7,22%	7,86%	8,50%	

7.2 Estimativa do *Free Cash Flow to the Firm*

A empresa apresentaria um *cash flow* sólido, atingindo um FCFE de 839.138 mil euros em 2017 (ver Tabela 7.2).

Tabela 7.2 – Cálculo do Free Cash Flow to the Firm da futura empresa

Na tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFE da empresa resultante da fusão, em euros, ao longo do período considerado (2013-17).

	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	417 082	890 561	992 971	1 115 816	1 245 504
Impostos	137 618	154 639	193 935	237 296	285 999
EBIT (1-t)	279 464	735 922	799 036	878 520	959 505
Depreciações e Amortizações	229 098	180 994	157 291	113 948	67 414
Investimento Capital fixo	0	0	0	0	0
Investimento Fundo de Maneio	-75 494	166 093	89 607	180 536	187 704
FCFE	584 056	750 822	866 720	811 932	839 215

7.3 Custo médio ponderado de capital (WACC)

O custo médio ponderado de capital considerado será o mesmo que o calculado para a MEGAMundi, uma vez que se vai assumir que será esta a empresa adquirente – ver Tabela 7.3. Note-se que a principal questão que se coloca é perceber se o beta de 8% será o adequado para a empresa (devido à dificuldade em estimar, e a empresa não ser cotada é usual o seu cálculo ser R_f acrescido *credit spread* de mercado à notação de rating da empresa).

Tabela 7.3 – WACC: Weighted Average Cost of Capital da futura empresa

Na tabela é possível verificar o custo médio ponderado de capital (WACC) dos *cash-flows* da futura empresa resultante da fusão.

%		
Rendibilidade desejada pelos Acionistas	Re	16,0%
Taxa de juro média da dívida	Rd	6,00%
Taxa de imposto	IRC+Derrama	26,5%
Custo da dívida após impostos	$(Rd*(1-t))$	4,41%
D/(D+E)		45,11%
E/(D+E)		54,89%
WACC		10,78%

7.4 Valor de continuidade

Estimou-se um valor de continuidade de 9.249.158 mil euros (Tabela 7.4), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2013, de 9.264.414 mil euros.

Tabela 7.4 – Valor do Negócio da futura empresa

Na tabela é possível observar o valor de negócio da empresa resultante da fusão, em euros, para o final de 2013.

Valor do Negócio	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	584 056	750 822	866 720	811 932	839 215
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)					1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)					9 249 158
WACC	10,78%	10,78%	10,78%	10,78%	10,78%
Fator de Desconto	1	0,90	0,81	0,74	0,66
FCFF Descontado	584 056	677 774	706 276	597 260	6 699 046
Valor do Negócio		9 264 414			

7.5 Firm value

Somando-se o valor extraexploração ao Valor de Negócio obtém-se o *Firm Value* no valor de 10.065.678 mil euros (Tabela 7.5).

Tabela 7.5 – Firm Value da futura empresa

Na tabela é possível observar o valor do *Firm Value* da empresa resultante da fusão, em euros, para o final de 2013.

Euros	2013P
Valor do Negócio	9 264 414
Dep. Bancários e Caixa	801 264
Firm Value	10 065 678

7.6 Valor dos capitais próprios

Subtraindo ao *Firm Value* da empresa resultante da fusão, o Passivo Financeiro, chegou-se a um Valor dos Capitais Próprios de 6.802.992 mil euros (Tabela 7.6).

Tabela 7.6 – Valor dos Capitais Próprios da futura empresa

Na tabela é possível observar o valor dos capitais próprios da empresa resultante da fusão, em euros, para o final de 2013.

Euros	2013P
Firm Value	10 065 678
Passivo Financeiro	3 262 686
Valor dos Capitais Próprios	6 802 992

7.7 Sinergias

O valor das sinergias é obtido pela diferença entre o valor dos capitais próprios da empresa resultante da fusão e o somatório dos capitais próprios individualmente considerados (da MEGAMundi e das empresas a fundir). Ao valor apurado, dever-se-á, igualmente, subtrair os custos de reestruturação. Estima-se que estes corresponderiam a 1.434.945¹⁸ e estariam relacionados com:

¹⁸ Segundo (Ferreira, Domingos, 2002), não há um padrão para os custos de reestruturação que se possa referir como *benchmark* numa operação de fusão, pois cada operação tem as suas características e estes custos por vezes podem anular todas as sinergias criadas.

- Rescisões de pessoal: as empresas a fundir tinham 101 empregados em 2013. O custo médio por empregado varia entre 7.000 e 18.000 euros, como se poderia reduzir a força de trabalho em 26.73%, ou seja 27 pessoas, assumindo-se um valor total para rescisões em cerca de 1.434.945 euros.

O valor dos proveitos de reestruturação seria, deste forma, de 4.267.496 euros, de sinergias seria, de 2.832.414 euros (Tabela 7.7).

Tabela 7.7 – Valor das Sinergias Criadas com a fusão

Na tabela 7.7 é possível observar o valor das sinergias criadas com a fusão, em euros, para o final de 2013.

Euros	2013P
Valor dos Capitais Próprios MEGAMundi+Empresas a Fundir	6 802 992
ADV	375 320
JCA	36 907
JTA	86 195
CPM	149 635
OKLX	87 520
SVA	467 469
PRN	215 100
POPNEUS	961 610
VFF	595 859
RUI&IRM	46 033
FLS	54 148
MEGAMundi	894 782
Sinergias	2 832 414
Custos de Reestruturação (Depois de Impostos)	1 434 945
Proveitos de Reestruturação	4 267 359

7.8 Proposta de troca de ações

Atualmente as empresas enfrentam dificuldades em aceder ao mercado de crédito a um preço atrativo. Deste modo, considera-se como provável que a fusão se realize através de troca de ações, sendo a empresa emitente a MEGAMundi. Assim sendo, admite-se que a empresa adquirente vai ser a MEGAMundi e as adquiridas as restantes empresas mencionadas na Tabela 7.7.

Pressupõe-se que as sinergias criadas seriam distribuídas tendo em conta a ponderação do Capital de cada, pelo que antes de se proceder aos cálculos relacionados com a fusão é importante ter em linha de conta a informação apresentadas na Tabela 7.8.

Tabela 7.8 – Resumo de valores importantes a ter em conta para a fusão

Na tabela observa-se o valor do capital das várias empresas, em euros, no final de 2013. O valor das sinergias totais (2.832.414 euros) é repartido em função do peso de cada empresa no somatório do capital.

É ainda identificado o valor a atribuir para a fusão a ambas as empresas (após sinergias), em euros e o prémio que os acionistas de cada empresa irão receber em percentagem face ao preço de mercado.

O valor de conjunto (7.185.134 euros) resulta do somatório dos valores atribuídos a cada empresa com sinergias. Na última coluna encontra-se referido o número de ações atual de cada empresa antes da fusão.

Euros/Empresas	Capital Próprio 2013	Peso %	Sinergias a atribuir para a fusão	Valor atribuir à fusão	Prémio	Número de ações
ADV	375 320	9,45%	267 735	643 054	71%	1
JCA	36 907	0,93%	26 328	63 235	71%	1
JTA	86 195	2,17%	61 487	147 683	71%	1
CPM	149 635	3,77%	106 742	256 377	71%	1
OKLX	87 520	2,20%	62 432	149 952	71%	1
SVA	467 469	11,77%	333 469	800 938	71%	1
PRN	215 100	5,42%	153 442	368 542	71%	1
POPNEUS	961 610	24,22%	685 965	1 647 574	71%	1
VFF	595 859	15,01%	425 057	1 020 916	71%	1
RUI&IRM	46 033	1,16%	32 838	78 871	71%	1
FLS	54 148	1,36%	38 627	92 775	71%	1

MEGAMundi	894 782	22,54%	638 293	1 533 075	71%	153232
Total	3 970 578	100,00%	2 832 414	6 802 992		

7.9 Valor a atribuir para a fusão e valor do conjunto

Para se chegar aos valores atribuídos às diversas empresas para a fusão somou-se o seu valor de mercado às sinergias atribuídas a cada uma das empresas em função do seu capital.

Desta forma, o valor atribuído às diversas empresas é o seguinte (Tabela 7.9).

Tabela 7.9 – Valor a atribuir para a fusão e valor de conjunto

Euros/Empresas	Valor atribuir à fusão
ADV	643 054
JCA	63 235
JTA	147 683
CPM	256 377
OKLX	149 952
SVA	800 938
PRN	368 542
POPNEUS	1 647 574
VFF	1 020 916
RUI&IRM	78 871
FLS	92 775
MEGAMundi	1 533 075
Total	6 802 992

O valor do conjunto, utilizando a equação 2.7, vai corresponder ao somatório do Capital das várias empresas, e do valor das sinergias, chegando-se dessa forma, a 6.802.992 euros (Tabela 7.9).

Número de Ações a emitir para empresa adquirente

Procedendo-se agora à fusão, para se apurar o novo número de ações que a MEGAMundi deverá emitir para adquirir a totalidade das ações/capital das empresas a fundir, vai-se utilizar a expressão:

$$N^{\circ} \text{ de novas ações a emitir pela adquirente} = \frac{(6802992 - 1533075) \times 153232}{1533075}$$

Nº de novas ações a emitir pela Adquirente = 526.732 ações

Conclui-se, assim, que serão emitidas 526.732 de novas ações

Número final de Ações

Para se chegar ao número final de ações da empresa resultante utiliza-se a equação 2.8.

$$\text{Número final de ações} = 153.232 + 526.732 = 679.964 \text{ Ações}$$

Valor de cotação da nova empresa

O valor da cotação da nova empresa resultante da fusão será de 16.34 euros por ação, utilizando a equação 2.9.

$$\text{Novo Preço das Ações} = \frac{6.802.992\text{€}}{679.964 \text{ ações}} = 10,00\text{€}$$

A Tabela 7.10 resume os valores obtidos para a fusão:

Tabela 7.10 – Resumo dos valores obtidos com a fusão

Na tabela 7.10 observa-se o número de novas ações a emitir pela MEGAMundi, o número final de ações da futura empresa e o valor da cotação da empresa após a conclusão da fusão.

Valores da Fusão	
Nº de novas Ações	526732
Nº de Ações Inicial	153232
Nº Final de Ações	679964
Valor do Capital da nova empresa	6.802.992€
Valor da Cotação da nova empresa (euros)	10,00€

1.1. Nova estrutura acionista

A nova estrutura acionista após processo de fusão ficará repartida da seguinte forma – equação 9:

$$\textit{Participação Final das empresas Adquiridas na resultante} = \frac{526.732}{679.964} = 77,46\%$$

Após se multiplicar o valor da participação das empresas adquiridas, na nova empresa (77,46%) pela posição de cada um dos seus acionistas atuais chega-se às novas participações.

8. Conclusão

As estratégias de concentração empresarial, onde se enquadram as fusões, são consideradas uma das melhores estratégias para aumentar o valor dos acionistas, apesar da dificuldade associada à sua correta implementação.

Em mercados em fase de maturidade, como o da venda e assistência de pneus, com quotas de mercado estabilizadas, a entrada de novos *players* no mercado apoiados pelos fabricantes de pneus, vem distorcer equilíbrios existentes às empresas instaladas.

A agravar a situação destas empresas (associadas), uma vez que são empresas de pequena dimensão ou familiares, este setor implica algum investimento em infraestruturas e manutenção. Assim, a manutenção e obtenção de massa crítica suficiente em termos de clientes, que permita obter ganhos de escala, é fundamental para fazer face aos gastos estrutura.

No caso da MEGAMundi, a empresa encontra-se desequilibrada para concorrer no setor como um todo, pois não oferece serviços com rede própria, algo que é necessário para que a empresa possa se diferenciar dos seus concorrentes. Com forte aposta numa prestação de serviços uniforme, numa imagem e comunicação única. A manutenção e crescimento de maior representação geográfica é uma prioridade.

De acordo com os resultados que apresentamos, apesar de este ter sido um caso com alguma complexidade, não se distanciou muito da análise teórica realizada na primeira parte do trabalho. As motivações apontadas pelos órgãos de gestão da sociedade MEGAMundi, nomeadamente aumento da dimensão, consolidação da atividade, fomento da concorrência, da produtividade e da inovação, realização de sinergias são amplamente apontadas pela literatura como as principais motivações nos processos de fusão.

Para a avaliação das empresas, foram usados os modelos baseados nos fluxos de caixa descontados, que de acordo com a literatura financeira são os métodos que apresentam maior rigor e fiabilidade, em conjunto com os múltiplos de mercado.

Em resposta à questão colocada na introdução, e após cálculos efetuados, a MEGAMundi antes da fusão, através do cálculo do *Firm Value* chegou-se a um valor do capital próprio de 1.046.284 euros, obtendo-se um valor por ação de 5,89 euros, após a fusão os acionistas da MEGAMundi, o valor de cada ação passa para 10,00 euros, ou seja uma valorização na ordem dos 41%. Relativamente à margem obtida do EBIT passaríamos de 90.827 euros (1,28%) para 1.245.504 euros (8,50%) em 2017, este benefício proveniente das sinergias nos custos. O que poderia permitir à empresa definir uma percentagem de distribuição de resultados aos acionistas, o que até a data da fusão não foi possível efetuar, uma vez que os anos subsequentes ao ano da fusão o endividamento é muito pequeno.

Conclui-se, assim, que no caso da MEGAMundi e das suas associadas, a fusão das empresas, que são complementares, é sem dúvida a melhor solução para os acionistas, permitindo ganhos de eficiência. A escala obtida pela futura empresa permitiria o acréscimo dos resultados operacionais, através da redução de gastos no valor de 2.832.414 euros (sinergias) obtido pela diferença entre o valor dos capitais próprios da empresa resultante da fusão e o somatório dos capitais próprios individualmente considerados, e possibilitaria a exploração de *cross-selling* numa base de clientes significativa.

Para além disso, teríamos em Portugal um *player* independente muito completo (oferta abrangente de serviços em todos os segmentos do negócio) que poderia concorrer de igual para igual com os seus concorrentes diretos (empresas apoiadas diretamente pelos fabricantes), podendo também os consumidores saírem beneficiados, pois poderiam ter acesso a produtos com melhor preço, independente da zona geográfica que se encontram.

Não querendo cair no erro de extrapolar os resultados deste estudo para a generalidade das empresas, pois todas elas têm especificidades próprias e a MEGAMundi é uma delas, mas este caso pode servir de exemplo, no seu todo, ou em partes, para muitas empresas na definição da estratégia a adotar.

Poderá também servir de ponto de partida, para se poder estudar a viabilidade de uma estratégia deste tipo numa empresa do mesmo setor.

E poderá servir de exemplo e motivação para atuais e futuros empreendedores que procuram a melhor estratégia a adotar para o seu negócio.

9. Referências Bibliográficas

- Baldwin, W. L. (1990). Efficiency and Competition: The Reagan Administration's Legacy in Merger Policy. *Review of Industrial Organization*, 160.
- Banco de Portugal. (s.d.). Obtido em 12 de 2013, de <http://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Publicacoes/Paginas/EstudosdaCentraldeBalancos.aspx>
- Brakman, e. a. (2005). Cross-Border Mergers and Acquisition: On Revealed Comparative Advantage and mergers Waves. *W.K.P.*
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2007). *Princípios de finanças empresarias* (5ª ed.). McGraw-Hill.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (Abr./Jun. de 2009). Fusões e Aquisições de Empresas: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *RAE*, v.49, n.2, 206-220.
- Castanheira, B. (2013). Magia Negra. *Revista dos Pneus*, 6-13.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (3ª ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (1997). *Avaliação de Investimentos*. São Paulo: Qualitymark.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (2ª ed.). New York: Wiley Frontiers in Finance.
- Económico. (20 de Abril de 2011). Obtido em 25 de Novembro de 2012, de http://economico.sapo.pt/noticias/portugal-no-mapa-de-risco-politico-mundial_116396.html
- Falcini, P. (1995). *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática*. São Paulo: Atlas.
- Ferreira, Domingos. (2002). *Fusões, Aquisições e Restruturações de Empresas*. Edições Sílabo, Lda.
- Fusões e aquisições. (s.d.). Obtido em 07 de 2013, de http://www.thinkfn.com/wikibolsa/Fus%C3%B5es_e_aquisi%C3%A7%C3%B5es
- Golbe, D., & White, L. (1988). *Mergers and acquisitions in the US economy: an aggregate and historical overview*. Cambridge: Mass.: NBER.
- Gugler, e. a. (2003). The Effects of Mergers: An International Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 625-653.
- Harding, D. &. (2005). *Garantindo o sucesso em fusões e aquisições: Quatro decisões-chave para sua próxima negociação*. Rio de Janeiro: Elsevier.

- Haspeslagh, & Jamison. (1991). *Managing Acquisition: Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: Free Press.
- Jensen, M. C. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Lintner, J. (1965). *The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stock portfolios and capital budgets*, *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37.
- Lyons, B. R. (2001). What Do We Conclude from the Success and Failure of Mergers. *Journal of Industry, Competition and Trade*, 411-422.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance* 7, 77-91.
- Martinez, A. L. (1999). Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação de negócios. *Anais do 23º Encontro da ANPAD*. Foz do Iguaçu.
- Martins, E. (2001, 264). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and Acquisitions in Europe. *European Corporate Governance Institute*.
- Matos, & Rodrigues. (2000). *Fusões e Aquisições - Motivações, Efeitos e Política*. Principia.
- McNamara, e. a. (2008). The Performance implication of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Banwagon Effects, and the Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics. *Academy of Management Journal*, 51, 113-130.
- Monte, P. A., Neto, P. L., & Rêgo, T. F. (Jan./Jun. de 2009). Avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 37-58.
- Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a capital asset market*, *Econometrica* 3, 768-783.
- Mota, A. G. Barroso, C. S.; Nunes, J. P. e Ferreira, M. A. (2006). *Finanças Empresariais - Teoria e Prática* (2ª ed.). Lisboa: publisher Team.
- Mota, A. G., Barroso, C. S., Nunes, J. P., & Ferreira, M. A. (2006). *Finanças Empresariais - Teoria e Prática* (2ª ed.). Lisboa: Publisher Team.
- Mtecnica*. (s.d.). Obtido em 14 de Março de 2011, de <http://www.mtecnica.com/Artigos-Tecnicos/pneus-a-historia.html>
- Muller, A. N. (Maio/Dez. de 2003). Modelos de Avaliação de empresas. *FAE*, 97-112.
- Pautler, P. A. (25 de Setembro de 2001). *Evidence on mergers and acquisitions*. Obtido em 29 de 12 de 2013, de http://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/reports/evidence-mergers-and-acquisitions/wp243_0.pdf
- Perez, M. M., & Famá, R. (2004). Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. pp. 101-112.

- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). *Risco Financeiro Medida e Gestão*. Sílabo.
- Pires, C. (2006). *Mercados e Investimentos Financeiros*. Lisboa: Escolar Editora.
- Porfirio, J. A. (2003). *Gestão Finanças Internacionais*. Rei dos Livros .
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value*. New York: Free Press. 205 p.
- Riscado, S. (2004). Fusões e Aquisições na perspectiva internacional: consequências económicas e implicações para as regras da concorrência. Coimbra.
- Rocha, L. M. (2010). Os testes de imparidade e as técnicas de avaliação de empresas. *TOC n°125*, 48-61.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance* (9ª ed.). McGraw-Hill.
- Schoenberg, R. (2003). *Mergers and Acquisition*. David O. Faulkner & Andrew Campbell.
- Sharp, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19, 425-441.
- Sharp, W. F. (1964). *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, *The Journal of Finance* 19.
- Soute, D. O., Schvirck, E., Martins, E., & Machado, M. R. (Jan./Dez. de 2008). Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. *Revista UnB Contábil*, v.11, n.1-2, 1-17.
- Tanure, B., & Cançado, V. L. (Abr./Jun. de 2005). fusões e Aquisições: Aprendendo com a Experiência Brasileira. *RAE*, 45, 10-22.
- Tobias, A. C., & Pasin, R. M. (s.d.). UM ESTUDO ESPLORATÓRIO DOS MÉTODOS QUANTITATIVOS DE AVALAÇÃO DE EMPRESAS. *UP-TO-DATE - N°222*.
- Valente, H. (1999). *Fusões e Aquisições: Contributos Teóricos para Uma Nova Abordagem*. Porto:FEUP.
- Weston, e. a. (1999). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. Prentice Hall.
- Weston, J. F. (2001). Mergers and Acquisition as Adjustment Processes. *Journal of Industry, Competition Trade*, 395-410.
- Wood Jr, T. V. (2003). Fusões e Aquisições no Brasil. *Revista RAE executivo*, 2 n.4.

10. Anexos

Anexo 1 – Estrutura Acionista	95
Anexo 2 – Volume de Negócios (€) – Distribuição por distrito de localização dos estabelecimentos das empresas.....	97
Anexo 3 – Valor do Negócio da JTA	98
Anexo 4 – Valor do Negócio da JCA	98
Anexo 5 – Valor do Negócio da Casa de Pneus Mértola	98
Anexo 6 – Valor do Negócio da Okpneus(Lisboa)	99
Anexo 7 – Valor do Negócio ADV	99
Anexo 8 – Valor do Negócio SVA.....	99
Anexo 9 – Valor do Negócio PRN	100
Anexo 10 – Valor do Negócio POPNEUS	100
Anexo 11 – Valor do Negócio VFF.....	100
Anexo 12 – Valor do Negócio RUI&IRM	101
Anexo 13 – Valor do Negócio FLS	101
Anexo 14 – Demonstração Resultados ADV	102
Anexo 15 – Demonstração de Resultados JTA	103
Anexo 16 – Demonstração de Resultados JCA.....	104
Anexo 17 – Demonstração de Resultados CPMertola	105
Anexo 18 – Demonstração de Resultados OKPneus(Lisboa)	106
Anexo 19 – Demonstração de Resultados SVA	107
Anexo 20 – Demonstração de Resultados PRN.....	108
Anexo 21 – Demonstração de Resultados POPNEUS	109
Anexo 22 – Demonstração de Resultados VFF	110
Anexo 23 – Demonstração de Resultados RUI&IRM	111
Anexo 24 – Demonstração de Resultados FLS	112
Anexo 25 – Demonstração de Resultados MEGAMundi	113
Anexo 26 – Balanço MEGAMundi.....	114
Anexo 27 –Beta PSI Geral.....	115
Anexo 28 – Beta PSI20.....	116
Anexo 29 – Beta S&P	117

Anexo 1 – Estrutura Acionista

Acionista	nº ações	%
Megamundi SA (Ações da Empresa)	15006	9,79%
OK Pneus Mania de Vender Barato SA	4130	2,70%
Auto Direcções Valbom Lda	4130	2,70%
Vulcanizadora Fragoso & Fls Lda	4130	2,70%
Francisco Lopes dos Santos Lda	4050	2,64%
JCA- Comércio de Pneus do Algarve Lda	4050	2,64%
JTA- Comércio de Pneus do Alentejo Lda	4050	2,64%
Abílio Lourenço Herdeiros Lda	4000	2,61%
Armindo Pedrosa Freire	4000	2,61%
Auto Pneus Manuel Sequeira Cardoso SA	4000	2,61%
Rui & Irmãos Lda	4000	2,61%
Pneubox - Comércio de Pneus Lda	4000	2,61%
Pneucar - Soc Comercial de Pneus Lda	4000	2,61%
Pneus Recta do Norte Lda	4000	2,61%
Popneus - Comercio de Pneus Lda	4000	2,61%
Recauchutagem Monteiro Lda	4000	2,61%
Topneus Lda	4000	2,61%
Marques e Nogueira Lda	4000	2,61%
A.T. Lages, Comércio de Pneus e Acessórios Lda	4000	2,61%
Estação de Pneus do Areeiro Lda	4000	2,61%
Álvaro Lopes Pita Lda	4000	2,61%
Autotudo da Madeira Lda	4000	2,61%
Silvestre de Feitas Unipessoal Lda	4000	2,61%
Estação de Serviço da Portela Lda	4000	2,61%
Andrade & Filhos Lda	4000	2,61%
Pneus Fonte do Bispo - Gilmar Jesus	4000	2,61%
Bompiso - Com Pneus Lda	4000	2,61%
S.V.A. Serviços Viaturas Auto Lda	4000	2,61%
Casa de Pneus de Mértola Lda	3070	2,00%
SDAN - Soc Dist de Artigos Nacionais SA	2246	1,47%

Bagão Pneus Lda	2246	1,47%
Sarpneus Comércio de Pneus Lda	2246	1,47%
Pneumacor - Soc. Com. Pneus Lda	2246	1,47%
Pneus do Alcaide-Ind Com Pneus Lda	2246	1,47%
Pneus do Alcoa Lda	2246	1,47%
José Manuel de Almeida Pinheiro	2246	1,47%
P&P Sociedade de Hotelaria Lda	2246	1,47%
Social Pneus Lda	2246	1,47%
Veloso e Torres Lda	2246	1,47%
Morpneus - Com Pneus e Oleos de Mortagua, lda	1664	1,09%
OK Pneus Lisboa- Unipessoal Lda	1246	0,81%
Tyreserv, Lda	1246	0,81%
Total das Ações e do Capital	153232	

Anexo 2 – Volume de Negócios (€) – Distribuição por distrito de localização dos estabelecimentos das empresas

	2011	Média do agregado
	Empresa	
Aveiro		1.584.611
Beja		
Braga		1.842.092
Bragança		716.895
Castelo Branco		2.464.432
Coimbra		1.045.810
Évora		
Faro		1.789.222
Guarda		120.029
Leiria		2.746.790
Lisboa	6.675.115	3.186.537
Portalegre		
Porto		2.003.889
Santarém		1.101.994
Setúbal		3.215.628
Viana do Castelo		714.142
Vila Real		1.315.557
Viseu		1.710.303
Angra do Heroísmo		
Horta		
Ponta Delgada		1.981.031
Funchal		789.450
Exterior (fora de Portugal)		
Localização não identificada		

Anexo 3 – Valor do Negócio da JTA

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-25 640	68 972	65 627	68 110	69 843	67 611
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						1 490 999
WACC	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%	6,24%
Fator de Desconto	1	0,94	0,89	0,83	0,78	0,74
FCFF Descontado		68 972	58 146	56 802	54 826	1 151 652
Valor do Negócio		1 390 398				

Anexo 4 – Valor do Negócio da JCA

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-143 671	61 685	55 619	55 138	59 144	63 467
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						2 090 308
WACC	4,74%	4,74%	4,74%	4,74%	4,74%	4,74%
Fator de Desconto	1	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79
FCFF Descontado		61 685	50 698	47 986	49 142	1 708 550
Valor do Negócio		1 918 061				

Anexo 5 – Valor do Negócio da Casa de Pneus Mértola

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-175 113	87 489	33 349	35 554	37 992	37 519
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						415 016
WACC	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%
Fator de Desconto	1	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60
FCFF Descontado		87 489	27 192	26 177	25 258	271 669
Valor do Negócio		437 785				

Anexo 6 – Valor do Negócio da Okpneus(Lisboa)

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-140 845	-5 551	20 953	23 892	27 346	31 323
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						373 963
WACC	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%	10,08%
Fator de Desconto	1	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
FCFF Descontado		-5 551	17 291	17 912	18 624	250 737
Valor do Negócio		299 012				

Anexo 7 – Valor do Negócio ADV

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-317 118	31 982	36 251	39 840	38 193	42 182
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						391 440
WACC	12,48%	12,48%	12,48%	12,48%	12,48%	12,48%
Fator de Desconto	1	0,89	0,79	0,70	0,62	0,56
FCFF Descontado		31 982	28 653	27 995	23 860	240 841
Valor do Negócio		353 331				

Anexo 8 – Valor do Negócio SVA

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-634 980	43 046	41 971	47 568	53 491	55 881
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						703 189
WACC	9,65%	9,65%	9,65%	9,65%	9,65%	9,65%
Fator de Desconto	1	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63
FCFF Descontado		43 046	34 908	36 081	37 002	478 870

Valor do Negócio		629 907				
-------------------------	--	---------	--	--	--	--

Anexo 9 – Valor do Negócio PRN

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-108 566	60 941	64 342	67 265	72 035	77 955
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						597 527
WACC	14,75%	14,75%	14,75%	14,75%	14,75%	14,75%
Fator de Desconto	1	0,87	0,76	0,66	0,58	0,50
FCFF Descontado		60 941	48 864	44 517	41 546	339 501
Valor do Negócio		535 369				

Anexo 10 – Valor do Negócio POPNEUS

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-1 735 140	351 204	86 268	87 122	88 237	89 088
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						1 158 118
WACC	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%
Fator de Desconto	1	0,91	0,84	0,76	0,70	0,64
FCFF Descontado		351 204	72 084	66 545	61 608	796 009
Valor do Negócio		1 347 450				

Anexo 11 – Valor do Negócio VFF

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-751 891	47 352	38 684	42 324	43 975	48 237
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						693 444
WACC	8,66%	8,66%	8,66%	8,66%	8,66%	8,66%
Fator de Desconto	1	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66
FCFF Descontado		47 352	32 764	32 989	31 544	489 623
Valor do Negócio		634 272				

Anexo 12 – Valor do Negócio RUI&IRM

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-58 175	99 873	8 155	10 203	11 634	11 407
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						257 189
WACC	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%
Fator de Desconto	1	0,94	0,89	0,84	0,79	0,74
FCFF Descontado		99 873	7 239	8 533	9 167	199 396
Valor do Negócio		324 208				

Anexo 13 – Valor do Negócio FLS

Valor do Negócio	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
FCFF	-104 128	-7 527	1 602	3 824	6 166	8 633
Taxa de Crescimento na perpetuidade (gn)						1,7%
Valor da Perpetuidade (Equação 21)						100 461
WACC	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%
Fator de Desconto	1	0,91	0,82	0,75	0,68	0,61
FCFF Descontado		-7 527	1 317	2 850	4 166	66 831
Valor do Negócio		67 637				

Anexo 14 – Demonstração Resultados ADV

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	714.323	742.895	772.611	803.516	835.656	869.083
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	441.229	458.878	477.233	496.323	516.176	536.823
Fornecimento e serviços externos	93.001	95.791	98.665	101.625	104.673	107.814
Gastos com o pessoal	150.555	144.757	146.204	147.665	149.142	150.633
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	29.191	30.359	31.573	32.836	34.149	35.515
Outros gastos e perdas	8.467	8.805	9.157	9.524	9.905	10.301
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	50.262	65.023	72.925	81.215	89.910	99.027
Gastos/reversões de depreciação e amortização	21.354	21.354	20.330	20.330	8.538	8.538
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	28.908	43.669	52.595	60.885	81.372	90.489
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	3.518	3.518	2.814	2.111	1.407	704
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	25.390	40.151	49.780	58.774	79.965	89.786
Imposto sobre o rendimento do período	11.695	18.493	22.929	27.071	36.832	41.355
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	13.695	21.657	26.851	31.703	43.133	48.431

Anexo 15 – Demonstração de Resultados JTA

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	387.745	399.377	411.358	423.699	436.410	449.502
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	235.108	242.161	249.426	256.909	264.616	272.555
Fornecimento e serviços externos	26.887	27.694	28.525	29.381	30.262	31.170
Gastos com o pessoal	57.527	57.550	58.125	58.706	59.293	59.886
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	5.569	5.736	5.908	6.085	6.268	6.456
Outros gastos e perdas	4.958	5.107	5.260	5.418	5.580	5.748
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	68.832	72.601	75.930	79.371	82.926	86.600
Gastos/reversões de depreciação e amortização	43.791	43.791	42.818	42.818	39.674	21.249
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	25.041	28.810	33.112	36.553	43.252	65.351
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	24.465	24.465	21.327	18.000	14.484	10.854
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	576	4.344	11.785	18.553	28.768	54.497
Imposto sobre o rendimento do período	1.742	842	3.123	4.916	7.623	14.442
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	-1.166	3.502	8.662	13.636	21.144	40.055

Anexo 16 – Demonstração de Resultados JCA

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	770.459	801.277	833.328	866.661	901.328	937.381
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	555.820	578.053	601.175	625.222	650.231	676.241
Fornecimento e serviços externos	55.308	56.967	58.676	60.436	62.249	64.117
Gastos com o pessoal	133.348	93.643	94.579	95.524	96.480	97.445
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	9.444	9.822	10.215	10.623	11.048	11.490
Outros gastos e perdas	16.867	17.541	18.243	18.973	19.732	20.521
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	18.560	64.894	70.869	77.128	83.683	90.547
Gastos/reversões de depreciação e amortização	28.764	28.764	22.311	8.758	8.364	8.364
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	-10.205	36.130	48.558	68.371	75.319	82.183
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	12.559	12.559	10.466	8.373	6.280	4.186
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	-22.764	23.571	38.092	59.998	69.039	77.997
Imposto sobre o rendimento do período	4.701	0	8.571	15.038	17.305	19.550
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	-27.466	23.571	29.520	44.959	51.735	58.447

Anexo 17 – Demonstração de Resultados CPMertola

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	288.883	300.438	312.456	324.954	337.952	351.470
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	192.164	201.294	209.345	217.719	226.428	235.485
Fornecimento e serviços externos	18.932	19.594	20.182	20.787	21.411	22.053
Gastos com o pessoal	48.122	43.960	44.399	44.843	45.291	45.744
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	4.322	4.495	4.675	4.862	5.056	5.258
Outros gastos e perdas	786	817	850	884	919	956
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	33.201	39.269	42.354	45.583	48.959	52.490
Gastos/reversões de depreciação e amortização	15.020	15.020	15.020	14.521	14.521	2.459
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	18.181	24.249	27.334	31.062	34.438	50.031
Juros e rendimentos similares obtidos	2.222	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	0	0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	20.403	24.249	27.334	31.062	34.438	50.031
Imposto sobre o	5.114	6.078	6.851	7.786	8.632	12.540

rendimento do período						
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	15.289	18.171	20.483	23.276	25.806	37.491

Anexo 18 – Demonstração de Resultados OKPneus(Lisboa)

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	596.899	620.775	645.606	671.431	698.288	726.219
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	351.520	365.581	380.204	395.412	411.229	427.678
Fornecimento e serviços externos	105.773	108.946	112.214	115.581	119.048	122.620
Gastos com o pessoal	103.971	89.213	90.105	91.006	91.916	92.835
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos		0	0	0	0	0
Outros gastos e perdas	23.572	24.515	25.495	26.515	27.576	28.679
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	12.064	32.521	37.588	42.917	48.520	54.408
Gastos/reversões de depreciação e amortização	1.668	1.668	1.668	436	436	436
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	10.396	30.853	35.920	42.481	48.084	53.973
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	5.946	3.687	2.458	1.229	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	4.450	27.166	33.462	41.252	48.084	53.973

Imposto sobre o rendimento do período	2.068	7.199	8.867	10.932	12.742	14.303
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	2.382	19.967	24.594	30.320	35.342	39.670

Anexo 19 – Demonstração de Resultados SVA

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	2.374.972	2.469.970	2.568.769	2.671.520	2.778.381	2.889.516
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	2.010.147	2.090.553	2.174.175	2.261.142	2.351.588	2.445.652
Fornecimento e serviços externos	140.738	144.960	149.309	153.788	158.402	163.154
Gastos com o pessoal	176.338	177.012	178.782	180.571	182.377	184.200
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	19.414	20.191	20.999	21.839	22.712	23.621
Outros gastos e perdas	3.918	4.075	4.238	4.407	4.584	4.767
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	63.245	73.561	83.264	93.450	104.143	115.364
Gastos/reversões de depreciação e amortização	15.314	15.314	14.617	14.617	14.617	0
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	47.931	58.247	68.648	78.834	89.526	115.364
Juros e rendimentos similares obtidos	24	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	22.636	22.636	19.807	16.977	14.148	11.318
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	25.319	35.611	48.841	61.857	75.379	104.046
Imposto sobre o rendimento do período	6.709	9.437	12.943	16.392	19.975	27.572
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	18.609	26.174	35.898	45.465	55.403	76.474

Anexo 20 – Demonstração de Resultados PRN

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	3.245.123	3.374.928	3.509.925	3.650.322	3.796.335	3.948.189
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	3.007.743	3.128.052	3.253.174	3.383.301	3.518.633	3.659.379
Fornecimento e serviços externos	68.518	70.573	72.691	74.871	77.117	79.431
Gastos com o pessoal	138.764	122.414	123.638	124.875	126.124	127.386
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	33.787	35.138	36.544	38.006	39.526	41.107
Outros gastos e perdas	10.262	10.672	11.099	11.543	12.005	12.485
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	53.624	78.355	85.867	93.737	101.982	110.615
Gastos/reversões de depreciação e amortização	26.510	26.510	26.510	18.093	15.090	15.090
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	27.113	51.844	59.356	75.644	86.891	95.525
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	0	0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	27.113	51.844	59.356	75.644	86.891	95.525
Imposto sobre o rendimento do período	7.963	15.227	17.433	22.217	25.520	28.056
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	19.150	36.618	41.923	53.428	61.371	67.469

Anexo 21 – Demonstração de Resultados POPNEUS

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	1.268.369	1.319.104	1.371.868	1.426.743	1.483.812	1.543.165
Subsídios à Exploração	3.336					
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	10.000					
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	869.277	904.048	940.210	977.818	1.016.931	1.057.608
Fornecimento e serviços externos	94.759	97.602	100.530	103.546	106.652	109.852
Gastos com o pessoal	196.013	115.541	116.697	117.864	119.043	120.234
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	10.840	11.274	11.725	12.194	12.682	13.189
Outros gastos e perdas	14.998	15.598	16.222	16.871	17.546	18.247
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	117.498	197.589	209.935	222.837	236.323	250.413
Gastos/reversões de depreciação e amortização	12.233	12.233	2.995	2.995	2.995	1.565
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	105.264	185.355	206.939	219.842	233.327	248.848
Juros e rendimentos similares obtidos	165	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	61.887	61.887	49.509	37.132	24.755	12.377
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	43.542	123.469	157.430	182.710	208.573	236.471
Imposto sobre o rendimento do período	16.254	46.091	58.769	68.206	77.860	88.275
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	27.288	77.378	98.661	114.504	130.712	148.196

Anexo 22 – Demonstração de Resultados VFF

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	1.563.390	1.625.926	1.690.963	1.758.601	1.828.945	1.902.103
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	1.149.987	1.195.987	1.243.826	1.293.580	1.345.323	1.399.136
Fornecimento e serviços externos	118.843	122.408	126.080	129.862	133.758	137.771
Gastos com o pessoal	212.909	213.140	215.272	217.424	219.599	221.796
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	818	850	884	920	956	995
Outros gastos e perdas	19.221	19.990	20.790	21.621	22.486	23.386
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	63.247	75.251	85.878	97.033	108.735	121.009
Gastos/reversões de depreciação e amortização	15.776	15.776	15.776	15.776	9.205	9.205
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	47.471	59.475	70.102	81.257	99.530	111.804
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	33.370	33.370	26.696	20.022	13.348	6.674
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	14.101	26.105	43.406	61.235	86.182	105.130
Imposto sobre o rendimento do período	4.923	9.113	15.153	21.377	30.086	36.701
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	9.178	16.992	28.253	39.858	56.096	68.429

Anexo 23 – Demonstração de Resultados RUI&IRM

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	224.869	233.864	243.219	252.948	263.065	273.588
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	154.247	160.417	166.834	173.507	180.447	187.665
Fornecimento e serviços externos	17.688	18.219	18.765	19.328	19.908	20.505
Gastos com o pessoal	50.464	50.803	51.312	51.825	52.344	52.867
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	3.709	3.857	4.012	4.172	4.339	4.513
Outros gastos e perdas	4.130	4.295	4.467	4.645	4.831	5.024
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	2.050	3.988	5.854	7.814	9.875	12.039
Gastos/reversões de depreciação e amortização	507	8.145	8.145	8.145	507	507
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	1.542	-4.157	-2.291	-330	9.367	11.532
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	0	0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	1.542	-4.157	-2.291	-330	9.367	11.532
Imposto sobre o rendimento do período	429	0	0	0	720	3.206
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	1.114	-4.157	-2.291	-330	8.648	8.326

Anexo 24 – Demonstração de Resultados FLS

Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	319.391	332.167	345.453	359.272	373.642	388.588
Subsídios à Exploração	3.664					
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	218.311	227.044	236.126	245.571	255.394	265.609
Fornecimento e serviços externos	41.698	42.949	44.238	45.565	46.932	48.340
Gastos com o pessoal	55.436	56.732	57.299	57.872	58.451	59.035
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	0	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	0					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	-5.173					
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	766	797	829	862	897	932
Outros gastos e perdas	2.544	2.646	2.752	2.862	2.977	3.096
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	11.004	3.593	5.868	8.264	10.786	13.440
Gastos/reversões de depreciação e amortização	22.608	12.733	10.803	10.803	0	0
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	-11.604	-9.140	-4.935	-2.539	10.786	13.440
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	2.186	2.811	2.874	2.823	2.660	2.388
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	-13.790	-11.951	-7.808	-5.362	8.126	11.052
Imposto sobre o rendimento do período	6.647	0	0	0	0	0
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	-20.437	-11.951	-7.808	-5.362	8.126	11.052

Anexo 25 – Demonstração de Resultados MEGAMundi

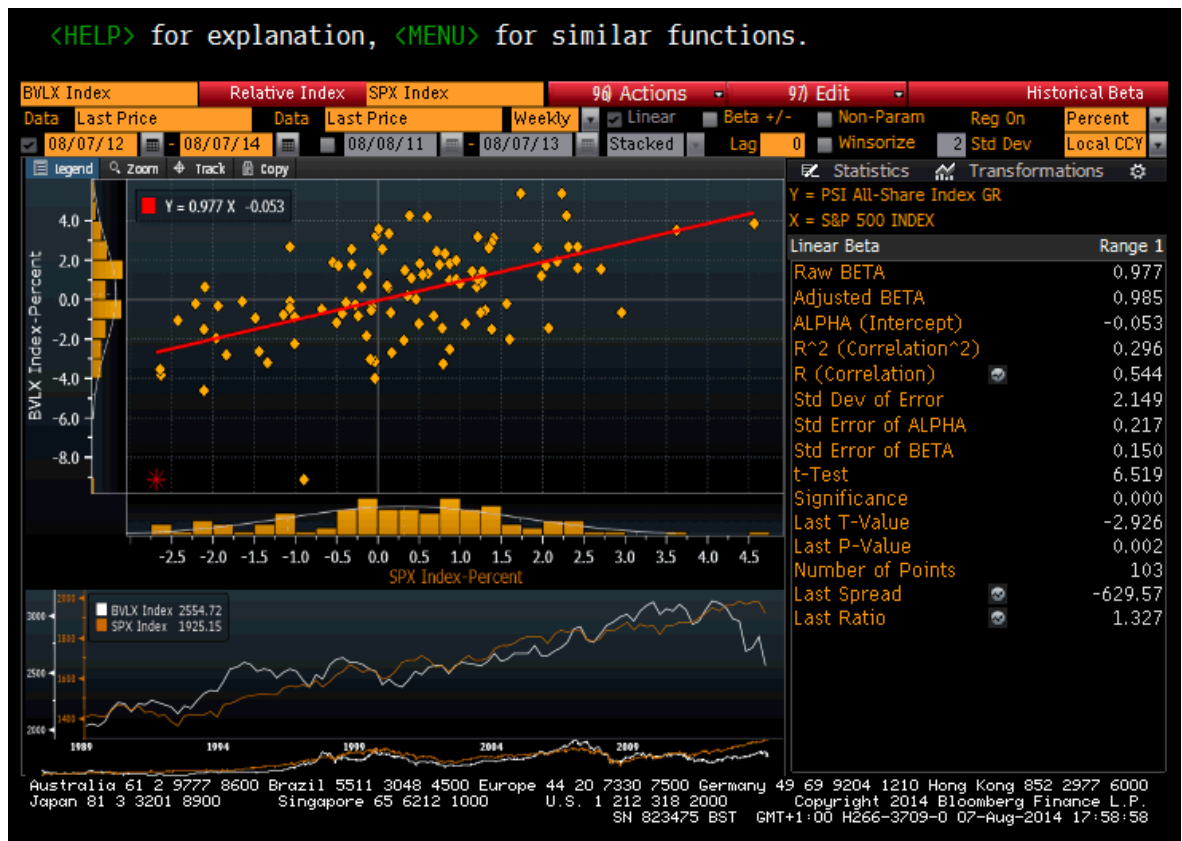
Demonstração de Resultados Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
Vendas e serviços prestados	6.265.026	7.204.780	7.276.828	7.349.596	7.423.092	7.497.323
Subsídios à Exploração						
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos						
Variação nos inventários da produção						
Trabalhos para a própria entidade						
CMVMC	6.031.986	6.844.541	6.912.986	6.982.116	7.051.937	7.122.457
Fornecimento e serviços externos	110.756	114.079	117.501	121.026	124.657	128.397
Gastos com o pessoal	134.635	135.982	137.341	138.715	140.102	141.503
Imparidade de inventários (perdas/reversões)						
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-30.600	0	0	0	0	0
Provisões (aumentos/reduções)	-584					
Imparidade de investimentos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
Aumentos/reduções de justo valor						
Outros rendimentos e ganhos	87.567	100.702	101.709	102.726	103.753	104.791
Outros gastos e perdas	76.161	87.585	88.461	89.346	90.239	91.141
EBITDA (Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos)	30.239	123.295	122.247	121.119	119.910	118.616
Gastos/reversões de depreciação e amortização	27.789	27.789	27.789	27.789	27.789	27.789
Imparidade de activos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)						
EBIT (Resultado Operacional)	2.450	95.506	94.458	93.330	92.121	90.827
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	0	0	0	0
Juros e gastos similares suportados	647	647	647	647	647	647
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	1.803	94.859	93.811	92.683	91.474	90.180
Imposto sobre o rendimento do período	478	25.138	24.860	24.561	24.241	23.898
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	1.325	69.722	68.951	68.122	67.233	66.282

Anexo 26 – Balanço MEGAMundi

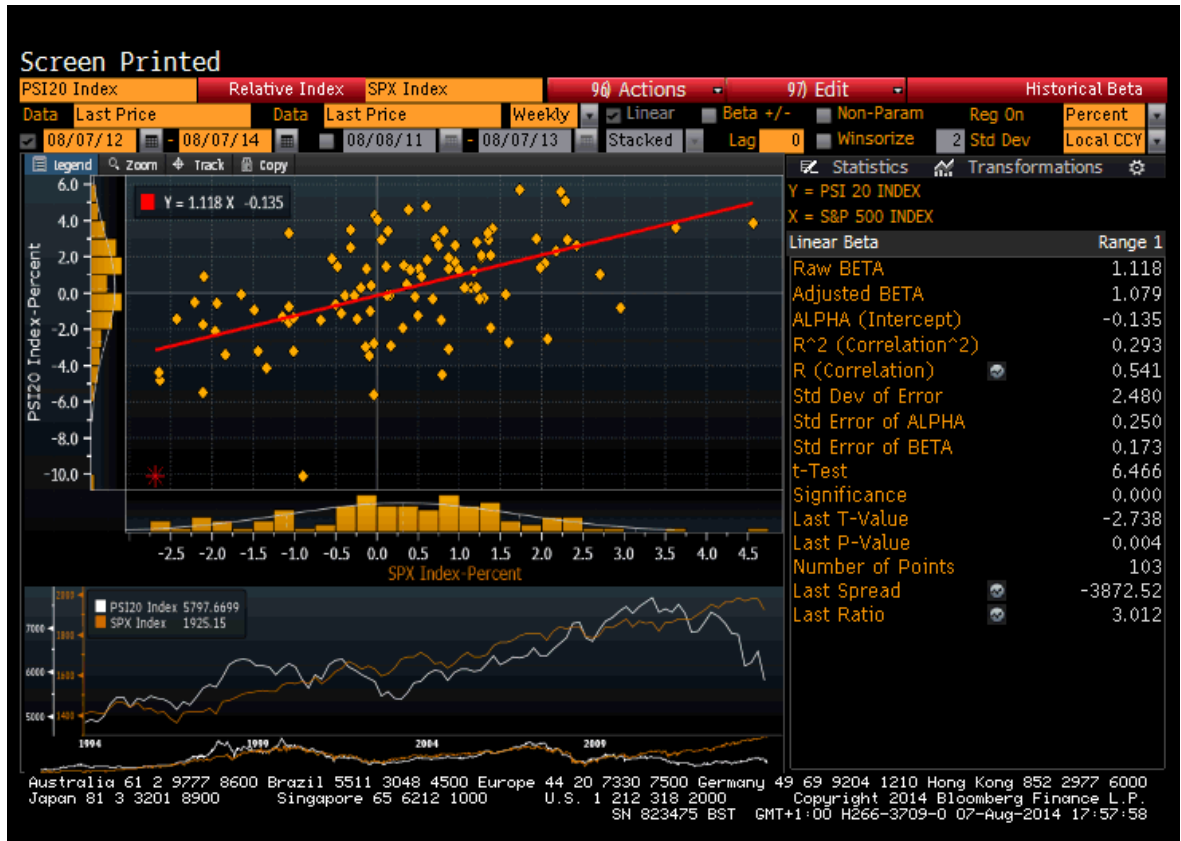
Balanço Previsional						
	2012	2013P	2014E	2015E	2016E	2017E
ACTIVO						
Activo Não Corrente	323 222	295 433	267 644	239 855	212 066	184 277
Activos fixos tangíveis	323 222	295 433	267 644	239 855	212 066	184 277
Propriedades de investimento	0	0	0	0	0	0
Activos Intangíveis	0	0	0	0	0	0
Investimentos financeiros						
Activo corrente	3 181 743	3 799 322	3 890 958	3 925 344	4 024 931	4 163 505
Inventários	29 166	285 189	288 041	290 922	293 831	296 769
Clientes	2 630 050	3 024 557	3 054 803	3 085 351	3 181 061	3 315 720
Estado e Outros Entes Públicos	0	0	0	0	0	0
Accionistas/sócios						
Outras contas a receber	69 277	37 242	95 780	96 738	97 705	98 682
Diferimentos	916					
Caixa e depósitos bancários	452 334	452 334	452 334	452 334	452 334	452 334
TOTAL ACTIVO	3 504 965	4 094 755	4 158 602	4 165 199	4 236 997	4 347 782
CAPITAL PRÓPRIO						
Capital realizado	766 160	766 160	766 160	766 160	766 160	766 160
Acções (quotas próprias)						
Outros instrumentos de capital próprio	-75 030	-75 030	-75 030	-75 030	-75 030	-75 030
Reservas	114 675	116 000	185 722	254 673	322 795	390 029
Excedentes de revalorização	17 930	17 930	17 930	17 930	17 930	17 930
Outras variações no capital próprio	0	0	0	0	0	0
Resultado líquido do período	1 325	69 722	68 951	68 122	67 233	66 282
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	825 060	894 782	963 733	1 031 855	1 099 089	1 165 371
PASSIVO						
Passivo não corrente	143 624	119 687	95 749	71 812	47 875	23 937
Provisões						
Financiamentos obtidos	143 624	119 687	95 749	71 812	47 875	23 937
Outras Contas a pagar						
Passivo corrente	2 536 280	3 080 287	3 099 119	3 061 532	3 090 034	3 158 474
Fornecedores	2 465 258	2 921 219	2 951 389	2 981 890	3 012 725	3 043 898
Estado e Outros Entes Públicos	956	43 588	43 363	43 114	42 840	42 540
Accionistas/sócios	32 500	30 000	25 000	20 000	20 000	20 000

Financiamentos Obtidos	0	0	0	0	0	0
Outras contas a pagar	37 567	85 480	79 367	16 528	14 469	52 036
TOTAL PASSIVO	2 679 904	3 199 974	3 194 869	3 133 344	3 137 908	3 182 412
TOTAL PASSIVO + CAPITAIS PRÓPRIOS	3 504 965	4 094 755	4 158 602	4 165 199	4 236 997	4 347 783

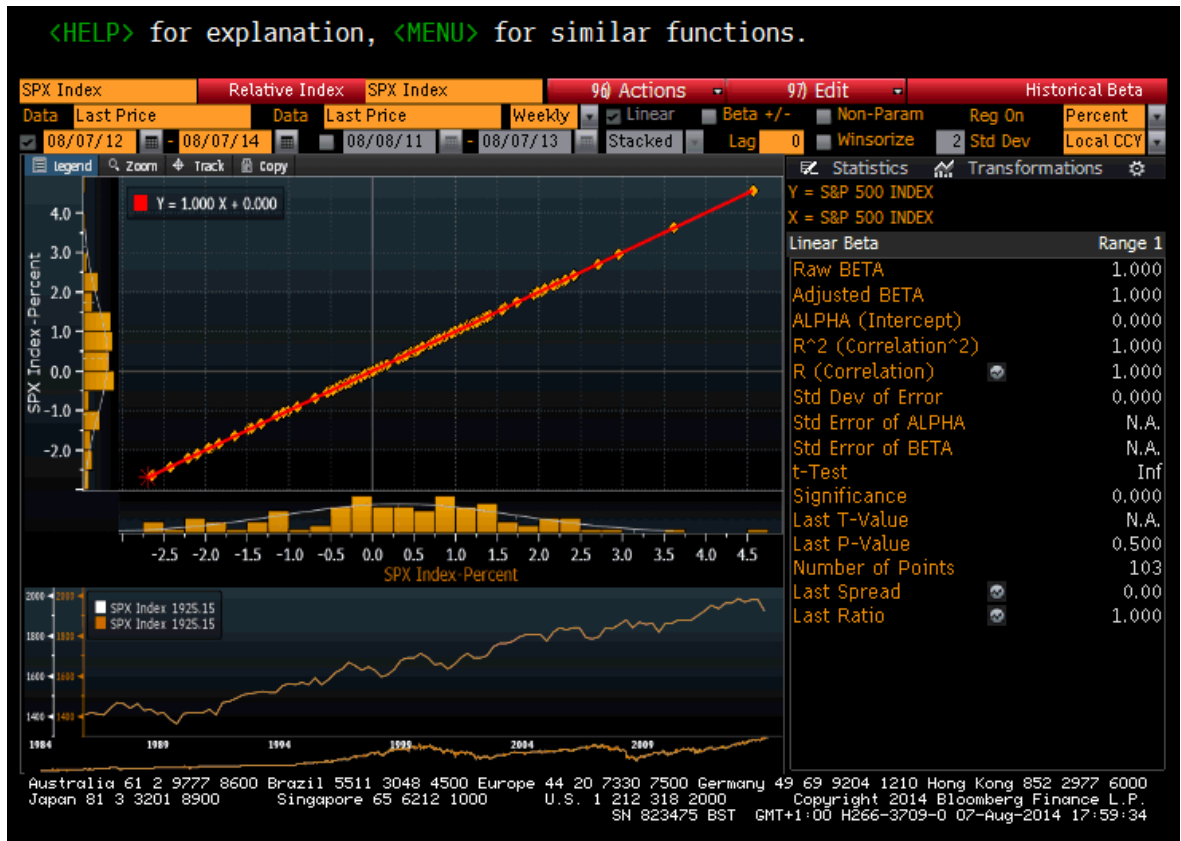
Anexo 27 –Beta PSI Geral



Anexo 28 – Beta PSI20



Anexo 29 – Beta S&P



Anexo 30 – Quadro da Empresa e do Setor (MEGAMundi)

Ano: 2012
 Empresa: 503943789 - MEGAMUNDI - SOCIEDADE COMERCIAL DE PNEUS S.A.
 Setor / Dimensão: 45310 - Comércio por grosso de peças e acessórios para veículos automóveis | Pequenas empresas

C. BALANÇO (continuação)

	2011		2012		Unidade - Euro
	Empresa	Méda do agregado	Empresa	Méda do agregado	
CAPITAL PROPRIO E PASSIVO	2 602 405	2 725 406	3 523 153	2 577 093	
Capital próprio	526 243	479 033	626 000	619 072	
Capital realizado	716 160	107 349	716 160	103 700	
Outros instrumentos de capital próprio	-	84 581	-	81 383	
Reservas e resultados transferidos	131 140	408 608	131 611	445 898	
Outros rubricas do capital próprio	- 43 530	30 306	- 75 650	25 046	
Diferenças de avaliação em ativos financeiros	-	4 328	-	1 116	
Diferenças de avaliação de revalorização	-	26 353	-	28 954	
Resultado líquido do período	1 471	45 562	1 319	33 765	
Diferenças antecipadas	-	134	-	-	
PASSIVO	1 013 246	1 247 399	2 698 094	1 227 710	
Passivos de terceiros	347 697	347 697	3 075	972 477	
Provisões	5 435	5 435	1 185	1 185	
Financiamentos obtidos	502 658	502 658	9 075	359 075	
Reprovisões por benefícios a prazo	201	201	-	-	
Passivos por impostos diferidos	4 326	4 326	-	1 664	
Outras contas a pagar	35 016	35 016	-	67 329	
Passivos financeiros	2 013 394	1 801 698	2 609 318	1 365 353	
Fornecedores	1 813 894	753 909	2 465 257	787 329	
Estado e outros entes públicos	37 572	310 928	18 762	106 590	
Financiamentos obtidos	122 781	405 387	199 258	315 450	
Diferencial	3 229	23 540	5 721	4 189	
Outros passivos comerciais	55 698	207 821	-	151 195	
Diferenças de instrumentos financeiros	-	2 139	-	314	
Outros instrumentos financeiros	506 465	633 209	510 913	715 138	
Fundo de manobra	2 293 159	1 783 259	2 677 404	1 749 059	
Necessidades críticas de exploração	1 831 456	864 948	2 684 039	884 319	
Necessidades de exploração	463 703	918 452	118 365	854 740	
Reserva para fundos de manobra	47 742	285 242	317 548	139 602	
Reserva para fundos de manobra	-	-	-	-	