



**O Impacto da Crise Pandémica Covid-19 e a Verificação  
do Pressuposto da Continuidade - O Caso do Sector  
Alojamento, Restauração e Similares**

**Daniel Filipe Nunes Martins**

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em

**Engenharia e Gestão Industrial**

Orientador: Prof. Cândido Jorge Peres Moreira

Coorientador: Prof. Pedro Miguel Baptista Pinheiro

**Júri:**

Presidente: Prof. Maria Margarida Martelo Catalão Lopes de Oliveira Pires Pina

Orientador: Prof. Cândido Jorge Peres Moreira

Vogal: Prof. Clara Margarida Simões Gariso

**Novembro 2022**

## **Declaração**

Declaro que o presente documento é um trabalho original da minha autoria e que cumpre todos os requisitos do Código de Conduta e Boas Práticas da Universidade de Lisboa.

## **Agradecimentos**

É com muito prazer que chego ao fim desta importante fase da minha vida, uma experiência com diversos desafios e aprendizagens que contribuíram para o meu desenvolvimento pessoal e profissional. A realização desta dissertação não teria sido possível sem o apoio e incentivo de familiares, amigos e professores, aos quais manifesto o meu agradecimento.

Quero agradecer em primeiro lugar ao professor Cândido Peres por todo o seu apoio durante estes meses, estando sempre disponível para me auxiliar, e por todo o conhecimento transmitido ao longo desta jornada.

Ao professor Pedro Pinheiro pela sua orientação, disponibilidade e sugestões que foram fundamentais na realização desta dissertação.

Por fim, mas não menos importante, a todos os meus amigos e família que me apoiaram incondicionalmente durante este percurso, estando sempre presentes nos bons e nos maus momentos.

## **Resumo**

Com o aparecimento da Covid-19 e o seu alastramento por todo o mundo, a vida das pessoas e das empresas foi severamente afetada. De forma a conter a transmissão do vírus, diversos países aplicaram medidas de restrição que levaram à redução da atividade empresarial, sendo o setor do Alojamento, Restauração e Similares um dos mais afetados. Com o objetivo de analisar o impacto da crise pandémica causada pela Covid-19 e o pressuposto da continuidade para o setor em estudo, foi definida uma amostra composta por 110 empresas pertencentes aos setores em questão e que obtiveram a certificação legal de contas de 2010 a 2020. Tendo como base esta amostra e as médias setoriais, foram aplicados os indicadores económico-financeiros e três modelos preditivos de falência, de forma a analisar a variação de performance registada por este setor no período em estudo. Através desta análise foi possível constatar, de 2019 a 2020, uma variação bastante significativa nos indicadores económico-financeiros e um aumento do número de empresas a declarar falência, o que significa que a pandemia agravou a situação financeira das empresas e que estas apresentam um maior risco de falência em 2020.

**Palavras-chave:** Setor Alojamento, Restauração e Similares; Análise económico-financeira; Covid-19; Falência

## **Abstract**

With the emergence of Covid-19 and its spread around the world, the lives of people and businesses have been severely affected. To contain the transmission of the virus, several countries have applied restriction measures that have led to a reduction in business activity, with the Accommodation, Restaurants, and Similar sector being one of the most affected. To analyse the impact of the Covid-19 crisis and the assumption of continuity for the sector under study, a sample composed of 110 companies belonging to the sector in question and that obtained legal certification of accounts from 2010 to 2020 was defined. Based on this sample and the sector averages, economic and financial indicators and three predictive models of bankruptcy were applied to analyse the performance variation recorded by this sector during the study period. Through this analysis, it was possible to verify, from 2019 to 2020, a very significant variation in the economic and financial indicators and an increase in the number of bankrupt companies, which means that the pandemic has worsened the financial situation of the companies and that they present a higher risk of bankruptcy in 2020.

**Keywords:** Accommodation, Restaurants, and Similar sector; Economic-financial analysis; Covid-19; Bankruptcy

## Índice

1. Introdução.....	1
1.1. Contexto e problemática.....	1
1.2. Questões de investigação, objeto e objetivos.....	1
1.3. Estrutura da dissertação.....	2
2. Relato empresarial.....	3
2.1. Processo de relato.....	3
2.2. Análise de informação financeira.....	6
2.2.1. Análise univariável.....	7
2.2.2. Análise multivariável.....	13
2.2.3. Análise de criação de valor.....	18
2.3. Alojamento, restauração e similares.....	22
2.3.1. Contextualização do setor e evolução histórica.....	22
3. Metodologia.....	27
3.1. População e amostra.....	27
3.2. Hipóteses de investigação.....	28
3.3. Variáveis.....	29
3.4. Técnicas estatísticas.....	31
4. Estudo empírico.....	32
4.1. Contextualização económica.....	32
4.1.1. Europeia.....	32
4.1.2. Nacional.....	34
4.2. Apresentação e análise dos resultados.....	37
4.2.1. Análise univariável.....	37
4.2.2. Análise multivariável.....	54
4.2.3. Análise de criação de valor.....	57
5. Conclusão.....	60
5.1. Resposta às questões de partida.....	60
5.2. Conclusões finais.....	62
5.3. Limitações do estudo.....	63
5.4. Perspetivas futuras.....	64

6. Referências bibliográficas .....	65
7. Anexos.....	70
Anexo A – Listagem das empresas pertencentes à amostra .....	70
Anexo B – Resultados dos indicadores de Liquidez.....	73
Anexo C – Resultados dos indicadores de Endividamento e estrutura de capital .....	75
Anexo D – Resultados dos indicadores de Funcionamento ou eficiência .....	76
Anexo E – Resultados dos indicadores de Rendibilidade .....	79
Anexo F – Resultados dos indicadores de Risco .....	81
Anexo G – Resultados dos modelos de previsão de falência empresarial.....	82
Anexo H – Cálculos auxiliares do EVA® .....	84
Anexo I – Resultados dos indicadores de criação de valor .....	86

## Índice de figuras

Figura 1 – Evolução do número de empresas por dimensão no CAE 55 .....	24
Figura 2 – Evolução do número de pessoas ao serviço na CAE 55 .....	24
Figura 3 – Evolução do volume de negócios no CAE 55 .....	25
Figura 4 – Evolução do número de empresas por dimensão no CAE 56 .....	25
Figura 5 – Evolução do número de pessoas ao serviço no CAE 56 .....	26
Figura 6 – Evolução do volume de negócios no CAE 56 .....	26
Figura 7 – Evolução da população ativa na UE .....	32
Figura 8 – Evolução do PIB per capita na UE .....	33
Figura 9 – Evolução das taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro na UE .....	34
Figura 10 – Evolução da dívida pública em percentagem do PIB na UE .....	34
Figura 11 – Evolução da população ativa em Portugal .....	35
Figura 12 – Evolução do PIB per capita em Portugal .....	35
Figura 13 – Evolução das taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro em Portugal .....	36
Figura 14 – Evolução da dívida pública em percentagem do PIB em Portugal .....	36
Figura 15 – Tesouraria .....	38
Figura 16 – Liquidez Geral, Reduzida e Imediata para a amostra CAE 55 .....	39
Figura 17 – Liquidez Geral, Reduzida e Imediata para a amostra CAE 56 .....	39
Figura 18 – Autonomia financeira .....	40
Figura 19 – Estrutura de Endividamento .....	41
Figura 20 – Rotação do Ativo .....	43
Figura 21 – Duração Líquida do Ciclo de Exploração do CAE 56 e da amostra CAE 55 .....	44
Figura 22 – Duração Líquida do Ciclo de Exploração da empresa média CAE 55 .....	44
Figura 23 – Prazo Médio de Pagamentos .....	44
Figura 24 – Prazo Médio de Recebimentos .....	45
Figura 25 – Prazo Médio de Inventários da empresa média CAE 55 .....	45
Figura 26 – Prazo Médio de Inventários do CAE 56 e da amostra CAE 55 .....	45
Figura 27 – Custo médio anual por empregado .....	46
Figura 28 – Rendimento médio anual por empregado .....	47
Figura 29 – Rendibilidade Operacional do Ativo .....	48
Figura 30 – Margem Bruta por Volume de Negócios .....	49
Figura 31 – Rendibilidade Líquida do Ativo .....	50
Figura 32 – Rendibilidade dos Capitais Próprios .....	51
Figura 33 – Rendibilidade Operacional das Vendas .....	52
Figura 34 – Margem de Segurança .....	53
Figura 35 – Grau de Alavanca Financeira .....	54
Figura 36 – EVA <sup>®</sup> por unidade de Ativo .....	58
Figura 37 – Valor Acrescentado Bruto por unidade de Ativo .....	59

## Índice de tabelas

Tabela 1 – Relação entre Z"-Score e rating Standard & Poors .....	15
Tabela 2 – Variáveis utilizadas.....	29
Tabela 3 – Percentagem de empresas da amostra com AF>30% .....	41
Tabela 4 – Percentagem de empresas da amostra com maioria de Passivo não corrente .....	42
Tabela 5 – Classificação dos setores por modelo .....	55
Tabela 6 – Percentagem de empresas falidas por modelo.....	55
Tabela 7 – Número de empresas segundo o rating Standard & Poors .....	56
Tabela 8 – Percentagem de empresas da amostra com EVA® positivo .....	58

## **Lista de abreviaturas**

ADM – Análise Discriminante Multivariada

AF – Autonomia Financeira

AHRESP – Associação da Hotelaria, Restauração e Similares de Portugal

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CI – Capital Investido

CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital

CMVMC – Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

CP – Capital Próprio

DLCE – Duração Líquida do Ciclo de Exploração

EC – Estrutura Conceptual

EE – Estrutura de Endividamento

EVA – *Economic Value Added*

FM – Fundo de Maneio

FSE – Fornecimento e Serviços Externos

GAF – Grau de Alavanca Financeira

GAO – Grau de Alavanca Operacional

IASB – *International Accounting Standards Board*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

INE – Instituto Nacional de Estatística

ISR – Imposto Sobre Rendimento

IVA – Imposto Valor Acrescentado

LG – Liquidez Geral

LI – Liquidez Imediata

LR – Liquidez Reduzida

MB – Margem Bruta

MS – Margem de Segurança

NCRF – Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro

NFM – Necessidades de Fundo de Maneio

OEP – Outras Entidades Privadas

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

PMI – Prazo Médio de Inventários

PMP – Prazo Médio de Pagamentos

PMR – Prazo Médio de Recebimentos

POC – Plano Oficial de Contabilidade

PSI – *Portuguese Stock Index*

RAI – Resultado Antes de Impostos

RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios

RLA – Rendibilidade Líquida do Ativo

RO – Resultado Operacional

ROA – Rendibilidade Operacional do Ativo

ROV – Rendibilidade Operacional das Vendas

S&P – *Standard & Poors*

SNC – Sistema de Normalização Contabilístico

UE – União Europeia

VAB – Valor Acrescentado Bruto

# 1. Introdução

## 1.1. Contexto e problemática

No início do ano de 2020 foi identificada uma nova doença infecciosa conhecida como COVID-19. Esta doença, que teve origem na cidade de Wuhan, rapidamente se alastrou a todos os países do mundo provocando uma emergência de saúde pública mundial.

Em Portugal, o impacto desta pandemia foi bastante severo a nível económico, tendo-se verificado a suspensão ou restrição de atividades em vários setores como o da restauração, turismo, cultura, construção, entre outros, levando assim a uma redução da atividade empresarial e a um aumento do desemprego e do número de falências. Um dos fatores onde é possível verificar as consequências desta pandemia é no PIB (Produto Interno Bruto), onde se registou uma redução de 8,40% em Portugal, segundo o INE (2022), de 2019 para 2020, uma queda histórica e sem precedentes desde que há registo.

De acordo com o Banco de Portugal (2021), de todos os setores que foram afetados por esta crise sanitária, o setor do Alojamento, Restauração e Similares foi o mais prejudicado e onde se perspetiva uma recuperação mais lenta. Um inquérito realizado pela AHRESP (Associação da Hotelaria, Restauração e Similares de Portugal) em março de 2021 permitiu evidenciar as dificuldades sentidas por este setor, onde 49,00% das empresas deste setor registaram quebras de faturação na ordem dos 90,00% no mês de março, sendo que 17,00% das empresas de Alojamento Turístico admitiram avançar para insolvência, aumentando este valor para 29,00% relativamente a Restaurantes e Similares.

Como foi possível verificar, esta crise pandémica que teve início no ano de 2020 e que até hoje está presente, teve um impacto bastante significativo na economia de Portugal, sendo o setor de Alojamento, Restauração e Similares aquele que tem passado maiores dificuldades desde o seu início. Assim, dada toda esta conjuntura, torna-se imperativo realizar uma análise económico-financeira que nos permita obter uma perceção mais pormenorizada de como esta área reagiu a estes tempos adversos e as suas verdadeiras implicações.

## 1.2. Questões de investigação, objeto e objetivos

Com esta dissertação pretende-se realizar uma revisão bibliográfica dos conceitos e principais indicadores da análise económico-financeira e da criação de valor, sendo depois estes aplicados ao setor de Alojamento, Restauração e Similares, sendo o objeto do trabalho a análise do impacto da pandemia na situação económico-financeira do referido setor.

Assim, e tendo em conta o exposto, foi formulada uma questão de investigação principal e três questões de investigação derivadas. A questão de investigação principal referida é a seguinte:

Q1: Qual o impacto na verificação do pressuposto da continuidade decorrente da pandemia no setor de Alojamento, Restauração e Similares?

Decorrente da questão de investigação principal, foram formuladas as seguintes questões derivadas:

Q1.1: Qual a evolução dos indicadores económico-financeiros das empresas do setor de Alojamento, Restauração e Similares de 2010 a 2020?

Através da utilização dos indicadores das empresas do setor relativos à liquidez, endividamento e estrutura de capital, funcionamento e eficiência, rentabilidade, risco e criação de valor (EVA® e VAB), pretende-se analisar a evolução destes mesmos indicadores, no período de análise.

Q1.2: As empresas do setor de Alojamento, Restauração e Similares apresentam um maior risco de falência em 2020, quando comparado com o ano de 2019 (pré-pandemia)?

Por intermédio de modelos preditivos de falência pretende-se avaliar se o pressuposto da continuidade se verifica ou se existiu uma quebra na verificação deste pressuposto, por parte das empresas pertencentes a este setor, devido ao aparecimento do Covid-19.

Q1.3: As empresas pertencentes ao setor Alojamento tiveram uma maior repercussão da pandemia do que as empresas do setor Restauração e Similares?

Analisar se o impacto foi diferenciado em cada um dos subsectores mencionados, em função da sua diferente exposição operacional à pandemia.

### **1.3. Estrutura da dissertação**

De forma a estudar o impacto da crise pandémica Covid-19 no caso do sector Alojamento, Restauração e Similares, o presente trabalho divide-se em quatro capítulos diferentes: a revisão de leitura, a metodologia, o estudo empírico, a conclusão e as limitações e perspetivas futuras.

No primeiro capítulo é efetuado um enquadramento do processo de relato e a sua evolução histórica, bem como a contextualização dos métodos de análise económico-financeira mais utilizados ao longo dos anos, nomeadamente os rácios financeiros, os modelos de previsão de falência e a criação de valor.

O segundo capítulo corresponde à metodologia, no qual são apresentadas a população e amostra, as hipóteses de investigação, as variáveis e por fim, as técnicas estatísticas.

De seguida, no terceiro capítulo será realizada uma análise da situação económico-financeira do setor em estudo, dos resultados dos modelos de previsão de falência e de criação de valor.

No quarto capítulo, serão apresentadas as respostas às questões de partida, as principais conclusões deste estudo, bem como as principais limitações durante a elaboração da presente dissertação e as perspetivas futuras.

## 2. Relato empresarial

Neste ponto serão abordados um conjunto de aspetos indispensáveis para a compreensão da problemática em estudo. Assim, será abordado o processo de relato da informação e sua origem, o processo de análise da informação financeira e por último, o setor do alojamento, restauração e similares.

### 2.1. Processo de relato

Dado o atual cenário de globalização dos mercados e a complexidade das transações comerciais das empresas num ambiente internacional, torna-se imperativo que haja uma harmonização contabilística de forma a facilitar as decisões de negócios (Antunes, 2008).

Esta harmonização é obtida através da elaboração de normas e regras contabilísticas internacionais que permitam reduzir as diferenças entre as normas que são utilizadas em cada país. A harmonização contabilística é assim “o processo de redução de regras contabilísticas diferentes por forma a melhorar a comparabilidade internacional das Demonstrações Financeiras” (Chand e Patel, 2008).

Em julho de 2002, a União Europeia (UE) adotou as *International Financial Reporting Standards* (IFRS) do *International Accounting Standards Board* (IASB), com o objetivo de melhorar a qualidade da informação financeira, tornando-a mais comparável e transparente a nível internacional, aumentando a confiança nos mercados financeiros e protegendo os interesses dos investidores (Rocha, 2021).

A introdução desta nova regulamentação obrigou a que todas as empresas portuguesas, cujos títulos fossem negociados no mercado europeu, elaborassem as Demonstrações Financeiras Consolidadas de acordo com as IAS/IFRS a partir de 2005 (Rendas, 2021).

Em 1 de janeiro de 2010, em Portugal, foi revogado o Plano Oficial de Contabilidade (POC) e entrou em vigor o Sistema de Normalização Contabilístico (SNC). Este novo modelo contabilístico veio assegurar a conformidade com as IAS/IFRS implementadas pela UE e tem como base as Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF), que são uma adaptação das normas internacionais de contabilidade (Rocha, 2021).

Segundo Barbosa (2015), o processo de relato consiste, principalmente, nas Demonstrações Financeiras das empresas onde estas manifestam o seu desempenho financeiro bem como alterações que poderão ter ocorrido durante o período.

As Demonstrações Financeiras são assim um fulcral instrumento onde estão patentes informações sobre a situação económico-financeira da empresa e que servem de base para as organizações e os *stakeholders* na altura da tomada de decisão. Silva e Souza (2011) referem que “as Demonstrações Financeiras também são chamadas de relatórios contabilísticos e são a

fonte de informações para análise, servindo de base, inclusive para avaliar possíveis investimentos”.

Do mesmo modo, Martins (2011) afirma que as Demonstrações Financeiras têm como objetivos: “proporcionar informação útil aos utilizadores; avaliar a capacidade de uma entidade gerar dinheiro e equivalentes de dinheiro e da tempestividade e certeza da sua geração; informar sobre os recursos económicos controlados pela entidade, estrutura financeira, liquidez e solvência”.

De acordo a Norma Contabilística e de Relato Financeiro 1 (NCRF 1), parágrafo 9, “as Demonstrações Financeiras devem ser apresentadas pelo menos anualmente. Quando se altera a data do balanço de uma entidade e as Demonstrações Financeiras anuais sejam apresentadas para um período mais longo ou mais curto do que um ano, a entidade deve divulgar, além do período abrangido pelas Demonstrações Financeiras:

- a) Razão para usar um período mais longo ou mais curto;
- b) O facto de que não são inteiramente comparáveis quantias comparativas da demonstração dos resultados, da demonstração das alterações no Capital Próprio (CP), da demonstração de fluxos de caixa e das notas do anexo relacionadas”.

Conforme é referido pela Estrutura Conceptual (EC) do SNC, estas demonstrações incluem normalmente “um balanço, uma demonstração dos resultados, uma demonstração das alterações na posição financeira e uma demonstração de fluxos de caixa, bem como as notas e outras demonstrações e material explicativo que constituem parte integrante das Demonstrações Financeiras. Elas podem também incluir mapas suplementares e informação baseada em tais demonstrações ou derivada delas, e que se espera que seja lida juntamente com elas”.

Dado que o relato financeiro tem como objetivo fornecer elementos sobre a posição financeira da entidade, é necessário que essas componentes tenham certas características qualitativas de modo a serem úteis para os usuários que foram descritos anteriormente. A EC do SNC, do parágrafo 25 ao 42, descreve 4 características qualitativas principais (compreensibilidade, a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade) e outras características a estas associadas:

- a) Compreensibilidade – A informação apresentada nas Demonstrações Financeiras deve ser facilmente compreensível pelos utentes, sendo que estes devem ter um conhecimento base das atividades económicas da empresa e da contabilidade;
- b) Relevância – O relato deve ser relevante na tomada de decisões dos utentes, influenciando as suas decisões económicas;
- c) Fiabilidade – A informação tem de ser isenta de erros materiais e de preconceitos, representando o que era suposto apresentar;
- d) Comparabilidade – Os utentes têm de ser capazes de comparar as Demonstrações Financeiras de uma entidade ao longo do tempo e até entre entidades de forma a avaliar o seu desempenho e a evolução da posição financeira da entidade;
- e) Materialidade – A informação é material se a sua omissão ou inexatidão influenciarem as decisões económicas dos utilizadores;

- f) Substância sobre a forma – Todas as transações e acontecimentos devem ser contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica e não meramente com a sua forma legal;
- g) Neutralidade – A informação presente nas Demonstrações Financeiras tem de ser neutra, não influenciando a tomada de decisão com o objetivo de atingir um certo resultado ou um efeito predeterminado;
- h) Prudência - A inclusão de um grau de precaução no exercício dos juízos necessários ao fazer as estimativas necessárias em condições de incerteza, de forma que os Ativos ou rendimentos não sejam sobreavaliados e os Passivos ou os gastos não sejam subavaliados;
- i) Plenitude – O relato deve ser completo, dado que uma omissão pode levar a que a informação seja falsa ou enganadora;
- j) Representação fidedigna – A informação tem de representar fidedignamente as transações e outros acontecimentos que ela pretende representar.

Apesar da informação financeira ser de extrema importância, é importante referir que esta tem algumas limitações. Segundo Peres (2014), uma das principais limitações é o facto de a informação contabilística ser quantitativa, o que pode levar à leitura incorreta dos dados por parte de um utente externo. Por exemplo, duas empresas com o mesmo valor de volume de negócios, Ativos Totais e saldos de clientes podem ser extremamente diferentes caso numa empresa as vendas sejam realizadas para três clientes e se na outra para mil clientes (Peres 2014).

Outro exemplo apresentado pelo mesmo autor, prende-se com a utilização de critérios fiscais para o cálculo de Amortizações, Depreciações e Imparidades de contas a receber que podem resultar em diferenças nos resultados obtidos, tanto positivamente como negativamente.

No entanto, apesar de haver alguns riscos na utilização da informação financeira, existem alguns “indicadores de alarme” que permitem reduzir esse mesmo risco e assim detetar variações duvidosas e significativas do que são considerados os padrões “normais” (Henriques, 2021).

Segundo Peres (2014) existem os seguintes “indicadores de alarme”:

- a) Elevados valores nas rubricas de Caixa e Equivalentes de Caixa combinado com Passivos remunerados significativos, o que pode indicar ineficiência financeira;
- b) Caixa e equivalentes de caixa elevados considerando o Prazo Médio de Recebimentos (PMR) e o volume de negócios o que pode traduzir-se na existência de despesas não documentadas;
- c) Prazos médios de recebimentos ou de rotação de inventários muito elevados poderão demonstrar riscos não cobertos por paridades, sobrefaturação, cobranças, entre outros;
- d) Reduzido retorno em participações financeiras ou investimentos relevantes;
- e) Taxas médias de Depreciação/Amortização de Ativos muito baixas, o que podem indicar uma redução da imputação das amortizações e conseqüentemente na manipulação de resultados;
- f) Alterações injustificadas nas Provisões e Imparidades (aumentos ou reduções);

- g) Ativos por impostos diferidos referentes a prejuízos onde não existe um indício de recuperação desses mesmos prejuízos por parte da entidade.

Além destes “indicadores de alarme”, a própria análise da informação financeira poderá detetar algumas anomalias, sendo que, com o avançar dos normativos contabilísticos, os fatores indutores dos erros contabilísticos têm vindo a diminuir devido ao maior rigor que é exigido pelas entidades reguladoras (Henriques, 2021).

## **2.2. Análise de informação financeira**

De uma forma geral, a análise de informação financeira permite observar a atual situação financeira da entidade e é essencial para o planeamento do futuro da empresa, tanto a longo como a curto prazo.

Reforçando esta ideia, Rosillón e Alejandra (2009) referem que “a utilização de ferramentas e técnicas adequadas procura avaliar a posição financeira e os resultados da atividade empresarial no presente e passado para se obter as melhores estimativas para o futuro”. No entanto, de acordo com Rego (2005), esta “análise é relativa e somente, por comparações históricas com outras entidades e com o setor, poderá indicar qual a real condição da entidade. Nenhum indicador é bom ou ruim isoladamente”.

Segundo Sebastião (2014), esta análise tem como objetivos: “analisar a tendência das variáveis financeiras e operacionais envolvidas na entidade; avaliar a sua situação económica e financeira para determinar o nível de cumprimento de metas pré-determinadas; verificar a consistência das informações financeiras com a realidade da entidade; identificar os problemas existentes, implementar medidas corretivas adequadas e servir de guia para um planeamento de gestão financeira eficiente e eficaz”.

A análise financeira consiste assim numa análise técnica de sintetização e sistematização da informação económico-financeira, transformando os dados em informações que tenham utilidade para os *stakeholders* (Henriques, 2021).

Na opinião de Martins (2004), para realizar uma análise financeira correta, é preciso ter em consideração os seguintes fatores:

- a) O destinatário, a finalidade, a qualidade e fiabilidade da informação, as normas contabilísticas e o regime tributário;
- b) Informação não financeira.

Refere Samonas (2015) que a análise financeira é uma parte essencial do negócio dado que permite identificar com antecedência potenciais indicadores de risco de falência, algo que segundo Breia (2013), não acontece regularmente uma vez que, em média, só após três ou quatro anos da existência do problema é que este é identificado e tentado solucionar.

Nesta dissertação e num contexto da análise de informação financeira, serão utilizadas a análise univariável, análise multivariável e análise de criação de valor.

### **2.2.1. Análise univariável**

A análise univariável, ou método dos rácios, é tipicamente o método mais utilizado para fazer o tratamento da informação presente nas Demonstrações Financeiras e permite avaliar os resultados financeiros e económicos durante um determinado período.

Segundo Roda (2011), “o cálculo de rácios permite avaliar a evolução económica e financeira de uma empresa entre anos de atividade e permite comparar valores entre empresas do mesmo setor”.

Neste método, e de acordo com Peres (2014), as variáveis são observadas e analisadas individualmente, não existindo o objetivo de encontrar uma relação integrada entre duas ou mais variáveis.

Dado que existem inúmeros rácios que podem ser utilizados, é necessário ter em conta o objetivo da análise, bem como o enquadramento macroeconómico em que se encontra, uma vez que, a comparação entre empresas de diferentes setores pode traduzir-se em conclusões imprecisas.

Tal como em todas as análises existem vantagens e limitações. Neste caso, as vantagens são as seguintes (Fernandes *et al.*, 2016):

- a) Práticos e fáceis de construir, pelo facto de a informação necessária para realizar o seu cálculo ser fácil de obter;
- b) Permitem resumir muita da informação que está presente nas Demonstrações Financeiras;
- c) Possibilitam a comparação no setor e no tempo.

Segundo Peres (2014) e Costa (2017), as principais limitações são:

- a) A inexistência de um único modelo para cada rácio, o mesmo rácio pode ser calculado de formas diferentes;
- b) A comparação entre empresas do mesmo setor pode originar resultados enganadores se as empresas utilizarem diferentes métodos contabilísticos;
- c) A relação entre duas variáveis pode não ser linear;
- d) Os dados são meramente quantitativos e não têm em consideração fatores qualitativos.

Sendo esta dissertação uma análise económico-financeira do setor Alojamento, Restauração e Similares, torna-se fulcral utilizar o método dos rácios para aferir o desempenho das empresas deste setor. Para esta análise será tido em consideração os rácios de liquidez, endividamento e estrutura de capital, funcionamento e eficiência, rentabilidade e risco.

### 2.2.1.1. Liquidez

A análise de liquidez de uma empresa consiste, resumidamente, na capacidade que esta tem para cumprir com as obrigações de curto prazo. Segundo Oliveira (2019), estes indicadores permitem perceber até que ponto os Passivos de curto prazo estão cobertos pelos Ativos que irão ser transformados em meios financeiros no mesmo período temporal.

No entanto, a sua análise por si só pode não ser suficiente para averiguar essa mesma capacidade, pelo que será necessário também compreender o conceito de Tesouraria, e por consequência o Fundo de Maneio (FM) e as Necessidades de Fundo Maneio (NFM).

O FM corresponde à diferença entre Ativos e Passivos de curto prazo, sendo que os Ativos correntes correspondem a dinheiro, títulos negociáveis, inventários e contas a receber. Existe uma cobertura total de todas as obrigações a curto prazo quando  $FM > 0$ .

$$FM = \textit{Ativo de Curto Prazo} - \textit{Passivo de Curto Prazo} \quad (1)$$

As NFM, por outro lado, comparam os Ativos e Passivos cíclicos, sendo que os Ativos cíclicos são constituídos por inventários, adiantamento a fornecedores, clientes e estado e outros entes públicos a receber. Já os Passivos cíclicos são geralmente adiantamento de clientes, estado e outros entes públicos a pagar e fornecedores. NFM negativas podem indicar que a entidade está a gerar excedente, sendo que, o contrário pode significar uma pressão no FM e obrigar a um financiamento fora do ciclo de exploração (Rendas, 2021).

$$NFM = \textit{Ativo Cíclico} - \textit{Passivo Cíclico} \quad (2)$$

Os Ativos e os Passivos de curto prazo têm assim uma componente cíclica (recorrente) e uma componente acíclica (não dependente do ciclo de exploração). A Tesouraria, ao contrário das NFM, corresponde à diferença entre os componentes acíclicos (requisitos acíclicos menos recursos acíclicos) e pode ser obtido através da seguinte equação:

$$\textit{Tesouraria} = FM - NFM \quad (3)$$

Entre os indicadores de liquidez, aqueles que serão analisados nesta dissertação são a Liquidez Geral (LG), Liquidez Reduzida (LR) e Liquidez Imediata (LI).

- Liquidez Geral

Este indicador permite comparar o Ativo de curto prazo com o Passivo de curto prazo, sendo que, regra geral, se  $LG \geq 1$  então o Ativo de curto prazo é maior ou igual que o Passivo de curto prazo, ou seja, a empresa tem uma boa situação financeira a curto prazo. De acordo com o *Bank of America* (2022), o valor de referência para este indicador é de 1,20.

$$\textit{Liquidez Geral} = \frac{\textit{Ativo de Curto Prazo}}{\textit{Passivo de Curto Prazo}} \quad (4)$$

Se  $LG < 1$ , a conversão de todos os Ativos de curto prazo em meios líquidos não chegarão para abranger todos os Passivos de curto prazo, sendo que, no entanto, isto não significa que a empresa não se encontra equilibrada financeiramente. Fazendo a ligação com a Tesouraria, se  $LG < 1$  então o FM será negativo e como tal a Tesouraria só será positiva se  $NFM < FM$ . No sentido inverso, se  $LG > 1$ , as NFM terão de ser maiores que o FM para que a Tesouraria seja positiva e assim garantir que a entidade está em equilíbrio financeiro.

- **Liquidez Reduzida**

A diferença entre a LR e a LG é que na primeira são excluídos os inventários do Ativo de curto prazo. Este indicador permite realçar os inventários pois se existir uma grande diferença entre LR e LG, isto poderá significar que os inventários têm um peso significativo na liquidez da empresa. Se  $LR \geq 1$ , então o Ativo de curto prazo, subtraindo os inventários, será possivelmente suficiente para compensar os Passivos de curto prazo.

$$Liquidez Reduzida = \frac{Ativo de Curto Prazo - Inventários}{Passivo de Curto Prazo} \quad (5)$$

- **Liquidez Imediata**

A Liquidez Imediata é a divisão das disponibilidades pelo Passivo de curto prazo, sendo que, disponibilidades são todos os meios líquidos, como dinheiro nas contas bancárias, que podem ser utilizados no imediato. Se LI for maior ou igual a um, então as disponibilidades serão suficientes para cumprir com as obrigações no curto prazo.

$$Liquidez Imediata = \frac{Disponibilidades}{Passivo de Curto Prazo} \quad (6)$$

### **2.2.1.2. Endividamento e estrutura de capital**

Ao passo que os rácios de liquidez têm como objetivo avaliar a situação da empresa no curto prazo, os rácios de endividamento e estrutura de capital permitem analisar a médio e longo prazo, bem como a sobrecarga da dívida. Pinho e Tavares (2005) referem que “este grupo de indicadores mensura em que medida os Ativos são financiados por Capitais Próprios ou por capitais alheios, aprofundando a tipificação desses capitais alheios”. Já Fabozzi (2013), afirma que o método de financiamento da entidade determina o risco financeiro que a empresa está disposta a correr, concretamente a relação entre o Passivo e o Capital Próprio. Para esta análise serão utilizados os rácios Autonomia Financeira (AF) e Estrutura de Endividamento (EE).

- **Autonomia Financeira**

A Autonomia Financeira determina a percentagem dos Ativos Totais da empresa que são financiados pelo Capital Próprio, ou seja, permite averiguar a solidez financeira da empresa. Quando a AF é igual a zero, todo o Ativo da empresa é financiado pelo Passivo ( $CP = 0$ ), já se for igual a um, não existe Passivo e o Ativo é financiado na totalidade pelo CP. Segundo Fernandes *et al.* (2018), o valor de referência teórico para a AF é de 0,30.

$$\text{Autonomia Financeira} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo Total}} \quad (7)$$

- Estrutura de Endividamento

O rácio de Estrutura de Endividamento é utilizado para diferenciar o endividamento da empresa numa base temporal. Se este rácio tiver um valor reduzido grande parte do Passivo é de curto prazo, o que colocará uma maior pressão na Tesouraria, dado que tem de ser liquidado num prazo igual ou inferior a um ano. Pelo contrário, se a Estrutura de Endividamento tiver um valor mais alto, a maior parte do Passivo tem uma liquidação a médio ou longo prazo.

$$\text{Estrutura de Endividamento} = \frac{\text{Passivo de Longo Prazo}}{\text{Passivo Total}} \quad (8)$$

### 2.2.1.3. Funcionamento e eficiência

Os indicadores de funcionamento e eficiência permitem avaliar a eficiência e grau de utilização dos recursos que são aplicados na atividade da empresa, ou seja, permitem caracterizar os aspetos operacionais de uma empresa. Contudo, tal como é referido por Neves (1989), estes indicadores só deverão ser utilizados na comparação de empresas do mesmo setor, dado que existe uma variação nos resultados obtidos consoante a atividade da empresa.

Dos indicadores passíveis de serem utilizados, serão analisados os rácios de Rotação do Ativo, Prazo Médio de Pagamentos (PMP), Prazo Médio de Recebimentos (PMR), Prazo Médio de Inventários (PMI), DLCE (Duração Líquida do Ciclo de Exploração), Evolução do custo médio por empregado e Evolução do rendimento médio anual por empregado.

- Rotação do Ativo

A Rotação do Ativo é um rácio que indica o grau de utilização dos Ativos com base nas vendas. Quanto maior for este valor, maior é a eficiência da empresa na utilização dos Ativos, sendo que, como refere Neves (1989), um valor demasiado elevado poderá significar que a empresa está a funcionar perto do limite da capacidade. Já um valor de Rotação do Ativo baixo pode implicar que exista uma subutilização dos Ativos.

$$\text{Rotação do Ativo} = \frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Ativo Total}} \quad (9)$$

- Prazo Médio de Pagamentos

O PMP é o rácio que indica o tempo médio que a empresa demora a liquidar as suas dívidas aos fornecedores. Se por um lado, um valor demasiado baixo pode indicar um limitado poder negocial da empresa sobre os seus fornecedores, por outro lado, se este prazo for demasiado elevado pode evidenciar dificuldades na Tesouraria (Breia *et al.*, 2014).

$$\text{Prazo Médio de Pagamentos} = \frac{\text{Fornecedores (média)} \times 365 \text{ dias}}{(\text{Compras} + \text{FSE}) \times (1 + \text{IVA})} \quad (10)$$

- Prazo Médio de Recebimentos

Este rácio, tal como o nome indica, mede o tempo que os clientes demoram a pagar as suas dívidas. Valores demasiado elevados podem revelar problemas na cobrança aos clientes e consequentemente afetar a Tesouraria.

$$\text{Prazo Médio de Recebimentos} = \frac{\text{Clientes (média)} \times 365 \text{ dias}}{\text{Volume de Negócios (1 + IVA)}} \quad (11)$$

- Prazo Médio de Inventários

O PMI revela o número médio de dias que os *stocks* ficam em armazém. Se este indicador for demasiado elevado a empresa terá grandes custos de armazenagem e corre o risco de os produtos tornarem-se obsoletos. Já um PMI demasiado reduzido pode significar perda de vendas por rutura de *stock*.

$$\text{Prazo Médio de Inventários} = \frac{\text{Inventários (média)} \times 365 \text{ dias}}{\text{CMVMC}} \quad (12)$$

Relacionando os três indicadores, é possível obter a Duração Líquida do Ciclo de Exploração (DLCE):

$$\text{DLCE} = \text{PMI} + \text{PMR} - \text{PMP} \quad (13)$$

A DLCE representa o prazo médio que as empresas demoram desde a aquisição e transformação dos inventários até à sua venda aos clientes. Este indicador depende do setor em que a empresa se insere, sendo que, regra geral, um valor muito elevado pode significar dificuldades na venda dos produtos que estão no inventário e na cobrança a clientes (Rendas, 2021).

- Evolução do custo médio anual por empregado

O custo médio por empregado engloba todos os gastos associados aos empregados e não empregados, desde salários, encargos, benefícios, pagamentos a terceiros, estagiários e afins, permitindo assim comparar e analisar a evolução, no mesmo setor, de um dos custos principais das empresas (Monteiro, 2018).

$$\text{Custo médio anual por empregado} = \frac{\text{Gastos com pessoal}}{\text{Número de empregados}} \quad (14)$$

- Evolução do rendimento médio anual por empregado

O rendimento por empregado consiste na relação entre o que foi produzido e o número de trabalhadores que foram necessários para atingir esse objetivo, sendo que, no contexto desta dissertação foi calculado da seguinte forma:

$$\text{Rendimento médio anual por empregado} = \frac{\text{Volume de Negócios} - \text{CMVMC}}{\text{Número de empregados}} \quad (15)$$

#### 2.2.1.4. Rendibilidade

Os rácios de rendibilidade permitem analisar o grau de eficiência dos recursos que são aplicados pela empresa e o retorno dos investimentos utilizados, sendo que, quanto maior for o seu valor maior é o rendimento dos recursos aplicados. Tal como é referido por Silva (2013), com estes indicadores é possível “determinar a eficiência com que a empresa está a utilizar os seus Ativos. Revelam aspetos da situação económica e relacionam resultados com a atividade que os gera, ou resultados com os capitais investidos e que tornaram possível a atividade”. Os rácios de rendibilidade que irão ser analisados são: Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA), Margem Bruta (MB), Rendibilidade Líquida do Ativo (RLA), Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP) e Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV).

- Rendibilidade Operacional do Ativo

A ROA é uma medida de rentabilidade utilizada para analisar o retorno gerado pelos Ativos Totais de uma entidade. Quanto mais elevado for o seu valor, maiores serão os lucros gerados pela empresa com os Ativos que tinha à disposição.

$$\text{Rendibilidade Operacional do Ativo} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}} \quad (16)$$

- Margem Bruta

De uma forma simples, a Margem Bruta resulta da diferença entre as receitas e o Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC) e é um indicador que permite medir a rentabilidade de um determinado negócio. Como o valor obtido é um valor absoluto, será feita a divisão da Margem Bruta pelo volume de negócios para as médias setoriais e para as empresas presentes no estudo de forma a permitir a comparação dos valores alcançados.

$$\text{Margem Bruta} = \text{Volume de Negócios} - \text{Custos Variáveis} \quad (17)$$

- Rendibilidade Líquida do Ativo

A RLA compara o resultado líquido com o Ativo, e o valor obtido neste rácio indica o resultado líquido que é gerado por cada unidade do Ativo. Um valor elevado de RLA sugere que cada unidade do Ativo gera um elevado retorno líquido para a empresa.

$$\text{Rendibilidade Líquida do Ativo} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (18)$$

- Rendibilidade dos Capitais Próprios

Este indicador representa a taxa de retorno do capital que é investido pelos sócios/acionistas e permite avaliar se o retorno que é obtido pelo investimento na empresa compensa o risco. A RCP mede assim a capacidade que os Capitais Próprios têm para gerar lucros, sendo que de acordo com Peres *et al.* (2019), o desejável é obter um valor superior ou igual a zero (bateria teórica).

$$\text{Rendibilidade dos Capitais Próprios} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad (19)$$

- Rendibilidade Operacional das Vendas

A ROV analisa a relação entre o resultado operacional e o volume de negócios, isto é, qual a capacidade da empresa de gerar lucro através da sua atividade de negócio. Resultados próximos de zero significam uma margem muito reduzida, algo que é característico em mercados com muita concorrência (Rendas, 2021).

$$\text{Rendibilidade Operacional das Vendas} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Volume de Negócios}} \quad (20)$$

#### 2.2.1.5. Risco

Segundo Martins (2004), “a análise do risco pretende averiguar em que medida os resultados das empresas são sensíveis a um determinado conjunto de fatores que influenciam a respetiva atividade”. Destacam-se, entre outros, a Margem de Segurança (MS) e o Grau de Alavanca Financeira (GAF).

- Margem de Segurança

A MS corresponde à diferença entre as receitas e os custos dos produtos ou serviços, que oscilam de acordo com o nível de atividade da empresa. Este indicador representa assim o excedente de vendas, projetadas ou reais, sobre o ponto de equilíbrio (Maher, 2001). Se o seu valor for igual a zero, a empresa está no seu ponto de equilíbrio.

$$\text{Margem de Segurança} = \frac{1}{\text{GAO}} \quad (21)$$

- Grau de Alavanca Financeira

Segundo Breia *et al.* (2014), o GAF avalia a sensibilidade nos resultados antes de impostos relativas a uma alteração no resultado operacional. Este indicador é, normalmente, tanto maior quanto maiores forem os gastos financeiros e uma maior proporção de capitais alheios traduzir-se-á em um maior risco financeiro (Rendas, 2021).

$$\text{Grau de Alavanca Financeira} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Resultado Antes de Impostos}} \quad (22)$$

#### 2.2.2. Análise multivariável

Segundo Peres (2018), a análise multivariável é uma evolução (natural) da análise univariável pelo facto de permitir fazer a distinção entre dois ou mais grupos de objetos utilizando um conjunto de variáveis em simultâneo. Tal como é referido por Santos (2000), “os modelos

multivariantes são modelos que explicam a variável dependente em função de várias variáveis independentes. Por exemplo falida/ativa em função da rentabilidade, liquidez, solvabilidade, etc”.

De acordo com Altman (1968), a análise multivariável tem a vantagem de considerar um conjunto de características das empresas e as relações entre as variáveis, enquanto a análise univariável considera apenas uma variável de cada vez.

Uma das primeiras técnicas estatísticas utilizadas na previsão de falência empresarial foi a Análise Discriminante Multivariada (ADM). Inicialmente, em 1930, esta técnica começou a ser aplicada nas áreas de biologia e ciências comportamentais, posteriormente passou a ser utilizada na área financeira para classificação na obtenção de crédito e de investimentos (Rendas, 2021).

A função associada a esta técnica expressa-se da seguinte forma (Peres, 2022):

$$Z = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (23)$$

Onde,

Z = Score atribuído à entidade;  $\alpha$  = Constante;  $\beta$  = Coeficientes discriminantes ou pesos; X = Valores das variáveis discriminantes independentes.

No caso do estudo da falência empresarial, o valor obtido de Z é utilizado para classificar a empresa como “falida” ou “não falida”, ou seja, em qual dos grupos definidos à priori esta pertence. Neste tipo de análise podem existir dois tipos de erros, sendo que, os erros do tipo I consistem em classificar as empresas falidas como saudáveis e os erros do tipo II na classificação de empresas saudáveis em falidas.

Edward Altman foi o primeiro investigador a utilizar a metodologia ADM para prever a falência empresarial com o seu modelo Z-Score em 1968, tendo por base alguns estudos como o de William Beaver em 1966.

Segundo Neves (2012), “desde o trabalho pioneiro de Altman (1968) nas finanças da empresa, que a análise discriminante multivariável constitui um *standard* em estudos de risco de falência e de crédito”. O mesmo é reforçado por Barros (2008), referindo que “este foi um dos principais mecanismos criados no sentido de analisar quando chegará o fim da vida de uma empresa, pois a Análise Discriminante permite detetar relações entre uma característica qualitativa que se pretende explicar e um conjunto de características qualitativas explicativas”.

De acordo com Peres (2022), apesar da ADM apresentar claras vantagens face à análise individual dos rácios financeiros, esta continua a depender da informação financeira que é disponibilizada, o que pode resultar em análises enviesadas caso haja, por exemplo, contabilidade criativa ou diferenças no tratamento contabilístico.

Com o passar do tempo têm aparecido múltiplas variantes ao modelo apresentado por Altman (1968), como por exemplo as funções *probit* e *logit*, que transformam a variável dependente em

contínua (Peres, 2018). Enquanto a ADM procura a melhor forma de discriminar os grupos de risco, dentro de um conjunto de características, as funções *probit* e *logit* abordam a problemática de forma semelhante ao modelo de regressão linear, ou seja, obter a função que permite realizar a discriminação através da definição das subpopulações (Neves, 2012).

### 2.2.2.1. Z''-Score de Altman (2002)

Desde o seu primeiro modelo em 1968, Altman realizou duas revisões e nesta dissertação será abordado o seu mais recente modelo, o Z''-Score de 2002, que tem como principal objetivo avaliar empresas que não pertencem aos setores industriais (Peres, 2018). A equação para este modelo é a seguinte:

$$Z'' = 3,25 + 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad (24)$$

Sendo,

$$X_1 = \frac{\text{Fundo Maneio}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Resultados Transitados}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_3 = \frac{\text{Resultados Antes de Impostos e Juros}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo Total}}$$

Neste modelo, Altman introduziu uma constante com um valor de 3,25 de modo a que o valor zero seja a referência de separação entre empresas saudáveis e falidas. Assim, empresas que tenham um *score* inferior a zero, segundo este modelo, terão uma alta probabilidade de declarar falência e empresas com um *score* positivo estão financeiramente estáveis.

O autor no seu estudo atribuiu também um paralelismo entre o Z''-Score e as classificações de *rating* utilizadas para classificar o risco de crédito segundo a *Standard & Poors* (S&P). Essa relação é demonstrada na Tabela 1:

Tabela 1 – Relação entre Z''-Score e *rating* Standard & Poors

Z''-Score	Rating	Definição
8,15	AAA	Prime
7,60	AA+	Alta Qualidade
7,30	AA	
7,00	AA-	
6,85	A+	Qualidade Média Alta
6,65	A	
6,40	A-	

Tabela 1 – Relação entre Z"-Score e rating Standard & Poors (continuação)

6,25	BBB+	Qualidade Média Baixa
5,85	BBB	
5,65	BBB-	
5,25	BB+	Investimento Especulativo
4,95	BB	
4,75	BB-	
4,50	B+	Investimento Altamente Especulativo
4,15	B	
3,75	B-	
3,20	CCC+	Riscos Substanciais
2,50	CCC	Extremamente Especulativo
1,75	CCC-	Pouca Expectativa de Pagamento
0,00	D	Em incumprimento

Fonte: Adaptado de Altman (2002) e Standard & Poors (2021)

Segundo Rendas (2021), este modelo apresenta algumas limitações como a falta de sensibilidade territorial, setorial e temporal uma vez que foi elaborado para um determinado setor e a uma determinada altura do passado. Apesar disso, este modelo continua a ser um dos mais utilizados como medidor de previsão de falência sendo que, a sua eficácia vai diminuindo à medida que o horizonte temporal vai aumentando.

#### 2.2.2.2. Modelo Carvalho das Neves (2012)

Dado o crescente de incerteza, este modelo foi desenhado com o objetivo de analisar o risco de crédito das empresas portuguesas, tendo sido o seu desenvolvimento financiado pela segurança social portuguesa. Assim, torna-se essencial utilizar o mesmo no contexto desta dissertação.

O autor para a construção deste modelo procurou recolher uma amostra global de um ano de dados económico-financeiros relativos a 187 empresas, das quais 87 haviam entrado em incumprimento e 100 outras apresentavam-se numa situação normal no ano de 1994, tendo-se obtida a seguinte função:

$$Z = -1,117 + 5,109X_2 + 1,835X_5 + 10,744X_6 - 0,077X_7 + 0,971X_8 \quad (25)$$

Onde,

$$X_2 = \frac{\text{Resultados Transitados}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_5 = \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_6 = \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_7 = \frac{\text{Estado e Outros Entes Públicos}}{\text{Vendas}} \times 365$$

$$X_8 = \frac{\text{Financiamentos Obtidos Curto Prazo}}{\text{Ativo Corrente}}$$

Para esta função, o autor definiu um *cut-off* de 0,37, sendo que, as empresas que apresentarem um valor inferior a este serão classificadas como estando falidas e as empresas que obtenham um valor superior como saudáveis. Este modelo, relativamente à taxa de eficácia de classificação, apresenta como taxa de erro do tipo I 33,70%, e 14,10% para o erro do tipo II.

### 2.2.2.3. Lizarraga (1998)

Um estudo realizado por Peres e Antão (2019) demonstrou que o modelo de Lizarraga (1998) era o modelo de previsão de falência empresarial mais eficaz, de um conjunto de 21, para empresas portuguesas e espanholas que pertenciam ao setor do turismo. Para obter este resultado, os autores utilizaram uma amostra composta por 66 empresas, tendo sido recolhidas dos anos de 2010 a 2016, as informações financeiras contidas no balanço e na demonstração de resultados por natureza.

Para formular este modelo o autor realizou uma reformulação dos coeficientes utilizados por Edward Altman no seu modelo de 1968, utilizando uma amostra de 60 Pequenas e Médias Empresas (PME) industriais ativas e insolventes espanholas no período de 1993 a 1994, resultando assim na seguinte equação:

$$Z = -0,928 - 0,257X_1 + 1,222X_2 + 6,148X_3 + 0,471X_4 - 0,045X_9 \quad (26)$$

Sendo,

$$X_1 = \frac{\text{Fundo Maneio}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Resultados Transitados}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_3 = \frac{\text{Resultados Antes de Impostos e Juros}}{\text{Ativo Total}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo Total}}$$

$$X_9 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$$

Neste caso, o valor de *cut-off* é zero, onde empresas com um *score* positivo são consideradas saudáveis e empresas com um *score* negativo são classificadas como falidas. Relativamente à

percentagem de eficácia, este modelo obteve para o primeiro ano uma eficácia de 84,17%, 79,17% para o segundo ano e 71,67% para o terceiro ano (Lizarraga, 1998).

### **2.2.3. Análise de criação de valor**

Segundo Galvão (2017), o conceito de valor existe desde que a humanidade começou a efetuar trocas comerciais e a acumular riqueza e capital, sendo que, existem diversas noções em que a mesma é utilizada, como por exemplo, valor de mercado, valor residual, valor para o investidor, valor contabilístico ou valor fundamental, no entanto, nesta dissertação, o foco estará no valor económico e na criação de valor que é gerado pelas empresas.

A partir da década de 80 houve uma mudança no paradigma das empresas onde o principal objetivo das mesmas passou a ser a criação de valor para os acionistas em vez da maximização dos lucros, muito devido à globalização e consequente aumento da competitividade entre as empresas, sendo Rappaport um dos principais proporcionadores desta mudança (Rodrigues, 2016).

Com este novo princípio de maximização do valor para os acionistas também existe a criação de valor para com os diversos *stakeholders* das empresas através da venda de produtos/serviços com a qualidade desejada ou o cumprimento de todas as obrigações junto dos fornecedores, entidades reguladoras, estado, entre outros. Assim, segundo Russo (2014), “a criação de valor para os acionistas implicitamente representa a capacidade de criação de valor da empresa, logo extensível aos seus *stakeholders*”.

Com esta mudança, segundo Ferreira (2002), passou a haver “uma maior valorização das empresas, das cotações das suas ações, a melhores condições de financiamento e a maior motivação e melhor compensação do capital humano”, onde as empresas têm uma abordagem a longo prazo sobre o valor. Na mesma ótica, Rendas (2021) refere que com a criação de valor focada nos acionistas passou a haver um melhor desempenho económico-financeiro e condições mais favoráveis aos restantes *stakeholders* e economia em geral.

Tal como é referido por Brealey *et al.* (2001), o valor de uma empresa está diretamente relacionado com a sua capacidade de gerar fundos a longo prazo que cubram os custos de exploração, remunerem todos os financiadores da atividade e rentabilizem os investimentos efetuados.

No mesmo sentido, Russo (2014) realça que uma abordagem a longo prazo sobre o valor permite obter vantagens competitivas “através da satisfação permanente dos clientes com bons produtos e serviços, desenvolvidos por recursos humanos motivados e qualificados, em interação com os melhores fornecedores de matérias-primas e serviços”.

De acordo com Neves (2012), todos os indicadores utilizados para medir a criação de valor podem ser calculados na perspetiva do proprietário ou da empresa. No âmbito desta dissertação

será analisada a capacidade da empresa de criar valor, sendo que o objetivo deste estudo passa por avaliar a sua competência de gerar resultados que superem a remuneração pretendida pelos investidores e proprietários.

Historicamente, segundo, Rendas (2021), as métricas que eram habitualmente utilizadas eram o *Earning per Share*, o *Dividend Per Share*, a Rendibilidade do Ativo e a Rendibilidade do Capital Próprio.

No entanto, provocado pelas críticas que foram apresentadas por Rappaport (1981) em relação à fiabilidade e eficácia das mesmas para avaliar a criação de valor, houve o desenvolvimento de outros indicadores mais eficazes como por exemplo, o *Economic Value Added* (EVA®) e o Valor Acrescentado Bruto (VAB), que serão analisados nesta dissertação.

### **2.2.3.1. Economic Value Added**

O EVA® é uma das métricas mais utilizadas para medir a criação de valor das empresas e segundo Jordan *et al.* (2012) tem contribuído para a alteração dos critérios da análise financeira nas organizações, aglomerando num só indicador todos os fatores relacionados com a criação de valor.

De acordo com Neves (2011), esta métrica remonta à década de 90 quando a Stern Stewart & Co a registou como marca própria, sendo que, segundo muitos autores, esta não é uma invenção da própria organização, mas sim uma renomeação de um conceito que foi formulado por Alfred Marshal no início do século XIX, o resultado residual.

O EVA® permite avaliar a criação de valor por parte da entidade através da diferença entre o resultado operacional após impostos e o custo do capital investido, podendo ser aplicado a vários níveis de operações e áreas funcionais da empresa (Rendas, 2021).

No mesmo sentido, Peres (2018) refere que “é uma medida de avaliação do desempenho da empresa, que procura medir o valor criado, ocorrendo quando gera resultados superiores ao custo de capital”. Assim, o EVA® pode ser calculado a partir do resultado operacional após impostos e o custo médio ponderado do capital (CMPC) do capital investido (CI).

$$EVA^{\circledR} = RO (1 - t) - CMCP \times CI \quad (27)$$

Sendo,

RO = Resultado Operacional = Resultados Antes de Juros e Impostos;

t = Taxa efetiva de imposto;

CMPC = Custo Médio Ponderado do Capital;

CI = Capital Investido.

Nesta dissertação será considerado o capital investido como Ativo Total, já o cálculo da taxa efetiva de imposto será realizado com base na divisão entre o Imposto Sobre Rendimento (ISR) e o Resultado Antes de Impostos (RAI).

$$t = \frac{ISR}{RAI} \quad (28)$$

Relativamente ao custo médio ponderado do capital, este pode ser obtido através da seguinte equação:

$$CMPC = (1 - t) \times \frac{P}{P + CP} \times K_d + \frac{CP}{P + CP} \times K_e \quad (29)$$

Onde,

t = Taxa efetiva de imposto;

P = Passivo;

CP = Capital Próprio;

K<sub>d</sub> = Cost of debt;

K<sub>e</sub> = Cost of equity.

Para obter o valor do custo do capital alheio é necessário dividir os gastos financeiros pelo Passivo Total (Rendas, 2021).

$$K_d = \frac{Gastos\ Financeiros}{Passivo\ Total} \quad (30)$$

Relativamente ao custo do Capital Próprio, segundo Neves (2011), a formulação é a seguinte:

$$K_e = r_f + \beta_L (Er_m - r_f) \quad (31)$$

Onde,

r<sub>f</sub> = Taxa de rendibilidade sem risco (obrigações do tesouro);

Er<sub>m</sub> = Rendibilidade esperada do mercado;

(r<sub>m</sub> - r<sub>f</sub>) = Prémio de risco do mercado;

$\beta_L$  = Coeficiente de risco sistemático.

O coeficiente de risco sistemático ( $\beta_L$ ) é usado pelos investidores como uma medida de risco, sendo que *betas* superiores a um traduzem uma maior exposição ao mercado, mas ao mesmo tempo a possibilidade de retornos maiores. Este coeficiente é obtido através da divisão da covariância entre o retorno do título e o retorno do mercado pela variância do retorno do mercado.

$$\beta_L = \frac{Cov(R_a, R_m)}{Var(R_m)} \quad (32)$$

Onde,

$R_a$  = Retorno do título;

$R_m$  = Retorno do mercado.

Quando o valor do EVA<sup>®</sup> é positivo, significa que houve criação de valor e que a empresa conseguiu gerar excedentes superiores aos custos dos capitais investidos. Por sua vez, quando EVA<sup>®</sup> < 0, houve destruição de valor e a rentabilidade obtida não foi suficiente para remunerar os capitais investidos.

No entanto, o valor obtido para o EVA<sup>®</sup> é um valor absoluto o que impossibilita a comparação, em termos de criação de valor, entre empresas que têm um capital investido significativamente diferentes. Como tal, no âmbito desta dissertação e de forma a permitir esta comparação, será feita a divisão do EVA<sup>®</sup> pelo Ativo Total para cada uma das empresas em estudo e para as médias setoriais.

De acordo com Peres (2018), a Stern Stewart & Co identificou cerca de 160 ajustamentos que seriam necessários para prevenir desvios na análise da *performance*, no entanto, tal como foi verificado por Young e O'Byrne (2003), a maioria dos ajustamentos não tinham impacto no cálculo do EVA<sup>®</sup>, o que faz com que a relevância da sua utilização seja marginal.

Mota *et al.* (2004) refere que o EVA<sup>®</sup> é uma importante ferramenta de gestão, permitindo aos gestores ter uma clara noção das repercussões que as suas decisões têm na empresa. Além disto, Rendas (2021) sublinha também as seguintes vantagens na utilização desta métrica:

- a. É facilmente interpretado;
- b. Pode ser utilizado para a totalidade da empresa ou só para uma área de negócio;
- c. Permite identificar investimentos que destroem valor;
- d. Ajuda a alinhar a ambição dos gestores com a dos acionistas;
- e. Pode ser usado em qualquer empresa que tenha as Demonstrações Financeiras disponíveis.

Em relação às desvantagens, segundo Soares (2014), esta métrica penaliza as empresas que têm investimentos em Ativos de longo prazo e o cálculo do custo do capital é consideravelmente complexo.

Tsuji (2006), refere que o valor obtido no EVA® pode ser aumentado através da diminuição do capital investido, aumento do lucro e diminuição do custo capital, sendo que os dois primeiros podem ser ajustados através de contabilidade criativa.

Algumas das desvantagens apontadas por Rendas (2021) passam pelo facto de ser uma avaliação do passado, beneficiando ações e lucros no curto prazo, e também a necessidade, de em alguns casos, aplicar ajustamentos, o que torna o processo mais complexo e demoroso.

### **2.2.3.2. Valor Acrescentado Bruto**

O VAB é um indicador económico que traduz a riqueza gerada por uma entidade durante um período estabelecido e que de acordo com o INE (2017) representa o “valor bruto da produção, deduzido do custo das matérias-primas e de outros consumos no processo produtivo”.

Segundo Ferreira (2021), o estudo do VAB contribui assim para a “medição do excedente criado nas empresas e, conseqüentemente nos setores de atividade neles incorporados”. Tal como acontece com o EVA®, o valor obtido é um valor absoluto e como tal será feita a divisão do VAB pelo Ativo Total para as médias setoriais e para as empresas presentes no estudo de forma a permitir a comparação dos valores alcançados.

A equação que permite obter o valor do VAB é a seguinte:

$$\begin{aligned} VAB = & \textit{Vendas} + \textit{Prestação serviços} + \textit{Proveitos suplementares} \\ & - \textit{CMVMC} - \textit{FSE} - \textit{Outros Custos e Perdas Operacionais} \end{aligned} \quad (33)$$

## **2.3. Alojamento, restauração e similares**

Nesta secção serão apresentados diversos aspetos relacionados com o setor em análise, de modo a que o mesmo seja convenientemente contextualizado e caracterizado.

### **2.3.1. Contextualização do setor e evolução histórica**

Segundo o INE (2021), este setor “compreende estabelecimentos hoteleiros, parques de campismo e outros locais de alojamento de curta duração, restaurantes, estabelecimentos de bebidas, cantinas e fornecimento de refeições ao domicílio (catering). O alojamento reveste um carácter temporário, podendo ser fornecido como serviço isolado ou integrado (combinado) com outros serviços”.

Segundo dados históricos, os primeiros alojamentos apareceram no século IV antes de Cristo em função da necessidade dos viajantes obterem abrigo, alimentação e apoio durante as suas viagens. No século XII, vários países, principalmente França e Inglaterra começaram a implementar leis e normas para regulamentar a atividade hoteleira (Ventura, 2009).

Devido à maior exigência por parte dos hóspedes, começaram a aparecer hotéis de grande luxo como o Savoy, Ritz, Carlton e Claridge no final do século XIX. Em Portugal, o hotel mais antigo é o Lawrence's Hotel, situado em Sintra, e remonta a 1764, sendo este um dos mais antigos da Europa (Ribeiro, 2017).

Relativamente à restauração, o INE (2021) refere que “as unidades de restauração podem também fornecer só refeições para consumo no próprio local ou fornecer ao mesmo tempo outros serviços integrados ou combinados (bebidas, espetáculos, etc.)”.

A origem do termo restaurante remonta a 1765 quando um francês chamado Boulanger decide abrir um estabelecimento para vender sopas ao público, afirmando que eram ótimas para restaurar as forças humanas, denominando assim o estabelecimento de “Restaurants” (Ribeiro, 2017). Apesar da França estar profundamente ligada ao aparecimento dos estabelecimentos de restauração como conhecemos hoje, o restaurante mais antigo do mundo é o Sobrino de Botín, situado em Madrid, e aberto desde 1725 (Ribeiro, 2017).

De seguida, e devido ao facto do alojamento e da restauração diferirem consideravelmente em termos de estrutura de negócio e características do serviço prestado, irá ser feita uma análise em separado destes dois tipos de serviços em termos de número de empresas, pessoas ao serviço e volume de negócios de forma a ter uma ideia geral da evolução deste setor desde 2010.

#### **2.3.1.1. Alojamento**

Partindo do setor Alojamento (CAE 55) e olhando para a Figura 1, é possível verificar que de 2010 a 2020 houve um crescimento contínuo do número de empresas a operar neste setor, resultando num aumento de aproximadamente 8.000 empresas num período de dez anos. Relativamente às dimensões das empresas neste setor, verifica-se, em todos os anos, uma clara dominância das microempresas.

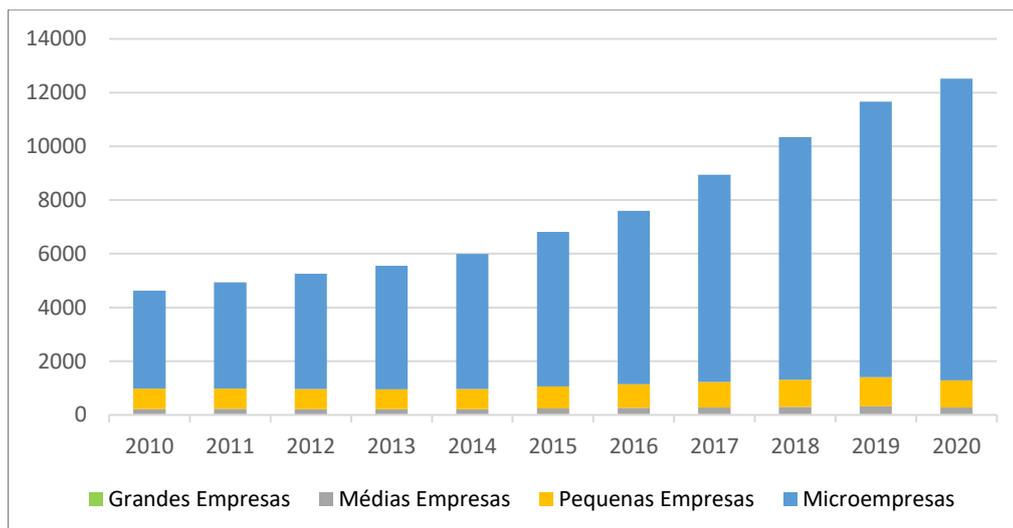


Figura 1 – Evolução do número de empresas por dimensão no CAE 55

Fonte: Banco de Portugal (2022)

Ao contrário do número de empresas, o número de pessoas ao serviço nem sempre teve um sentido ascendente no mesmo período temporal (Figura 2).

Entre 2011 e 2012 verificou-se uma redução dos trabalhadores, o que pode ser explicado pela grave crise econômica e financeira que obrigou a que Portugal em 2011 pedisse ajuda externa pela terceira vez na sua história. O outro declínio, registado na Figura 2, aconteceu no ano de 2020, ano em que a pandemia se instaurou em Portugal, tendo causado um impacto bastante significativo na economia nacional.

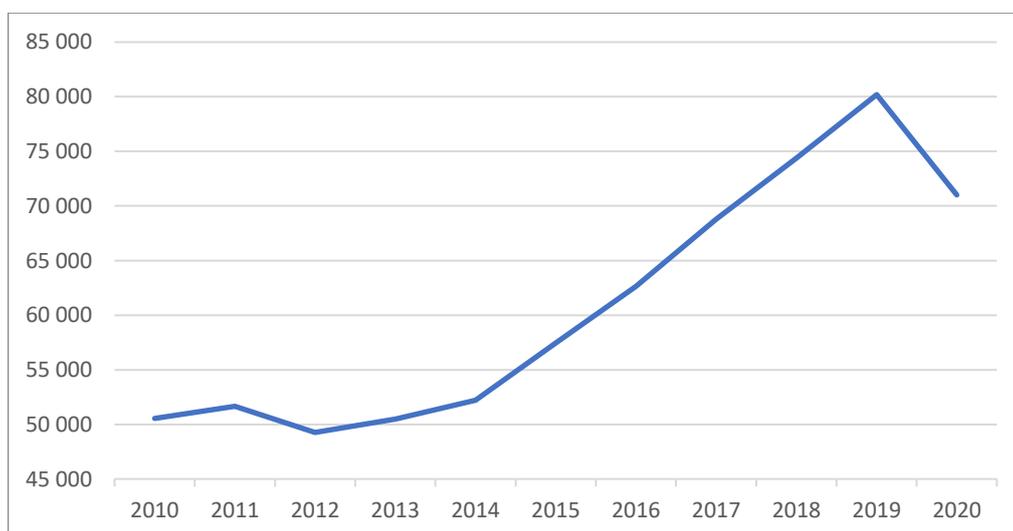


Figura 2 – Evolução do número de pessoas ao serviço na CAE 55

Fonte: Banco de Portugal (2022)

Conforme se ilustra na Figura 3, o volume de negócios apresenta uma tendência de subida exceto nos anos de 2012 e 2020, tal como aconteceu com o número de pessoas ao serviço. Em

2012, houve uma ligeira quebra, já em 2020 o decréscimo foi bastante acentuado, atingindo um valor inferior ao registado em 2010, sendo menos de metade do período homólogo.

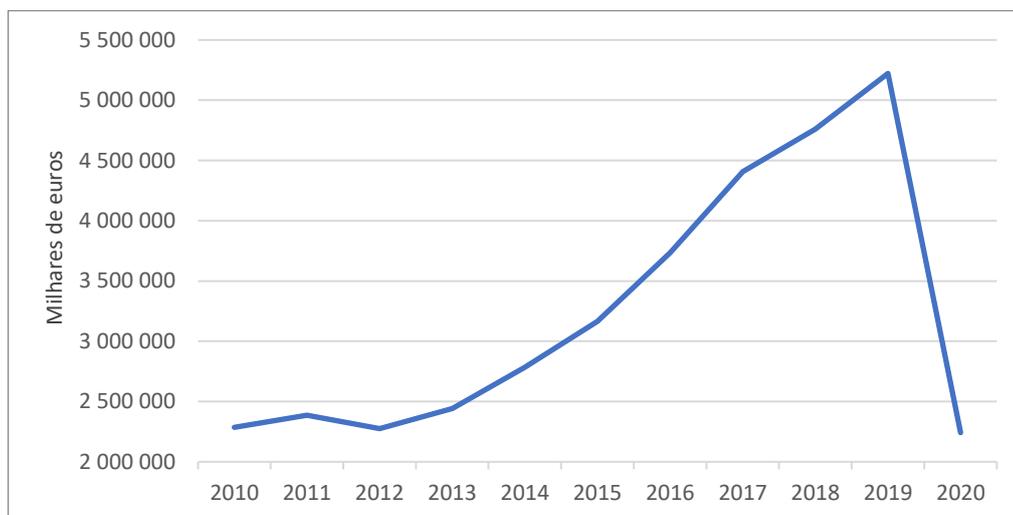


Figura 3 – Evolução do volume de negócios no CAE 55

Fonte: Banco de Portugal (2022)

### 2.3.1.2. Restauração e Similares

Passando agora para o setor Restauração e Similares (CAE 56), na Figura 4 está ilustrada a evolução do número de empresas desde 2010 e nesta é possível verificar que apesar de haver um aumento constante do número de empresas em cada ano, este aumento não é tão significativo como o que está presente no CAE 55. É também importante de realçar que em 2020 havia sensivelmente o triplo de empresas no CAE 56 face ao CAE 55. Relativamente às dimensões das empresas, assim como no setor anterior, há uma predominância das microempresas em todos os anos.

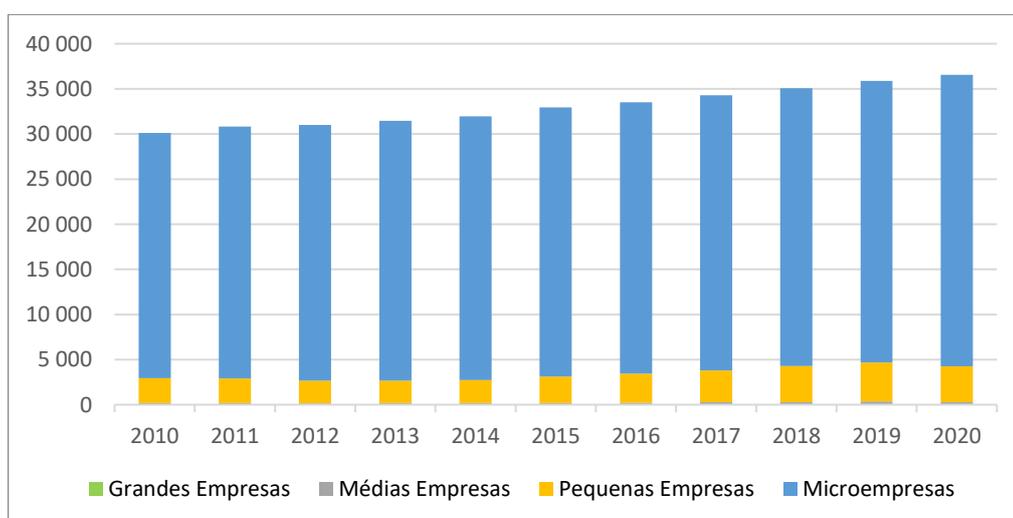


Figura 4 – Evolução do número de empresas por dimensão no CAE 56

Fonte: Banco de Portugal (2022)

Em relação ao número de trabalhadores (Figura 5), tal como no Alojamento, existe um decréscimo no ano de 2012, no entanto, enquanto no Alojamento demorou apenas um ano para obter um valor semelhante ao de 2010, na Restauração e Similares esta recuperação já foi mais demorada (cerca de três anos). Em 2020, como esperado, houve também uma redução no número de trabalhadores de aproximadamente 17.000.

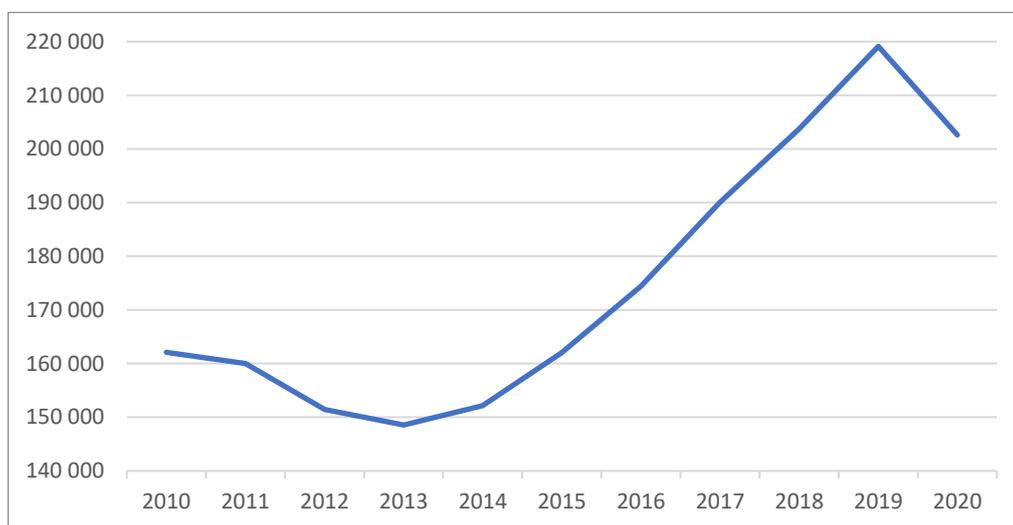


Figura 5 – Evolução do número de pessoas ao serviço no CAE 56

Fonte: Banco de Portugal (2022)

Na Figura 6, é possível observar a evolução do volume de negócios, onde de 2010 a 2012 houve um ligeiro decréscimo seguido de um aumento exponencial até 2019, onde se encontra o máximo deste período temporal (cerca de 8,9 mil milhões). Em 2020, tal como tinha acontecido no CAE 55, há uma quebra abrupta do volume de negócios (aproximadamente 33,63%), atingindo um valor a rondar os 5,9 mil milhões.

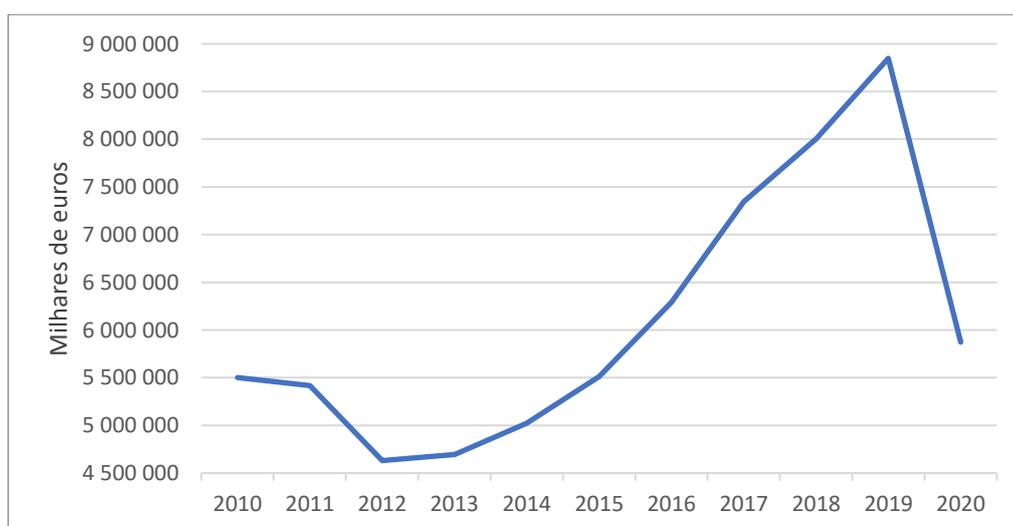


Figura 6 – Evolução do volume de negócios no CAE 56

Fonte: Banco de Portugal (2022)

### 3. Metodologia

Neste capítulo é apresentada a metodologia que foi seguida de forma a responder à questão de investigação principal e às questões derivadas que são o propósito da elaboração desta dissertação.

É imperativo recordar que a questão de investigação formulada é a que seguidamente se apresenta: Qual o impacto na verificação do pressuposto da continuidade decorrente da pandemia no setor de Alojamento, Restauração e Similares?

Decorrente da questão de investigação principal, foram formuladas as seguintes questões derivadas, que foram anteriormente apresentadas:

Q1.1: Qual a evolução dos indicadores económico-financeiros das empresas do setor de Alojamento, Restauração e Similares de 2010 a 2020?

Q1.2: As empresas do setor de Alojamento, Restauração e Similares apresentam um maior risco de falência em 2020, quando comparado com o ano de 2019 (pré-pandemia)?

Q1.3: As empresas pertencentes ao setor Alojamento tiveram uma maior repercussão da pandemia do que as empresas do setor Restauração e Similares?

Com o propósito de descrever os procedimentos metodológicos seguidos, serão apresentados neste capítulo a população e amostra, as hipóteses de investigação, as variáveis e por fim, as técnicas estatísticas utilizadas.

#### 3.1. População e amostra

A população deste estudo corresponde a todas as empresas pertencentes aos setores CAE 55 e CAE 56, que neste caso, para o ano de 2020, é igual a 49.074.

Recorrendo à base de dados SABI da *Bureau van Dijk*, foi selecionada uma amostra de empresas portuguesas com base em dois critérios:

- a) Terem 11 anos de atividade entre 2010 e 2020 e as Demonstrações Financeiras disponíveis e completas para consulta;
- b) Serem sujeitas à revisão legal de contas.

De acordo com o Decreto-Lei 262/86 de 2 de setembro, as sociedades por quotas estão sujeitas à revisão legal de contas sempre que, por dois anos consecutivos, ultrapassem dois dos seguintes três critérios:

- a) O total do balanço ser igual ou superior a 1.500.000,00€;
- b) O total das vendas líquidas e outros proveitos serem iguais ou superiores a 3.000.000,00€;

- c) O número de trabalhadores empregados em média durante o exercício serem de, pelo menos, 50.

Com base nestes critérios, foi possível incrementar a qualidade da amostra, tendo-se alcançado um conjunto de 167 empresas. De forma a remover os *outliers* presentes nesta amostra foi utilizada a técnica estatística presente no ponto 3.4, alcançando-se assim uma amostra final total de 110 empresas, contendo esta 70 do setor Alojamento e 40 do setor Restauração e Similares (ver Anexo A).

Além desta amostra, foram também obtidas, através dos quadros do setor do Banco de Portugal, as empresas médias para cada um dos setores em estudo. Com base nestas médias, será possível realizar uma comparação entre os dois setores que engloba todas as empresas pertencentes a cada uma das secções. Além disso, as empresas médias servirão também de base para a análise que será realizada às amostras dos setores em questão.

### **3.2. Hipóteses de investigação**

Atendendo à problemática em estudo, os objetivos definidos e com base na fundamentação teórica, foram definidas diversas hipóteses de investigação.

Para avaliar a evolução dos indicadores económico-financeiros relativos à rentabilidade, funcionamento e eficiência, liquidez, endividamento e estrutura de capital, risco e criação de valor, com especial ênfase nos anos de 2019 e 2020, foi formulada a seguinte hipótese de investigação:

H1: A pandemia teve um impacto negativo na situação financeira das empresas do setor do Alojamento, Restauração e Similares.

Com o intuito de analisar, por intermédio dos modelos de previsão de falência, se houve um aumento do número de empresas falidas de 2019 para 2020 no setor em análise, foi formulada a seguinte hipótese de investigação:

H2: Existem mais empresas falidas em 2020, comparativamente a 2019, no setor do Alojamento, Restauração e Similares.

Por último, através dos indicadores económico-financeiros e dos modelos multivariáveis em estudo, pretende-se verificar se a pandemia teve um maior impacto no setor Alojamento do que no setor Restauração e Similares, pelo que foi formulada a seguinte e última hipótese de investigação:

H3: As empresas pertencentes ao setor do Alojamento sentiram um maior impacto da pandemia do que as empresas do setor Restauração e Similares.

### 3.3. Variáveis

De forma a realizar uma avaliação do impacto da pandemia na situação económico-financeira do setor Alojamento, Restauração e Similares recorreu-se, primeiramente, à análise univariável com o objetivo de avaliar os resultados financeiros e económicos presentes nas Demonstrações Financeiras. Para este efeito, foram utilizados os rácios de liquidez, endividamento e estrutura de capital, funcionamento e eficiência, rentabilidade e risco.

A segunda análise realizada foi a análise multivariável, tendo como base os modelos de Altman (2002), Carvalho das Neves (2012) e Lizarraga (1998). O modelo de Altman foi escolhido devido à sua reconhecida eficiência na previsão de falência e pelo destaque que ainda mantém a nível mundial, sendo considerado o precursor dos modelos de previsão de falência.

Como a análise é realizada a setores e empresas portuguesas, torna-se indispensável utilizar o modelo de Carvalho das Neves para obter resultados mais adequados à realidade portuguesa. O último modelo utilizado foi o de Lizarraga, que segundo um estudo realizado por Peres e Antão (2019) apresenta uma elevada eficácia na previsão de falência de empresas portuguesas e espanholas do setor do turismo.

Com o objetivo de complementar as análises referidas anteriormente, foi realizada uma análise da criação de valor, utilizando como indicadores o *Economic Value Added* e o Valor Acrescentado Bruto.

Na Tabela 2 estão presentes as variáveis que serão utilizadas nesta dissertação, derivadas da utilização dos indicadores e dos modelos que foram apresentados no ponto 2.2.

Tabela 2 – Variáveis utilizadas

Variáveis	Forma de cálculo
Tesouraria	$FM - NFM$
LG	$\frac{\text{Ativo de Curto Prazo}}{\text{Passivo de Curto Prazo}}$
LR	$\frac{\text{Ativo de Curto Prazo} - \text{Inventários}}{\text{Passivo de Curto Prazo}}$
LI	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo de Curto Prazo}}$
AF	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo Total}}$
EE	$\frac{\text{Passivo de Longo Prazo}}{\text{Passivo Total}}$
Rotação do Ativo	$\frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Ativo Total}}$
PMP	$\frac{\text{Fornecedores (média)} \times 365 \text{ dias}}{(\text{Compras} + \text{FSE}) \times (1 + \text{IVA})}$

Tabela 2 – Variáveis utilizadas (continuação)

PMR	$\frac{\text{Clientes (média)} \times 365 \text{ dias}}{\text{Volume de Negócios (1 + IVA)}}$
PMI	$\frac{\text{Inventários (média)} \times 365 \text{ dias}}{\text{CMVMC}}$
DLCE	$\text{PMI} + \text{PMR} - \text{PMP}$
MB	$\text{Volume de Negócios} - \text{Custos Variáveis}$
Custo médio anual por empregado	$\frac{\text{Gastos com pessoal}}{\text{Número de empregados}}$
Rendimento médio anual por empregado	$\frac{\text{Volume de Negócios} - \text{CMVMC}}{\text{Número de empregados}}$
ROA	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}}$
RLA	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
RCP	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$
ROV	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Volume de Negócios}}$
MS	$\frac{1}{\text{GAO}}$
GAF	$\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Resultado Antes de Impostos}}$
EVA®	$\text{RO} (1 - t) - \text{WACC} \times \text{CI}$
t	$\frac{\text{ISR}}{\text{RAI}}$
CMCP	$(1 - t) \times \frac{P}{P + CP} \times K_d + \frac{CP}{P + CP} \times K_e$
K <sub>d</sub>	$\frac{\text{Gastos Financeiros}}{\text{Passivo Total}}$
K <sub>e</sub>	$r_f + \beta_L (E r_m - r_f)$
VAB	$\text{Vendas} + \text{Prestação serviços} + \text{Proveitos suplementares} \\ - \text{CMVMC} - \text{FSE} - \text{Outros Custos e Perdas Operacionais}$
X <sub>1</sub>	$\frac{\text{Fundo Maneio}}{\text{Ativo Total}}$
X <sub>2</sub>	$\frac{\text{Resultados Transitados}}{\text{Ativo Total}}$
X <sub>3</sub>	$\frac{\text{Resultados Antes de Juros e Impostos}}{\text{Ativo Total}}$
X <sub>4</sub>	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo Total}}$

Tabela 2 – Variáveis utilizadas (continuação)

$X_5$	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Ativo Total}}$
$X_6$	$\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Ativo Total}}$
$X_7$	$\frac{\text{Estado e Outros Entes Públicos}}{\text{Vendas}} \times 365$
$X_8$	$\frac{\text{Financiamentos Obtidos Curto Prazo}}{\text{Activo Corrente}}$

### 3.4. Técnicas estatísticas

Através de uma análise inicial das 167 empresas que foram obtidas no ponto 3.1, e tendo como base o ano de 2020, verificou-se a existência de algumas empresas com resultados bastante dispares quando comparados com a média das amostras, podendo assim causar desvirtuações nos resultados obtidos.

De forma a remover estes *outliers*, e assim, incrementar a qualidade da amostra, foi definido um intervalo com base no Ativo Total de 2020, onde o valor inferior corresponde a  $\bar{x} - 0,5 \times \sigma$  (média do Ativo Total menos meio desvio padrão) e o valor superior é igual a  $\bar{x} + 0,5 \times \sigma$  (média do Ativo Total mais meio desvio padrão).

Depois de calculado este intervalo, verificou-se entre as 167 empresas iniciais, quais é que obtiveram um valor de Ativo Total em 2020 inferior ou superior ao intervalo estipulado, sendo conseqüentemente eliminadas da amostra por serem consideradas *outliers*. Aplicando assim esta técnica estatística, foi possível obter uma amostra final constituída por 110 empresas.

## 4. Estudo empírico

### 4.1. Contextualização económica

Antes da realização da análise económico-financeira ao setor Alojamento, Restauração e Similares, é importante contextualizar a envolvente económica no âmbito Europeu e Nacional dadas as diversas mudanças que ocorreram durante o período em análise.

#### 4.1.1. Europeia

Com a crise do *subprime* que iniciou nos Estados Unidos da América em 2008 ocorreu a maior recessão económico-financeira desde a grande depressão em 1929. Esta crise rapidamente se alastrou a outros países e diversas instituições financeiras foram obrigadas a declararem grandes perdas e algumas até falência. A União Europeia não foi exceção, tendo obtido uma descida no PIB na ordem dos 4,30%, face ao período anterior, em 2009.

Além das dificuldades que algumas instituições financeiras estavam a passar, observou-se também um aumento da dívida pública e o colapso de economias nacionais como a da Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha, que obrigou a estes países a recorrer ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira e assim a aplicar medidas de austeridade que aumentam o esforço que é requerido às empresas e às famílias.

Em 2020, num período de crescimento económico em todo o mundo, surge a COVID-19. Dado o distanciamento social e as restrições impostas pelos governos houve uma redução da força de trabalho em todos os setores económicos, o que levou à perda de muitos empregos e a um declínio bastante significativo no PIB *per capita* Europeu, tal como é visível na Figura 7 e na Figura 8.

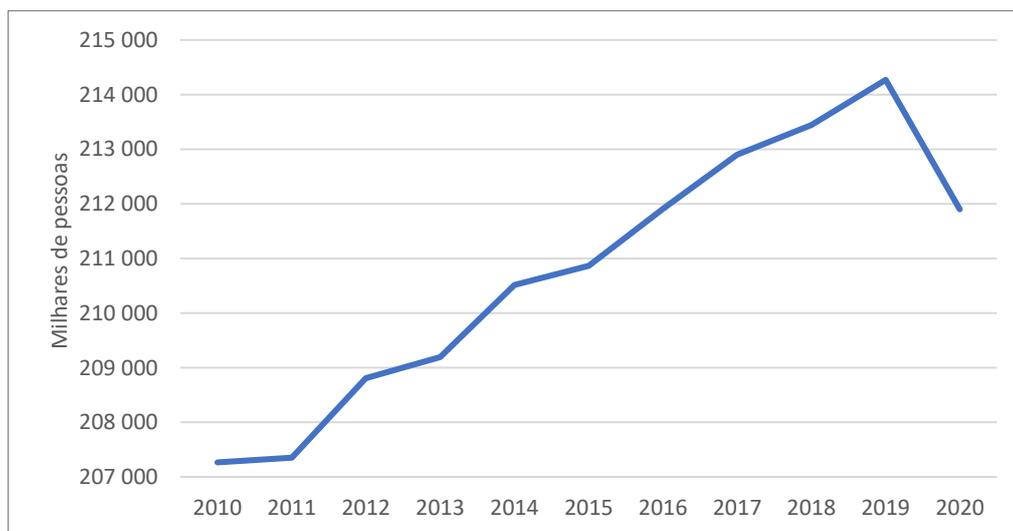


Figura 7 – Evolução da população ativa na UE

Fonte: Pordata (2022d)

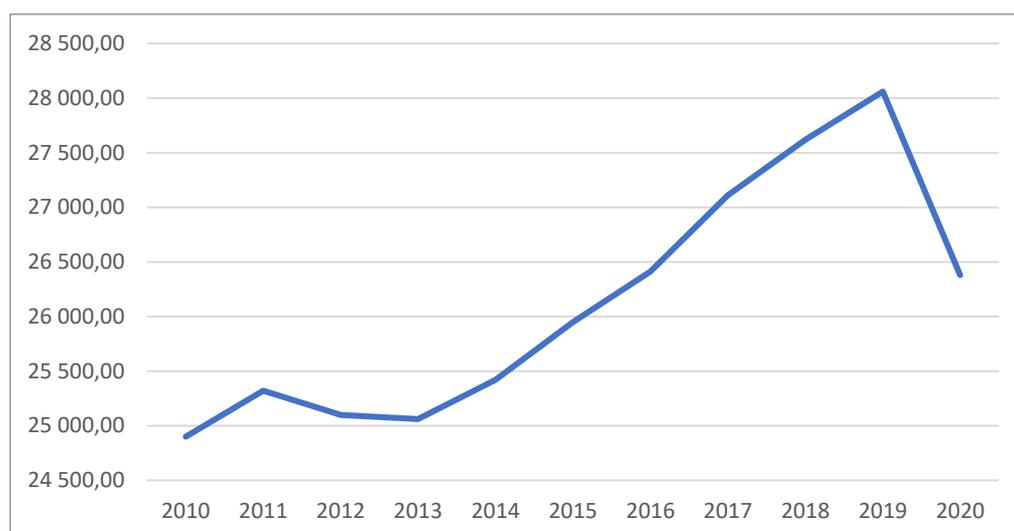


Figura 8 – Evolução do PIB per capita na UE

Fonte: Pordata (2022d)

Associada a esta diminuição assinalável do PIB *per capita* está o aumento acentuado da percentagem da dívida pública em função do PIB (Figura 10) que de 2019 a 2020 registou uma subida de 12,50 pontos percentuais na UE.

Em relação à evolução das taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro (Figura 9), é verificada uma significativa redução de 2011 a 2016, seguida de uma ligeira recuperação nos dois anos seguintes. De 2018 em diante, volta a apresentar um decréscimo, alcançando um valor de 0,41 em 2020.

Um dos setores mais afetados pela pandemia foi o turismo, que em 2020 registou o segundo maior colapso da sua história, uma descida de 51,40% na sua contribuição para o PIB Europeu, face ao ano anterior (WTTC, 2021).

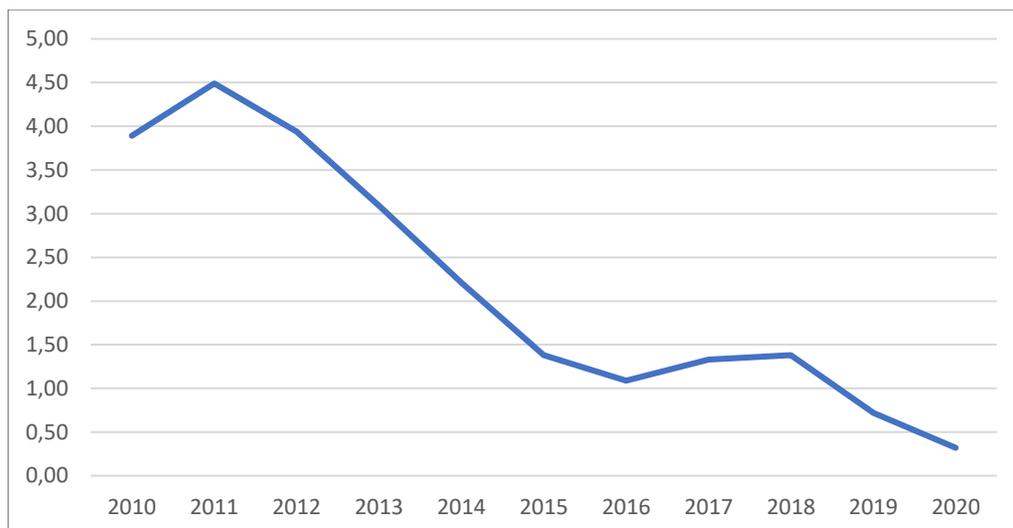


Figura 9 – Evolução das taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro na UE

Fonte: Pordata (2022e)

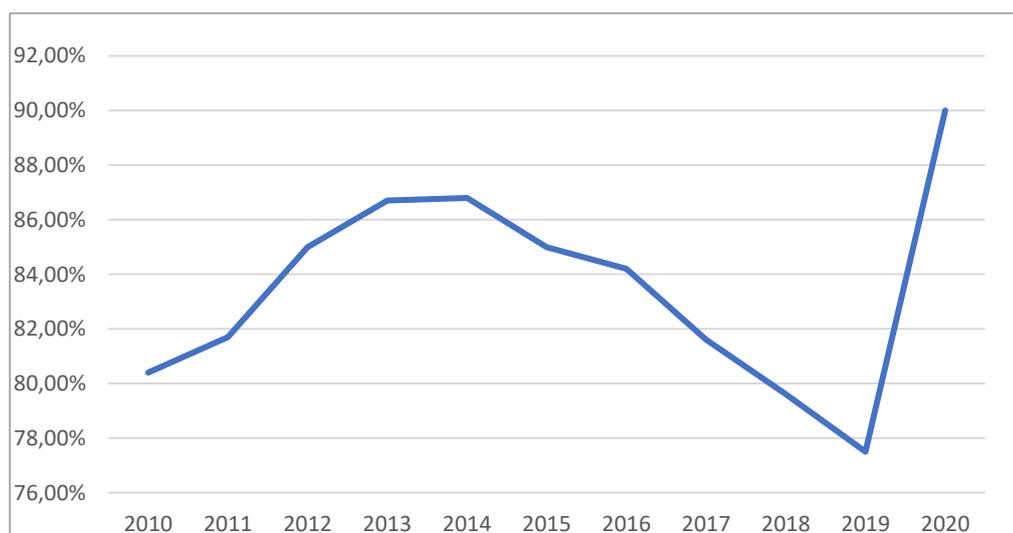


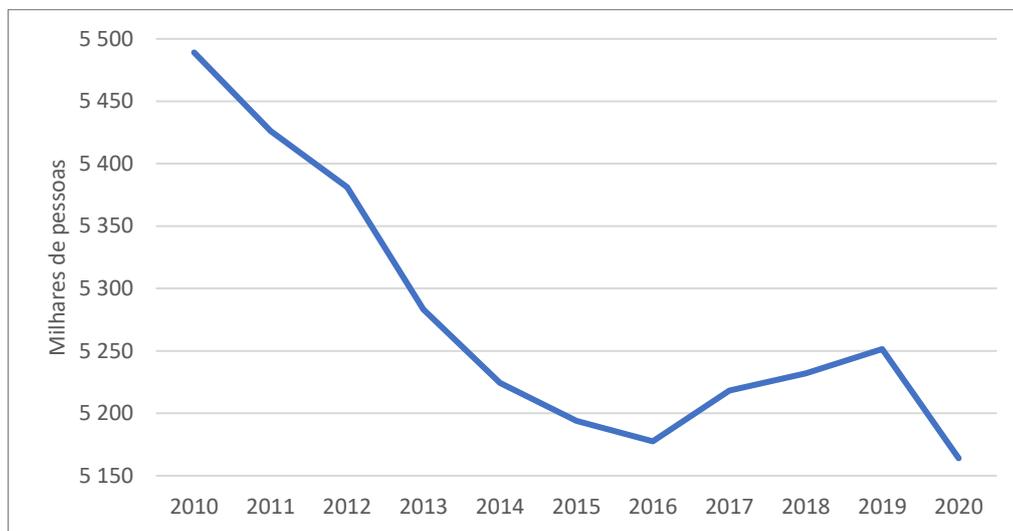
Figura 10 – Evolução da dívida pública em percentagem do PIB na UE

Fonte: Pordata (2022a)

#### 4.1.2. Nacional

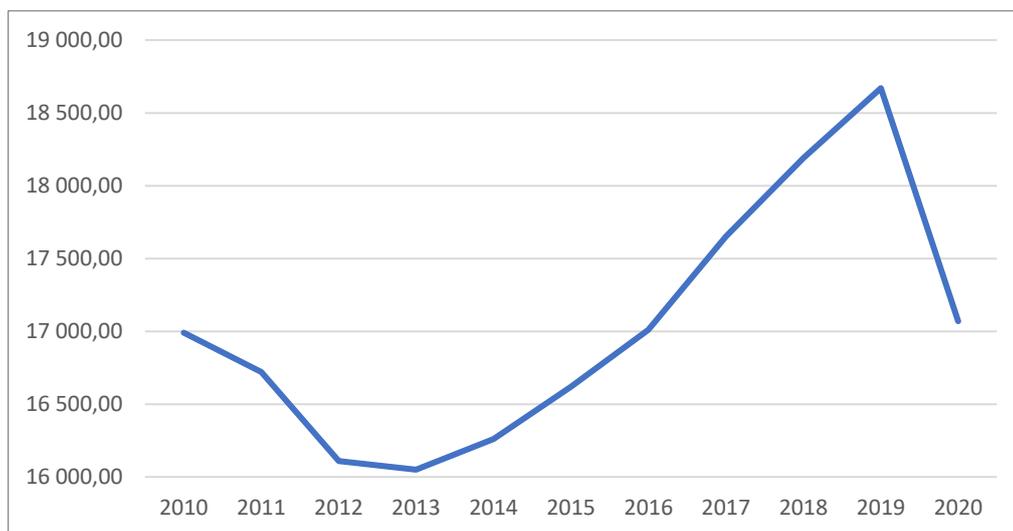
Em Portugal a crise económica também se fez sentir. Com o aumento da dívida externa, o défice orçamental e as condições de financiamento a agravarem-se, Portugal foi obrigado a recorrer ao Fundo Monetário Internacional, do qual resultou um plano de resgate entre 2011 e 2014 que rondou os 78 mil milhões de euros. Com este plano, Portugal esteve sujeito a um programa de ajustamento e consolidação orçamental, que consistia na diminuição da despesa e no aumento de impostos. Dada esta situação económica, verificou-se uma constante diminuição do número

de pessoas empregadas até 2016 (Figura 11), uma contração do PIB *per capita* até 2013 (Figura 12) e um aumento das taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro (Figura 13) até 2012 e da percentagem da dívida pública em função do PIB (Figura 14) até 2014.



*Figura 11 – Evolução da população ativa em Portugal*

Fonte: Pordata (2022c)



*Figura 12 – Evolução do PIB per capita em Portugal*

Fonte: Pordata (2022c)

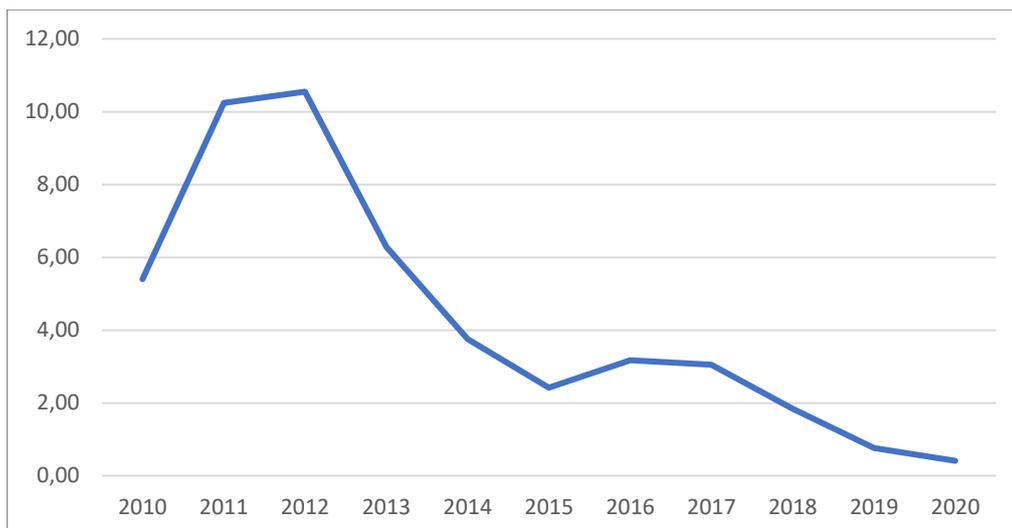


Figura 13 – Evolução das taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro em Portugal

Fonte: Pordata (2022e)

Em 2020, devido à pandemia, Portugal registou a sua maior queda no PIB *per capita*, a quarta maior da UE, apenas ultrapassado por Grécia, Espanha e Itália, países também dependentes do turismo. Quanto ao número de pessoas empregadas, aqui também é registada uma diminuição, no entanto, não muito acentuada devido às medidas impostas pelo governo, como por exemplo, o teletrabalho e o regime de *lay off*. Relativamente à percentagem da dívida pública em função do PIB, verificou-se uma subida de 18,60% de 2019 para 2020, sendo que as taxas de rendibilidade de obrigações do tesouro mantiveram a tendência de decrescimento.

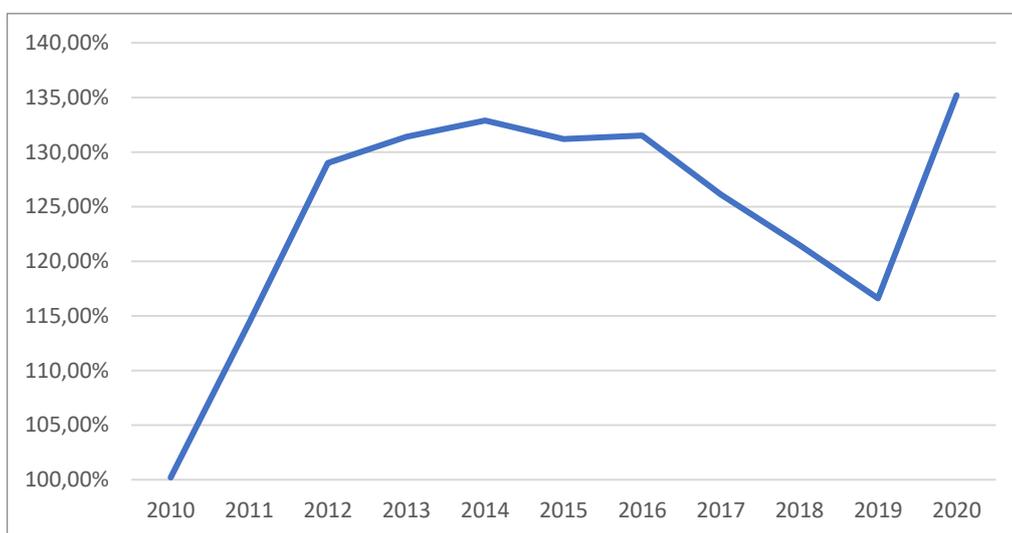


Figura 14 – Evolução da dívida pública em percentagem do PIB em Portugal

Fonte: Pordata (2022a)

## **4.2. Apresentação e análise dos resultados**

No presente capítulo será feita a análise dos resultados do estudo empírico, estando este dividido em três subcapítulos: Análise univariável, análise multivariável e análise de criação de valor.

### **4.2.1. Análise univariável**

Começando pela análise univariável, nesta secção será feita uma avaliação da evolução dos indicadores de liquidez, endividamento e estrutura de capital, funcionamento e eficiência, rentabilidade e risco de 2010 a 2020.

#### **4.2.1.1. Liquidez**

Tal como foi referido na revisão da literatura, a análise de liquidez de uma empresa permite avaliar a capacidade que esta tem de cumprir com as obrigações a curto prazo. Observando a evolução da Tesouraria na Figura 15 e no Anexo B, é possível constatar que na maioria dos anos os setores em análise apresentam valores negativos de Tesouraria, sendo que em 2020 só a empresa média do CAE 56 apresenta um valor positivo. Um saldo negativo de Tesouraria indica que as empresas têm dificuldades em cumprir com as suas obrigações de curto prazo, o que pode implicar um financiamento a curto prazo, como por exemplo, um empréstimo bancário, para suprir as necessidades.

Importa também destacar que ambas as médias setoriais apresentaram um crescimento no período em estudo, no entanto o CAE 56 obteve em todos os anos um valor bastante superior ao CAE 55.

Relativamente às amostras, o CAE 55 apresenta uma evolução bastante significativa de 2014 a 2018, registando um valor positivo neste último ano, sendo que em 2019 e 2020 obteve um decréscimo considerável, alcançando no último ano de estudo um resultado perto dos 700,00 milhões negativos.

Em relação ao CAE 56, verifica-se um valor de Tesouraria próximo de zero, ou seja, em equilíbrio financeiro, de 2010 a 2018, excetuando os anos de 2015 e 2017 onde há uma melhoria considerável. Já em 2019 ocorre uma descida de aproximadamente 600,00 milhões, seguida de uma recuperação em 2020.

Comparando os valores obtidos na pré-pandemia (2019) com os valores de 2020, apenas houve uma redução da Tesouraria na amostra CAE 55, ao passo que a amostra CAE 56 e as empresas setoriais registam uma recuperação neste último ano.

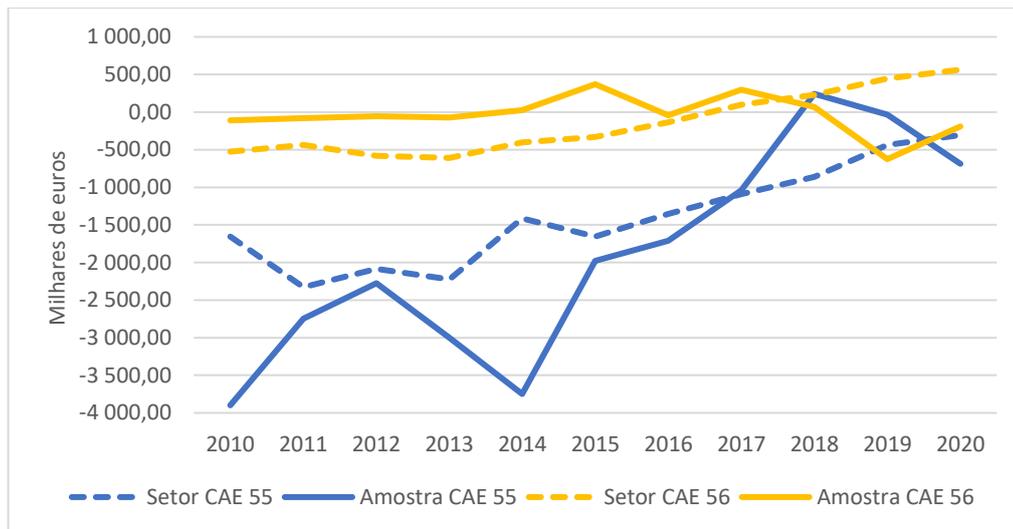


Figura 15– Tesouraria

Analisando o indicador Liquidez Geral relativo às amostras CAE 55 e 56 presente na Figura 16 e na Figura 17, é possível visualizar que em ambas as amostras o valor obtido é superior a um, ou seja, ambas estão em equilíbrio financeiro no curto prazo, uma vez que a conversão de todos os Ativos de curto prazo em meios líquidos chegará para cobrir todos os Passivos de curto prazo.

Outro dado importante de referir é o facto de em ambas as figuras não haver uma grande discrepância entre a Liquidez Geral e a Liquidez Reduzida, o que significa que o valor de inventários em ambos os setores não é muito significativo, tendo em conta o Ativo corrente.

Comparando agora os valores de liquidez da amostra CAE 55 (Figura 16) com a amostra CAE 56 (Figura 17), o segundo apresenta em todos os anos um valor de Liquidez Geral superior ao primeiro.

Relativamente à Liquidez Imediata, que são todos os meios líquidos que podem ser utilizados no imediato, a amostra CAE 56 obteve um resultado duas vezes ou mais superior ao da amostra CAE 55 no período temporal em estudo, exceto para os anos de 2019 e 2020, período em que atingiu um valor inferior.

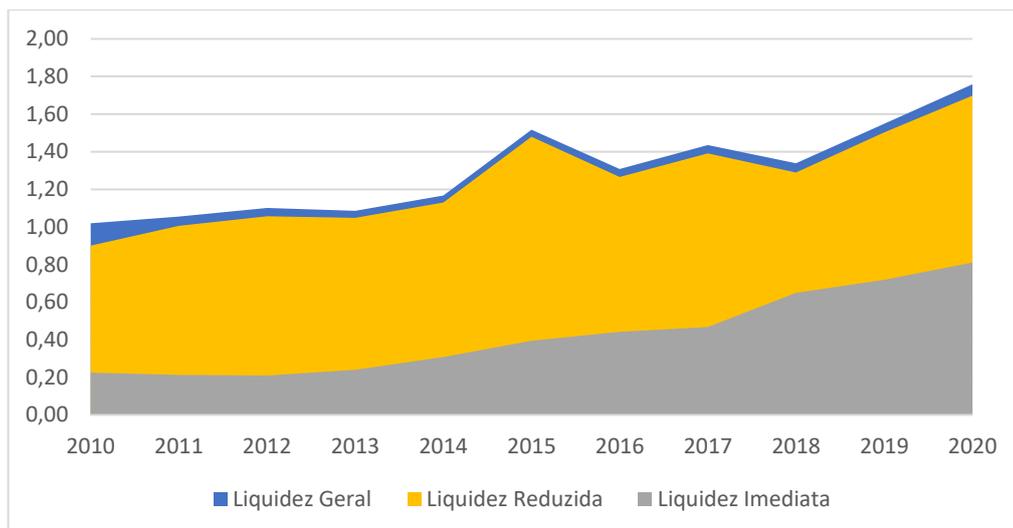


Figura 16 – Liquidez Geral, Reduzida e Imediata para a amostra CAE 55

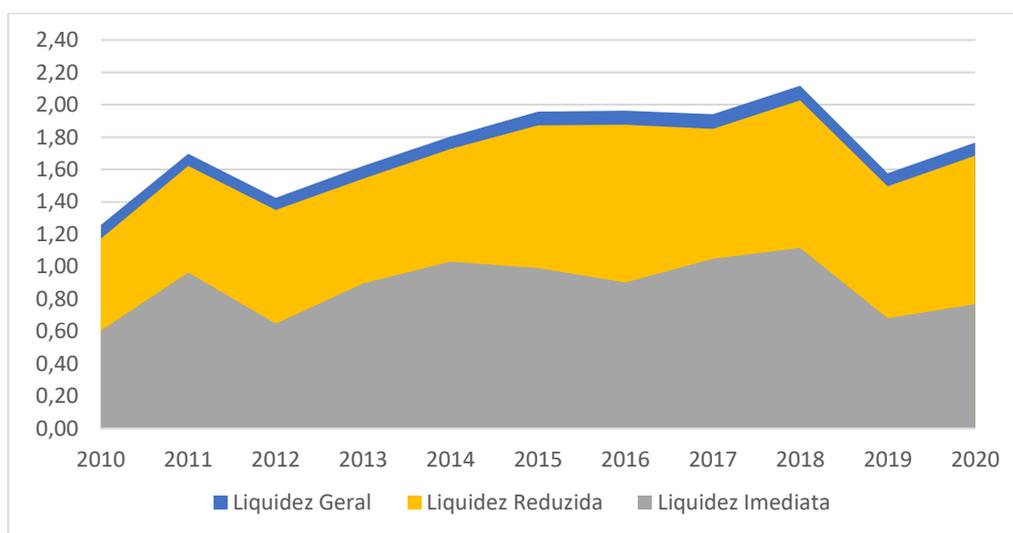


Figura 17 – Liquidez Geral, Reduzida e Imediata para a amostra CAE 56

Globalmente, apesar de os setores apresentarem valores de liquidez bastante satisfatórios para o período em análise, os resultados obtidos na Tesouraria, embora apresentem uma tendência de evolução positiva, foram maioritariamente negativos.

Comparando ambos os setores, tanto em termos de Tesouraria como em termos de liquidez, o CAE 56 apresentou de modo geral um resultado superior ao CAE 55. Já em termos da evolução dos indicadores de 2019 para 2020, verificou-se uma melhoria tanto da empresa média como da amostra em ambos os setores, exceto a amostra CAE 55 que registou uma descida na Tesouraria neste intervalo temporal.

#### 4.2.1.2. Endividamento e estrutura de capital

Os rácios de endividamento e estrutura de capital permitem avaliar a situação da empresa a médio e longo prazo, bem como, a sobrecarga da dívida.

Analisando os dados referentes à Autonomia Financeira que estão presentes na Figura 18, é possível visualizar que, relativamente às empresas médias, o CAE 55 apresenta em todo o período uma percentagem bastante superior de Ativos que são financiados por Capitais Próprios comparativamente ao CAE 56, sendo que para este último, de 2012 a 2016, mais de 90,00% dos Ativos são financiados pelo Passivo (ver Anexo C).

Relativamente às médias amostrais, ao contrário do que acontece com as médias setoriais, o CAE 56 apresenta um resultado superior em comparação ao CAE 55, exceto no último ano de análise.

Analisando a evolução tanto dos setores como das amostras, verifica-se que existe uma tendência de descida de 2010 a 2013, seguido de uma recuperação até 2019 para valores próximos ou superiores aos de 2010. Em 2020, volta a haver uma quebra neste indicador para todos os setores e amostras.

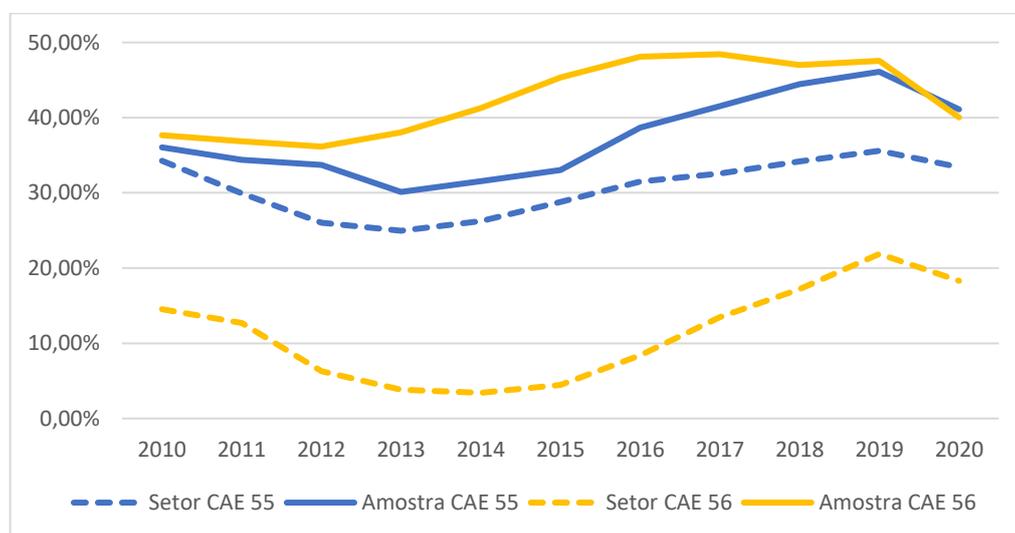


Figura 18 – Autonomia financeira

Tendo em consideração o valor estipulado por Fernandes *et al.* (2018) de 30,00% como a referência teórica para a Autonomia Financeira, foi realizada uma análise, para cada ano, da percentagem de empresas que obtiveram um valor superior a este referencial, tendo-se obtido os resultados presentes na Tabela 3.

Com base na referida tabela é possível aferir que a amostra CAE 56 obteve, ligeiramente, um maior número de empresas com um valor de AF mais elevado do que a referência teórica, em concordância com o que é observável na Figura 18.

Relativamente à sua evolução, ambas as amostras apresentam uma evolução razoavelmente estável ao longo tempo, havendo um decréscimo no CAE 55 de 2010 a 2013 seguido de um crescimento até 2019, enquanto que no CAE 56 há um aumento em 2011 e de 2013 a 2016 e uma diminuição em 2012 e de 2016 a 2020.

Tabela 3 – Percentagem de empresas da amostra com AF>30%

Ano	Amostra CAE 55	Amostra CAE 56
2010	57,14%	55,00%
2011	55,71%	57,50%
2012	54,29%	47,50%
2013	54,29%	55,00%
2014	55,71%	67,50%
2015	61,43%	70,00%
2016	65,71%	80,00%
2017	67,14%	77,50%
2018	68,57%	75,00%
2019	74,29%	75,00%
2020	65,71%	72,50%

Passando agora para o indicador de Estrutura de Endividamento, quanto maior for o seu valor, maior é a percentagem do Passivo que tem de ser liquidado a médio ou longo prazo. Dos resultados presentes na Figura 19, é possível averiguar que em todo o período de análise há uma superioridade do CAE 55 face ao CAE 56.

Em relação às empresas médias de cada setor, verifica-se de modo geral um contínuo crescimento ao longo do tempo da percentagem de Passivo não corrente, já as amostras obtiveram um elevado crescimento de 2017 a 2020, sendo que, no período de 2010 a 2017 a amostra CAE 55 tem um valor razoavelmente constante com algumas variações, ao passo que a amostra CAE 56 apresenta uma tendência de descida com a exceção dos anos 2011 e 2013.

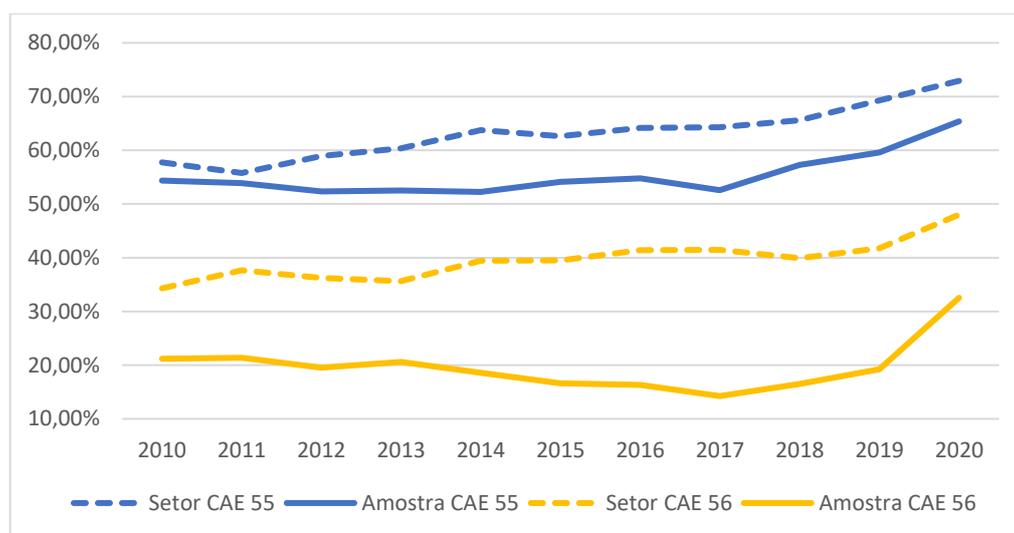


Figura 19 – Estrutura de Endividamento

Realizando uma análise da percentagem de empresas das amostras que têm um valor de Passivo de longo prazo superior ao Passivo de curto prazo (Tabela 4), é possível concluir que

existe uma grande discrepância entre ambos os setores, onde no CAE 55, em média, ao longo dos anos, 63,25% das empresas têm uma maioria de Passivo não corrente, ao passo que no CAE 56 este valor é só de 19,70%.

Outro dado importante de sublinhar é o facto de 2019 a 2020 existir um aumento considerável, em ambas as amostras, do número de empresas com esta característica.

*Tabela 4 – Percentagem de empresas da amostra com maioria de Passivo não corrente*

<b>Ano</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2010	62,86%	21,19%
2011	60,00%	21,37%
2012	60,00%	19,54%
2013	61,43%	20,60%
2014	60,00%	18,56%
2015	61,43%	16,60%
2016	67,14%	16,31%
2017	64,29%	14,25%
2018	64,29%	16,50%
2019	62,86%	19,22%
2020	71,43%	32,54%

De modo geral, verifica-se que não existe uma grande discrepância entre as amostras em termos da percentagem de Ativos que são financiados por Capitais Próprios e a maioria das empresas alcançaram um resultado superior ao referencial teórico.

A nível da porção do Passivo de longo prazo, já se verifica alguma diferença entre ambos os setores, onde o CAE 55 apresenta valores bastante superiores ao CAE 56 no período em estudo.

Comparando o ano de 2019 com o de 2020, verifica-se uma diminuição na percentagem de Ativos que são financiados pelos Capitais Próprios e um aumento da proporção de Passivos que são de longo prazo.

#### **4.2.1.3. Funcionamento e eficiência**

Os indicadores de funcionamento e eficiência permitem avaliar a eficiência de gestão dos recursos das empresas, sendo que, esta análise só deverá ser realizada para empresas do mesmo setor.

Através da Figura 20 verifica-se uma grande discrepância, em termos de Rotação do Ativo, entre o CAE 55 e o CAE 56 em todo o período temporal, sendo que o CAE 55 obteve, à exceção de 2020, um valor superior à unidade e o CAE 56 nunca ultrapassou os 0,50.

Em ambas as secções, a amostra obteve um valor superior à empresa média.

Analisando a evolução temporal dos setores, é possível observar que o CAE 55 teve um desempenho relativamente constante ao longo dos anos, já o CAE 56 teve uma evolução mais instável, no entanto, ambas as secções apresentaram, de modo geral, uma melhoria de 2010 a 2018.

De 2019 a 2020 regista-se, em ambos os setores, uma quebra substancial da Rotação do Ativo, especialmente no CAE 56 (ver Anexo D).

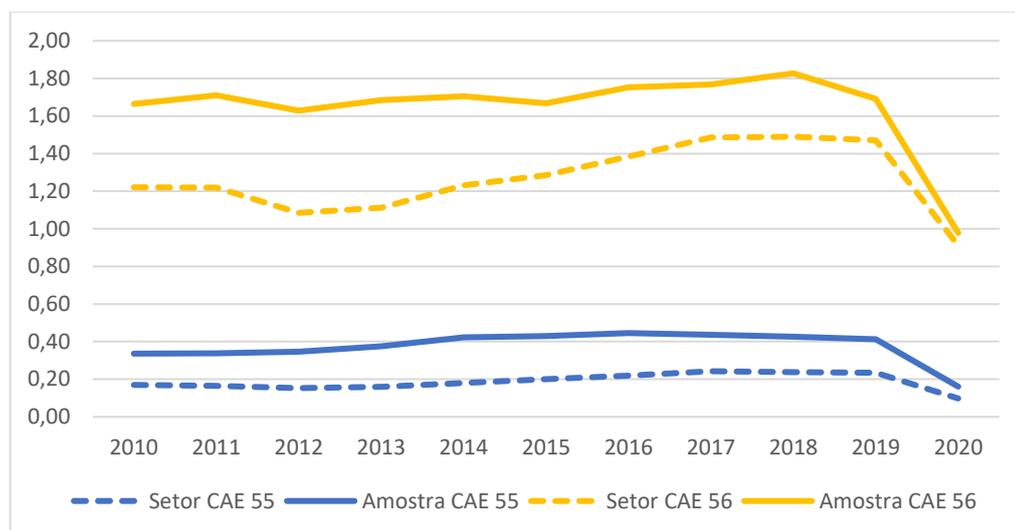


Figura 20 – Rotação do Ativo

Analisando a evolução da DLCE que está presente na Figura 21 e na Figura 22 e tendo em consideração o PMP (Figura 23), o PMR (Figura 24) e o PMI (Figura 25 e Figura 26), é possível visualizar que existe uma grande discrepância entre a empresa média CAE 55 e as restantes, sendo esta diferença explicada pelos valores elevados que são registados no PMI.

Comparando ambas as amostras, verifica-se que em todos os anos o CAE 55 apresenta um valor de DLCE superior ao do CAE 56, sendo que só no PMR, de 2017 a 2019, é que a amostra CAE 56 apresenta um valor mais elevado.

Relativamente à evolução do CAE 56, tanto a empresa média como a amostra, obtiveram uma contínua redução da DLCE de 2013 a 2018, sendo que a amostra chegou a alcançar valores negativos em 2011 e em 2018.

Em relação ao PMP, PMR e PMI, ambas as secções apresentam uma redução de 2012 a 2018, sendo essa redução globalmente mais significativa no CAE 55.

Confrontando os valores de 2019 com os de 2020, observa-se um crescimento transversal aos quatro indicadores, tanto nas amostras como nas médias setoriais, especialmente no CAE 55 onde o aumento da DLCE na amostra foi de 68 dias e na empresa média de 594 dias.

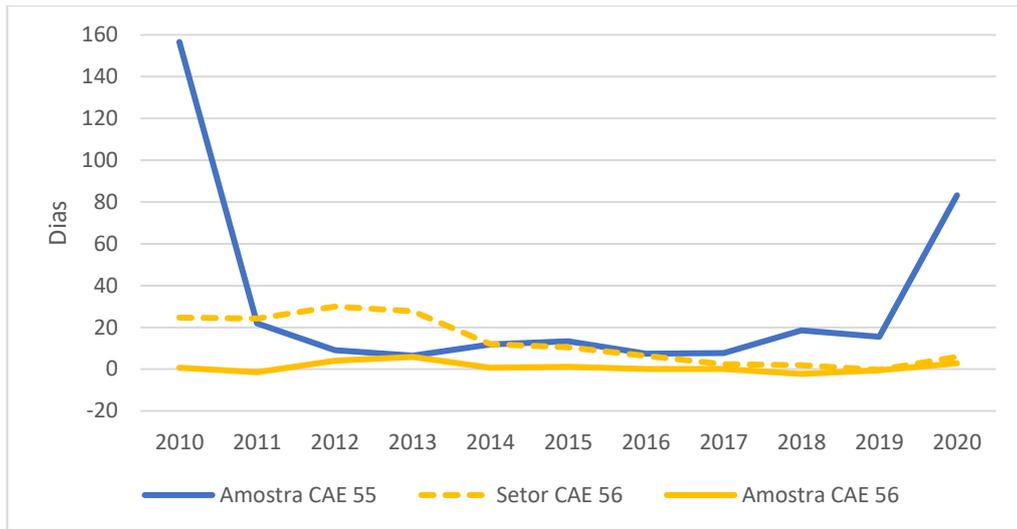


Figura 21 – Duração Líquida do Ciclo de Exploração do CAE 56 e da amostra CAE 55

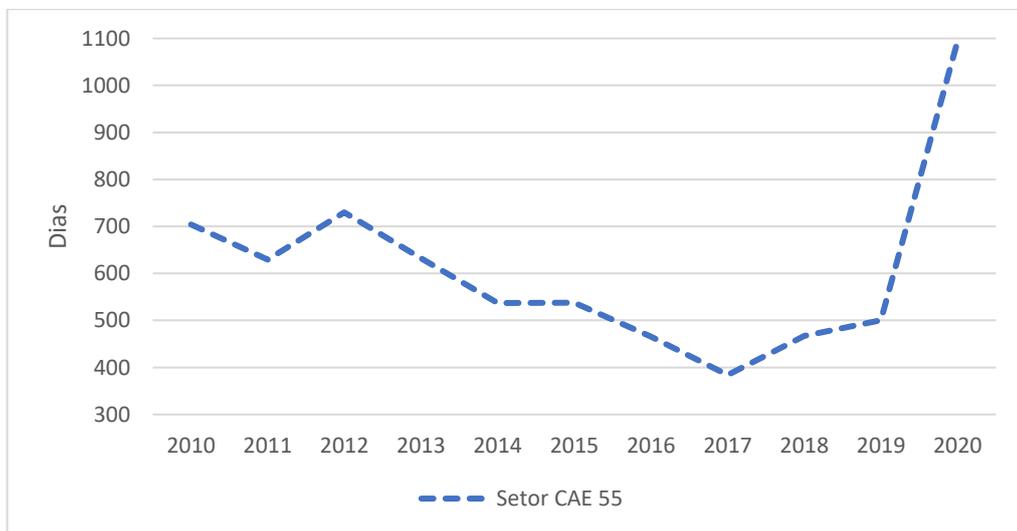


Figura 22 – Duração Líquida do Ciclo de Exploração da empresa média CAE 55

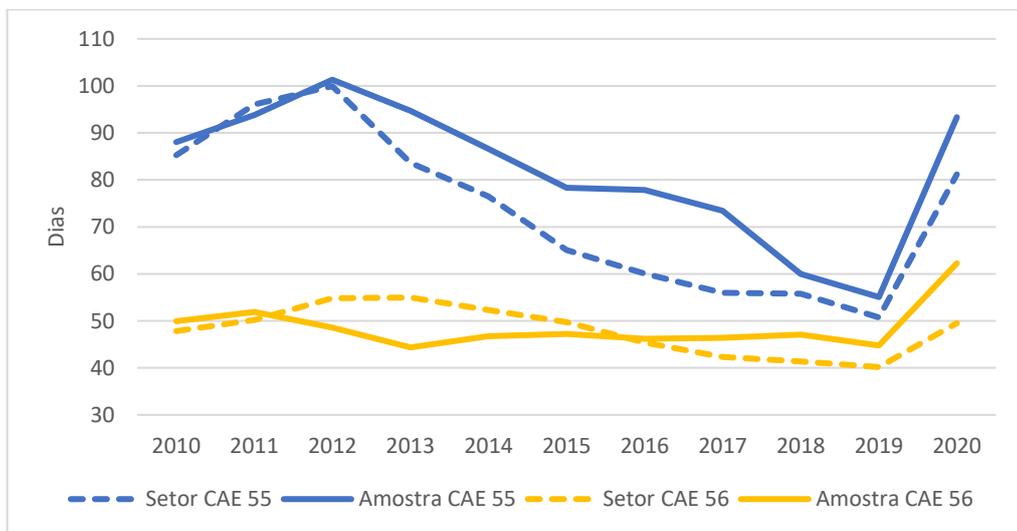


Figura 23 – Prazo Médio de Pagamentos

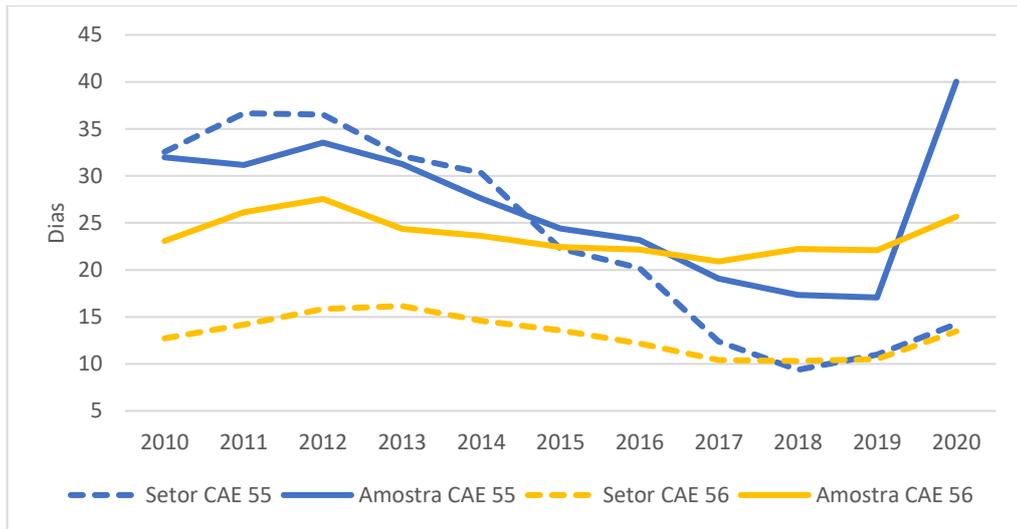


Figura 24 – Prazo Médio de Recebimentos

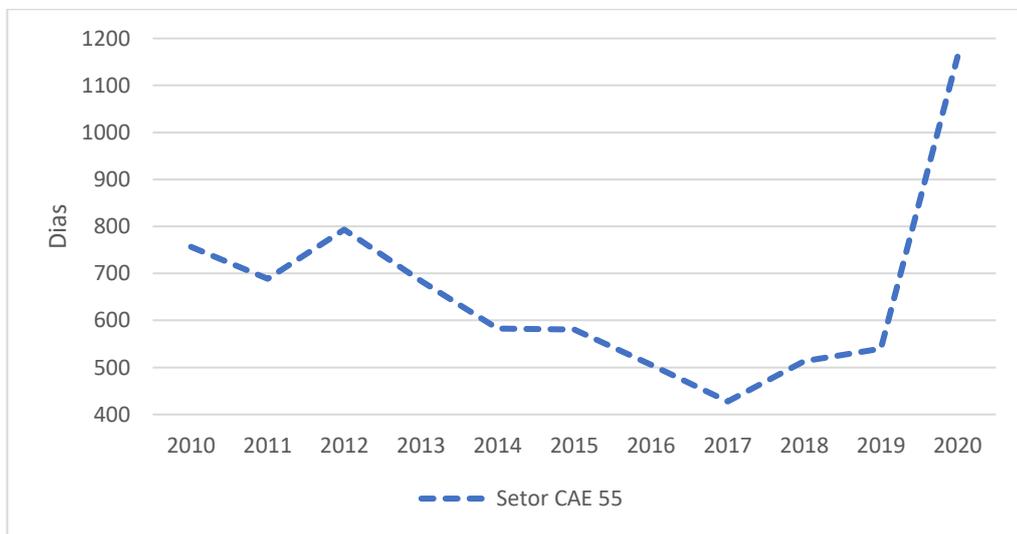


Figura 25 – Prazo Médio de Inventários da empresa média CAE 55

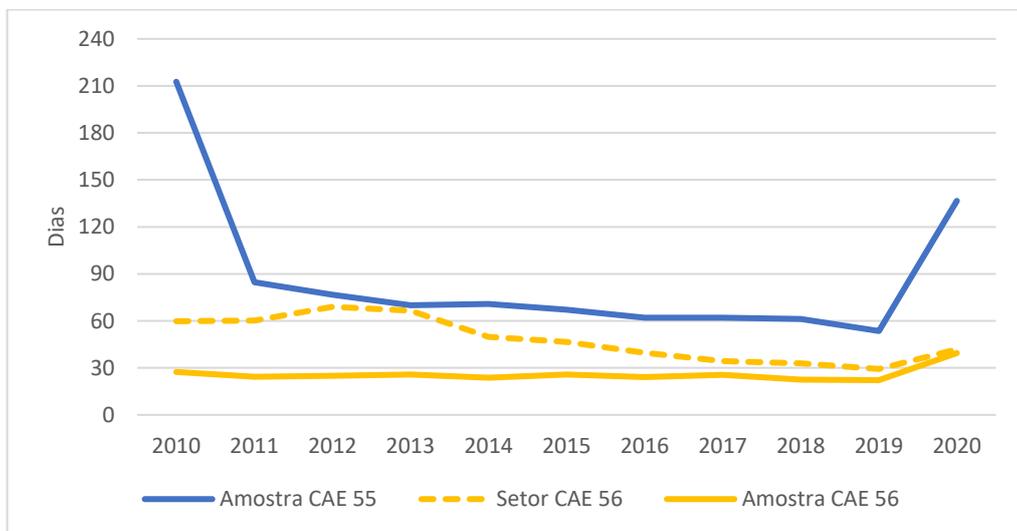


Figura 26 – Prazo Médio de Inventários do CAE 56 e da amostra CAE 55

De seguida, em relação ao custo médio anual por empregado (Figura 27), o CAE 55 obteve um custo médio significativamente superior ao CAE 56, tanto para as médias setoriais como para as amostras.

Tal como acontece no indicador Rotação do Ativo, para ambas as secções, a amostra alcançou um resultado mais elevado do que a empresa média.

No CAE 55 é possível observar que a média setorial, de 2010 a 2015, diminuiu gradualmente e que a partir desse ponto, até 2019, teve um crescimento mais significativo.

Em relação à amostra, esta apresenta de 2010 a 2015 uma evolução relativamente constante ao longo dos anos, com algumas subidas e descidas, e de 2016 a 2019 um contínuo aumento do custo médio.

Quanto ao CAE 56, de 2015 a 2019 a amostra e a empresa média registam um aumento considerável neste indicador (mais significativo do que acontece no CAE 55) e de 2010 a 2014 uma evolução mais inconstante na amostra. Por outro lado, a média setorial apresenta um aumento de 2010 para 2011 e uma redução no período de 2011 a 2014.

Analisando a evolução temporal de 2019 para 2020, verifica-se uma diminuição do custo médio anual por empregado em ambas as secções, sendo este declínio mais notório no CAE 55.

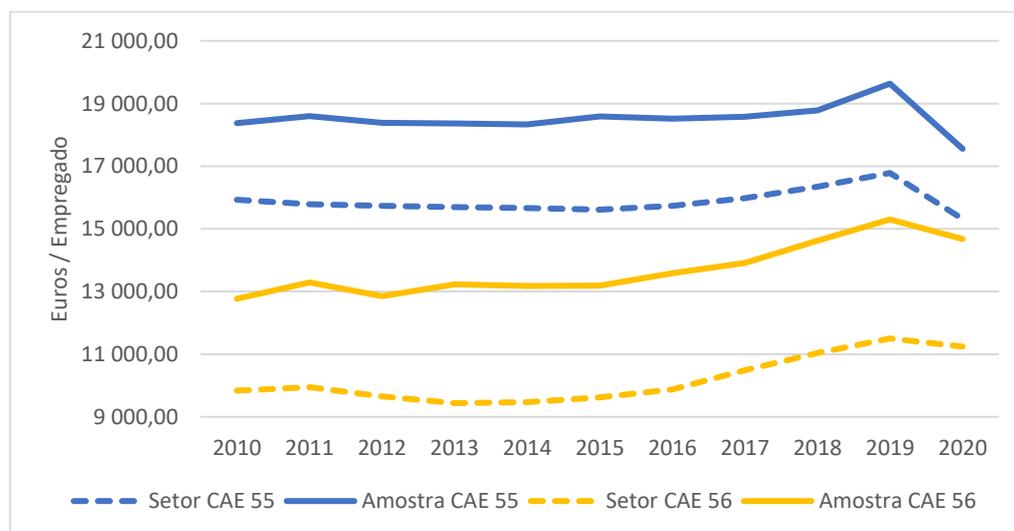


Figura 27 – Custo médio anual por empregado

Por último, dos indicadores de funcionamento e eficiência em estudo, temos o rendimento médio anual por empregado (Figura 28), onde a empresa média do setor CAE 55 obteve valores significativamente superiores aos restantes, registando uma subida bastante substancial de 2012 a 2019. Relativamente à amostra deste setor, apesar de apresentar uma tendência de aumento a partir de 2010, esta não é tão relevante quando comparado com a média setorial.

Em relação ao CAE 56, verifica-se tanto na amostra como na empresa média uma ligeira subida neste indicador de 2012 a 2019, sendo que a amostra apresenta em todos os anos um valor superior.

Comparando 2019 a 2020, constata-se uma descida significativa neste indicador em ambos os setores, porém, o maior decréscimo acontece na média setorial do CAE 55, onde se regista uma descida de 30.845,32€ de 2019 para 2020.

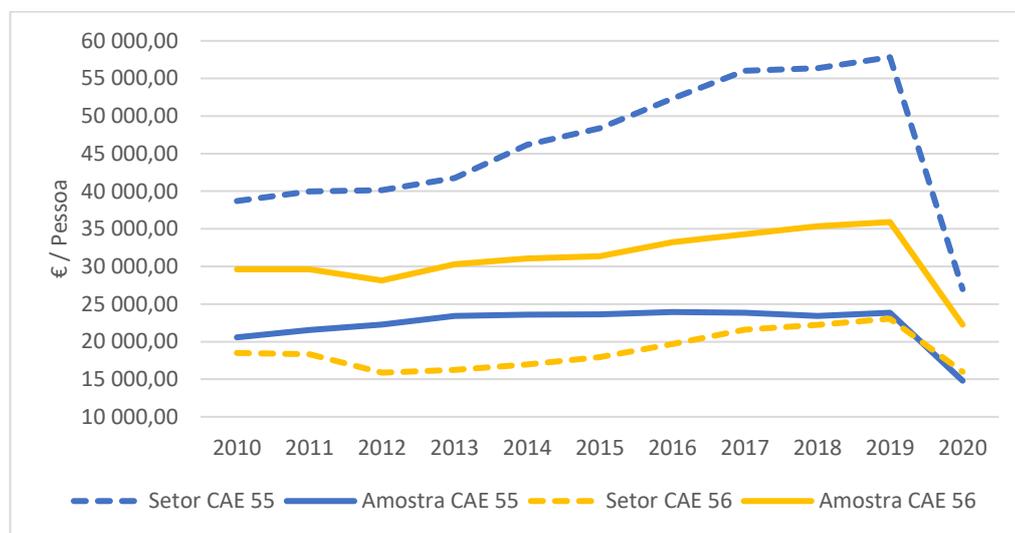


Figura 28 – Rendimento médio anual por empregado

Realizando uma análise entre a Figura 27 e a Figura 28, verifica-se que em todos os anos o rendimento médio anual por empregado foi superior ao custo médio anual por empregado, com a exceção da amostra CAE 56 em 2020, onde registou um custo médio anual superior em 2.747,03€. As maiores diferenças entre ambos os indicadores acontecem principalmente na média setorial do CAE 55, atingindo os 41.047,24€ em 2019, e na amostra do CAE 56, no entanto com uma menor significância.

De forma global, verifica-se que a Rotação do Ativo e a DLCE mantiveram-se relativamente constantes até 2019, já o custo e o rendimento médio anual por empregado apresentaram um aumento moderado durante o mesmo período de análise.

Entre os anos de 2019 e 2020 houve uma mudança na tendência de todos os indicadores, com aumentos na DLCE, PMP, PMR e PMI e reduções nos restantes.

Comparando os valores de ambas as secções em cada um dos rácios, constata-se um valor superior para o CAE 56 na Rotação do Ativo e inferior para os restantes, registando-se as maiores diferenças entre as secções nos indicadores DLCE, PMI e rendimento médio anual por empregado.

#### 4.2.1.4. Rendibilidade

A análise de rendibilidade permite aferir o grau de eficiência de utilização dos recursos e o retorno dos investimentos aplicados.

Começando pela ROA (Figura 29 e Anexo E), é possível verificar que a amostra CAE 56 apresenta um resultado superior à amostra CAE 55 até 2019. Relativamente às médias setoriais, só de 2016 a 2019 é que o CAE 56 apresentou uma ROA superior ao CAE 55.

Considerando o CAE 56, a amostra desta secção obteve até 2019 um excedente operacional, registando-se um aumento de 2012 a 2016 e descidas nos restantes anos.

Quanto à empresa média, esta só alcançou um resultado positivo de 2016 a 2019, verificando-se um crescimento significativo de 2012 a 2017, seguido de dois anos relativamente constantes.

Através da Figura 29 também é possível visualizar que o CAE 55 regista uma evolução positiva de 2013 a 2018, apresentando, tanto a amostra como a empresa média, um rácio superior a zero de 2014 a 2019.

Relativamente a 2019 e a 2020, constata-se uma significativa redução da ROA no último ano de análise, tendo ambas as secções passado de um valor positivo para um valor negativo, sendo que, à exceção da empresa média CAE 56, já existia uma tendência ligeira de descida desde 2018.

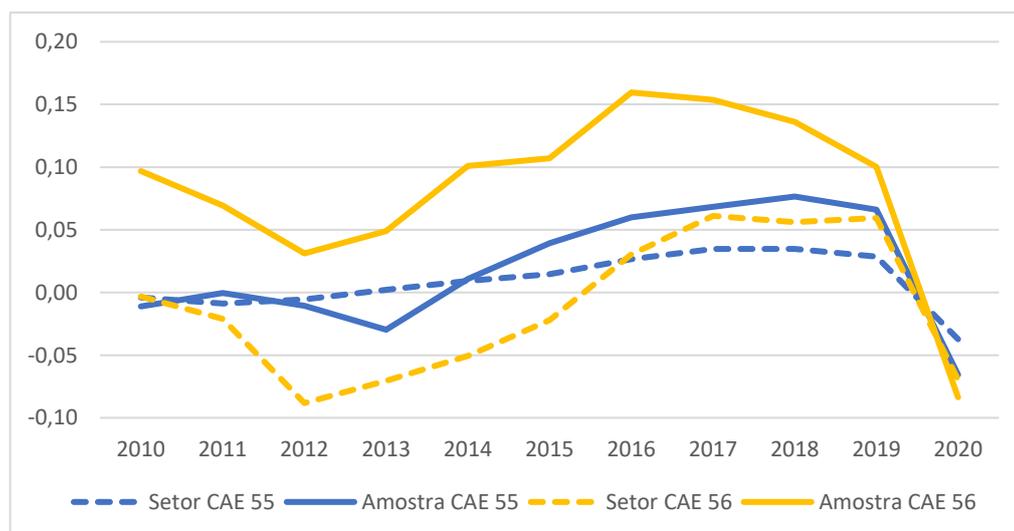


Figura 29 – Rendibilidade Operacional do Ativo

Considerando agora a evolução da Margem Bruta, é possível observar na Figura 30 que o CAE 55 apresenta, para este indicador, um valor superior que o CAE 56, em todos os anos, quando são comparadas as amostras e as empresas médias entre si.

Relativamente à evolução do CAE 56, enquanto a amostra obtém uma evolução sensivelmente constante ao longo do período, a amostra de 2010 a 2014 apresenta uma ligeira descida seguido de uma constante melhoria até 2019.

Quanto ao CAE 55, a amostra e a média setorial obtiveram uma evolução bastante similar, com um crescimento moderado de 2010 a 2019 e apresentando em todo o período de estudo valores entre os 0,85 e os 0,90.

Olhando em específico para a evolução de 2019 para 2020, verifica-se uma redução no CAE 55 e na empresa média do CAE 56 e um crescimento na amostra CAE 56, sendo que as variações registadas neste período temporal não são significativas.

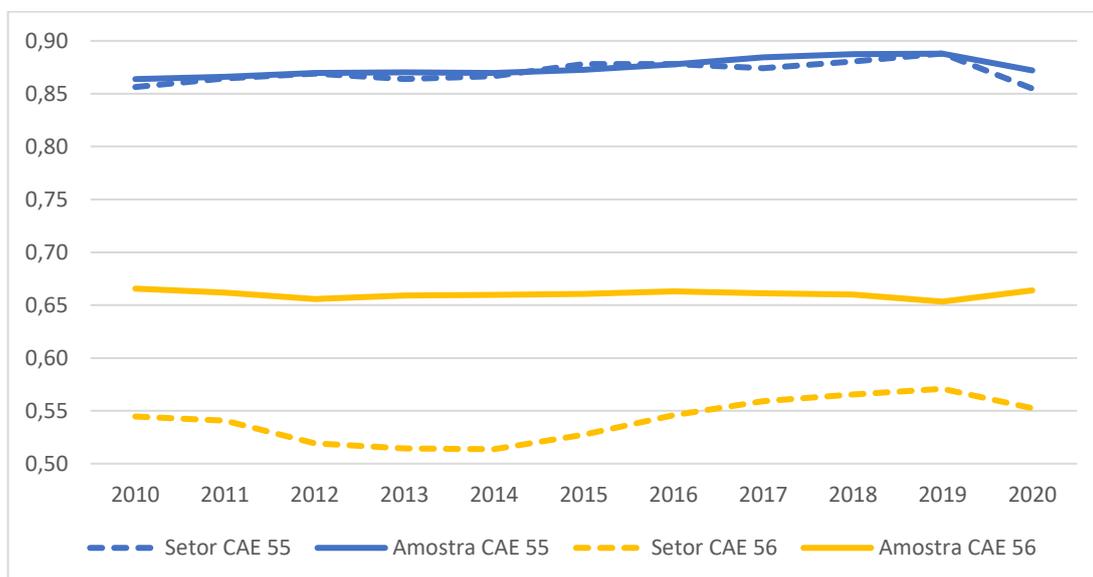


Figura 30 – Margem Bruta por Volume de Negócios

Passando para a Figura 31, nesta está presente a evolução da RLA, que indica o resultado líquido que é produzido por cada unidade de Ativo. Como seria de esperar, existem muitas semelhanças entre este indicador e a ROA, sendo que a RLA apresenta valores globalmente inferiores.

Relativamente às secções, o CAE 56 apresenta resultados idênticos aos da Figura 29, em termos de quando há aumentos e reduções e de quando obteve um valor positivo, com a exceção do CAE 55 que demonstra algumas diferenças.

A amostra alcançou um resultado superior a zero em todo o período, excluindo 2013 e 2020, e um crescimento contínuo de 2013 a 2018. No caso da empresa média, esta também apresenta uma melhoria durante estes cinco anos, no entanto, só de 2016 a 2019 é que não obteve um rácio negativo.

Comparando os valores obtidos em 2019 com os de 2020, verifica-se uma grande quebra neste indicador, em ambas as secções, contudo, relativamente a 2020 e confrontando os valores da ROA com os da RLA, as empresas médias apresentam um resultado inferior na RLA e em contrapartida as amostras tiveram um valor inferior na ROA.

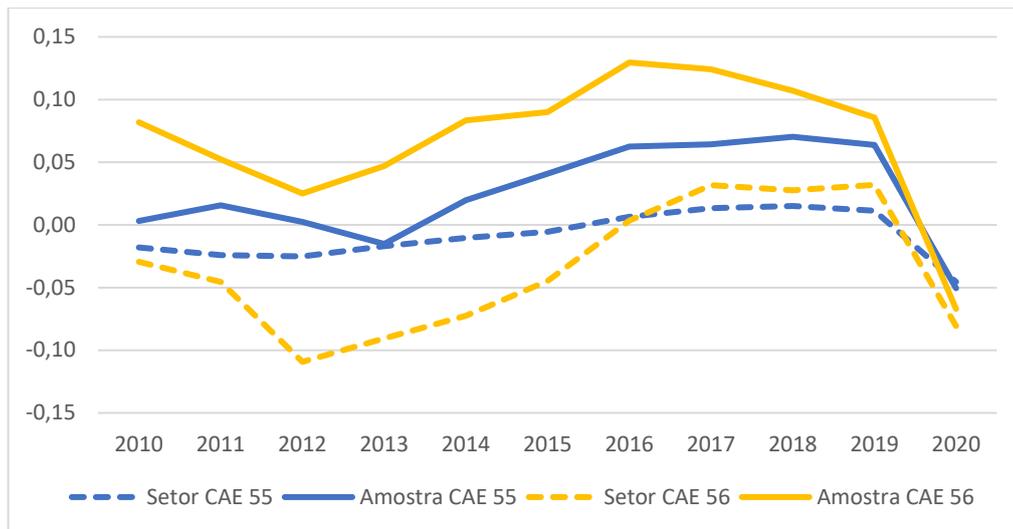


Figura 31 – Rendibilidade Líquida do Ativo

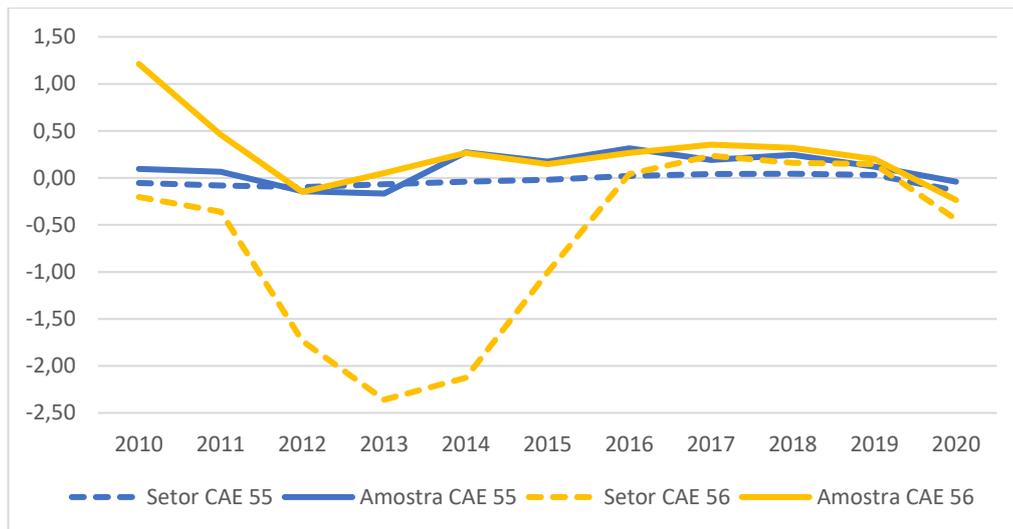
Na Figura 32 é possível analisar a evolução da RCP, onde o CAE 56 apresenta uma evolução relativamente constante ao longo do período, próxima de zero, pelo contrário, no CAE 55 já se regista diversas variações, especialmente até 2016.

Começando pelo CAE 55, apesar de tanto a amostra como a empresa média obterem valores a rondar o zero, a amostra só regista um valor negativo em 2012, 2013 e 2020, enquanto a média setorial só alcançou uma RCP favorável de 2016 a 2019.

No caso do CAE 56, verifica-se que a amostra diminui consideravelmente até 2012 (onde obteve um resultado negativo) e que depois, até 2019, assinala uma evolução sensivelmente constante entre os 0,05 e os 0,35.

Em relação à empresa média, regista-se uma quebra bem mais significativa até 2013 (atingindo 2,36 negativos), seguido de uma recuperação até 2017. Outro dado sobre esta secção, é o facto de haver, em todo o período de análise, um valor superior da amostra em comparação com a média setorial.

Confrontando os valores da pré-pandemia com os de 2020 nas duas secções, constata-se uma ligeira diminuição do RCP em 2020, passando de um rácio positivo para um negativo.



*Figura 32 – Rendibilidade dos Capitais Próprios*

O último indicador de rentabilidade analisado no contexto desta dissertação é a ROV, que permite medir a capacidade da empresa de gerar lucro através da sua atividade. Através da Figura 33, é possível concluir que, globalmente e comparando as amostras e as empresas médias entre si, não existe um domínio por parte de nenhuma das secções.

Analisando a evolução do CAE 55, verifica-se, tanto na média setorial como na amostra, um crescente aumento deste indicador de 2012 a 2018 e um resultado superior a zero de 2013 a 2019.

Relativamente ao CAE 56, a progressão da amostra e da empresa média foi relativamente constante, com variações pouco significativas, no entanto, enquanto a amostra apenas não obteve um resultado positivo em 2020, a empresa média só alcançou este resultado em quatro anos (de 2016 a 2019).

Tal como aconteceu nas restantes rentabilidades analisadas neste subcapítulo, em ambas as secções existe uma diminuição do ROV de 2019 para valores negativos em 2020. Contudo, as maiores quebras registaram-se no CAE 55, especialmente a amostra que passou de 0,19 positivos para 0,84 negativos.

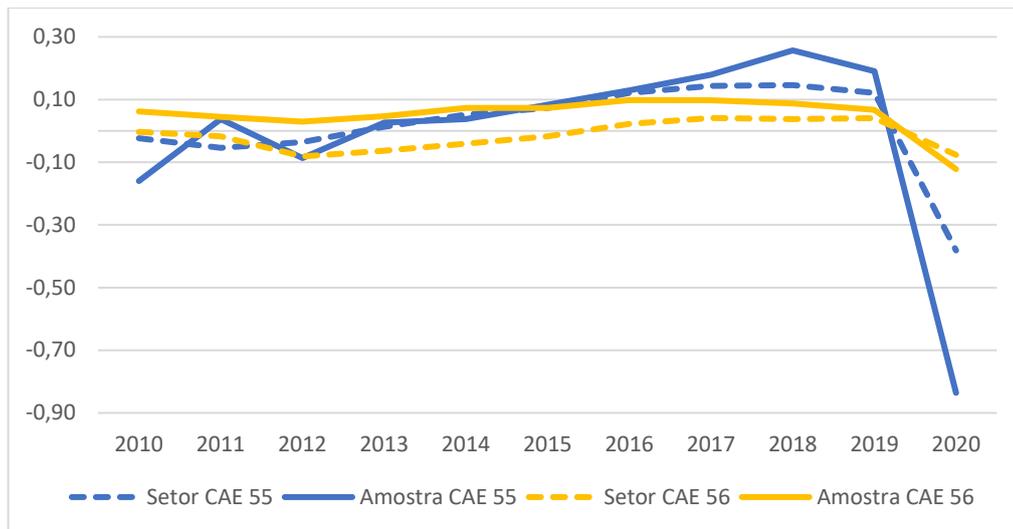


Figura 33 – Rendibilidade Operacional das Vendas

Globalmente, no conjunto dos indicadores de rentabilidade analisados, verificou-se uma ligeira tendência de aumento de 2012 a 2018 e um domínio, na maior parte dos anos, da amostra sobre a respetiva empresa média.

Além disso, no intervalo de tempo de 2010 a 2019, com a exceção da Margem Bruta e do RCP que por ser calculado com base no CP apresenta resultados mais irregulares, as secções apresentam valores próximos de zero (entre 0,30 e -0,30) em todos os rácios.

Transversalmente a todos os indicadores, existe uma quebra de 2019 para 2020, sendo o impacto maior nas amostras e passando de um valor positivo para um valor negativo na ROA, RLA, RCP e na ROV.

#### 4.2.1.5. Risco

Com a análise do risco pretende-se apurar até que ponto os resultados das empresas estão sujeitos a variações na conjuntura económica. Na Figura 34, está presente o desenvolvimento ao longo dos anos da Margem de Segurança, apresentando globalmente uma evolução positiva até 2018 e na maioria dos anos um valor superior a zero.

No CAE 55 é possível visualizar uma evolução continuamente crescente, com principal ênfase na amostra, de 2012 a 2018, e tanto a empresa média como a amostra obtiveram uma MS positiva de 2013 a 2019.

Em relação ao CAE 56, a sua evolução já foi mais constante ao longo dos anos, estando sempre entre os 0,20 positivos e negativos. A amostra, até 2019, obteve um resultado positivo e superior à média empresarial. De 2016 a 2019 foi a única altura em que a empresa média registou um rácio superior a zero.

Olhando em específico para a evolução de 2019 para 2020, constata-se uma quebra neste indicador, especialmente no CAE 55 e na sua amostra, que passou de 0,21 positivos para 0,97 negativos.

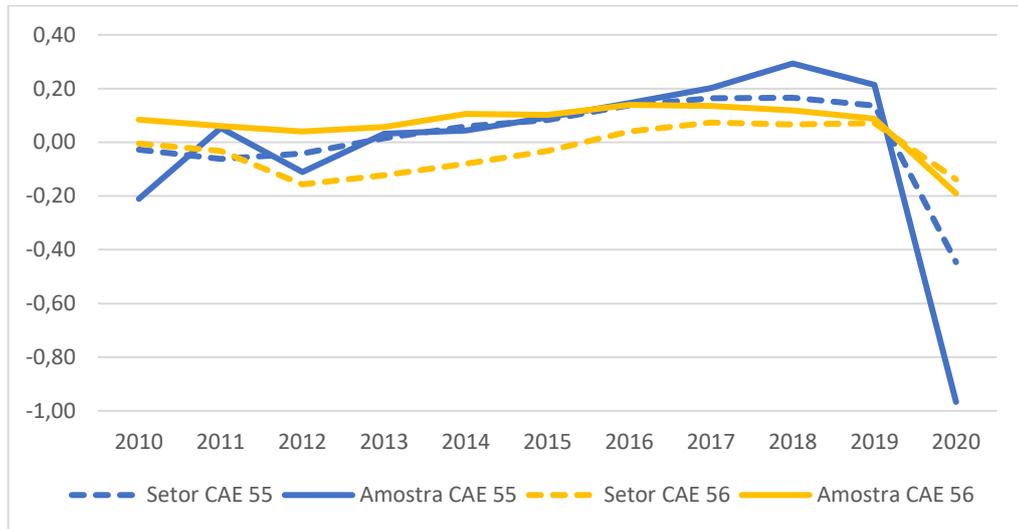


Figura 34 – Margem de Segurança

O outro indicador de risco analisado no contexto desta dissertação é o GAF, que permite avaliar o impacto de uma mudança do resultado operacional nos resultados antes de impostos.

Avaliando a Figura 35, verifica-se uma evolução constante, à exceção de 2011, da amostra CAE 55. Já a empresa média, regista uma quebra significativa em 2015, o que significa um maior risco financeiro, seguido de uma recuperação para um valor positivo em 2016.

Relativamente ao CAE 56, a amostra e a média setorial não demonstram grandes variações ao longo do tempo, e tal como acontece com a amostra CAE 55, apresentam em todos os anos um valor positivo próximo de 1,00.

De 2019 a 2020, com base na Figura 35 e no Anexo F, regista-se nas duas secções uma diminuição nas empresas médias e um crescimento nas amostras, em ambos os casos variações pouco significativas.

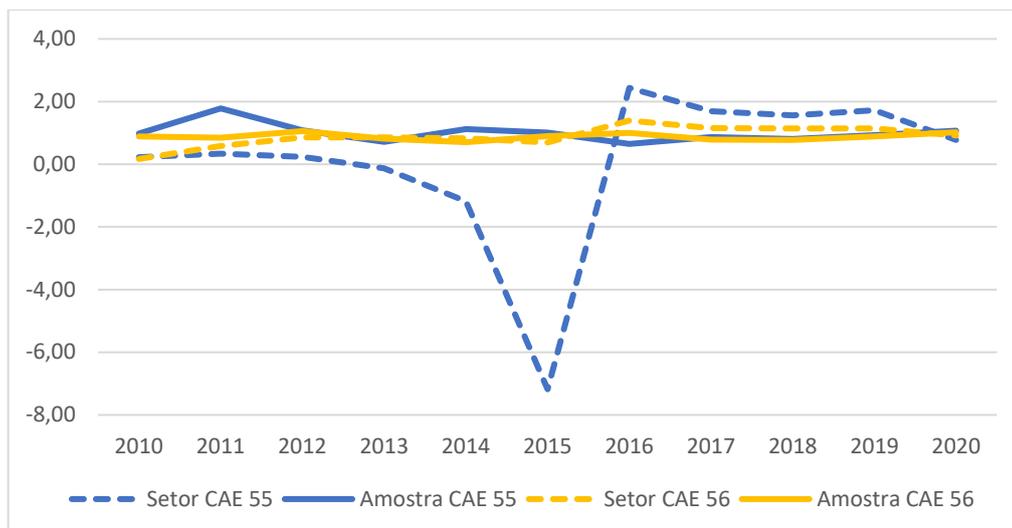


Figura 35 – Grau de Alavanca Financeira

De forma global, verifica-se em ambos os indicadores de risco de 2010 a 2019, com a exceção da empresa média CAE 55 para os anos de 2014 e 2015 no indicador GAF, um valor relativamente constante próximo de zero.

De 2019 para 2020, ao mesmo tempo que a MS regista uma descida significativa, no GAF verifica-se diferentes variações, com as empresas médias a obterem valores inferiores e as amostras a registarem uma ligeira subida.

#### 4.2.2. Análise multivariável

Neste subcapítulo serão apresentados os resultados referentes aos modelos de previsão de falência que foram aplicados às empresas médias, bem como a todas as empresas dos CAE em estudo.

Começando a análise pelas médias setoriais, tal como é visível na Tabela 5, o modelo Altman e o modelo Lizarraga apresentam resultados diferentes, onde o primeiro classifica ambas as secções de 2010 a 2020 como não falidas, enquanto o segundo indica que estão falidas. Relativamente ao modelo Carvalho das Neves, existe uma variação na classificação obtida ao longo dos anos, apresentando na maior parte dos anos em estudo um resultado diferente para cada setor.

Comparando 2019 a 2020, regista-se apenas uma diferença no modelo Carvalho das Neves e para o CAE 56, passando de não falida em 2019 para falida em 2020, sendo que os restantes modelos mantêm a mesma classificação. Em relação ao CAE 55, observa-se que tanto em 2019 como em 2020 existem dois modelos a qualificar esta secção como falida, e como tal esta será a classificação atribuída ao CAE 55. Relativamente ao CAE 56, e utilizando o mesmo critério, este será classificado de não falida em 2019 e de falida em 2020.

Tabela 5 – Classificação dos setores por modelo

Ano	Modelo Altman		Modelo Carvalho das Neves		Modelo Lizarraga	
	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56
2010	Não Falida	Não Falida	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida
2011	Não Falida	Não Falida	Falida	Não Falida	Falida	Falida
2012	Não Falida	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida	Falida
2013	Não Falida	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida	Falida
2014	Não Falida	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida	Falida
2015	Não Falida	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida	Falida
2016	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida	Falida	Falida
2017	Não Falida	Não Falida	Falida	Não Falida	Falida	Falida
2018	Não Falida	Não Falida	Falida	Não Falida	Falida	Falida
2019	Não Falida	Não Falida	Falida	Não Falida	Falida	Falida
2020	Não Falida	Não Falida	Falida	Falida	Falida	Falida

Relativamente às empresas pertencentes à amostra, através da Tabela 6, é possível visualizar que de 2010 a 2018 existem algumas variações moderadas na percentagem de empresas falidas nos três modelos em estudo, apresentando, com a exceção do modelo Carvalho das Neves para o CAE 56, um valor inferior em 2018 comparativamente ao de 2010.

Comparando os resultados obtidos para cada uma das secções, constata-se um maior aumento na percentagem de empresas falidas de 2019 para 2020 no CAE 56, comparativamente ao CAE 55, onde por exemplo, com o modelo Carvalho das Neves há mais 8 empresas falidas e com o modelo Lizarraga este aumento já é de 14 empresas, sendo o maior registado em todo o estudo.

Com a exceção do modelo Altman, verifica-se em 2020 que mais de metade das empresas em estudo estão falidas, sendo que para o CAE 56, em média, 39,17% das empresas são classificadas como falidas, aumentando esta percentagem para 40,48% no caso do CAE 55.

Na Tabela 6 observa-se também um aumento da percentagem de empresas falidas de 2019 para 2020, excetuando o CAE 55 para o modelo de Lizarraga, onde este regista uma diminuição de duas empresas falidas no conjunto das 70 avaliadas.

Tabela 6 – Percentagem de empresas falidas por modelo

Ano	Modelo Altman		Modelo Carvalho das Neves		Modelo Lizarraga	
	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56
2010	21,43%	10,00%	37,14%	20,00%	74,29%	45,00%
2011	18,57%	10,00%	40,00%	25,00%	74,29%	45,00%
2012	20,00%	20,00%	34,29%	22,50%	75,71%	45,00%
2013	22,86%	12,50%	38,57%	27,50%	75,71%	42,50%

Tabela 6 – Percentagem de empresas falidas por modelo (continuação)

2014	25,71%	10,00%	30,00%	25,00%	78,57%	35,00%
2015	24,29%	10,00%	32,86%	22,50%	77,14%	32,50%
2016	21,43%	5,00%	30,00%	20,00%	75,71%	15,00%
2017	20,00%	5,00%	28,57%	30,00%	68,57%	22,50%
2018	17,14%	7,50%	35,71%	27,50%	62,86%	27,50%
2019	12,86%	5,00%	41,43%	25,00%	57,14%	25,00%
2020	14,29%	12,50%	52,86%	45,00%	54,29%	60,00%

Na Tabela 7 é possível observar o número de empresas que obteve um determinado *rating* em 2019 e em 2020, tendo como base a correlação entre o modelo Z''-Score de Altman e o *rating Standard & Poors*.

A partir desta tabela, constata-se, globalmente, um aumento do número de empresas com um *rating* pior e uma diminuição nos *ratings* superiores, de 2019 para 2020, em ambas as secções.

No CAE 55, apesar de haver uma diminuição no número de empresas em incumprimento, o valor obtido em 2020 ainda é bastante significativo, correspondendo a 24,29% das empresas da amostra.

De modo geral, tal como tinha ficado demonstrado na Tabela 6, observa-se uma degradação da situação financeira das empresas de 2019 para 2020 segundo os modelos de previsão de falência empresarial utilizados.

Tabela 7 – Número de empresas segundo o *rating Standard & Poors*

<i>Rating</i>	CAE 55		CAE 56	
	2019	2020	2019	2020
AAA	15	14	9	8
AA+	2	2	2	0
AA	2	0	0	0
AA-	2	3	0	0
A+	0	0	1	0
A	0	2	1	1
A-	1	2	2	2
BBB+	2	0	3	0
BBB	1	1	1	1
BBB-	0	2	1	1
BB+	2	0	3	2
BB	4	7	2	1
BB-	2	1	2	2
B+	2	3	0	2

Tabela 7 – Número de empresas segundo o rating Standard & Poors (continuação)

<b>B</b>	3	4	0	3
<b>B-</b>	4	2	0	2
<b>CCC+</b>	3	2	3	3
<b>CCC</b>	4	4	2	3
<b>CCC-</b>	3	4	3	2
<b>D</b>	18	17	5	7

### 4.2.3. Análise de criação de valor

Numa ótica de análise de criação de valor, foram utilizados os indicadores EVA<sup>®</sup> e VAB, sendo que para o cálculo do primeiro foi necessário obter alguns dados, designadamente a rentabilidade esperada do mercado ( $E r_m$ ), a taxa de rentabilidade sem risco (obrigações do tesouro) e os coeficientes de risco sistemático ( $\beta_L$ ).

A rentabilidade esperada do mercado foi calculada através da variação percentual anual do índice bolsista PSI 20, a taxa de rentabilidade sem risco ( $r_f$ ) está presente na Pordata (2022e) e os coeficientes de risco sistemático foram calculados precedentemente por Damodaran (2022) para cada um dos setores. Todos estes dados e os seus cálculos estão presentes no Anexo H.

Tal como foi referido na secção 2.2.3.1, os valores de EVA<sup>®</sup> calculados foram depois divididos pelo Ativo Total, para cada uma das empresas, tendo-se obtido os resultados presentes na Figura 36 e no Anexo I.

Nesta figura é possível observar uma constante variação entre crescimento e redução deste indicador, apresentando em alguns anos um valor positivo e conseqüentemente criação de valor e noutros anos um valor negativo, o que representa destruição de valor.

Olhando em específico para o CAE 55, verifica-se que a amostra e a empresa média apresentam um padrão evolutivo idêntico, alternando entre valores positivos e valores negativos nos mesmos anos. Nesta secção houve criação de valor nos anos de 2010, 2011, 2014, 2016 e 2018.

Relativamente ao CAE 56, este já apresenta algumas diferenças entre os resultados obtidos pela amostra e os resultados da empresa média. A amostra, apesar de apresentar grandes variações entre aumentos e descidas (especialmente de 2013 a 2019), só em 2013 e 2020 é que registou uma destruição de valor. O ano de 2020 foi o único em que a amostra CAE 56 registou um valor inferior à amostra CAE 55.

Quanto à média setorial CAE 56, embora apresente algumas variações, estas não são tão amplas como as registadas na amostra, e de 2012 a 2018 verifica-se uma tendência de crescimento.

Comparando os valores de 2019 aos de 2020, observa-se uma diminuição nas amostras e na média setorial CAE 56, continuando a propensão que já se registava desde 2018, e um aumento na empresa média CAE 55.

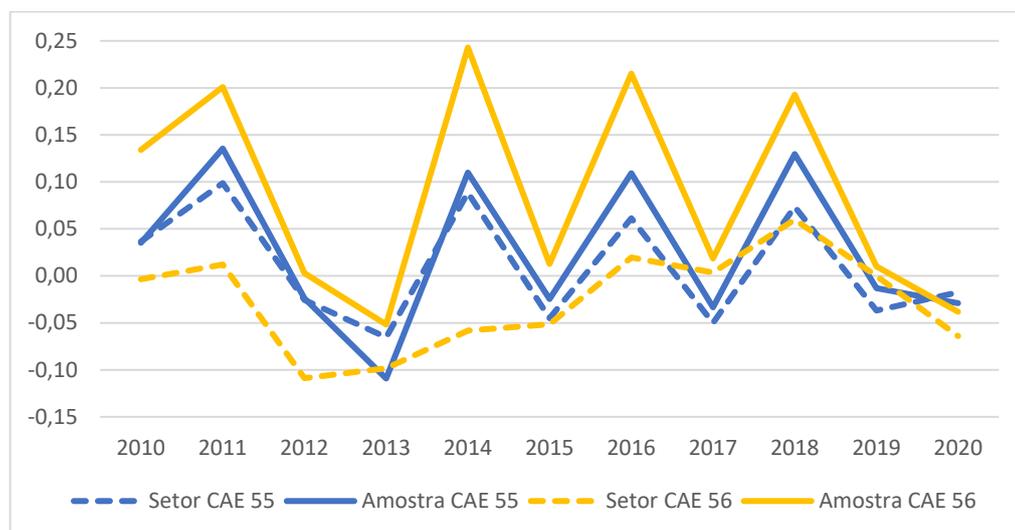


Figura 36 – EVA® por unidade de Ativo

Na Tabela 8 está presente a percentagem de empresas que criaram valor, por ano e por secção, sendo que, tal como acontece na Figura 36, nesta tabela também se verifica uma alternância em anos consecutivos de percentagens altas e baixas, especialmente a partir de 2012.

Cruzando os valores de ambas as secções, observa-se um claro domínio do CAE 56 em todos os anos com à exceção do ano de 2019 por uma margem mínima, ou seja, existe uma maior percentagem de empresas a apresentarem criação de valor no CAE 56. O valor mais baixo registado é o de 10,00% no ano de 2017 para o CAE 55, o que significa que nesse ano 63 das 70 empresas da amostra apresentam um EVA® negativo.

De 2019 para 2020 as secções apresentam evoluções diferentes, onde a amostra CAE 55 regista uma diminuição significativa da percentagem de empresas com EVA® positivo e a amostra CAE 56, por outro lado, obteve um ligeiro crescimento.

Tabela 8 – Percentagem de empresas da amostra com EVA® positivo

Ano	Amostra CAE 55	Amostra CAE 56
2010	38,57%	52,50%
2011	35,71%	42,50%
2012	92,86%	95,00%
2013	35,71%	52,50%
2014	92,86%	97,50%
2015	31,43%	42,50%
2016	81,43%	92,50%
2017	10,00%	27,50%

Tabela 8 – Percentagem de empresas da amostra com EVA® positivo (continuação)

2018	30,00%	67,50%
2019	82,86%	82,50%
2020	67,14%	87,50%

O segundo indicador analisado no contexto da criação de valor é o VAB. Através da Figura 37, é possível visualizar no CAE 56 uma tendência de crescimento, tanto na amostra como na média setorial, de 2012 a 2018, sendo que esta secção apresenta um resultado superior ao do CAE 55 em todo o período de análise.

Em relação ao CAE 55, tal como acontece no CAE 56 existe um desenvolvimento favorável de 2012 a 2018, tanto na amostra como na empresa média, e em todos os anos a amostra obteve um valor superior à média setorial.

Relativamente a 2019 e a 2020, constata-se uma redução significativa no último ano de análise, sendo que, tanto na amostra como na média setorial existe uma maior quebra no CAE 56 em comparação com o CAE 55. Em ambas as secções os valores obtidos em 2020 são inferiores aos registados em 2010.

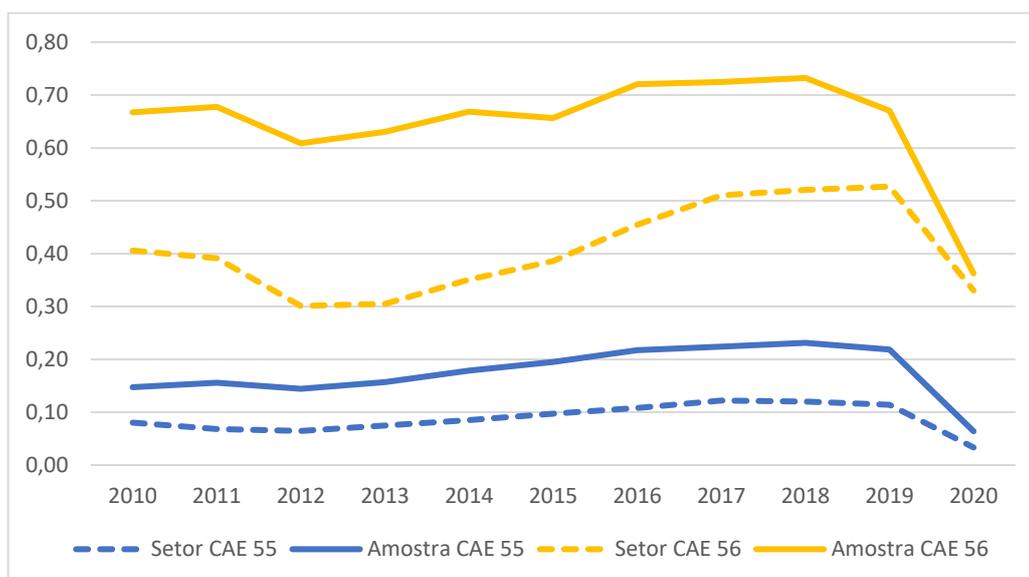


Figura 37 – Valor Acrescentado Bruto por unidade de Ativo

## 5. Conclusão

Neste capítulo serão apresentadas as respostas à pergunta inicial e às perguntas derivadas, as principais conclusões deste estudo, bem como as limitações e perspectivas futuras a ele associadas.

### 5.1. Resposta às questões de partida

**Questão 1:** Qual o impacto na verificação do pressuposto da continuidade decorrente da pandemia no setor de Alojamento, Restauração e Similares?

Tendo como base os resultados apresentados e analisados no ponto 4.2, é possível afirmar que a pandemia teve um impacto bastante significativo nas empresas pertencentes aos setores em estudo. Analisando a evolução dos indicadores económico-financeiros, é possível visualizar na maioria dos indicadores uma mudança na sua tendência de 2019 a 2020, apresentando quebras acentuadas, como por exemplo na ROA e na Margem Bruta, e subidas substanciais, tal como acontece na DLCE e no PMR.

Esta perceção é reforçada com os resultados obtidos pelos três modelos de previsão de falência utilizados, onde se verifica um aumento da percentagem de empresas falidas em ambos os setores e nos três modelos, com a exceção do modelo Lizarraga (1998) para o setor do Alojamento que regista uma ligeira diminuição.

**Questão 1.1:** Qual a evolução dos indicadores económico-financeiros das empresas do setor de Alojamento, Restauração e Similares de 2010 a 2020?

Analisando a evolução dos indicadores de liquidez durante o período de análise, verifica-se que globalmente existe uma tendência de subida, no entanto, apesar da Liquidez Geral, a Liquidez Reduzida e a Liquidez Imediata apresentarem valores satisfatórios, os dados referentes à Tesouraria indicam que ambos os setores estão abaixo do equilíbrio financeiro. De 2019 a 2020 constata-se, de modo geral, a mesma tendência de melhoria que pode ser explicada pelas medidas de apoio implementadas pelo governo, como por exemplo, o *lay off*.

Passando para os indicadores de endividamento e estrutura de capital, ambos obtiveram uma evolução positiva a partir de 2012, no entanto, de 2019 para 2020 verifica-se uma disparidade entre a Autonomia Financeira e a Estrutura de Endividamento, onde o primeiro regista uma diminuição na percentagem de Ativos que são financiados pelos Capitais Próprios e o segundo indica um aumento da proporção de Passivos que são de longo prazo.

Relativamente aos indicadores de funcionamento e eficiência, de 2010 a 2019 a Rotação do Ativo e a DLCE obtiveram uma evolução constante ao passo que o custo médio anual por empregado e o rendimento médio anual por empregado apresentam uma ligeira subida. Comparando o ano de

2019 com o de 2020, verifica-se uma alteração na evolução de todos os indicadores, com a DLCE a apresentar uma subida e os restantes a registarem um declínio.

Nos indicadores de rentabilidade analisados, observou-se globalmente uma ligeira melhoria de 2012 a 2018, sendo que, de 2019 para 2020 regista-se uma quebra bastante significativa em todos os indicadores, passando de um rácio positivo para negativo na ROA, RLA, RCP e na ROV.

Quanto aos indicadores de risco, ao passo que a Margem de Segurança registou de 2012 a 2018 um ligeiro aumento, o GAF obteve, com a exceção da média setorial do CAE 55, valores constantes próximos de 1. Analisando a evolução de 2019 para 2020, verifica-se uma discrepância entre os indicadores, com a MS a registar uma redução substancial em ambos os setores e o GAF a obter uma subida moderada para as amostras e uma ligeira descida para as médias setoriais.

Os últimos indicadores analisados no contexto desta questão derivada são os da criação de valor, que durante o período de análise obtiveram resultados bastante diferentes. Analisando a evolução do EVA<sup>®</sup>, verifica-se uma alternância entre um valor positivo (criação de valor) e um valor negativo (destruição de valor) ao longo dos anos em ambos os setores, sendo que, em 2020 registaram destruição de valor e mantiveram a tendência de descida, com a exceção da empresa média do setor Alojamento que obteve um ligeiro incremento.

Relativamente ao VAB, este indicador já obteve uma evolução mais estável, apresentando de 2010 a 2012 uma ligeira redução seguida de um contínuo aumento até 2019, em ambos os setores. Em 2020, e tal como acontece na maioria dos indicadores económico-financeiros analisados, existe uma quebra significativa.

**Questão 1.2:** As empresas do setor de Alojamento, Restauração e Similares apresentam um maior risco de falência em 2020, quando comparado com o ano de 2019 (pré-pandemia)?

Através da análise dos três modelos de previsão de falência, verifica-se que a empresa média do setor Alojamento não registou nenhuma alteração de 2019 para 2020, obtendo nos dois anos a classificação de falida. Em relação à amostra deste setor, existem algumas diferenças entre os resultados obtidos, onde o modelo Lizarraga (1998) regista uma diminuição de duas empresas falidas de 2019 para 2020 e os restantes modelos demonstram um ligeiro aumento da percentagem de empresas falidas no mesmo período temporal.

Relativamente ao setor Restauração e Similares, na média setorial já se verifica um agravamento da situação económica de 2019 para 2020, passando de uma classificação geral de não falida para falida. Na amostra referente a este setor constata-se a mesma tendência, havendo um aumento da percentagem de empresas falidas nos três modelos utilizados, com principal ênfase no modelo de Lizarraga (1998) que classifica 24 das 40 empresas como falidas em 2020, mais 14 do que no ano anterior.

Assim, tendo em conta os resultados obtidos através dos modelos de previsão de falência, é possível concluir que existiu uma quebra no pressuposto da continuidade nas empresas

pertencentes aos setores em estudo, sendo que no setor Restauração e Similares verifica-se um maior incremento da percentagem de empresas falidas comparativamente ao setor Alojamento.

**Questão 1.3:** As empresas pertencentes ao setor Alojamento tiveram uma maior repercussão da pandemia do que as empresas do setor Restauração e Similares?

Apesar dos modelos de previsão de falência indicarem que as empresas do setor da Restauração e Similares tiveram uma maior repercussão da pandemia, quando são analisados os indicadores económico-financeiros utilizados no contexto desta dissertação, verifica-se que existem alguns que indicam que o setor do Alojamento suportou um maior impacto da pandemia, ao passo que usando outros indicadores a conclusão a retirar é totalmente oposta. Adicionalmente, na generalidade dos indicadores não se verifica uma disparidade significativa entre os resultados alcançados por cada um dos setores.

Assim, apesar da diferente exposição operacional de ambos os setores à pandemia, não é possível afirmar que o impacto da Covid-19 foi superior para as empresas de um setor em comparação com as empresas do outro setor.

## **5.2. Conclusões finais**

Tal como foi possível verificar ao longo da dissertação, a pandemia Covid-19 teve um impacto não só a nível nacional, mas também a nível global na vida das pessoas e das empresas, obrigando à suspensão ou limitação de certas atividades.

Um dos setores mais afetados por esta crise pandémica foi o do Alojamento, Restauração e Similares, que devido a medidas restritivas como por exemplo, a redução do horário ou da lotação, viu a sua atividade operacional a ser limitada.

Dada a diferente exposição operacional à pandemia a que o setor Alojamento e o setor Restauração e Similares estão sujeitos, foi necessário realizar uma análise separada de cada um dos setores tendo como base as médias setoriais e uma amostra constituída por 110 empresas, 70 do setor Alojamento e 40 do setor Restauração e Similares.

Através da análise dos indicadores económico-financeiros tradicionais, conclui-se que de 2012 a 2019 existe, na maioria dos indicadores, uma evolução favorável, sugerindo que ambos os setores estariam a recuperar da crise financeira que se fez sentir em 2011. Já de 2019 para 2020 constata-se uma mudança nesta evolução, com diversos indicadores a obterem um declínio substancial.

Analisando os resultados obtidos através dos modelos preditivos de falência, observa-se a mesma tendência que é verificada com os indicadores económico-financeiros, ou seja, um aumento da percentagem de empresas que são classificadas como falidas em 2020 comparativamente a 2019. Tendo em consideração o *rating* que é atribuído segundo a classificação utilizada pela S&P e o *score* obtido através do modelo de Altman, é possível

observar no Anexo G que ambos os setores obtiveram um *rating* pior em 2020 quando comparado com o de 2019, indicando assim um maior risco de incumprimento.

Assim, tendo em conta os resultados e as análises realizadas no contexto desta dissertação, é possível concluir que a pandemia da Covid-19 teve um impacto negativo na situação financeira das empresas pertencentes ao setor Alojamento, Restauração e Similares, verificando-se uma quebra no pressuposto da continuidade.

### 5.3. Limitações do estudo

Ao longo da dissertação foram surgindo algumas limitações e utilizados certos pressupostos que serão de seguida apresentados.

Uma das principais limitações é a utilização de uma amostra consideravelmente reduzida quando comparada com a globalidade do setor Alojamento, Restauração e Similares, que em 2020 era constituído por 49.074 empresas, o que resultaria numa análise e tratamento de dados demasiado amplo para o contexto desta dissertação.

Relativamente à classificação empresarial, dado que as pequenas empresas e as microempresas não estão sujeitas a certificação legal de contas, estas não foram tidas em consideração na análise do setor, uma vez que as informações disponibilizadas pelas mesmas poderiam não ter o rigor necessário.

Ainda associado à informação recolhida, apresenta-se também como limitação a não utilização de informação financeira referente a anos anteriores a 2010, devido à adoção do novo sistema de normalização contabilística, e posteriores a 2020 pelo facto de a informação necessária não estar disponível a um momento oportuno para a realização desta dissertação.

No cálculo dos indicadores económico-financeiros e dos três modelos preditivos de falência foram encontradas as seguintes limitações e utilizados certos pressupostos para permitir a realização do estudo:

- No cálculo da Margem Bruta deveriam ser considerados os gastos variáveis operacionais, no entanto, como não é possível obter esses dados foi utilizada a rubrica CMVMC;
- O cálculo do Ativo Cíclico e do Passivo Cíclico realizou-se da seguinte forma:
  - Ativo Cíclico = Clientes + Inventários + Adiantamento a fornecedores + Estado e OEP;
  - Passivo Cíclico = Fornecedores + Adiantamento de clientes + Estado e OEP;
- Para obter o valor do custo do Capital Próprio foi necessário calcular o coeficiente de risco sistemático ( $\beta_L$ ), a taxa de rendibilidade sem risco e a rendibilidade esperada do mercado. O valor do  $\beta_L$  foi obtido através de cálculos previamente realizados por Damodaran (2021); a taxa de rendibilidade sem risco foi calculada com base nas taxas de obrigação do tesouro e a rendibilidade esperada do mercado através da variação anual do índice PSI 20;

- No cálculo do EVA® foi considerado o Ativo Total como o Capital Investido;
- Como o valor de Compras não está presente na demonstração de resultados, foi utilizada a rubrica CMVMC para o cálculo do PMP.

#### **5.4. Perspetivas futuras**

De acordo com as conclusões e as limitações referidas anteriormente, seria relevante realizar um estudo que incluísse anos posteriores aos de 2020 de forma a averiguar se a tendência de quebra no pressuposto da continuidade manteve-se ou se a partir de 2021 já se regista uma recuperação no setor do Alojamento, Restauração e Similares.

A aplicação deste estudo a outros países também serviria de complemento à análise realizada, permitindo fazer uma comparação entre os resultados obtidos e assim concluir se o impacto sentido pelas empresas deste setor em Portugal é superior ou inferior ao registado noutros países.

Por último, de forma a complementar o estudo realizado no contexto desta dissertação e a obter mais evidências sobre as conclusões retiradas, seria oportuno realizar uma análise utilizando os diversos indicadores económico-financeiros e modelos preditivos de falência que não foram abordados neste estudo.

## 6. Referências bibliográficas

- AHRESP. (2021). *Resultados Inquérito AHRESP – março 2021*.  
<https://ahresp.com/2021/04/inquerito-impacto-covid-marco-2021/>
- Altman, E. (2002). *Revisiting Credit Scoring Models in a Basel II Environment*.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Antunes, E. N. C. (2008). *O Processo de Harmonização Contabilística Internacional na Polónia e em Portugal uma Análise Comparativa*. Universidade da Beira Interior.
- Banco de Portugal. (2021). *O Impacto de Curto Prazo da Pandemia COVID-19 nas Empresas Portuguesas*. <https://www.bportugal.pt/paper/o-impacto-de-curto-prazo-da-pandemia-covid-19-nas-empresas-portuguesas>
- Banco de Portugal. (2022). *Quadros do Setor*. <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>
- Bank of America. (2022). *What is Working Capital?*  
<https://www.bankofamerica.com/smallbusiness/business-financing/learn/what-is-working-capital/>
- Barbosa, S. (2015). *O Relato Financeiro e a Contabilidade Forense*. Instituto Politécnico do Porto.
- Barros, G. (2008). *Modelos de Previsão da Falência de Empresas: Aplicação Empírica ao Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas*. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance* (3rd ed.). The McGraw-Hill Publishing.
- Breia, A. (2013). *Reestruturações Económicas e Empresariais. Newsletter Do Curso de Licenciatura Em Finanças Empresariais ISCAL*.
- Breia, A., Mata, M., & Pereira, V. (2014). *Análise Económica e Financeira: Aspetos Teóricos e Casos Práticos*. Rei dos Livros.
- Chand, P., & Patel, C. (2008). Convergence and Harmonization of Accounting Standards in the South Pacific Region. *Advances in Accounting*, 24(1), 83–92.
- Costa, J. (2017). *Análise Económica e Financeira da COAPE, C.R.L.* Instituto Politécnico de Coimbra.
- Damodaran, A. (2022). *Betas by Sector*.  
[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

- Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de julho, Ministério das Finanças e da Administração Pública.  
<https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/158-2009-492428>
- Decreto-Lei n.º 98/2015 de 2 de junho, Ministério das Finanças. <https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/98-2015-67356342>
- Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de setembro <https://dre.pt/dre/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975-66858136>
- Fabozzi, F. (2013). *Encyclopedia of Financial Models* (Vol. 2). John Wiley & Sons.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2016). *Análise Financeira- Teoria e Prática* (4th ed.). Edições Sílabo.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2018). *Análise Financeira: Casos Práticos* (2nd ed.). Edições Sílabo.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas: Vol. I* (1st ed.). Edições Sílabo.
- Ferreira, L. (2021). *Valor Acrescentado bruto e Ativos Intangíveis – A sua Relação no Setor Têxtil Português*. Instituto Politécnico de Santarém.
- Galvão, R. (2017). *Avaliação De Desempenho Com Base Na Criação De Valor: Value Drivers Do EVA® - Estudo Com Empresas Cotadas Na Euronext Lisbon*. Escola Superior de Ciências Empresariais.
- Henriques, R. (2021). *Análise do Impacto da Pandemia Covid-19 na Verificação do Pressuposto da Continuidade nas Companhias Aéreas*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Instituto Nacional de Estatística. (2017). *Indicador de Concentração do Valor Acrescentado Bruto das Quatro Maiores Empresas*.  
[https://www.ine.pt/bddXplorer/htdocs/minfo.jsp?var\\_cd=0008547&lingua=PT](https://www.ine.pt/bddXplorer/htdocs/minfo.jsp?var_cd=0008547&lingua=PT)
- Instituto Nacional de Estatística. (2021). *Classificação Portuguesa das Atividades Económicas*.  
<https://smi.ine.pt/Categoria>
- Instituto Nacional de Estatística. (2022). *PIB Cresceu 5,8% em Termos Homólogos e 1,6% em Cadeia no 4º Trimestre. No Conjunto do Ano 2021 Aumentou 4,9% - 4.º Trimestre de 2021*.  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaques&DESTAQUESdest\\_boui=472473077&DESTAQUESTema=55557&DESTAQUESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=472473077&DESTAQUESTema=55557&DESTAQUESmodo=2)
- Jordan, H., Neves, J., & Rodrigues, J. (2012). *O Controlo de Gestão - Ao serviço da estratégia e dos Gestores* (8th ed.). Áreas Editora.
- Lizarraga, F. (1998). Modelos de Previsión del Fracaso Empresarial: Funciona entre nuestras Empresas el Modelo de Altman de 1968? *Revista de Contabilidad*, 137–164.

- Lytvynenko, L. (2016). *Verificação e Aplicação do Modelo CAPM no Mercado Bolsista Português*. Universidade de Lisboa.
- Maher, M. (2001). *Contabilidade de Custos: Criando Valor Para a Administração*. Atlas.
- Martins, A. (2004). *Introdução à Análise Financeira de Empresas* (2nd ed.). Grupo Editorial Vida Económica.
- Martins, C. (2011). *Os Modelos das Demonstrações Financeiras*. Instituto Politécnico do Porto.
- Monteiro, B. (2018). *Análise dos Indicadores de Gestão de Recursos Humanos na Empresa Frutorra Pimenta, Lda*. Instituto Politécnico de Coimbra.
- Mota, A., Nunes, J., & Ferreira, M. (2004). *Finanças Empresariais – Teoria e Prática*. Publisher Team.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2011). *Prática Financeira-Análise Económica e Financeira* (7th ed.). Fidel edições técnicas.
- Neves, J. (1989). *Análise Financeira* (2nd ed.). Texto Editora.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2nd ed.). Texto Editora.
- Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão* (5th ed.). Texto Editora.
- Oliveira, S. (2019). *Fatores Diferenciadores da Performance Económica e Financeira das Empresas de Alojamento e de Restauração da Península Ibérica*. Universidade do Algarve.
- Peres, C. (2014). *A Eficácia dos Modelos de Previsão de Falência - Aplicação ao Caso das Sociedades Portuguesas*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração e Lisboa.
- Peres, C. (2018). *Reestruturação e Optimização da Performance Empresarial*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Peres, C. (2022). *Previsão de Falência: Melhoria da Eficiência na Utilização da Informação Económica e Financeira*. Universidades Lusíada.
- Peres, C., & Antão, M. (2019). Eficácia dos Modelos de Previsão de Falência Empresarial nas Portuguesas e Espanholas - O caso do Setor do Turismo. *European Journal of Applied Business Management*, 1–12.
- Peres, C., Antão, M., Cristovão, D., & Pinheiro, P. (2019). *A Influência da Certificação de Qualidade na Sustentabilidade e Performance Económico-financeira das Empresas Portuguesas*.
- Pinho, C., & Tavares, S. (2005). *Análise Financeira e Mercados*. Areas Editora.

- Pordata. (2022a). *Administrações Públicas: Dívida Bruta em % do PIB*.  
<https://www.pordata.pt/Europa/Administra%3%a7%3%b5es+P%3%bablicas+d%3%advi da+bruta+em+percentagem+do+PIB-1763>
- Pordata. (2022b). *Índices bolsistas: PSI Geral e PSI 20 (R)*.  
[https://www.pordata.pt/Portugal/%3%8ndndices+bolsistas+PSI+Geral+e+PSI+20+\(R\)-2944-247077](https://www.pordata.pt/Portugal/%3%8ndndices+bolsistas+PSI+Geral+e+PSI+20+(R)-2944-247077)
- Pordata. (2022c). *PIB Real per Capita (Euro)*.  
[https://www.pordata.pt/Europa/PIB+real+per+capita+\(Euro\)-3567](https://www.pordata.pt/Europa/PIB+real+per+capita+(Euro)-3567)
- Pordata. (2022d). *População Ativa*.  
<https://www.pordata.pt/Europa/Popula%3%a7%3%a3o+ativa-1944>
- Pordata. (2022e). *Taxas de Rendibilidade de Obrigações do Tesouro*.  
<https://www.pordata.pt/Europa/Taxas+de+rendibilidade+de+obriga%3%a7%3%b5es+do+t esouro-2680>
- Rappaport, A. (1981). *Selecting Strategies that Create Shareholder Value*. Harvard Business Review.
- Rego, R. (2005). *Análise de Demonstrações Financeiras. Estudo de Caso da Perdigão s/a. Revista Da Faculdade de Ciências Administrativas de Curvelo*.
- Rendas, T. (2021). *A Análise Económico-Financeira e a Criação de Valor na Indústria Transformadora Portuguesa*. Instituto Superior Técnico.
- Ribeiro, S. (2017). *Breve Abordagem Histórica à Hotelaria e à Restauração*.  
<https://docplayer.com.br/17909580-li-breve-abordagem-historica-a-hotelaria-e-a-restauracao-susana-ribeiro.html>
- Rocha, A. (2021). *A Utilidade da Informação Financeira e Não Financeira para a Tomada de Decisão*. Instituto Politécnico do Porto.
- Roda, A. (2011). *A Análise Económico-Financeira e o seu Impacto na Gestão do Risco do Crédito*. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Rodrigues, E. (2016). *A Criação de Valor Através do Economic Value Added num Período de Crise Financeira: Um Estudo de Caso*. Escola Superior de Ciências Empresariais.
- Rosillón, N., & Alejandra, M. (2010). *Análisis Financiero: Una Herramienta Clave para una Gestión Financiera Eficiente*. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14(48).  
<https://doi.org/10.31876/revista.v14i48.10553>
- Russo, A. (2014). *Criação de Valor: Estudo de Caso MARFILPE*. Escola Superior de Ciências Empresariais.
- Samonas, M. (2015). *Financial Forecasting, Analysis, and Modelling*. John Wiley & Sons, Ltd.

- Santos, P. (2000). *Falência Empresarial: Modelo Discriminante e Logístico de Previsão Aplicado às PME do Sector Têxtil e do Vestuário*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra.
- Sebastião, J. (2014). *Análise das Demonstrações Financeiras como Fator Determinante na Tomada de Decisão: Estudo de Caso de Entidades Angolanas*. Instituto Politécnico de Setúbal.
- Silva, E. (2013). *Gestão financeira - Análise de Fluxos Financeiros* (5th ed.). Vida Económica.
- Silva, K., & Souza, P. (2011). Análise das Demonstrações Financeiras como Instrumento para Tomada de Decisões. *INGEPRO – Inovação, Gestão e Produção Janeiro de 2011, 03*.
- Soares, A. (2014). *EVA (Economic Value Added) vs Indicadores Económicos*. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- STANDARD & POORS. (2021). *S&P Global Ratings Definitions*. <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/504352>
- Tsuji, C. (2006). Does EVA Beat Earnings and Cash Flow in Japan? *Applied Financial Economics*, 16, 1199–1216.
- Vasconcelos, J. (2017). *Credit Scoring: O Risco de Crédito e o Seu Impacto nos Custos de Financiamento – O Caso Português*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Ventura, R. (2009). *História da Hotelaria*. <https://venturaeassociados.com/site/historia-da-hotelaria/>
- WTTC. (2021). *WTTC Economic Trends Report Reveals COVID-19's Dramatic Impact on Travel & Tourism Around the World*. <https://wttc.org/News-Article/WTTC-Economic-Trends-Report-reveals-COVID-19s-dramatic-impact-on-Travel-Tourism-around-the-world>
- Young, S., & O'byrne, S. (2003). *EVA e Gestão Baseada no Valor – Guia Prático para Implementação*. Bookman.

## 7. Anexos

### Anexo A – Listagem das empresas pertencentes à amostra

CAE	Nome	BvD ID
55	YELLOWTEL - HOTELARIA E TURISMO, S.A.	PT508239850
55	HOTEL RITZ, S.A.	PT504799134
55	MARLAGOS - INICIATIVAS TURÍSTICAS, S.A.	PT501643621
55	HDP PORTO - HOTÉIS DE PORTUGAL, S.A.	PT504901460
55	AQUAPURA DOURO VALLEY HOTELS VILLAS & SPA, S.A.	PT506671011
55	LUSOTEL - INDÚSTRIA HOTELEIRA, S.A.	PT500376050
55	SPPTH - SOCIEDADE DE PROMOÇÃO DE PROJECTOS TURÍSTICOS E HOTELEIROS, S.A.	PT504840100
55	CARLTON PALÁCIO - SOCIEDADE DE CONSTRUÇÃO E EXPLORAÇÃO HOTELEIRA, S.A.	PT502812974
55	HTA - HOTÉIS, TURISMO E ANIMAÇÃO DOS AÇORES, S.A.	PT512050430
55	QUINTA DA MARINHA PALACE HOTEL, S.A.	PT505105080
55	CERRO MAR II, LDA	PT501932550
55	PROTURHOTEL - PROMOÇÃO TURÍSTICA E HOTELEIRA, S.A.	PT512003912
55	RAGA HOTEL, S.A.	PT511161883
55	ROMAINVESTE - INVESTIMENTOS TURÍSTICOS, S.A.	PT502156015
55	HOTÉIS ALEXANDRE D'ALMEIDA, LDA	PT500837481
55	PONTA DA CRUZ - SOCIEDADE IMOBILIÁRIA E DE GESTÃO DE HOTÉIS, S.A.	PT511134886
55	GRACENTUR - GRANDE CENTRO TURÍSTICO, LDA	PT501321969
55	ORBITUR - INTERCÂMBIO DE TURISMO, S.A.	PT500207739
55	PORTAS DE ALCÂNTARA - PROMOTORA IMOBILIÁRIA, S.A.	PT502923563
55	J. CARDOSO, S.A.	PT511013248
55	DORISOL - SOCIEDADE DE EMPREENDIMIENTOS TURÍSTICOS, S.A.	PT511000103
55	PORTO PALÁCIO HOTEL - EXPLORAÇÃO HOTELEIRA, S.A.	PT501321551
55	VIEIRAMAR - EMPREENDIMIENTOS TURÍSTICOS, S.A.	PT500944814
55	GRUPO PESTANA Pousadas - INVESTIMENTOS TURÍSTICOS, S.A.	PT506619508
55	LUTÉCIA HOTÉIS - EXPLORAÇÃO TURÍSTICA E HOTELEIRA, S.A.	PT506485609
55	SOLPLENO - HOTELARIA E TURISMO, S.A.	PT503577413
55	SOCIEDADE HOTELEIRA OLIATLÂNTICO, S.A.	PT505720272
55	LUCULLUMAR - SOCIEDADE HOTELEIRA E TURISMO, S.A.	PT511012551
55	NÓBREGA & HIPÓLITO, S.A.	PT511033575
55	HOTELAGOS, S.A.	PT500173702
55	QUINTA DAS LÁGRIMAS - SOCIEDADE IMOBILIÁRIA E DE CONSTRUÇÃO, S.A.	PT502457210
55	SOCIEDADE HOTELEIRA DO AREZ, S.A.	PT502469420
55	MADHOTEL - EMPREENDIMIENTOS TURÍSTICOS, S.A.	PT511026595
55	EMPREENDIMIENTOS TURÍSTICOS MONTE BELO - SOCIEDADE DE TURISMO E RECREIO, S.A.	PT502062703
55	PENÍNSULA - INVESTIMENTOS TURÍSTICOS, S.A.	PT511041390
55	ALGAROSA - SOCIEDADE GESTORA DE HOTEIS, LDA	PT503727300

CAE	Nome	BvD ID
55	SOCIEDADE TURÍSTICA DA PENINA, S.A.	PT500269270
55	ATLÂNTIDA - EMPREENDIMENTOS TURÍSTICOS E IMOBILIÁRIOS, S.A.	PT511029381
55	AZILIS - EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS, S.A.	PT503345830
55	LINDAFALUA - ACTIVIDADES HOTELEIRAS, S.A.	PT502066156
55	ENOTEL - MANAGEMENT, S.A.	PT511062060
55	QUATROVISTAS, S.A.	PT511264305
55	AQUATÉCNICA - SOCIEDADE DE CONSTRUÇÕES, LDA	PT500027595
55	SOCIEDADE HOTELEIRA DE TURISMO - SOTELMO, S.A.	PT500258554
55	HOTEL DA PRAIA - GESTÃO E EXPLORAÇÃO DE HOTÉIS, S.A.	PT503762741
55	FOUR SEASONS COUNTRY CLUB (PROPRIEDADES), SOCIEDADE UNIPESSOAL, LDA	PT507160533
55	SOCIEDADE HOTELEIRA SEOANE, S.A.	PT501768580
55	FORTE DE S. JOÃO - SOCIEDADE IMOBILIÁRIA E TURÍSTICA, S.A.	PT500118310
55	CLUB MEDITERRANÉE S. A	PT980081688
55	HDP ALGARVE - HOTÉIS DE PORTUGAL, S.A.	PT507856783
55	VIVAMARINHA - PROMOÇÃO TURÍSTICA IMOBILIÁRIA, S.A.	PT505116693
55	JALGON - SOCIEDADE DE INVESTIMENTOS HOTELEIROS, S.A.	PT500148171
55	DUNAS DOURADAS BEACH CLUB - ALDEAMENTO TURÍSTICO, S.A.	PT507895258
55	IMOBIMACUS - SOCIEDADE ADMINISTRADORA DE IMÓVEIS, S.A.	PT502770899
55	AQUALUZ TRÓIA - EXPLORAÇÃO HOTELEIRA E IMOBILIÁRIA, S.A.	PT504807269
55	ISLAND HOTEL (MADEIRA), LIMITED - REPESENTAÇÃO PERMANENTE	PT980151341
55	VIP INTERNACIONAL DE HOTELARIA, S.A.	PT506914330
55	GOLDTUR - HOTÉIS E TURISMO, S.A.	PT500201072
55	SOCIEDADE HOTELEIRA DE SETE-RIOS, S.A.	PT502163160
55	SOTAL - SOCIEDADE DE GESTÃO HOTELEIRA, S.A.	PT502306874
55	THE YEATMAN HOTEL, LDA	PT508396557
55	ILHAS DE VALOR, S.A.	PT512093601
55	EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS DA QUINTA DO FERRO, LDA	PT501627499
55	TURILIMA - EMPREENDIMENTOS TURÍSTICOS DO VALE DO LIMA, S.A.	PT503091200
55	PORTIS - HOTÉIS PORTUGUESES, S.A.	PT502033568
55	HIPÓLITO FRANCO & ANTÓNIO NÓBREGA, S.A.	PT511030711
55	CARLOS SARAIVA - MADEIRA - EXPLORAÇÃO TURÍSTICA, S.A.	PT511269420
55	PRIFALÉSIA - CONSTRUÇÃO E GESTÃO DE HOTÉIS, S.A.	PT506823725
55	GRAMPIAM - INVESTIMENTOS HOTELEIROS, S.A.	PT501549072
55	CAESAR PARK HOTEL PORTUGAL, S.A.	PT501933247
56	PROCATERING, LDA	PT503793906
56	GO WELL - PROMOÇÃO DE EVENTOS, CATERING E CONSULTORIA, S.A.	PT505831929
56	HARD ROCK CAFÉ (PORTUGAL), S.A.	PT501912240
56	CARAVELA - ALIMENTAÇÃO, S.A.	PT500052905

<b>CAE</b>	<b>Nome</b>	<b>BvD ID</b>
56	NORDIGAL - INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO ALIMENTAR, S.A.	PT502176890
56	CAIS DO TRIGO - ANIMAÇÃO CULTURAL E ACTIVIDADES TURÍSTICAS, LDA	PT503913286
56	CHIMARRÃO - INDÚSTRIA HOTELEIRA, LDA	PT501802673
56	ICA - INDÚSTRIA E COMÉRCIO ALIMENTAR, S.A.	PT501426230
56	IBERAKI - RESTAURAÇÃO, S.A.	PT506127168
56	JERÓNIMO MARTINS - RESTAURAÇÃO E SERVIÇOS, S.A.	PT505479044
56	ANTIGA CONFEITARIA DE BELÉM, LDA	PT500228779
56	CLOTILDE TEODÓSIO, UNIPessoal, LDA	PT507081552
56	ITAU - INSTITUTO TÉCNICO DE ALIMENTAÇÃO HUMANA, S.A.	PT500142858
56	PRIME FOOD, S.A.	PT504273183
56	VALE & MARÇAL, S.A.	PT500692130
56	SUGESTÕES E OPÇÕES - ACTIVIDADES TURÍSTICAS, S.A.	PT504681869
56	SERUNION - RESTAURANTES DE PORTUGAL, S.A.	PT503378321
56	R.C. SANCHES, LDA	PT503981796
56	IBERSOL MADEIRA E AÇORES - RESTAURAÇÃO, S.A.	PT511137109
56	SHELSIAN - EXPLORAÇÃO DE RESTAURANTES, BARES E SIMILARES, LDA	PT505346737
56	BB FOOD SERVICE, S.A.	PT508879990
56	M16 - RESTAURANTES RÁPIDOS, UNIPessoal, LDA	PT503485772
56	GERTAL - COMPANHIA GERAL DE RESTAURANTES E ALIMENTAÇÃO, S.A.	PT500126623
56	SANTOS & MARÇAL, S.A.	PT500677735
56	PORTUGÁLIA - RESTAURAÇÃO MULTICONCEITO, S.A.	PT500223548
56	H3 PORTUGAL, S.A.	PT506784363
56	C.L.A.- CATERING LINHAS AÉREAS, S.A.	PT500970351
56	CATERINGPOR - CATERING DE PORTUGAL, S.A.	PT502822112
56	STAR FOODS, S.A.	PT508705347
56	CHURRASQUEIRAS REI DOS FRANGOS, LDA	PT502724110
56	NOVA GAMA GOURMET - INDÚSTRIA ALIMENTAR, S.A.	PT501419926
56	IBER KING - RESTAURAÇÃO, S.A.	PT504661264
56	TELEPIZZA PORTUGAL - COMÉRCIO DE PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	PT502796251
56	IBERSANDE RESTAURAÇÃO, S.A.	PT503799149
56	UNISELF - SOCIEDADE DE RESTAURANTES PÚBLICOS E PRIVADOS, S.A.	PT501323325
56	CASA DO MARQUÊS - HOTELARIA, S.A.	PT502342161
56	ÁREAS PORTUGAL - RESTAURAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO, S.A.	PT502604794
56	STARBUCKS COFFEE PORTUGAL, (UNIPessoal), LDA	PT507967577
56	PORTUGÁLIA - RESTAURAÇÃO, S.A.	PT502036788
56	FH3 - GESTÃO DE RESTAURANTES, S.A.	PT508664870

## Anexo B – Resultados dos indicadores de Liquidez

### Tesouraria

Ano	Setor CAE 55	Amostra CAE 55	Setor CAE 56	Amostra CAE 56
2020	-305 049,00	-688 011,43	563 273,00	-192 894,33
2019	-437 449,00	-35 284,75	447 426,00	-625 707,42
2018	-861 286,00	242 500,51	229 895,00	69 215,34
2017	-1 089 391,00	-1 041 334,83	98 475,00	296 078,28
2016	-1 354 530,00	-1 708 993,64	-135 246,00	-42 178,77
2015	-1 657 068,00	-1 979 802,01	-330 673,00	370 522,43
2014	-1 414 751,00	-3 750 294,75	-401 884,00	24 292,45
2013	-2 222 505,00	-2 999 608,75	-609 266,00	-73 225,35
2012	-2 085 619,00	-2 276 205,51	-582 947,00	-53 982,87
2011	-2 327 646,00	-2 746 975,72	-435 412,00	-80 468,90
2010	-1 656 711,00	-3 898 567,80	-524 587,00	-108 782,22

### Liquidez Geral

Ano	Setor CAE 55	Amostra CAE 55	Setor CAE 56	Amostra CAE 56
2020	1,10	1,76	1,09	1,77
2019	1,03	1,55	1,01	1,58
2018	0,90	1,34	0,95	2,12
2017	0,83	1,44	0,90	1,94
2016	0,78	1,31	0,82	1,96
2015	0,70	1,52	0,73	1,96
2014	0,76	1,17	0,70	1,80
2013	0,61	1,08	0,69	1,62
2012	0,63	1,10	0,70	1,43
2011	0,58	1,06	0,77	1,70
2010	0,70	1,02	0,75	1,26

Liquidez Reduzida

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	0,85	1,70	0,98	1,68
2019	0,83	1,50	0,90	1,50
2018	0,73	1,29	0,83	2,03
2017	0,68	1,39	0,78	1,85
2016	0,62	1,27	0,69	1,88
2015	0,56	1,48	0,60	1,87
2014	0,61	1,13	0,56	1,73
2013	0,47	1,05	0,53	1,54
2012	0,49	1,06	0,53	1,35
2011	0,44	1,01	0,60	1,62
2010	0,70	1,02	0,75	1,26

Liquidez Imediata

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	0,28	0,81	0,46	0,77
2019	0,29	0,72	0,42	0,68
2018	0,26	0,65	0,39	1,11
2017	0,20	0,47	0,37	1,05
2016	0,17	0,44	0,30	0,90
2015	0,13	0,40	0,25	0,99
2014	0,11	0,31	0,24	1,03
2013	0,08	0,24	0,21	0,90
2012	0,07	0,21	0,22	0,65
2011	0,08	0,21	0,26	0,96
2010	0,10	0,23	0,26	0,60

## Anexo C – Resultados dos indicadores de Endividamento e estrutura de capital

### Autonomia Financeira

Ano	Setor CAE 55	Amostra CAE 55	Setor CAE 56	Amostra CAE 56
2020	33,40%	41,09%	18,30%	40,05%
2019	35,59%	46,10%	21,87%	47,57%
2018	34,18%	44,47%	17,21%	47,01%
2017	32,57%	41,53%	13,45%	48,44%
2016	31,52%	38,67%	8,39%	48,09%
2015	28,78%	33,05%	4,45%	45,33%
2014	26,24%	31,55%	3,41%	41,27%
2013	24,96%	30,12%	3,84%	38,06%
2012	26,04%	33,71%	6,30%	36,15%
2011	29,92%	34,38%	12,70%	36,85%
2010	34,25%	36,03%	14,50%	37,66%

### Estrutura de Endividamento

Ano	Setor CAE 55	Amostra CAE 55	Setor CAE 56	Amostra CAE 56
2020	72,93%	65,38%	48,02%	32,54%
2019	69,31%	59,61%	41,75%	19,22%
2018	65,61%	57,26%	39,89%	16,50%
2017	64,28%	52,60%	41,43%	14,25%
2016	64,18%	54,80%	41,38%	16,31%
2015	62,64%	54,15%	39,50%	16,60%
2014	63,74%	52,25%	39,42%	18,56%
2013	60,38%	52,52%	35,67%	20,60%
2012	58,91%	52,31%	36,22%	19,54%
2011	55,77%	53,87%	37,67%	21,37%
2010	57,75%	54,38%	34,30%	21,19%

## Anexo D – Resultados dos indicadores de Funcionamento ou eficiência

### Rotação do Ativo

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	0,10	0,16	0,91	0,98
2019	0,23	0,41	1,47	1,69
2018	0,24	0,43	1,49	1,83
2017	0,24	0,44	1,49	1,77
2016	0,22	0,45	1,38	1,75
2015	0,20	0,43	1,29	1,67
2014	0,18	0,42	1,23	1,70
2013	0,16	0,37	1,11	1,68
2012	0,15	0,35	1,08	1,63
2011	0,16	0,34	1,22	1,71
2010	0,17	0,34	1,22	1,66

### Duração Líquida do Ciclo de Exploração

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	1094	83	6	3
2019	500	16	0	0
2018	467	19	2	-2
2017	384	8	2	0
2016	466	7	6	0
2015	538	13	10	1
2014	537	12	12	1
2013	632	6	28	6
2012	730	9	30	4
2011	629	22	24	-1
2010	704	157	25	1

Prazo Médio de Pagamentos

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	81	93	50	62
2019	51	55	40	45
2018	56	60	41	47
2017	56	73	42	46
2016	60	78	45	46
2015	65	78	50	47
2014	77	87	52	47
2013	84	95	55	44
2012	100	101	55	49
2011	96	94	50	52
2010	85	88	48	50

Prazo Médio de Recebimentos

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	14	40	13	26
2019	11	17	11	22
2018	9	17	10	22
2017	12	19	10	21
2016	20	23	12	22
2015	22	24	14	22
2014	30	28	15	24
2013	32	31	16	24
2012	37	34	16	28
2011	37	31	14	26
2010	33	32	13	23

Prazo Médio de Inventários

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	1161	137	42	39
2019	540	54	29	22
2018	513	61	33	23
2017	428	62	34	26
2016	506	62	40	24
2015	581	67	47	26
2014	583	71	50	24
2013	684	70	67	26
2012	793	77	69	25
2011	689	85	60	24
2010	757	213	60	27

Custo médio anual por empregado

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	15 314,26	17 553,65	11 246,38	14 674,59
2019	16 783,54	19 633,18	11 501,66	15 300,14
2018	16 349,98	18 784,03	11 036,96	14 621,82
2017	15 978,92	18 574,24	10 485,77	13 912,68
2016	15 730,36	18 519,78	9 874,73	13 585,67
2015	15 609,13	18 592,57	9 617,00	13 183,43
2014	15 664,61	18 332,07	9 467,98	13 174,81
2013	15 689,94	18 365,26	9 437,41	13 225,64
2012	15 736,57	18 382,48	9 653,50	12 848,93
2011	15 783,50	18 599,34	9 952,77	13 286,56
2010	15 927,87	18 378,03	9 831,17	12 769,06

Rendimento médio anual por empregado

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	26 985,45	14 806,63	16 009,47	22 256,69
2019	57 830,78	23 846,88	23 050,21	35 909,23
2018	56 347,52	23 417,98	22 214,32	35 351,68
2017	56 027,34	23 841,10	21 610,02	34 307,07
2016	52 330,69	23 941,05	19 685,68	33 232,90
2015	48 387,54	23 622,16	17 929,97	31 340,36
2014	46 188,86	23 603,61	16 957,36	31 045,03
2013	41 755,27	23 401,31	16 254,61	30 302,69
2012	40 146,12	22 282,57	15 876,51	28 112,28
2011	39 962,98	21 567,98	18 313,20	29 608,58
2010	38 722,76	20 579,93	18 482,65	29 621,93

## Anexo E – Resultados dos indicadores de Rendibilidade

### Rendibilidade Operacional do Ativo

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	-0,04	-0,07	-0,07	-0,08
2019	0,03	0,07	0,06	0,10
2018	0,03	0,08	0,06	0,14
2017	0,03	0,07	0,06	0,15
2016	0,03	0,06	0,03	0,16
2015	0,01	0,04	-0,02	0,11
2014	0,01	0,01	-0,05	0,10
2013	0,00	-0,03	-0,07	0,05
2012	-0,01	-0,01	-0,09	0,03
2011	-0,01	0,00	-0,02	0,07
2010	0,00	-0,01	0,00	0,10

### Margem Bruta

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	0,85	0,87	0,55	0,66
2019	0,89	0,89	0,57	0,65
2018	0,88	0,89	0,57	0,66
2017	0,87	0,88	0,56	0,66
2016	0,88	0,88	0,55	0,66
2015	0,88	0,87	0,53	0,66
2014	0,87	0,87	0,51	0,66
2013	0,86	0,87	0,51	0,66
2012	0,87	0,87	0,52	0,66
2011	0,86	0,87	0,54	0,66
2010	0,86	0,86	0,54	0,67

### Rendibilidade Líquida do Ativo

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	-0,05	-0,05	-0,08	-0,07
2019	0,01	0,06	0,03	0,09
2018	0,02	0,07	0,03	0,11
2017	0,01	0,06	0,03	0,12
2016	0,01	0,06	0,00	0,13
2015	-0,01	0,04	-0,04	0,09
2014	-0,01	0,02	-0,07	0,08
2013	-0,02	-0,02	-0,09	0,05
2012	-0,03	0,00	-0,11	0,03
2011	-0,02	0,02	-0,05	0,05
2010	-0,02	0,00	-0,03	0,08

### Rendibilidade dos Capitais Próprios

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	-0,14	-0,04	-0,44	-0,24
2019	0,03	0,12	0,15	0,20
2018	0,04	0,24	0,16	0,32
2017	0,04	0,19	0,24	0,35
2016	0,02	0,31	0,04	0,26
2015	-0,02	0,17	-1,01	0,15
2014	-0,04	0,27	-2,12	0,27
2013	-0,07	-0,17	-2,36	0,05
2012	-0,10	-0,14	-1,74	-0,15
2011	-0,08	0,07	-0,36	0,46
2010	-0,05	0,09	-0,20	1,21

### Rendibilidade Operacional das Vendas

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	-0,38	-0,84	-0,08	-0,12
2019	0,12	0,19	0,04	0,07
2018	0,15	0,26	0,04	0,09
2017	0,14	0,18	0,04	0,10
2016	0,12	0,13	0,02	0,10
2015	0,07	0,08	-0,02	0,07
2014	0,05	0,04	-0,04	0,07
2013	0,01	0,03	-0,06	0,05
2012	-0,04	-0,09	-0,08	0,03
2011	-0,05	0,04	-0,02	0,04
2010	-0,02	-0,16	0,00	0,06

## Anexo F – Resultados dos indicadores de Risco

### Margem de Segurança

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	-0,45	-0,97	-0,14	-0,19
2019	0,14	0,21	0,07	0,09
2018	0,17	0,29	0,07	0,12
2017	0,16	0,20	0,07	0,14
2016	0,14	0,15	0,04	0,14
2015	0,08	0,09	-0,03	0,10
2014	0,06	0,04	-0,08	0,11
2013	0,02	0,03	-0,12	0,06
2012	-0,04	-0,11	-0,16	0,04
2011	-0,06	0,05	-0,03	0,06
2010	-0,03	-0,21	0,00	0,08

### Grau de Alavanca Financeira

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	0,78	1,07	0,92	1,02
2019	1,72	0,92	1,14	0,89
2018	1,56	0,80	1,15	0,78
2017	1,69	0,87	1,15	0,79
2016	2,44	0,65	1,39	1,00
2015	-7,18	1,01	0,69	0,89
2014	-1,18	1,12	0,82	0,70
2013	-0,13	0,72	0,85	0,82
2012	0,23	1,08	0,86	1,06
2011	0,34	1,78	0,58	0,84
2010	0,23	0,98	0,17	0,89

## Anexo G – Resultados dos modelos de previsão de falência empresarial

Scores das empresas médias amostrais por modelo

Ano	Modelo Altman		Modelo Carvalho das Neves		Modelo Lizarraga	
	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56
2010	3,49	4,92	2,62	1,31	-0,68	0,57
2011	3,24	4,56	2,40	1,16	-0,85	0,35
2012	3,09	4,18	2,67	1,19	-1,03	0,17
2013	2,62	4,39	1,70	0,97	-1,28	0,35
2014	2,04	4,95	2,18	0,98	-1,74	0,67
2015	2,29	5,60	1,99	0,99	-1,70	0,77
2016	3,29	6,33	2,63	1,48	-1,15	1,08
2017	3,77	6,56	2,04	1,58	-0,89	1,08
2018	4,64	6,30	2,02	1,52	-0,49	0,93
2019	4,99	6,26	1,85	1,40	-0,30	0,80
2020	4,99	4,87	2,38	0,16	-0,14	-0,45

Scores das empresas médias setoriais por modelo

Ano	Modelo Altman		Modelo Carvalho das Neves		Modelo Lizarraga	
	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56	CAE 55	CAE 56
2010	3,18	2,12	0,38	0,67	-0,69	-1,02
2011	2,70	2,04	0,28	0,39	-0,78	-1,16
2012	2,68	1,07	0,46	0,19	-0,82	-1,61
2013	2,57	0,86	0,38	0,03	-0,82	-1,60
2014	3,00	0,92	0,42	-0,17	-0,77	-1,56
2015	2,95	1,21	0,51	-0,07	-0,73	-1,40
2016	3,29	2,06	0,12	0,03	-0,63	-1,06
2017	3,48	2,80	0,12	0,53	-0,57	-0,79
2018	3,74	3,19	0,07	0,81	-0,53	-0,73
2019	3,96	3,65	-0,22	1,07	-0,54	-0,62
2020	3,64	3,17	-1,43	0,35	-0,94	-1,34

Classificação pelo *rating* de acordo com o modelo Z'-Score e o *rating* S&P

<b>Ano</b>	<b>CAE 55</b>		<b>CAE 56</b>	
	<b>Setor</b>	<b>Amostra</b>	<b>Setor</b>	<b>Amostra</b>
2010	CCC	CCC+	CCC-	BB-
2011	CCC	CCC+	CCC-	B+
2012	CCC	CCC	D	B
2013	CCC	CCC	D	CCC+
2014	CCC	CCC-	D	BB
2015	CCC	CCC-	D	BB+
2016	CCC+	CCC+	CCC-	BBB+
2017	CCC+	B-	CCC	A-
2018	CCC+	B+	CCC	BBB+
2019	B-	BB	CCC+	BBB+
2020	CCC+	BB	CCC	BB-

## Anexo H – Cálculos auxiliares do EVA®

Rendibilidade esperada do mercado ( $Er_m$ )

Fonte: Pordata. (2022b). *Índices bolsistas: PSI Geral e PSI 20 (R)*.  
[https://www.pordata.pt/Portugal/%c3%8dndices+bolsistas+PSI+Geral+e+PSI+20+\(R\)-2944-247077](https://www.pordata.pt/Portugal/%c3%8dndices+bolsistas+PSI+Geral+e+PSI+20+(R)-2944-247077)

PSI 20 (31/12/92=3000)	Início Período	Fim Período	Varição
2020	5214,10	4898,40	-6,05%
2019	4731,50	5214,10	10,20%
2018	5388,30	4731,50	-12,19%
2017	4679,20	5388,30	15,15%
2016	5317,70	4679,20	-12,01%
2015	4799,00	5317,70	10,81%
2014	6558,90	4799,00	-26,83%
2013	5655,20	6558,90	15,98%
2012	5494,30	5655,20	2,93%
2011	7588,30	5494,30	-27,60%
2010	8463,90	7588,30	-10,35%

Taxa de rendibilidade sem risco ( $r_f$ )

Fonte: Pordata. (2022e). *Taxas de Rendibilidade de Obrigações do Tesouro*.  
<https://www.pordata.pt/Europa/Taxas+de+rendibilidade+de+obriga%c3%a7%c3%b5es+do+tesouro-2680>

Ano	Taxa de rendibilidade sem risco
2020	0,01
2019	0,01
2018	0,02
2017	0,03
2016	0,03
2015	0,02
2014	0,04
2013	0,06
2012	0,11
2011	0,10
2010	0,05

Coeficientes de risco sistemático ( $\beta_L$ ).

Fonte: Damodaran, A. (2022). *Betas by Sector*.  
[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

<b>CAE</b>	<b>Beta</b>
55 – Alojamento	1,35
56 – Restauração e similares	1,47

## Anexo I – Resultados dos indicadores de criação de valor

EVA® relativo

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	-0,02	-0,03	-0,06	-0,04
2019	-0,04	-0,01	0,00	0,01
2018	0,07	0,13	0,06	0,19
2017	-0,05	-0,03	0,00	0,02
2016	0,06	0,11	0,02	0,22
2015	-0,05	-0,02	-0,05	0,01
2014	0,09	0,11	-0,06	0,24
2013	-0,07	-0,11	-0,10	-0,05
2012	-0,03	-0,02	-0,11	0,00
2011	0,10	0,14	0,01	0,20
2010	0,04	0,04	0,00	0,13

Valor acrescentado bruto

<b>Ano</b>	<b>Setor CAE 55</b>	<b>Amostra CAE 55</b>	<b>Setor CAE 56</b>	<b>Amostra CAE 56</b>
2020	763 306,00	1 470 579,73	2 128 302,00	6 908 167,97
2019	2 531 835,00	6 836 629,26	3 170 754,00	10 280 142,71
2018	2 397 556,00	7 403 693,28	2 795 972,00	9 639 673,38
2017	2 217 939,00	6 124 744,64	2 522 904,00	9 103 575,40
2016	1 833 078,00	5 279 599,73	2 067 932,00	8 144 221,02
2015	1 535 123,00	4 631 784,99	1 655 265,00	7 029 550,76
2014	1 320 906,00	3 916 555,84	1 431 558,00	6 789 233,78
2013	1 146 866,00	3 512 830,38	1 288 133,00	6 377 557,55
2012	959 927,00	3 265 381,67	1 285 334,00	5 967 353,15
2011	990 828,00	3 751 072,58	1 739 909,00	6 439 273,46
2010	1 083 286,00	3 482 805,83	1 828 970,00	6 612 155,29