



**TÉCNICO LISBOA**

## **Crescimento Económico e Valor Acrescentado**

O Caso das Empresas Produtoras de Vinho Generoso Português

**David Ferreira Silva**

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em

**Engenharia e Gestão Industrial**

Orientador: Prof. Cândido Jorge Peres M.

**Júri**

Presidente: Prof. João Agostinho de Oliveira Soares

Orientador: Prof. Cândido Jorge Peres M.

Vogal: Prof. Dr. Hélio Miguel Gomes Marques

**Junho 2022**

## **Declaration**

I declare that this document is an original work of my own authorship and that it fulfills all the requirements of the Code of Conduct and Good Practices of the Universidade de Lisboa.

## Dedicatória

Ao meu irmão,  
Aos meus pais,  
À minha família,  
Aos meus amigos,  
Aos membros da Abarde,  
A todos os que me querem bem

## Agradecimentos

Antes de mais quero agradecer esta dissertação ao meu irmão, a pessoa mais importante do mundo para mim. Quero que saibas que além da minha motivação interior para terminar e para ser uma pessoa melhor todos os dias, faço-o para que sintas que consegues tudo o que tu quiseres, desde que te esforces para tal. Serás sempre o meu orgulho, aconteça o que acontecer.

De seguida, quero agradecer aos meus pais, Hélder e Lina. Serão sempre a minha fonte de inspiração enquanto pessoas e enquanto pais. Não só pelo esforço sobre-humano para darem tudo aquilo que conseguem a mim e ao Afonso, mas pelo apoio emocional e por nos darem força e alento quando estamos mais em baixo. Amo-vos do fundo do meu coração.

Ao restante da minha família por me fazerem sentir tão bem quando estou com eles e por celebrarem as minhas conquistas como se fossem deles.

Queria também deixar uma palavra especial aos meus amigos. Primeiro aos irmãos que levo da faculdade. Claramente sem vocês, estes anos nunca teriam sido o que foram. Apoiámo-nos, sofremos e sorrimos juntos e todas as nossas memórias e amizade ficarão para sempre. De seguida, aos meus amigos da Batalha e Maceira de quem senti tantas saudades, mas não interessava quanto tempo passava sem os ver, sempre estiveram comigo como se passassem todos os dias comigo.

Gostaria também de agradecer ao meu orientador, o Professor Cândido Peres por todo o apoio prestado durante a realização desta dissertação onde sempre se mostrou extremamente disponível e interessado. Claramente, não estaria aqui a entregar a dissertação se não fosse por si. O meu muito obrigado professor por tudo, desde o apoio em termos práticos ao fator para mim mais importante, com o de se preocupar e de me ajudar com a maior das suas capacidades.

Finalmente, deixar também uma palavra a todas as pessoas que passaram pela minha vida durante estes anos. Cada um de alguma forma contribui para eu estar aqui hoje, como sou e me influenciou de alguma forma, por isso obrigado também a vocês.

## Resumo

O vinho existe há muitos séculos, sendo considerado um bem bastante importante na sociedade em geral e na economia mundial, responsável por fornecer uma quantidade considerável de empregos e transações na ordem dos vários milhares de milhões de euros por ano.

Esta investigação pretende incidir sobre uma pequena percentagem dos produtores mundiais de vinho, nomeadamente as empresas portuguesas cuja produção envolve vinhos generosos. Este tipo de vinho é uma variante cujo processo de fermentação varia do considerado regular.

O tópico do vinho em geral e a influência do vinho na economia portuguesa são apresentados nesta investigação a partir de uma revisão de literatura relevante.

Esta revisão de literatura apresenta o vinho assim como as suas regiões, com especial ênfase no Douro e Setúbal. Apresenta também a evolução do Sistema de Prestação de Contas e a descrição dos métodos de Análise Financeiras existentes bem como das suas características. Serão também expostos os conceitos de performance e de valor económico cujos métodos de avaliação serão baseados em indicadores previamente selecionados. Estes indicadores e os vários métodos de averiguação da performance podem ser conjugados de acordo com o que o avaliador dá maior preferência, variando assim o resultado da avaliação.

A metodologia será apresentada com uma descrição pormenorizada dos passos a seguir para efetuar este estudo. As entidades em análise serão obtidas através da plataforma *Sabi* e será feita uma divisão das mesmas de acordo com a sua dimensão.

O objetivo desta investigação passa por colmatar uma falha existente derivada da existência de poucos estudos económico-financeiros que abranjam as empresas produtoras de vinho generoso português, em particular vinho moscatel. Pretendemos observar a saúde financeira destas empresas ao longo dos últimos 10 anos e que esta investigação sirva de guia para futuras empresas.

Esta dissertação permitiu concluir que as empresas grandes em estudo, considerando somente os indicadores univariáveis, apresentam-se como as que apresentam melhores resultados, comparando com a evolução do setor e que têm maior capacidade de continuidade. Como seria de esperar, as empresas pequenas, derivadas da maior competição, apresentam os resultados menos positivos e que merecem maior atenção.

Considerando o modelo de previsão a que iremos dar maior ênfase, o modelo de Lizagarra, concluímos que de forma geral, podemos considerar que houve uma evolução e que as empresas se encontram numa boa situação. No entanto, certas empresas têm de ser estudadas com maior atenção, nomeadamente a Vinhos Quinta da Pedra Alta, S.A. e a José Maria da Fonseca & Van Zeller, S.A, pois apresentam-se como não saudáveis em todos os anos deste estudo. Adicionalmente, também se deve prestar atenção à Granacer – Administração de Bens, S.A e Ségur Estates - Redondo Winery, S.A, uma vez que desde 2016 apresentaram-se como não saudáveis em todos os anos, logo pode estar a tornar-se aqui uma tendência.

De qualquer forma, considerando o global de empresas em estudo, pode-se considerar que a maioria apresenta um bom potencial de continuidade, uma vez que se apresentam como saudáveis em pelo menos grande parte dos anos em estudo.

Relativamente ao EVA<sup>®</sup>, no período em estudo houve criação de valor por parte das empresas comparativas de todas as dimensões, uma vez que os valores positivos foram significativamente superiores aos valores em que houve destruição de valor.

Comparando os valores obtidos para as empresas comparativas e as médias setoriais, percebemos que existe alguma diferença entre as empresas de dimensão diferentes. Por um lado, as empresas grandes apresentam geração de riqueza equiparada à do setor. Por outro lado, as empresas médias e pequenas podem sofrer um atraso relativamente ao setor, pois não estão a gerar riqueza equiparada à do setor da qual possam usufruir no futuro.

Palavras-Chave: Vinho, Análise Económico-Financeira, Indicadores, EVA<sup>®</sup>.

## Abstract

Wine has been existing for many centuries, being considered an important good, not only in the society but also in the global economy as it is responsible for providing a considerable number of jobs and transactions of several billions of euros per year.

This investigation concerns a small percentage of the total amount of wine producers in the world, taking only into consideration the Portuguese ones whose production involves generous wines. The generous wines are a type of wine, whose fermentation process is different from the regular wine.

The subject of wine and the influence that it has in the Portuguese economy will be presented forward in this investigation by using a relevant literature review.

This literature review presents wine as well as the regions where it is produced in Portugal, with special emphasis in Douro and Setúbal. It also presents, the evaluation of *Sistema de Prestação de Contas* and a description of the methods of Financial Analysis as well as its characteristics. Additionally, will be described the concepts of performance and economic value whose evaluation methods are based in previously selected indicators. These indicators and the various methods of performance analysis can be related in a way that the evaluator praises the most, causing the results to vary on each valuation.

The methodology will consist of an extent description of the steps to follow in order to perform this study. The entities under analyses will be obtained from the *SABI* platform and these will be divided according to their dimension.

The goal of this investigation is to provide a financial economic study regarding companies that produce Portuguese generous wine, since it does not exist many investigations on this topic. We aim to analyse the financial health of these companies in the last 10 years and that this investigation can be used as a guide for future companies.

This dissertation has allowed us to conclude that the large companies under study, when we only consider the univariable indicators, have the best results regarding the sector evolution and have the highest capability of continuity. As expected, the smallest companies, due to highest competition, present the least positive results and therefore need extra attention.

Regarding the forecast model, it will be given more emphasis to Lizarraga's model, where we can conclude that, in general, there was an evolution through the years and the companies find themselves in a good situation. However, some companies need to be carefully studied, namely Vinhos Quinta da Pedra Alta, S.A. and José Maria da Fonseca & Van Zeller, S.A, because their results are non-healthy in all the years in which this study is made. Additionally, attention should be also paid to Granacer – Administração de Bens, S.A e Ségur Estates - Redondo Winery, S.A, because they present themselves as non-healthy in all the years since 2016 so it can be the beginning of a trend that needs to be carefully followed.

Nonetheless, when taking all the companies in study as a whole, we can consider that the vast majority present a perspective of continuity since they present themselves as healthy in the vast majority of the years in study.

When considering EVA<sup>®</sup>, during the period in study there was value added to all the peer companies, since the positive values were significantly higher than the years where there was value destroyed.

By comparison of the values obtained to the peer companies and the sectorial mediums, there are some differences when we consider companies of the different dimensions. On one hand, the large companies present value added similar to the sector. On the other hand, the medium and small companies can fall behind to the sector since they are not generating wealth, that they can use in the future, similar to the sector.

Key-Words: Wine, Financial Economic Analysis, Indicators, EVA<sup>®</sup>.



## Índice

Dedicatória .....	2
Agradecimentos.....	3
Resumo .....	4
Abstract.....	6
Lista de Abreviaturas.....	10
Lista de Figuras .....	11
Lista de Tabelas .....	13
1. Apresentação da Investigação .....	14
1.1. Introdução.....	14
1.2. Apresentação do Tema .....	14
1.3. Objetivos.....	14
1.3.1. Questões .....	15
1.4. Estrutura da Dissertação .....	15
2. Revisão da Literatura .....	16
2.1. Evolução Histórica do Setor Vitivinícola.....	16
2.1.1. O Vinho.....	16
2.1.2. Regiões Demarcadas e Tipos de Vinhos .....	17
2.1.3. Influência do Setor Vitivinícola na Economia .....	19
2.2. Prestação de Contas e Análise Económico-financeira .....	24
2.2.1. Sistema de Prestação de Contas.....	24
2.2.2. Análise de Demonstrações Financeiras.....	25
2.2.2.1. Análise Financeira Univariável .....	25
2.2.2.2. Análise Financeira Multivariável.....	29
2.2.3. Performance e Valor Económico.....	33
2.2.3.1. Conceito .....	33
2.2.3.2. Valor Económico .....	35
3. Metodologia .....	40
3.1. Definição da amostra.....	41

4. Resultados.....	43
4.1. Rácios.....	43
4.2. Modelos de previsão de falência.....	82
4.3. EVA®.....	86
5. Conclusões e Limitações ao Estudo.....	89
5.1. Conclusões.....	89
5.2. Limitações ao Estudo.....	92
Referências bibliográficas.....	96
Anexos.....	104

## Lista de Abreviaturas

CAE – Classificação de Atividade Económica  
CAPM – *Capital Asset Pricing Model*  
CEE – Comunidade Económica Europeia  
CMVMC – Custo de Mercadoria Vendidas e Matérias Consumidas  
CNC – Comissão de Normalização Contabilística  
FCSC – Código das Sociedades Comerciais  
DF – Demonstração Financeira  
DOC – Denominação de Origem Controlada  
DOP – Denominação de Origem Protegida  
EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*  
EBITDA – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*  
EVA® – *Economic Value Added*  
FSE – Fornecimentos e Serviços Externos  
G – Empresa de Dimensão Grande  
IASB – *International Accounting Standards Board*  
IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado  
IG – Indicação Geográfica  
IGP – Indicação Geográfica Protegida  
KPI – *Key Performance Indicator*  
M – Empresa de Dimensão Média  
MLP – Médio Longo Prazo  
NOPAT – *Net Operating Profit After Tax*  
P – Empresa de Dimensão Pequena  
PIB – Produto Interno Bruto  
POC – Plano Oficial de Contabilidade  
REA – Rendibilidade Económica do Ativo  
ROA – *Return on Assets*  
SNC – Sistema de Normalização Contabilística  
WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

## Lista de Figuras

Figura 1 - Mapa da região vinícola do Douro / Porto .....	18
Figura 2 - Mapa da Região Vinícola da Península de Setúbal .....	19
Figura 3 - Produção de vinho .....	20
Figura 4 - Consumo de vinho .....	20
Figura 5 - Balança Comercial do vinho .....	21
Figura 6 - Rendimento do Vinho e comparação com o rendimento do Setor Agrícola .....	22
Figura 7 - Rendimento do Vinho e comparação com o PIB Português .....	23
Figura 8 - Cálculo do Lucro Operacional Líquido.....	37
Figura 9 - Cálculo do Capital Investido .....	37
Figura 10 - Rácios de liquidez (Empresa comparativa grande) .....	43
Figura 11 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa grande) .....	44
Figura 12 - Rácios de liquidez (Empresa comparativa média) .....	45
Figura 13 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa média).....	45
Figura 14 - Rácios de liquidez (Empresa comparativa pequena) .....	46
Figura 15 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa pequena).....	47
Figura 16 - Liquidez Geral das empresas comparativas.....	47
Figura 17 - Liquidez Reduzida das empresas comparativas .....	48
Figura 18 - Liquidez imediata das empresas comparativas.....	49
Figura 19 - Rácios de rotação do ativo (Empresa comparativa grande) .....	50
Figura 20 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa grande) .....	50
Figura 21 - Rácios de rotação do ativo (Empresa comparativa média) .....	51
Figura 22 - Rácios de rotação do ativo (média setorial de empresa média) .....	52
Figura 23 - Rácios de Rotação do Ativo (Empresa comparativa pequena).....	52
Figura 24 - Rácios de rotação do ativo (média setorial de empresa pequena) .....	53
Figura 25 - Rotação do ativo das empresas comparativas.....	54
Figura 26 - Rotação do ativo corrente das empresas comparativas .....	54
Figura 27 - Margens EBIT, EBITDA e Resultado Líquido (Empresa comparativa grande) .....	55
Figura 28 - Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido (média setorial de empresa grande) .....	56
Figura 29 - Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido (Empresa comparativa média) .....	57
Figura 30 - Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido (média setorial de empresa média) .....	57
Figura 31 - Margem EBIT das empresas comparativas.....	59
Figura 32 - Margem EBITDA das empresas comparativas.....	59
Figura 33 - Margem do Resultado Líquido das empresas comparativas .....	60
Figura 34 - Rendibilidades (Empresa comparativa grande).....	60
Figura 35 - Rendibilidades (média setorial da empresa grande) .....	61
Figura 36 - Rendibilidades (Empresa comparativa média) .....	62
Figura 37 - Rendibilidades (média setorial da empresa média).....	62
Figura 38 - Rendibilidades (Empresa comparativa pequena) .....	63

Figura 39 - Rendibilidades (média setorial da empresa média).....	64
Figura 40 - Rendibilidade dos capitais próprios das empresas comparativas.....	64
Figura 41 - Rendibilidade operacional do ativo das empresas comparativas.....	65
Figura 42 - Rendibilidade económica do ativo das empresas comparativas.....	66
Figura 43 - Rendibilidade dos capitais permanentes das empresas comparativas.....	66
Figura 44 - Prazos médios e rácio DLCE (Empresa comparativa grande).....	67
Figura 45 - Prazos médios e rácio DLCE (média setorial da empresa grande).....	68
Figura 46 - Prazos médio (Empresa comparativa média).....	69
Figura 47 - Prazos médios (média setorial da empresa média).....	69
Figura 48 - Prazos médios (Empresa comparativa pequena).....	71
Figura 49 - Prazos médios (média setorial da empresa pequena).....	71
Figura 50 - Prazo Médio de Inventários das empresas comparativas.....	72
Figura 51 - Prazo Médio de Pagamentos das empresas comparativas.....	73
Figura 52 - Prazo Médio de Recebimentos das empresas comparativas.....	73
Figura 53 - Rácio DLCE das empresas comparativas.....	74
Figura 54 - Ativo total por empregado (Empresas dimensão grande).....	75
Figura 55 - Réditos por empregado (Empresas dimensão grande).....	75
Figura 56 - Resultado líquido por empregado (Empresas dimensão grande).....	76
Figura 57 - Ativo total por empregado (Empresas dimensão média).....	76
Figura 58 - Réditos por empregado (Empresa dimensão média).....	77
Figura 59 - Resultado Líquido por empregado (Empresas de dimensão média).....	78
Figura 60 - Ativo total por empregado (Empresas de dimensão pequena).....	78
Figura 61 - Réditos por empregado (Empresas de dimensão pequena).....	79
Figura 62 - Resultado líquido por empregado (Empresas de dimensão pequena).....	80
Figura 63 - Ativo total por empregado das empresas comparativas.....	80
Figura 64 - Réditos por empregado das empresas comparativas.....	81
Figura 65 - Resultado líquido por empregado das empresas comparativas.....	81
Figura 66 - Nº de empresas de dimensão grande consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Carvalho das Neves.....	82
Figura 67 - Nº de empresas de dimensão médias consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Carvalho das Neves.....	83
Figura 68 - Nº de empresas de dimensão pequena consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Carvalho das Neves.....	83
Figura 69 - Nº de empresas de dimensão grande consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Lizarraga.....	84
Figura 70 - Nº de empresas de dimensão média consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Lizarraga.....	85
Figura 71 - Nº de empresas de dimensão pequena consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Lizarraga.....	86
Figura 72 - EVA® aplicado às empresas grandes.....	87

Figura 73 - EVA® aplicado às empresas médias .....	87
Figura 74 - EVA® aplicado às empresas pequenas .....	88

## Lista de Tabelas

Tabela 1 – Regiões Vinícolas em Portugal .....	17
Tabela 2 – Agentes económicos .....	23
Tabela 3 – Indicadores de Dimensão Funcionamento e Eficiência .....	26
Tabela 4 – Tipos de Empresas em 2019 .....	41

# 1. Apresentação da Investigação

## 1.1. Introdução

Este primeiro capítulo serve para apresentar e contextualizar o tema em que este projeto se insere e como será efetuado. No subcapítulo 1.2 irá ser feita uma breve apresentação do tema em estudo, sendo complementado com a 1.3 onde os objetivos do caso de estudo em questão serão abordados. Finalmente, na 1.4 será descrita a estrutura do projeto.

## 1.2. Apresentação do Tema

O setor vitivinícola é um setor com uma importância considerável a nível social e económico em Portugal, sendo responsável por empregar um grande número de pessoas e ser dos que mais contribui para a balança comercial. Os vinhos generosos portugueses são dos mais conhecidos e admirados, como o comprova o facto de o Vinho do Porto ser internacionalmente elogiado.

Este estudo tem como objetivo efetuar uma análise económico-financeira das empresas portuguesas produtoras destes vinhos. Esta análise procurará aferir a saúde financeira das mesmas, a sua evolução ao longo dos anos, quer durante a crise económica, quer a sua resposta a esta situação.

É importante referir que existem vários estudos relacionados com as entidades produtoras de vinhos generosos, mas sempre direcionados para o vinho do Porto, por, entre outros motivos, ser o mais conhecido. A presente investigação foi realizada com o intuito de produzir um estudo que englobasse as empresas produtoras de vinhos generosos portuguesas, dado não se ter observado qualquer investigação deste tipo já realizada.

## 1.3. Objetivos

Esta dissertação de mestrado tem como objeto de estudo a análise económico-financeira das empresas portuguesas produtoras de vinho generoso.

Por forma a atingir uma análise completa, uma série de objetivos foram definidos:

- Contextualização do vinho, com especial ênfase nos vinhos generosos, e respetivo sector da produção e comercialização através da revisão da literatura disponível;
- Realização de um enquadramento dos conceitos económicos e financeiros, como o Sistema de Contabilidade e os tipos de análises financeiras, apresentando indicadores de performance e os métodos de avaliação dos mesmos;
- Aplicação dos indicadores e métodos de avaliação referidos anteriormente às empresas em estudo e comparação com a média setorial proveniente do Banco de Portugal;
- Aplicação de métodos de criação de valor às empresas em estudo e comparação dos resultados com a média setorial proveniente do Banco de Portugal;
- Apresentação das conclusões relativas à evolução do setor nos últimos 10 anos.

### 1.3.1. Questões

O objetivo desta investigação é responder às seguintes questões:

Q1 - Qual a evolução do sector vitivinícola português ao longo dos últimos 10 anos? Em particular após a última crise financeira?

Aferir da evolução do setor através da aplicação e observação de um perfil alargado de indicadores das empresas, abrangendo as óticas de liquidez, rentabilidade, criação e adição de valor, sustentabilidade, continuidade e resiliência económico-financeira, verificando qual a evolução das mesmas no período em estudo, com especial ênfase no período de crise vivido e observar como reagiram de forma a superar esta situação. Consistirá na observação da evolução da média setorial e a empresa de grupo comparativo.

Q2 - As empresas portuguesas produtoras de vinho generosos são financeiramente saudáveis?

Pretende-se aferir a saúde e sustentabilidade financeira das empresas deste setor. Tentar compreender se de forma geral, estas empresas mais que apresentarem resultados positivos criam valor, existindo uma previsão de sustentabilidade, continuidade e crescimento das mesmas.

De forma a estudar a criação de valor por parte das empresas serão utilizados indicadores de performance tais como o EVA<sup>®</sup>. Em relação à sustentabilidade financeira, um dos indicadores que serão utilizados serão modelos do tipo Z-Score de Altman, que apresentem a melhor adequação ao setor em estudo em virtude do exposto por Carvalho (2013) ao indicar que “os modelos preditivos de falência são uma ferramenta analítica fundamental (...) aquando da avaliação do pressuposto de continuidade” empresarial.

### 1.4. Estrutura da Dissertação

A estrutura desta dissertação é a seguinte:

Capítulo Um – Introdução: neste capítulo é apresentada uma breve contextualização do tema, os objetivos são estabelecidos e a estrutura do projeto é descrita;

Capítulo Dois – Revisão de Literatura: começa pela história do vinho, as regiões demarcadas, os tipos existentes em Portugal e a sua influência na economia. É também abordada da perspetiva financeira, o Sistema de Prestação de Contas português. São ainda apresentados os tipos de análise financeira, os conceitos de Performance e Valor Económico, além dos indicadores e suas características;

Capítulo Três – Metodologia: descreve-se a metodologia que será utilizada na dissertação na seleção das empresas na sua divisão por dimensão, e demais critérios e opções relacionadas;

Capítulo Quatro – Caso Prático: apresentação dos resultados obtidos da aplicação dos indicadores, modelos de previsão de falência e de criação de valor para as entidades em estudo;

Capítulo Cinco – Conclusões: será apresentado um sumário dos aspetos mais importantes da dissertação, bem como as limitações e perspetivas futuras;



## 2. Revisão da Literatura

Neste capítulo será apresentado o estado da arte dos temas em estudo. No subcapítulo 2.2, é apresentada a história do vinho, retratadas as regiões demarcadas em Portugal, especial a região do Douro / Porto e da Península de Setúbal, bem como a influência que o setor na economia portuguesa.

No subcapítulo 2.3 são apresentados os sistemas de prestação de contas a nível mundial e as alterações que têm ocorrido retratando a sua evolução a nível nacional, sendo seguidamente apresentados os dois tipos mais comuns de análise financeira, a uni e multivariável. Por fim será apresentado o conceito de performance empresarial, os indicadores desta e métodos de a mensurar.

### 2.1. Evolução Histórica do Setor Vitivinícola

#### 2.1.1. O Vinho

As primeiras evidências de elaboração de vinho são relativas ao Período Neolítico, pensando-se que os vestígios encontrados correspondam ao período entre 5000 e 5500 a.C.. Estes vestígios indicam que a domesticação da uva ou da parra terá acontecido no assentamento de Hajji Firuz Tepe, nos montes Zagros, localizado no atual Irão (Adriá, Tapia, Navarro, 2017)

Na Península Ibérica, pensa-se que as primeiras vinhas tenham sido cultivadas pelos Tartessos. Os povos que posteriormente ocuparam a Península Ibérica foram sempre contribuindo bastante para que a viticultura se desenvolvesse. Os gregos contribuíram para o desenvolvimento da técnica de fazer vinho, os Celtas trouxeram algumas variedades de videiras e técnicas de tanoaria. Por outro lado, os romanos trouxeram uma modernização da cultura das vinhas, através da introdução de novas variedades, assim como uma melhoria de certas técnicas de cultivo, designadamente a poda.

Durante os séculos XI e XII d.C., derivado da expansão do Cristianismo, o vinho começou a fazer parte da dieta do homem medieval. Além disso, os vinhos portugueses começaram a ter fama também no norte da Europa, tendo-se verificado um grande desenvolvimento da produção do vinho na segunda metade do século XIV com o aumento da sua exportação.

Durante o período da expansão portuguesa (séculos XV e XVI), os navios portugueses ao partirem para a Índia e ao levarem vinho, o chamado vinho “Roda” ou de “Torna Viagem”, permitiram obter conhecimento acerca de um tipo de envelhecimento dos vinhos. As condições a que estavam sujeitos durante a viagem contribuíam para o envelhecimento do vinho, ganhando determinadas características que o tornavam melhor (Instituto da Vinha e do Vinho, 2016:1).

Já na Idade Contemporânea, em 1703, Portugal assinou o Tratado de *Methwen* o que originou um crescimento das exportações do vinho para Inglaterra. Além disso, ainda no século XVIII, com o objetivo de regulamentar a produção e o comércio dos vinhos da região do Alto Douro e do Porto que já gozava de várias medidas protecionistas, foi criada a Companhia Geral da Agricultura das Vinhas do Alto Douro (Instituto da Vinha e do Vinho, 2016:1). De acordo com o Museu do Douro (2020), esta região foi a primeira região oficialmente demarcada no mundo.

No século XIX a produção de vinho diminuiu fortemente por consequência de uma praga de filoxera que devastou grande parte das regiões vinícolas.

Somente no século XX se procedeu à regulamentação oficial de várias outras denominações de origem portuguesa que já eram bastante famosas tais como o vinho da Madeira, de Carcavelos, do Dão, de Colares, de vinho verde e o moscatel de Setúbal.

Em 1933, foi criada a Federação dos Vinicultores do Centro e Sul de Portugal cujo objetivo era a regularização do mercado. Em 1937, surge a Junta Nacional de Vinho como seu sucessor, detendo este último um âmbito mais alargado, intervindo no equilíbrio entre a oferta e o escoamento.

Em 1986, de forma a adaptar-se às estruturas impostas pela nova política de mercado que surgiu da adesão de Portugal à Comunidade Europeia (CEE), foi criado o atual Instituto da Vinha e do Vinho (Instituto da Vinha e do Vinho, 2016:1).

## 2.1.2. Regiões Demarcadas e Tipos de Vinhos

As regiões demarcadas foram criadas em 1756 por Marquês de Pombal, com o intuito de nelas existir legislação especial para regulamentar, defender e promover a produção vinícola, uma vez que o vinho era considerado bem essencial do reino.

Em 1986, com a entrada de Portugal na CEE, o termo Região Demarcada foi substituído pelo termo Denominação de Origem Controlada (DOC), que é um comprovativo de que os vinhos possuem características intimamente relacionadas com uma determinada região.

Esta designação divide-se em dois tipos: DOC, vinhos cuja proveniência é de regiões produtoras mais antigas; e os Vinhos de Denominação de Origem Protegida (DOP), vinhos integrados num registo comunitário único e protegidos pela regulamentação.

Existem também os Vinhos com Indicação Geográfica (IG) e Indicação Geográfica Protegida (IGP). Estes vinhos são produzidos numa região específica e necessitam de ser produzidos com uma percentagem mínima de oitenta e cinco por cento de uvas de castas provenientes dessa região. A diferença entre estes reside no facto de que os últimos estão integrados num registo comunitário único que lhes confere proteção de acordo com a regulamentação (Infovini - Portal do Vinho, 2009:2).

Portugal está dividido em 14 regiões:

*Tabela 1 – Regiões Vinícolas em Portugal  
(Fonte: Instituto da Vinha e do Vinho, 2018)*

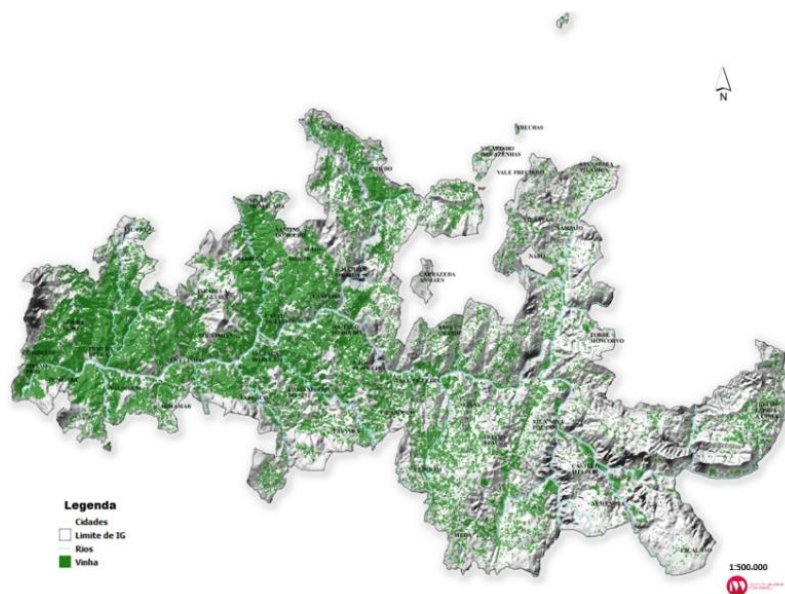
Açores	Lisboa
Alentejo	Madeira
Algarve	Península de Setúbal
Bairrada	Távora-Varosa
Beira Interior	Trás-os-Montes
Dão	Tejo
Douro	Vinho Verde

Uma vez que o foco deste estudo são os vinhos generosos ou fortificados, há que os distinguir dos demais. Diferem do vinho normal por a fermentação alcoólica ser interrompida (para que não ocorra transformação total do mosto em álcool) pela adição de aguardente vínica, sendo de seguida depositados em garrafas ou barris onde passarão um período de estágio que pode ter diferentes durações (Infovini - O Portal dos Vinhos 2009:1). O seu grau alcoólico varia entre os 19,00% e os 22,00%.

Segundo o Clube Vinhos Portugueses (2016) existem em Portugal vários tipos de vinhos generosos: Carcavelos, Madeira, Moscatel de Setúbal e Porto. No entanto, uma vez que os que têm maior importância a nível nacional são o Vinho do Porto e o Moscatel, neste caso em particular o de Setúbal, apresentar-se-á mais aprofundadamente as regiões onde os mesmos são produzidos: Douro e Península de Setúbal, respetivamente.

### **Douro / Porto**

Divide-se em sub-regiões: Douro Superior, Baixo e Cima Corgo. Estas regiões devido à sua acidentada orografia criam diversos microclimas que potenciam a produção de vários tipos de vinho.



*Figura 1 - Mapa da região vinícola do Douro / Porto  
(Fonte: Instituto da Vinha e do Vinho, 2018)*

Dos tipos de vinho produzidos nesta região, o mais conhecido nacional e internacionalmente é o chamado “Vinho do Porto”, correspondendo a cerca de metade da produção vinícola da região.

O “Vinho do Porto” apresenta diferenças dos mais comuns, nomeadamente um teor de álcool mais elevado (entre os 19,00% e os 22,00%, uma vasta gama de aromas, sabores e cores, existindo assim uma panóplia deste tipo de vinho. (Instituto da Vinha e do Vinho, 2016:2).

## Península de Setúbal

A região da Península de Setúbal fica localizada no litoral oeste, a sul de Lisboa. Pode ser dividida em duas zonas, completamente distintas, em termos de relevo: a Sul e Sudoeste, existem as serras da Arrábida, Rosca e S. Luís, assim como os montes de Palmela, S. Francisco e Azeitão com os seus vales e colinas, a outra zona é uma planície junto ao rio Sado.

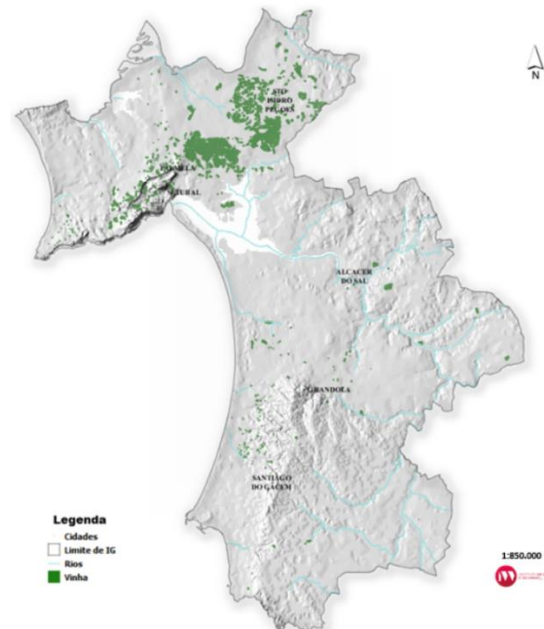


Figura 2 - Mapa da Região Vinícola da Península de Setúbal  
(Fonte: Instituto da Vinha e do Vinho, 2018)

As características da região tais como o seu clima misto, a proximidade ao mar e o tipo de solos, deu origem a que a qualidade dos vinhos merecesse o reconhecimento de DOC, sendo a denominação de “Setúbal” para a produção do vinho generoso e de “Palmela” para os vinhos branco, tinto, frisante, espumante, rosado e licoroso. (Instituto da Vinha e do Vinho, 2016:3).

### 2.1.3. Influência do Setor Vitivinícola na Economia

A produção de vinho em Portugal ao longo dos últimos anos tem sido bastante irregular como se expõe na Figura 3. Observa-se uma grande variação anual na produção de vinho uma vez que de 2014 para 2015 existe um aumento na produção de quase 850 000 hl de vinho, enquanto de 2015 para 2016 existe um decréscimo na ordem de 1 000 000 de hl. Em termos gerais podemos afirmar que a média da produção nacional é de 6 400 000 hl.

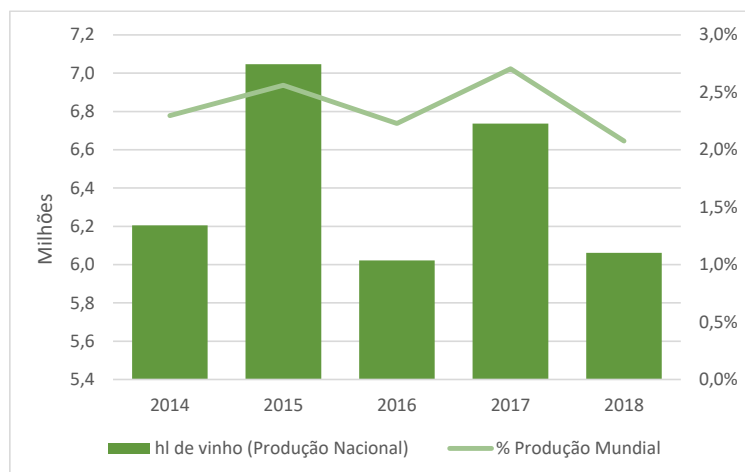


Figura 3 - Produção de vinho

(Fonte: figura produzida pelo autor adaptado do Instituto da Vinha e do Vinho (2016:4) e OIV (2020))

O termo % Produção Mundial referido no gráfico, deve ser entendido como a proporção entre a produção portuguesa e a mundial. Dito isto, a variação da percentagem referida, apresenta um valor médio correspondente a 2,40% da totalidade de vinho produzido em todo o mundo, tendo variado entre 2,10% e 2,70% (ou seja, uma variação máxima de cerca de 0,60%) tendo sido atingidos no ano de 2018 e de 2017, respetivamente (Instituto da Vinha e do Vinho, 2016:4).

Através da observação da Figura 4, é perceptível um aumento quase constante do consumo de vinho em Portugal. Entre 2014 e 2018, existe um aumento global de 5 300 000 hl de vinho, com a exceção do ano de 2016 em que houve um ligeiro decréscimo. A maior variação (de 2 300 000 de hl) ocorreu entre os anos 2014 e 2018.

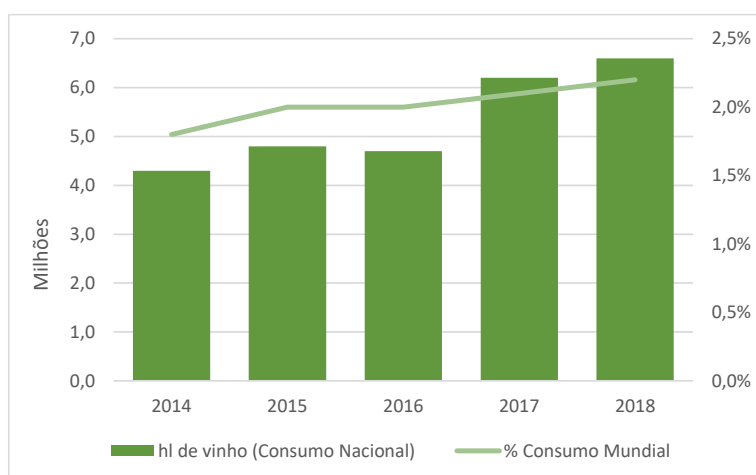


Figura 4 - Consumo de vinho

(Fonte: figura produzida pelo autor adaptado de OIV (2020))

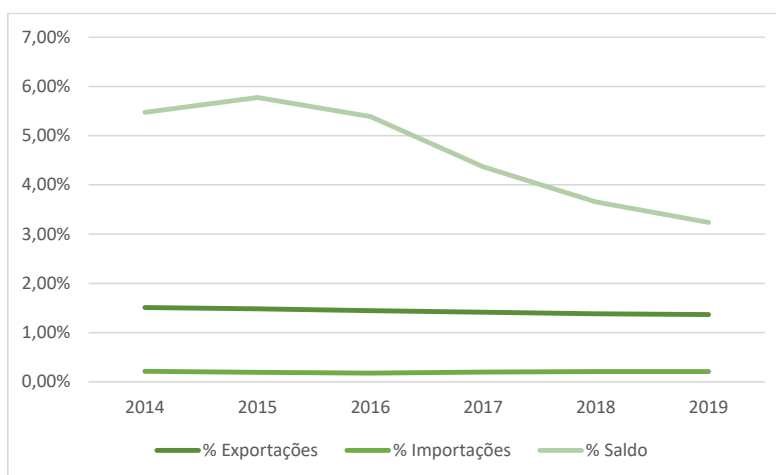
O termo % Consumo Mundial referido na Figura 4 deve ser entendido como a percentagem da comparação entre os valores apresentados no parágrafo anterior e o total de vinho consumido no mundo. Podemos reparar através da observação da curva deste termo que o aumento do consumo de vinho pelos portugueses em termos absolutos não foi acompanhado por um aumento do consumo mundial de vinho. Isto resultou num aumento da percentagem do mesmo quando comparado com o

consumo a nível mundial, tendo assim um maior peso no consumo mundial. A variação máxima ocorrida neste espaço temporal foi de 0,40% entre 2014 e 2018 (OIV, 2020).

Através das Figuras 3 e 4, foi-nos possível obter uma aproximação ao Saldo Líquido Anual, que corresponde à diferença entre a produção e o consumo. Esta diferença, quanto ao mercado nacional, tem sido em regra positiva, o que significa que tem sido efetuada uma produção para stock ou exportação. No entanto, é importante ressaltar que nos últimos anos tem havido uma inversão desta tendência, tendo inclusive em 2018 havido um consumo superior à produção.

Em termos financeiros, iremos apresentar agora os dados relativos à balança comercial dos últimos anos.

Começando pelas exportações, estas têm aumentado muito ligeiramente ao longo dos anos, havendo apenas uma quebra no ano de 2016. A média das mesmas é de 764 000 000 de euros / ano e a sua variação máxima verificada foi de 93 100 000 de euros. Através da comparação das exportações de vinho com as exportações totais portuguesas, verificamos que, em termos percentuais, este quociente tem decrescido de forma bastante lenta. O facto de a maior variação ser de cerca de 0,14%, é um bom comprovativo disto mesmo.



*Figura 5 - Balança Comercial do vinho  
(Fonte: figura produzida pelo autor adaptado do Instituto da Vinha e do Vinho (2020))*

As importações de vinho também aumentaram entre 2014 para 2019 não tendo sido, no entanto, um crescimento constante como o verificado nas exportações. Entre 2014 e 2016, estas diminuíram ligeiramente (atingindo assim o mínimo deste espaço temporal com cerca de 110 200 000 de euros) mas a partir desse ano notou-se um crescimento algo elevado, tendo atingido o seu máximo em 2019 com um valor de 169 200 000 euros.

Esta oscilação das importações de vinho foi acompanhada pelas importações totais portuguesas. A percentagem que reflete o quociente entre as importações de vinho e as importações totais portuguesas manteve-se praticamente constante ao longo dos anos, apresentando uma variação máxima de 0,03%.

As exportações são largamente superiores às importações em todos os anos representados, tendo, em termos gerais, crescido, o que resultou num saldo da Balança Comercial positivo e elevado (só para efeitos de enquadramento, este saldo tem uma média de 628 000 000 de euros).

No entanto, quando se considera o saldo da Balança Comercial portuguesa no seu global, este apresenta resultados profundamente negativos, contrapondo com os resultados positivos do setor vitivinícola. Porém, tem havido uma quebra (cerca de 2,50% no espaço temporal considerado) no peso deste setor na balança comercial portuguesa. Por outras palavras, o crescimento do setor vitivinícola não é suficiente para compensar o declínio do saldo da balança comercial portuguesa originado pelos outros setores (Instituto da Vinha e do Vinho, 2020).

Outro indicador da importância do setor vitivinícola para a economia portuguesa, é o seu rendimento quando comparado com o rendimento do setor agrícola e mesmo com o Produto Interno Bruto (PIB) português, dando-nos assim uma imagem do peso que este tem no seu setor e em termos gerais, respetivamente.

Começando por averiguar o rendimento do vinho entre 2014 e 2016, é perceptível que os valores apresentam uma oscilação bastante acentuada. Por outro lado, nos últimos três anos, este valor foi mais consistente, rondando os 820 000 000 de euros. A média dos seis anos foi, no entanto, de 781 000 000 de euros. Relativamente ao rendimento de todo o setor agrícola percebemos que este apresenta um crescimento regular, de acordo com os dados obtidos nas Contas Económicas da Agricultura dos anos 2014 a 2019. (INE, 2015; INE, 2016; INE, 2017; INE, 2018; INE, 2019)

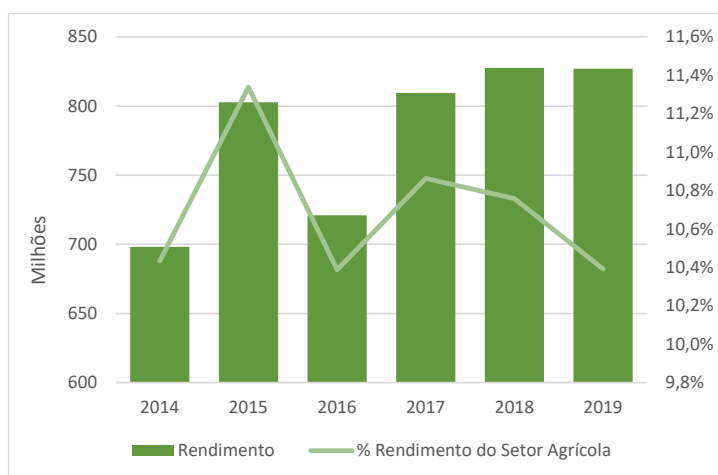


Figura 6 - Rendimento do Vinho e comparação com o rendimento do Setor Agrícola  
(Fonte: figura produzida pelo autor adaptado do (INE, 2015; INE, 2016; INE, 2017; INE, 2018; INE, 2019)

Através da comparação entre os rendimentos do vinho e do setor agrícola (figura 6) podemos afirmar que entre 2017 e 2019 existiu um decréscimo no peso que o vinho tinha no rendimento do setor agrícola. Este resultado deveu-se a uma baixa variação do rendimento do vinho quando comparado com o crescimento apresentado pelo setor agrícola. Apesar deste decréscimo, é importante ressaltar que o vinho continua a ter um peso bastante elevado no setor agrícola, com uma média de cerca de 10,70% do valor total do rendimento agrícola, sendo, desta forma, um dos mais importantes.

O vinho apresenta o mesmo comportamento em termos de peso quando comparado com o setor agrícola ou com o PIB, tendo atingido o pico em 2015 e decrescendo entre 2017 e 2019 (Pordata, 2019). Este resultado era esperado pela mesma justificação apresentada no parágrafo anterior. No entanto, é importante notar que esta variação em termos do PIB é extremamente pequena, variando no máximo 0,06%.

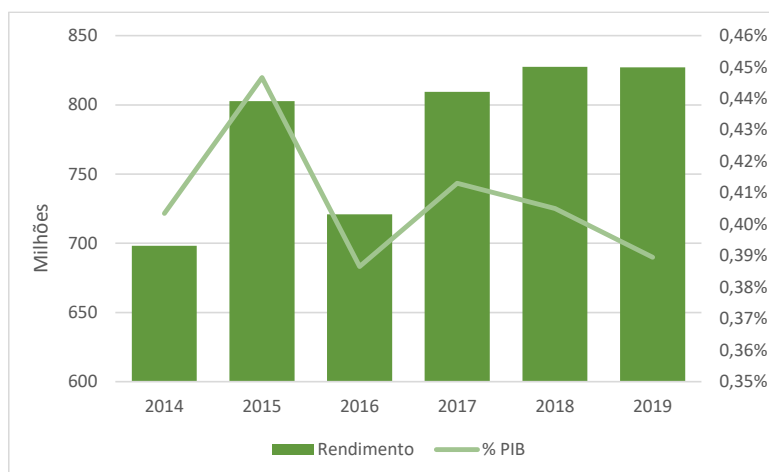


Figura 7 - Rendimento do Vinho e comparação com o PIB Português  
(Fonte: figura produzida pelo autor adaptado de Pordata, 2019)

Para finalizar este tópico, podemos referir os agentes económicos que estão diretamente envolvidos no setor vinícola. De acordo com dados obtidos do Instituto da Vinha e do Vinho, estes estão divididos a nível nacional de acordo com as seguintes atividades (Instituto da Vinha e do Vinho, 2019):

Tabela 2 - Agentes económicos  
(Fonte: Instituto da Vinha e do Vinho, 2019)

Atividade	Nº de agentes económicos
Armazenista e Negociante sem Estabelecimento	4 055
Engarrafador	3 339
Preparador e Produtor	3 083
Vitivinicultor	4 517
Vitivinicultor-Engarrafador	2 287
<b>Total</b>	<b>17 281</b>

Incidindo o nosso estudo empírico em particular nos vinhos generosos, podemos verificar na tabela acima que existem 17 281 agentes económicos ativos em Portugal neste setor.



## 2.2. Prestação de Contas e Análise Económico-financeira

A normalização contabilística em Portugal, ocorreu recentemente quando comparada com alguns dos outros países, como Alemanha e França (Machado, 2011). Somente em 1963, com a aprovação do Código da Contribuição Industrial, Portugal impulsionou a normalização contabilística.

Em 1977, é criada a Comissão de Normalização Contabilística (CNC), ainda hoje ativa e responsável por acompanhar e atualizar as normas contabilísticas definidas para Portugal. É também aprovado e entra em vigor o Plano Oficial de Contabilidade (POC) (Pinheiro, Azevedo, Cruz, 2013).

### 2.2.1. Sistema de Prestação de Contas

Derivado da grande pressão exercida pelas empresas para que houvesse uma aproximação à contabilidade internacional e ao regulamento CE N°1606/2002, o Decreto-Lei nº 158/2009 revogou o POC e aprovou o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) (CNC,2010). Este novo modelo contabilístico, assente maioritariamente em princípios, é baseado nas normas internacionais de relato financeiro do IASB, sendo semelhante ao modelo adotado na União Europeia (Pinheiro *et al*, 2013).

Em 2016, houve algumas alterações, das quais se destacam:

- a) Os critérios das categorias das entidades foram alterados o que influencia o normativo contabilístico a adotar, assim como a obrigatoriedade de adoção de inventário permanente e a abrangência por partes de legislação fiscal e societária;
- b) No Balanço:
  1. Ajustamentos nas designações e agrupamentos em algumas rubricas;
  2. Substituição no Capital Próprio da rubrica “Capital Realizado” por “Capital Subscrito”. O Capital Subscrito Não Realizado é apresentado no Ativo
- c) Alterações às divulgações exigidas no Anexo;
- d) Ativos intangíveis cuja vida útil é indefinida devem ser amortizados num período máximo de 10 anos;
- e) Os custos de empréstimos obtidos diretamente atribuíveis à aquisição ou construção de um ativo que se qualifica, devem ser considerados como parte do custo do ativo;
- f) Os custos de empréstimos obtidos incluem os gastos com juros calculados com base na utilização do método do juro efetivo

## 2.2.2. Análise de Demonstrações Financeiras

Neste subcapítulo serão apresentados os dois tipos de análise financeira utilizados a nível global. Em primeiro lugar será apresentada a Análise Univariável e de seguida a Multivariável, ambas através de uma revisão de literatura baseada em documentos relevantes. Irão ser descritos também alguns exemplos e modelos de cada um destes tipos de análise.

### 2.2.2.1. Análise Financeira Univariável

A análise financeira resulta da interpretação de Demonstrações Financeiras, comparando indicadores financeiros, normalmente chamados rácios, com própria entidade ao longo do tempo ou com entidades de atividade semelhante (Peres, Pinheiro, Cristóvão, Marques, Antão, 2017).

O que a torna de natureza Univariável decorre de as variáveis serem analisadas individualmente, ou seja, uma após a outra, sem qualquer efeito entre duas ou mais variáveis (Peres *et al*, 2017).

De acordo com Dominguez (2000), a análise Univariável é caracterizada por todo o peso da previsão depender do resultado de uma só variável. Correia (2012) concorda com esta visão, referindo que este tipo de análise se baseia num modelo em que a variável dependente é explicada através de uma única independente. Os primeiros estudos desta análise terão começado na década de 1930. No entanto, somente em 1966, surgiu efetivamente o primeiro modelo, tendo sido desenvolvido por William Beaver ((Peres & Antão, 2017); (Macedo, V.D.A.C., 2017)).

Apesar de alguns autores como Cook e Nelson (1998), como referiu Peres (2014), nos indicarem que basta uma variável para efeitos de previsão, outros como Hughes (1993) e Correia (2012) indicam que existem problemas ao utilizar este tipo de análise. Estes decorrem do facto de cada rácio ser examinado separadamente, sem qualquer tipo de ligação a outros. Mais especificamente, a combinação efetiva do efeito dos vários rácios isoladamente ser completamente dependente da análise subjetiva do analista financeiro (Peres, 2014).

Além disso, também há a referir que a interpretação de resultados de forma individual não é consensual, uma vez que estes podem ser influenciados por fatores que dificultam a comparação: práticas contabilísticas, envolvente económica e estratégias de gestão diferentes. (Etter *et al.*, 2006)

As análises univariáveis podem ser realizadas utilizando os mais variados tipos de rácios. Como exemplo, serão referidos alguns dos mais utilizados por William Beaver em 1966, tais como: a Rendibilidade Líquida do Ativo, o Endividamento ou a Liquidez Geral (Oliveira, 2019).

Estes indicadores podem ser agrupados de duas formas: ora relativamente à proveniência da sua informação, ora relativamente à utilidade dos indicadores. Apesar de irmos abordar mais aprofundadamente o agrupamento através da proveniência da sua informação, não significa que este seja o método mais importante ou mais correto, é por pura preferência do autor. Alguns dos rácios utilizados nesta investigação serão (Brites, 2014):

Tabela 3 - Indicadores de Dimensão Funcionamento e Eficiência

Nome	Fórmula
<b>Rácios de Funcionamento e Eficiência</b>	
Prazo Médio de Inventários	$\frac{\text{Inventários}}{\text{Ativo Corrente}} \times 365$
Prazo Médio de Recebimento	$\frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas} \times (1 + \text{IVA})} \times 365$
Prazo Médio de Pagamento	$\frac{\text{Fornecedores}}{(\text{Compras} + \text{FSE}) \times (1 + \text{IVA})} \times 365$
Rácio DLCE	$\frac{\text{Prazo Médio de Inventários} + \text{Prazo Médio de Recebimentos} - \text{Prazo Médio de Pagamentos}}$
Ativo Total por Empregado	$\frac{\text{Ativo Total}}{\text{Número de Empregados}}$
Resultado Líquido por Empregado	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Número de Empregados}}$
Réditos por Empregado	$\frac{\text{Vendas e Serviços Prestados} + \text{Subs. à Exploração} + \text{Trab. para Própria Entidade}}{\text{Número de Empregados}}$
Rotação do Ativo Total	$\frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Ativo Total}}$
Rotação do Ativo Corrente	$\frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Ativo Corrente}}$

Na tabela 3 são apresentados os rácios de funcionamento e eficiência.

Para analisar a dimensão relativa das empresas foram selecionados os três indicadores habitualmente utilizados na literatura, os proveitos operacionais, o ativo total e o número de empregados (González, 2010).

De forma a estudar a atividade das empresas, iremos utilizar os rácios de funcionamento Prazo Médio de Recebimento e Pagamento pois estes medem o grau de eficiência na gestão dos ativos da empresa, contribuindo para explicar impactos financeiros da gestão ao nível do ciclo de exploração (Rodrigues, 2019).

Para medir a eficiência, foi calculada a Rotação do Ativo com o objetivo de medir o grau de eficiência da utilização dos ativos, uma vez que mede as vendas geradas por cada unidade de Ativo (González, 2010).

Tabela 4 - Indicadores de Liquidez Endividamento e Rendibilidade

Nome	Fórmula
<b>Rácio de Liquidez e Endividamento</b>	
Solvabilidade	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo Total}}$
Autonomia Financeira	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo Total}}$
Rácio de Cobertura dos Encargos Financeiros	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{EBIT} - \text{Resultados Antes de Impostos}}$
Estrutura de Endividamento	$\frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Passivo}} \times 100$
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$
Liquidez Reduzida	$\frac{\text{Ativo Corrente} - (\text{Existências} + \text{A. Biológicos de Consumo})}{\text{Passivo Corrente}}$
Liquidez Imediata	$\frac{\text{Caixa e Depósitos Bancários}}{\text{Passivo Corrente}}$
<b>Rácios de Rendibilidade</b>	
Rendibilidade Económica do Ativo (REA)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$
Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA)	$REA - \frac{\text{Resultados Extra Exploração}}{\text{Ativo Total}}$
Rendibilidade dos Capitais Próprios	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \times 100$
Rendibilidade dos Capitais Permanentes	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio} + \text{Dívidas a Terceiros MLP}} \times 100$
Margem Bruta	$\frac{\text{Vendas} + \text{Serviços Prestados} - \text{CMVMC}}{\text{Vendas} + \text{Serviços Prestados}}$
Margem EBITDA	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Volume de Negócios}} \times 100$
Margem do EBIT	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Vendas}}$
Margem Líquida	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$

Agora presente na tabela 4, o rácio de solvabilidade será utilizado com o objetivo de avaliar o investimento de uma empresa a médio e longo prazo e entender a capacidade das empresas em liquidar os seus compromissos.

O rácio de autonomia financeira é considerado com o objetivo de entender a capacidade da empresa em se financiar através dos seus capitais próprios, sendo assim uma forma de entender a independência da empresa relativamente aos capitais alheios (Rodrigues, 2019).

Quanto aos rácios de liquidez, foram calculados a Liquidez Geral, Reduzida e Imediata, que apesar de as conclusões possíveis de retirarem das mesmas serem algo limitadas, são habitualmente

utilizados pelos analistas financeiros. Estes rácios medem a capacidade da empresa de cumprir as suas responsabilidades de curto prazo através de ativos que possam ser convertidos em meios financeiros líquidos no curto prazo.

Para finalizar, iremos considerar os rácios de rendibilidade. O REA e a RCP foram selecionados por serem os mais usuais na literatura. O primeiro mede a eficiência da empresa gerar lucros a partir dos ativos disponíveis. Além disso, utiliza o EBIT, uma vez que a capacidade da empresa de gerar rendimento não é influenciada pela forma como esta se financia. A Rendibilidade dos Capitais Próprios mede a eficiência da aplicação do capital dos sócios com o intuito de gerar lucros, permitindo avaliar a taxa de retorno do capital investido e comparar com outras opções de remuneração oferecidas no mercado.

Com o intuito de medir a rendibilidade operacional utilizámos o rácio EBITDA em % do Volume de Negócios, uma vez que este não é influenciado nem pela política de financiamento, nem pelos resultados extraordinários, nem pela política de amortização do imobilizado (González, 2010). O ROA por identificar o montante dos resultados antes de gastos financeiros, impostos sobre os lucros e operações extraordinárias, por cada euro de ativo. Além disso, é indiferente à estrutura das origens de fundos e ao custo dessas origens (Breia et al., 2014). A margem do Resultado Líquido é utilizada pois o Resultado Líquido serve como base para o montante de dividendos que a empresa possa vir a distribuir em cada período, logo a rendibilidade deste é um indicador importante (González, 2010).

A margem EBIT representa o rendimento antes das despesas financeiras e do imposto renda. A margem Bruta por seu lado, avalia a rendibilidade das vendas após a dedução das vendas e do custo dos produtos vendidos. Desta forma, são dois indicadores que dão bastantes informações acerca do quanto a empresa ganha com a sua atividade (Dalmacio et al., 2009)

De forma a evitar o uso de informação contabilística que possa conter erros ou utilização de critérios inadequados, é usada a técnica de leitura cruzada da mesma, também chamada de *red flag indicators technique*, que se baseia numa análise crítica de informação contabilística (identificação de tendências, comparação, consistência e coerência da informação) (Peres & Antão, 2017). Esta técnica, permite identificar estes riscos, denominados de indicadores de alarme que podem revelar a existência de eventuais problemas. Alguns destes indicadores de alarme são (Breia et al, 2014):

- Custo médio dos capitais alheios elevado em termos comparativos. Poderá indicar que existem situações de financiamento que não estão evidenciadas no balanço;
- Subcontratos cujos valores são estáveis e não variam consoante a variação de vendas;
- O prazo médio de recebimento e de pagamento apresentarem uma grande variação média. Este facto pode refletir dificuldades de tesouraria ou incobranças;
- Considerando que não tenha havido uma alteração significativa da atividade, haver uma grande variação de ativos fixos tangíveis;
- Em comparação com o número de colaboradores, haver um valor elevado de viaturas e seus gastos associados;

- A entidade apresentar inventários elevados e com crescimento desadequado comparados com as vendas. Esta situação é mais alarmante quando além dela ainda se verifica que a entidade possui passivos e gastos financeiros elevados;
- A entidade apresenta ativos por impostos diferidos elevados em situações de prejuízos sistemáticos e sem projetos viáveis de reestruturação da empresa;
- A coexistência de valores elevados nas rubricas de Caixa e seus equivalentes com passivos remunerados elevados, revela ineficiência financeira quando ocorre durante longos períodos;
- Um crescimento desmesurado da dívida ao setor público quando comparado com a evolução da atividade. Poderá indicar que existem dívidas em mora;

No entanto, é importante referir que são meramente indicadores, podendo ter múltiplas explicações, desde alterações das condições da entidade ou mesmo do contexto da atividade, podendo ou não corresponder a situações de manipulação contabilística ou fraude, servindo então principalmente para levantar questões ou dúvidas e analisar mais aprofundadamente estas situações.

## 2.2.2.2. Análise Financeira Multivariável

De acordo com Correia (2012), a Análise Discriminante Multivariada é um método estatístico que consiste na combinação linear de várias variáveis (multivariável) com o objetivo de distinguir estatisticamente dois grupos definidos *a priori*.

A primeira aplicação da Análise Discriminante Multivariada a problemas financeiros, surgiu em finais da década de 1960, nomeadamente na construção de indicadores mais resilientes na avaliação de crédito ao consumo e a classificação de investimentos. Este método passa por uma avaliação dos indicadores em estudo, que a partir destes, tenta explicar a variável dependente (Santos, 2000).

De acordo com Peres *et al* (2017), Cook e Nelson em 1998, afirmaram que Altman com o objetivo de ultrapassar os problemas decorrentes da utilização da Análise Discriminante Univariável, foi o primeiro investigador a utilizar um método de regressão, a Análise Discriminante Multivariada (Correia (2012) e Nunes (2012) também referem que Altman foi pioneiro nesta análise), criando um modelo que ficou conhecido por Z-Score a fim de capturar o efeito agregado de vários rácios.

### **Modelos baseados em Métodos de Regressão**

Este tipo de método consiste na combinação de várias variáveis sob a forma

$$Z = \alpha + \beta_1 \times X_1 + \beta_2 \times X_2 + \dots + \beta_n \times X_n \quad (1)$$

O objetivo é obter um valor para “Z”, conhecido como *score*, para classificar o objeto, a partir do  $\alpha$  que é uma constante, dos  $\beta$  que são os coeficientes das variáveis ou os chamados “pesos” de

cada variável e por fim os  $X$  que são os valores de cada uma das variáveis (neste caso correspondem aos valores dos rácios).

Sendo  $Z$  uma consequência da combinação linear dos valores  $X$ , os valores dos coeficientes  $\beta$  são calculados através de um procedimento de estimação do modelo discriminante. Os resultados deste cálculo são apresentados sob a forma de matriz que também pode ser utilizada para obter mais informações como a precisão da classificação ou a percentagem dos casos conhecidos que são corretamente classificados.

Como referido anteriormente, o método de Z-Score desenvolvido por Altman é deste tipo. Como nos dizem Barros (2008) e Correia (2012), a análise consiste numa seleção de 66 entidades, solventes e insolventes, que foram emparelhadas consoante a sua atividade e o montante total dos seus ativos. Além disso, as empresas tinham de estar cotadas em bolsa para que fosse possível calcular o valor do Capital Próprio.

No entanto, não eram consideradas para a amostra as empresas cujo total dos ativos fosse muito superior ou inferior à média, de forma que não alterasse os resultados (Rodrigues, 2017).

A função final descrita por Altman (1968) é a seguinte:

$$Z = 0.12 \times X_1 + 0.14 \times X_2 + 0.033X_3 + 0.006 \times X_4 + 0.999 \times X_5 \quad (2)$$

Onde:

$$X_1 = \frac{\text{Capital Circulante}}{\text{Total dos Ativos}} ;$$

$$X_2 = \frac{\text{Resultados Transitados}}{\text{Total dos Ativos}} ;$$

$$X_3 = \frac{\text{Resultado Antes de Impostos+Gastos de Financiamento}}{\text{Total dos Ativos}} ;$$

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

$$X_5 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Total dos Ativos}} ;$$

De forma a dar uma margem de erro, inicialmente foram definidos intervalos de valores para separar as várias classificações. Rodrigues (2018) e Macedo (2017) afirmam que entre 0,0 e 1,80 considera-se que a empresa estaria em perigo de insolvência e para valores de  $Z$  acima de 2,99 considerar-se-ia que a empresa não apresentava qualquer perigo de insolvência.

Após a realização de alguns testes, Altman determinou que muitas empresas se encontravam na chamada “*grey zone*” em que não se podia afirmar com confiança a qual pertencia. Desta forma, passou a considerar-se um ponto de separação que dividisse as empresas saudáveis das em perigo de insolvência. Este valor, é o chamado ponto de corte que Altman definiu como sendo de 2,68 (Altman, 1983)

No entanto é importante referir que apesar de extensivamente utilizado, este modelo não é infalível, apresentando algumas lacunas como a violação de algumas assunções de base (Peres, 2014). Por exemplo, segundo Santos (2000), este modelo assume a distribuição das variáveis independentes dentro de cada grupo de acordo com a distribuição normal com diferentes médias.

### Modelo de Carvalho das Neves

Este modelo surgiu por Carvalho das Neves e Silva (1998) e Carvalho das Neves (2012) através da análise de 81 rácios. Destes, a maioria foram referenciados através de estudos de outros autores. No entanto, 11 deles foram escolhidos por serem os mais frequentemente utilizados por analistas financeiros em Portugal.

A Análise Discriminante e a Regressão Logística ao utilizar os rácios referidos acima, permitiram formar um modelo que fizesse a separação entre empresas saudáveis e outras em perigo de insolvência. O modelo obtido é dado pela seguinte função:

$$Z = -0.950 + 2.518 X_2 + 1.076 B_1 + 5.566M_1 - 0.00254M_2 + 0.156 A_2 \quad (3)$$

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

$$B_1 = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Ativo Total}};$$

$$M_1 = \frac{\text{Cashflow}}{\text{Ativo Total}};$$

$$M_2 = \frac{\text{Estado e Outros Entes Públicos Total}}{\text{Vendas}} \times 365;$$

$$A_2 = \frac{\text{Financiamentos Obtidos}}{\text{Ativo Circulante}};$$

O autor definiu que o ponto que separa as empresas que se consideram como saudáveis das consideradas não saudáveis, denominado por ponto crítico situa-se em  $Z = 0,37$ . Desta forma, para empresas cujo valor de  $Z$  seja superior ao ponto crítico, a empresa considera-se como tendo saúde financeira.

A taxa de eficácia apresentada para este modelo varia consoante a situação da empresa. As empresas que se encontram em dificuldades, a taxa de eficácia deste modelo situa-se nos 66,30%. Por outro lado, para empresas em que se considera que têm saúde financeira, a sua taxa de eficácia é superior, rondando os 85,90%.

### Modelo de Lizarraga (1998)

O objetivo do trabalho de Lizarraga (1998) é entender se o Modelo de Altman funciona quando aplicado a uma amostra de empresas espanholas de tamanho médio de uma variedade de indústrias. No entanto, acaba por aconselhar uma série de fatores que na sua opinião deveriam estar presentes na aplicação de um modelo de risco de uma entidade espanhola.

Segundo Lizarraga (1998), o resultado pode ser erradamente afetado, especialmente em setores de elevada rotação de ativos, devido à elevada proporção considerada para o critério  $X_5$  no modelo de Altman.



Considerar apenas empresas de tamanho médio, pois a incidência do fracasso de uma empresa grande era baixa e a falta de informação contabilística de empresas pequenas, impede uma maior representatividade da mesma.

Na opinião do autor, um processo dinâmico como a falência empresarial deveria estudar funções diferentes consoante o espaço temporal entre o ano de estudo e os dados que revelam falência. Além disso, é importante não assumir que os valores calculados no ano anterior possam ser aplicados a outros espaços temporais anteriores.

Para finalizar, discorda de Altman, no facto em que este último ao considerar as percentagens como representação da capacidade de previsão do modelo, assume uma estabilidade temporal. Ou seja, para Altman a relação entre as variáveis dependentes e independentes mantém-se constante ao longo do tempo, algo que Lizarraga (1998) não concorda.

Relativamente ao estudo em si, Lizarraga (1998) começou por selecionar uma amostra de empresas espanholas, o mais semelhantes possível da amostra utilizada no modelo de Altman em 1968. Desta forma, a amostra consistia num conjunto de 60 empresas industriais falidas de tamanho médio, de forma a evitar utilizar empresas cujas contas não eram auditadas.

As diferenças ao comparar com o modelo de Altman, além das expectáveis derivadas do facto de as empresas serem de países diferentes e conseqüentemente as informações contabilísticas disponíveis também serem distintas, são:

- Nenhuma das empresas consideradas neste estudo estava cotada, daí serem utilizado valores contabilísticos no numerador da quarta variável em vez de valores de mercado;
- As estimativas foram calculadas utilizando a análise discriminante e *Logit* em paralelo;
- Foi exigido que o tempo mínimo entre a data dos últimos dados contabilísticos e a data de falência não fosse inferior a nove meses. Na realidade, a média e a mediana das mesmas foram de 12 meses para ambas;

As estimativas foram levadas a cabo individualmente para cada um dos três anos anteriores à data de falência, para comprovar a necessidade de utilização ou não de um modelo intemporal, havendo assim uma necessidade de o modelo ser adaptado em função do ano considerado

As etapas seguintes deste estudo foram a aplicação direta do modelo aos dados das empresas, seguida de uma estimação dos coeficientes do mesmo. O autor ainda estudou a possibilidade de redução do número de variáveis e incorporou a carga financeiro no indicador de rentabilidade.

Ao aplicar diretamente o modelo de Altman e o ponto de corte estabelecido pelo mesmo, a percentagem de resultados corretos foi inferior ao esperado. Além disso, é necessário evidenciar a grande perda de fiabilidade do modelo a partir do terceiro ano.

A estimativa dos coeficientes adaptados à amostra foi realizada através da aplicação da análise discriminante e da *Logit*, em paralelo. As análises foram realizadas em duas etapas: na primeira considerou-se as cinco variáveis do modelo de Altman; na segunda, foi estudada a relevância de cada

uma das mesmas. Na análise discriminante as variáveis três e quatro foram consideradas significativas para o estudo, enquanto na análise *Logit* somente a variável três apresenta uma relevância significativa.

Relativamente à possibilidade de redução do número de variáveis, o autor chegou à conclusão que se poderia considerar somente a variável três e quatro que correspondem à rentabilidade económica e a posição de endividamento, respetivamente.

Desta forma, pode-se concluir que o modelo de Lizarraga é dado por:

$$Z = -0,212 + 9,25X_3 + 0,38X_4 \quad (4)$$

Em que tal como no modelo de Altman:

$$X_3 = \frac{\text{Resultado Antes de Impostos} + \text{Gastos de Financiamento}}{\text{Total dos Ativos}};$$

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

### **Modelos baseados em Métodos *Logit***

Como complemento, os métodos estatísticos podem ser divididos em dois tipos: de regressão apresentado anteriormente e o (*Logit*). Este último baseia-se numa técnica estatística cuja variável dependente é qualitativa, só podendo assumir dois valores possíveis (Correia, 2012). Correia (2012) e Rodrigues (2018) referem que este pretende indicar a probabilidade de uma entidade vir a fazer parte do conjunto de empresas insolventes. Altman (1983) adaptou o modelo Z-Score a empresas não-cotadas em bolsa através da substituição do fator  $X_4$  pelo valor contabilístico do capital próprio.

## **2.2.3. Performance e Valor Económico**

De seguida serão apresentados os conceitos de Performance e Valor Económico, assim como indicadores relativos ao desempenho financeiro das empresas.

### **2.2.3.1. Conceito**

Segundo Larousse (2009), performance é o “conjunto de indicações avaliadas que caracterizam as capacidades ótimas de um material” (Larousse, pp 5691)

De acordo com Andia (2007), Neely (2005) afirmou que a medição da performance é definida como “a atividade de se determinar as medidas de desempenho, grandeza e avaliação, no sentido de adequar, ajustar ou regular alguma atividade”, ao que acrescenta Merchant (2007) a escolha do método para monitorizar e motivar uma boa performance é extremamente importante uma vez que “*what you measure is what you get*”. A ideia que esta frase pretende traduzir é que dependendo do quê e do como se decide controlar, dar-se-á assim especial foco a essa situação, como por exemplo: se a decisão é medir os lucros, a empresa focar-se-á em ter lucro.

Ao longo do tempo, várias técnicas e modelos têm sido desenvolvidos com o objetivo de medir a performance das empresas. Desta forma para Carvalho, Santos e Rêgo (2010), esta é avaliada através da análise das informações provenientes em forma de indicadores, uma vez que assim são quantificadas e medidas numericamente, tornando então a medição mais objetiva e eficiente.

Estas medidas de desempenho, idealmente, devem então ser:

- a) Congruentes com os objetivos da organização: aumentar quando valor é criado e decrescer quando é destruído, dado o objetivo de as empresas ser maximizar o valor para o acionista;
- b) Controláveis: onde podemos inserir a identificação de KPIs (*Key Performance Indicators*), uma vez que são uma forma de controlo que sintetiza a informação relevante para o que queremos medir;
- c) Tempestivas: uma vez que segundo Diário da República (2015, pp 20738), “se houver demora indevida no relato da informação, ela pode perder relevância”;
- d) Relevantes: os custos de obter as medidas, não devem exceder os benefícios das medições, podendo os custos de avaliações inúteis potenciar más performances;
- e) Fiáveis: o mais precisas possível para que a informação represente o mais fidedignamente possível o que se pretende (Diário da República, 2015, pp 20737);
- f) Compreensíveis: de fácil entendimento e compreensão pelos leitores, presumindo que eles possuam um conhecimento razoável do tema (Diário da República, 2015, pp 20737);
- g) Comparáveis: para que permita a análise evolutiva entre outras possibilidades com o seu “grupo estratégico”, que Porter (1980, pp 129) descreve como “o grupo de empresas numa indústria que seguem idêntica ou semelhante estratégia ao longo das dimensões estratégicas”.

No que concerne à proveniência da informação utilizada, existem várias divisões como por exemplo em:

- Económicos: obtidos através da interpretação da Demonstração de Resultados;
- Financeiros: obtidos através da interpretação das rubricas de balanço;
- Económico-financeiros: obtidos através da interpretação da Demonstração de Resultados e das Rubricas de Balanço, simultaneamente;
- Mercado: provenientes de informação dos mercados financeiros;
- Técnicos: obtidos através de informações não financeiras (como exemplo de um indicador técnico, podemos considerar a produtividade no trabalho de um funcionário).

No entanto, segundo Merchant (2007), existem somente três grupos de medidas: as de mercado, as baseadas na informação contabilística e uma combinação de ambas.

O primeiro grupo surge uma vez que se verificou uma crescente preocupação e importância da criação de valor na tomada de decisão das empresas (Carvalho das Neves, 2011 e Rodrigues, 2010).

Estas medidas são as baseadas no mercado, em que se dá especial ênfase à alteração de valor das ações da empresa e no retorno dos investidores (Andia, 2007). Estas não apresentam alguns dos requisitos mencionados acima, nomeadamente:

- a) grande parte das empresas não são cotadas em bolsa, não sendo assim possível ter formas de medição;
- b) não é controlável, uma vez que só pode ser influenciado pelos altos cargos;
- c) apresenta alguns problemas de congruência, uma vez que os mercados nem sempre estão bem informados acerca das empresas;

O segundo grupo considera as medidas baseadas na contabilidade ou também denominadas por tradicionais. As informações são provenientes de informação contabilística e dividem-se em dois tipos: de um lado, demonstrações financeiras e balanços, do outro temos os rácios.

A principal falha apontada a este grupo de medidas é a falta de congruência relacionada com as alterações de valor da empresa, ou seja, não fornecer qualquer tipo de informação se a empresa criou ou destruiu valor. Além disso, também são relevantes as críticas relativas a só utilizar informação do passado, sendo assim bastante curto o horizonte temporal onde aquelas informações são válidas

Finalmente, o último grupo é constituído a partir de uma mistura de ambas as medidas acima, tentando utilizar o melhor de ambos para que as medidas sejam o mais completas possíveis e tenham o máximo de informação relevante em consideração.

Estas medidas são as mais completas, uma vez que qualquer tipo de medidas acima referidas sozinha, por mais abrangente que seja, não consegue refletir de forma completa a performance da empresa. No entanto, também levantam alguns problemas, tais como que tipo de dimensões a ser medidas, o facto de cada empresa ao fazer a sua própria combinação não fornece termo comparativo para com empresas semelhantes à sua e finalmente o peso a dar a cada uma das medidas utilizadas.

### 2.3.3.2. Valor Económico

Indicador é uma razão entre duas grandezas económicas ou financeiras, expresso em percentagem (Larousse, 2009). É um dado estatístico que permite avaliar a situação e a sua evolução (Dicionário Infopédia da Língua Portuguesa, 2021). Dito por outras palavras, Cadore & Giasson (2012) e Rodrigues (2010) indicador deve ser definido como unidade de medida que permita o acompanhamento da evolução das variáveis chave e devendo indicar aos administradores informações que permita tomar decisões o mais corretas e com o maior número de dados possível.

Segundo Rodrigues (2010), além de o conceito de indicador pode ser definido como uma unidade de medida que permite efetuar o acompanhamento da evolução periódica das

Alexander Wall, em 1919, criou o primeiro modelo de análise das demonstrações contabilísticas através de índices pois sentiu que havia a necessidade de se avaliar mais conceitos do que somente o ativo e o passivo, sendo considerado o pai deste tipo de análises (Matarazzo, 1998).

Atualmente, são considerados dois grupos de indicadores relativamente ao desempenho financeiro das empresas: os métodos baseados na análise contabilística, também denominada métodos tradicionais e os métodos baseados na análise económica.

### **Indicadores Tradicionais**

Esta vertente considera que a análise contabilística continua a ser a mais adequada por ser amplamente reconhecida. Estes modelos resultam maioritariamente de informações provenientes das Demonstrações Financeiras (DF). Algumas das principais críticas em relação a estes métodos é o facto de se considerarem estáticos uma vez que não têm em consideração fatores externos aos documentos contabilísticos que são importantes tais como o custo de capital, a situação do setor de atividade, problemas organizacionais e de recursos humanos ou mesmo a evolução futura da empresa (Fernández, 2008).

### **Indicadores de Valor Económico**

Por outro lado, esta vertente considera que a avaliação da performance deve ser feita tendo em consideração também o valor da empresa, ou seja, não só se baseando em informações contabilísticas mas também enfatizar a importância do custo de oportunidade do capital, refletindo o retorno esperado pelos acionistas ajustado ao risco e os benefícios esperados de caixa (da Silva, 2011), distanciando-se assim das métricas tradicionais, por incorporarem o efeito económico das decisões (Larsen e Holland, 2008).

A métrica mais reconhecida deste tipo é o EVA<sup>®</sup>.

### ***Economic Value Added - EVA<sup>®</sup>***

O conceito de EVA<sup>®</sup> (*Economic Value Added*), foi desenvolvido e introduzido pela empresa de consultoria *Stern Stewart & Company* na década de 80. No entanto, o conceito não era novo, uma vez que as suas origens remontam a mais de dois séculos antes, nomeadamente a Hamilton (1777) e a Marshall (1890) (Cardoso, 2013).

De acordo com Catelli (2001), o EVA<sup>®</sup> é um indicador de desempenho que tem em consideração todos os custos operacionais, inclusive os de oportunidade.

Segundo Macedo (2017), o conceito do EVA<sup>®</sup> baseia-se no “diferencial entre a rentabilidade dos capitais investidos e o custo das diferentes fontes de financiamento utilizadas ou custo de capital”. Desta forma, é considerado uma medida que avalia o desempenho financeiro da empresa e que procura quantificar o valor criado pela gestão efetuada, sendo valor criado quando o negócio gera resultados superiores ao custo do capital (Carvalho das Neves, 2012).

Da Silva (2011) concorda com esta visão, pois afirma que a principal utilidade do EVA<sup>®</sup> para as empresas é como uma medida de performance interna das operações anuais, uma vez que reflete a adição ou subtração de valor aplicada à empresa pelas decisões dos gerentes.

O EVA<sup>®</sup> é uma versão modificada do lucro residual, sendo calculado pela diferença entre o NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) e a multiplicação do capital investido pelo custo de oportunidade do mesmo.

Para se calcular o EVA<sup>®</sup>, é necessário começar por determinar o NOPAT, em português, Lucro Operacional Líquido depois de Impostos. A figura 8 demonstra como calcular este valor.

<b>Cálculo do NOPBTA</b>	<b>Cálculo dos Impostos líquidos</b>
Vendas	Impostos sobre o rendimento
- Custos das vendas (excluindo amortizações e depreciações)	- Aumentos impostos diferidos
- Custos de distribuição e administrativos	+ Benefícios fiscais dos juros
<b>= EBITDA</b>	+ Benefícios fiscais dos juros com locação operacional
- Depreciações e amortizações	<b>= Impostos líquidos</b>
- Outros custos (ganhos) operacionais	
<b>= EBIT</b>	
+ Despesas de investigação e desenvolvimento (I&D)	
- Amortização de despesas de I&D capitalizadas	
+ Amortização do goodwill	
+ Juros implícitos nas despesas de locação operacional	
<b>= EBIT ajustado</b>	
+ Alterações LIFO	
+ Outros ajustamentos	
<b>= NOPBTA</b>	<b>NOPAT = NOPBTA - Impostos líquidos</b>

Figura 8 - Cálculo do Lucro Operacional Líquido

(Fonte: Performance das Medidas de Desempenho Económico e de Criação de Valor no Setor das Telecomunicações, 2013)

De seguida, procede-se ao cálculo do capital investido. Mais uma vez, a figura abaixo (figura 9) irá demonstrar a fórmula necessária para tal:

<b>Working Capital</b>	<b>Ativos Tangíveis e Intangíveis</b>
Ativos correntes	Ativos fixos tangíveis e ativos intangíveis (valor líquido)
- Caixa e equivalentes de caixa	+ Investimentos
+ Reserva LIFO	+ Outros ativos operacionais
<b>= Ativos correntes ajustados</b>	+ Valor atual dos ativos em regime de locação operacional
- Dívida corrente (exceto empréstimos)	+ Valor líquido das despesas capitalizadas de I&D
<b>Working Capital</b>	<b>Ativos fixos</b>
<b>Capital investido = Ativos fixos + Working capital - Investimentos</b>	

Figura 9 - Cálculo do Capital Investido

(Fonte: Performance das Medidas de Desempenho Económico e de Criação de Valor no Setor das Telecomunicações, 2013)

Para finalizar, falta o cálculo do custo de oportunidade do capital investido, que é obtido utilizando o WACC, (*Weighted Average Cost of Capital*). De acordo com Biddle (1997), o WACC é apropriado para a seleção quer seja de projetos ou de investimentos, uma vez que as proporções de capital próprio e de terceiros utilizadas para financiar diferentes projetos, também poderão ser

diferentes e o custo de capital tem de ser baseado no investimento específico. Segundo Andia (2007), a fórmula a utilizar será:

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{C} + k_e \times \frac{E}{C}$$

Sendo,

$D$  = capital de terceiros (a valores de mercado);

$E$  = capital próprio (a valores de mercado);

$C$  = capital total (a valores de mercado);

$k_d$  = custo de capital de terceiros (*cost of debt*);

$T$  = imposto, efeito do imposto sobre o Rendimento;

$k_e$  = custo de capital próprio (*cost of equity*);

O *cost of debt* ( $k_d$ ) pode ser visto como uma taxa que reflete a relação entre os custos financeiros pagos e a dívida existente. A fórmula corresponde ao quociente entre os juros e o passivo.

O  $T$  representa a taxa efetiva de imposto que é calculado pelo quociente entre o Imposto do Exercício sobre o Resultado Antes de Impostos.

Uma de várias formas de calcular o custo do capital próprio é através da fórmula do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) que está representada na fórmula (6). Este modelo desenvolvido por Sharpe, com o auxílio de Mossin e Lintner, relaciona o risco com a rentabilidade de qualquer ativo (Lázaro, 2012). A fórmula é:

$$k_e = \text{taxa isenta de risco} + \text{ponderador de risco} \times (\text{taxa de retorno do mercado} - \text{taxa isenta de risco}) \quad (6)$$

A segunda parte da soma é o prémio de risco do mercado, que corresponde ao prémio do mercado ajustado ao risco relativo à empresa. O ponderador de risco mede a correlação entre o retorno histórico da empresa em análise com o retorno do mercado num longo período de tempo, evidenciando assim o risco a que a empresa está exposta. A *taxa de retorno do mercado - taxa isenta de risco* representa o prémio do mercado referido anteriormente, ou seja, o retorno exigido pelo investidor para se expor ao risco.

Em forma de conclusão, a forma do EVA<sup>®</sup> é:

$$EVA^{\text{®}} = NOPAT_t - CI_t * WACC \quad (7)$$

Rappaport (1998) afirma que o EVA<sup>®</sup> realiza um ajuste do valor histórico contabilístico ao valor histórico económico, acrescentando assim valores equivalentes de capital. A Stern Stewart & Co identificou cerca de 160 ajustamentos que são potencialmente necessários de forma a evitar desvios na avaliação da *performance* económica e financeira (Carvalho das Neves, 2011).

No entanto, estes ajustes são desvalorizados por alguns autores tais como Young e O'Byrne (2003), Bauman (1999) e Carvalho das Neves (2011). Estes autores consideram a generalidade dos ajustes irrelevantes e outros produzem efeitos marginais.

No entanto, é importante também referir que o EVA<sup>®</sup> também apresenta algumas limitações, tais como (da Silva, 2011):

- a) Algumas empresas referem que o EVA<sup>®</sup> não é utilizável para as suas necessidades, uma vez que é uma medida de curto-prazo e elas têm como objetivo investimentos a longo prazo;
- b) Para empresas que pretendem receber os *cashflow* dos seus investimentos num futuro distante, não devem considerar o EVA<sup>®</sup> como o método principal de avaliar a performance, uma vez que este pode inibir investimentos de grande montante devido ao seu maior prazo de maturação;
- c) O valor do capital do Balanço não reflete o valor corrente das ações pois é baseado em dados históricos e desta forma não tem em consideração o efeito da inflação e outros;
- d) O tamanho da empresa influencia o valor do EVA<sup>®</sup>, sendo em empresas maiores, o seu valor superior quando comparado com empresas mais pequenas;
- e) Outra desvantagem é o facto de haver dificuldade em calcular o capital investido na empresa;



### 3. Metodologia

A metodologia a utilizar neste caso de estudo consiste numa série de passos que culminam na apresentação do estudo do mesmo.

Inicialmente, realizou-se uma descrição do problema, nomeadamente uma descrição da indústria do vinho, com especial ênfase nos vinhos generosos. Além de definidos os objetivos para o caso de estudo.

De seguida, procede-se à recolha da amostra que será utilizada. São retiradas as Demonstrações Financeiras das entidades portuguesas, do setor do vinho (CAE 11021), produtoras de vinho generoso, sujeitas a Certificação Legal de Contas, de forma que os resultados obtidos nesta investigação sejam o mais fiáveis possível, segundo o Artigo 262º do CSC (Código das Sociedades Comerciais) entre 2010 e 2019. Estas informações são provenientes da base de dados SABI da *Bureau Van Dijk*.

Aplicação de segmentação de forma a obter somente empresas produtoras de vinho generoso. Após este, divisão em três grupos consoante a sua dimensão, segundo a Diretiva 2013/34/eu. Uma vez realizada esta divisão, são aplicados os métodos tradicionais da análise económico-financeira em Portugal aos dados obtidos anteriormente, das entidades a estudar, incluindo os exemplos referidos no subcapítulo 2.3.2.1;

Além dos métodos tradicionais, aplicam-se também três modelos de previsão de falência e um método de criação de valor (EVA®).

A seguir, procede-se à comparação entre os resultados obtidos e os valores das empresas médias setoriais provenientes do Banco de Portugal.

Para finalizar, elaboram-se as conclusões do caso de estudo, tendo sempre em consideração os objetivos desta investigação, nomeadamente o estado e a evolução das entidades sob estudo durante o período analisado. Adicionalmente, também se efetuam as conclusões que advêm dos valores obtidos através dos métodos aplicados.

#### **A Amostra e Tratamento de Dados**

Após a aplicação dos critérios de segmentação referidos acima relativo base de dados SABI da *Bureau Van Dijk*, obtivemos uma amostra de 114 empresas. No entanto após uma pesquisa acerca de quais efetivamente produziam vinho generoso, este valor foi reduzido para uma amostra de 39 empresas, que estão presentes em anexo.

Retiraram-se da base de dados referida as informações financeiras presentes nos mapas de Balanço e Demonstração de Resultados por Naturezas, assim como os Proveitos Operacionais, o Total do Ativo e o Número de Empregados para os anos de 2010 a 2019. Este foi o intervalo selecionado, uma vez que a normalização do SNC e, conseqüentemente, dos dados retirados, ocorreu em 2010 e também devido ao facto de 2019 ser o último ano de dados disponíveis aquando do início desta investigação.

Além disso, usando a mesma base de dados, criámos os rácios referidos no subcapítulo 2.3.2.1. e retirámos para todas as empresas, um relatório em que estavam automaticamente calculados todos os rácios que iremos estudar.

Após a divisão das empresas de acordo com a sua dimensão, recolhemos as DF e a partir destas calculámos então os rácios correspondentes às três empresas comparativas (pequena, média, grande), que consistem na média ponderada pelo número de empresas inseridas em cada uma das categorias de dimensão.

Uma vez obtidos estes dados referidos acima e obtida a empresa fictícia de média setorial (proveniente diretamente do Banco de Portugal) procederemos à comparação dos valores em cada ano e da evolução dos mesmos de cada empresa com a respetiva empresa comparativa e com a média setorial.

Aplicação do modelo de Altman, Carvalho das Neves e Lizarraga para validação da ótica de sustentabilidade financeira e utilização dos resultados provenientes da mesma para a retirada de conclusões. Estes foram aplicados através da sua formulação na base de dados SABI e posterior extração para todas as empresas a estudar.

Utilização do indicador de valor económico, EVA<sup>®</sup>, para obtenção de resultados no que concerne a performance e respetivas conclusões.

### 3.1. Definição da amostra

A divisão das empresas segundo a sua categoria de dimensão, como referido no capítulo anterior, está representada na Tabela 4:

*Tabela 4 - Tipos de Empresas em 2019*

<b>Tipo de Empresa</b>	<b>Nº de empresas</b>
Grande	<b>4</b>
Média	<b>13</b>
Pequena	<b>22</b>
<b>Total</b>	<b>39</b>

Dito isto, do espetro total de empresas portuguesas iremos utilizar estas 39 para obter conclusões no ano de 2019, que poderão ser consultadas no Anexo 1.

Além disso, é importante referir que iremos considerar adicionalmente dois perfis empresariais construídas por cada dimensão

- a empresa de média setorial, obtida diretamente do site do Banco de Portugal;

- a empresa de grupo comparativo, aproximando-se ao conceito de grupo estratégico definido por Porter, descrito no subcapítulo 2.3.3.1.

As empresas consideradas grandes têm em comum o facto de todas estarem sediadas em Vila Nova de Gaia. Todas elas são grupos que possuem várias adegas não só de vinho do Porto, como de outros vinhos. Além destas, tanto no grupo das empresas médias como das pequenas, é perceptível que a grande maioria das empresas se localizam no Norte de Portugal.

Em termos de proveitos operacionais, existe uma variação considerável em todas as categorias entre as que têm maior e menor proveito: nas empresas grandes, a disparidade é de quase 84 000 000 de euros, pertencendo os maiores proveitos operacionais em 2019 à Sogrape Vinhos, SA. Nas empresas médias, a diferença também é bastante considerável sendo de praticamente 30 000 000 de euros. Finalmente, nas empresas consideradas pequenas, a diferença é de cerca de 7 000 000 de euros, apresentando a empresa José Maria da Fonseca & Van Zeller, SA, a que apresenta menores proveitos operacionais, na ordem dos 40 000 euros.

Uma vez que as empresas estejam selecionadas e os dados acerca das mesmas recolhidos, de seguida irão aplicar-se os rácios e os modelos escolhidos para se efetuar uma análise individual a cada entidade. Assim que estiverem todos os cálculos realizados, proceder-se-á à comparação com os valores obtidos para as médias setoriais. Finalmente poderá realizar-se a retirada de conclusões decorrentes dos passos anteriores.

De igual forma, estudar-se-ão os valores obtidos a partir dos indicadores de valor económico para efetuar uma análise individual a cada entidade. A partir destes, resultarão conclusões acerca da performance e criação de valor de cada empresa e do setor em geral.

## 4. Resultados

Neste capítulo irão ser apresentados os resultados da aplicação dos métodos selecionados e apresentados anteriormente, assim como a comparação entre estes e a média setorial obtida a partir do Banco de Portugal.

### 4.1. Rácios

#### Liquidez

No gráfico 10 podemos ver apresentados os valores médios dos indicadores de Liquidez (Geral, Imediata e Reduzida) e a sua evolução ao longo dos últimos 10 anos para as empresas consideradas grandes. Além disso, no gráfico 11 também presentes os mesmos rácios provenientes do Banco de Portugal referentes à média setorial – correspondente também às empresas consideradas grandes.

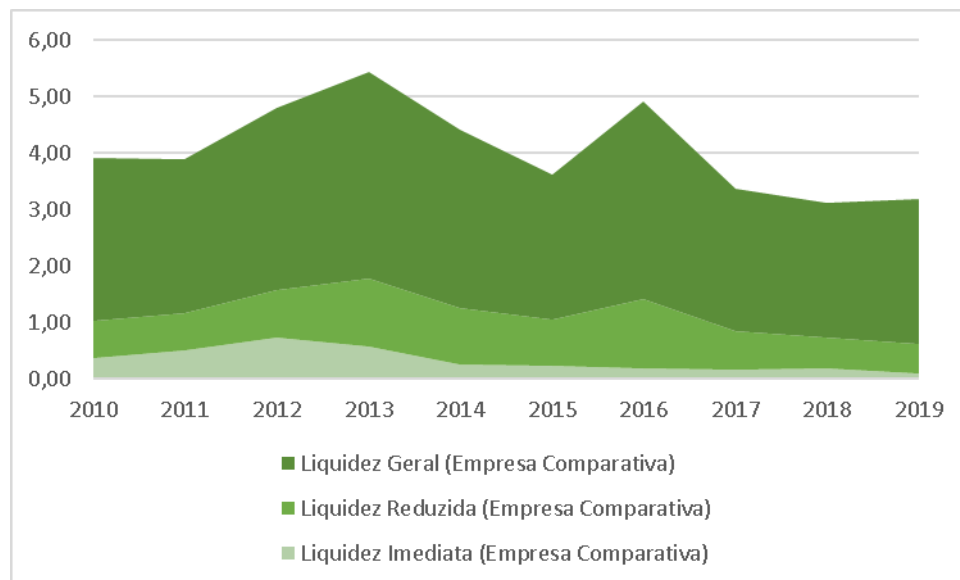
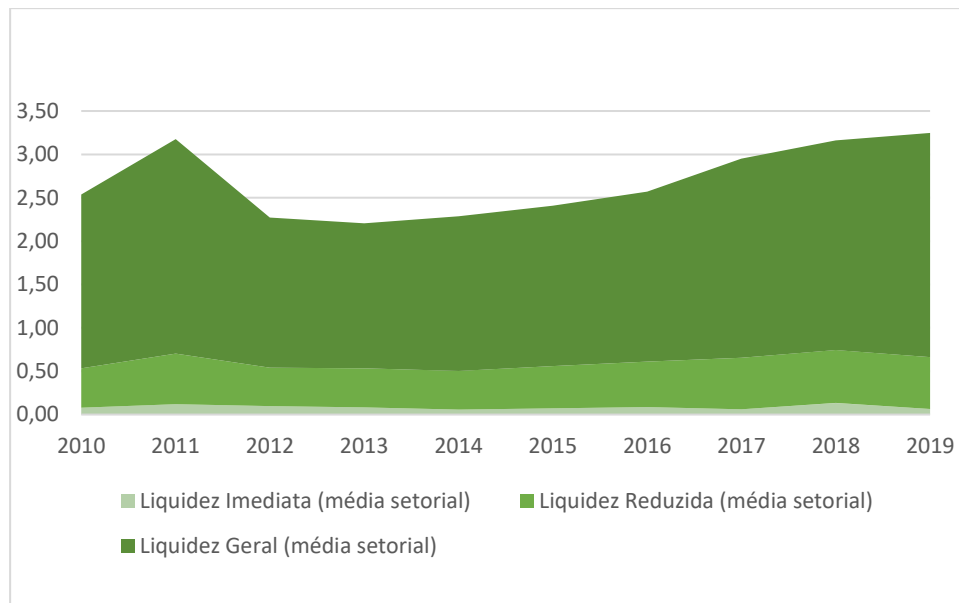


Figura 10 - Rácios de liquidez (Empresa comparativa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Existe uma tendência de aproximação dos 3 rácios para os valores da média setorial provenientes do Banco de Portugal, não havendo as disparidades que se revelavam nos primeiros anos presentes neste estudo.



*Figura 11 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)*

A Liquidez Geral teve uma tendência de aumento entre os anos 2010 a 2013 e posteriormente no ano de 2016. A empresa comparativa apresenta uma média bastante superior à média fornecida pela média setorial (4,07 vs. 2,68, respetivamente), apresentando-se ao longo de todo o período acima da unidade e como tal demonstrando não só ampla capacidade de cobertura das responsabilidades de curto prazo como também de cumprimento do equilíbrio financeiro mínimo.

A Liquidez Reduzida, diferencia-se da Liquidez Geral, na medida em que é retirado ao seu numerador as existências e demais itens equiparados, como os ativos biológicos de consumo. Como esperado, acompanhou o comportamento da Geral em termos de variações, apesar de os valores serem substancialmente menores. Isto revela que neste setor, os inventários apresentam bastante relevância, algo que é natural decorrente das suas características em que apresenta sempre um inventário hipervalorizado e com características específicas para uma maior retenção. O aumento mais relevante verificou-se de 2011 para 2012, apresentando uma diferença de 0,41. O oposto ocorreu entre 2016 e 2017, quando houve um decréscimo de 0,56 neste rácio. Apresenta uma média de 1,15 para a empresa comparativa e de 0,68 para a média setorial.

Finalmente, a Liquidez Imediata é a que apresenta maior diferença quando são comparados os valores da empresa comparativa com os da média setorial. Os valores apresentados pela empresa comparativa são bastante superiores ao da média setorial em todos os anos, pois mesmo havendo uma aproximação nos últimos anos, a diferença continua a ser algo significativa. Um exemplo disto é o facto de a média ser de 0,33 e de 0,09, respetivamente, ou seja, mais de 3 vezes superior. A variação desta variável foi bastante significativa, apresentando para as empresas em estudo um desvio padrão de 0,21.

Relativamente às empresas consideradas médias, a média dos resultados dos seus rácios de liquidez encontram-se descritos abaixo na figura 12. Mais uma vez, é perceptível uma estabilização dos valores tanto das empresas em estudo como da média setorial, principalmente nos últimos 3 anos em estudo.

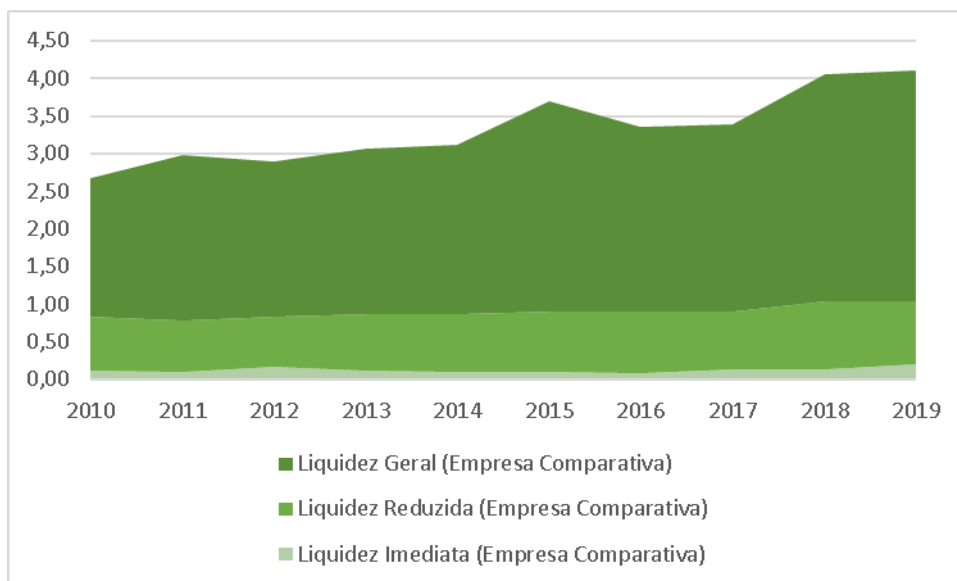


Figura 12 - Rácios de liquidez (Empresa comparativa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

É claramente perceptível através do gráfico a tendência de crescimento do valor da Liquidez Geral, só havendo pontualmente um decréscimo como aconteceu nos anos 2012 e 2016. Os valores da média setorial provenientes do Banco de Portugal não seguem o comportamento da empresa comparativa, pois não apresentam nenhuma tendência, apresenta várias oscilações. No entanto, existe uma clara diferença entre os valores esperados e os valores que efetivamente se verificam, não havendo uma aproximação entre eles como aconteceu com as empresas grandes. Um comprovativo disto mesmo é o facto de a média da empresa comparativa ser de 3,33 e a da média setorial de 1,83.

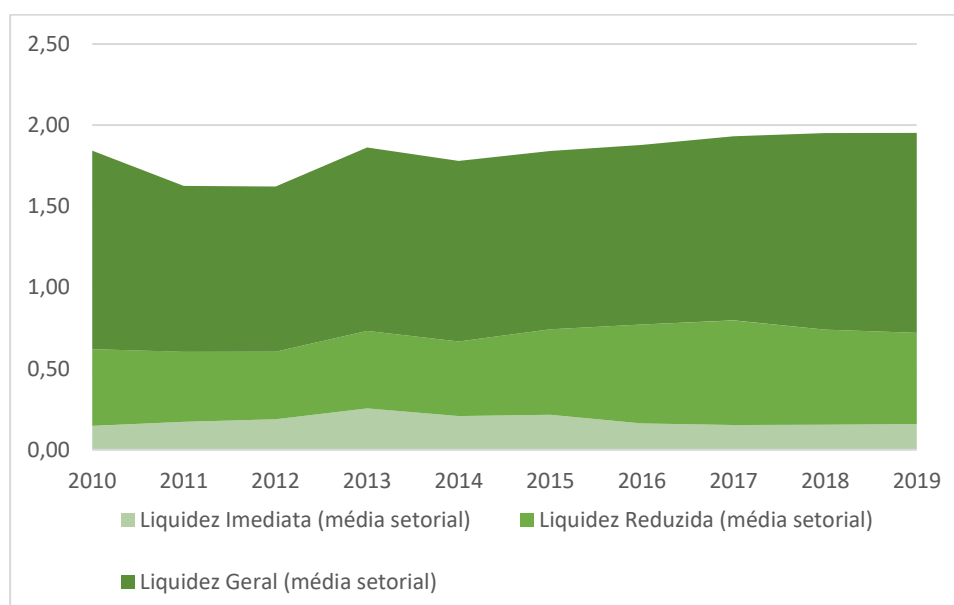


Figura 13 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Relativamente à Liquidez Reduzida houve também uma tendência moderada de crescimento da parte das empresas em estudo, sendo o maior salto de valores ocorrido de 2017 para 2018, quando houve um aumento de 0,12. A média setorial acompanhou o comportamento das empresas em estudo

até 2017, só havendo aqui uma disrupção, uma vez que as empresas em estudo verificaram um crescimento em termos de valor e a média setorial uma redução. No entanto, é importante ressaltar que estas variações foram bastante suaves, como o comprova o facto do seu desvio padrão de 0,07.

Contrariamente ao verificado nos outros rácios, na Liquidez Imediata salta logo à vista o facto de os valores apresentados das empresas em estudo ser inferior ao da média setorial somente no último ano em estudo. Verifica-se assim que houve uma aproximação entre os valores da empresa comparativa e da média setorial, tendo os valores estabilizado nos últimos 3 anos em estudo.

Iremos agora apresentar os resultados relativos às empresas consideradas pequenas em estudo. Ao contrário das figuras anteriormente estudadas, nesta é perceptível o facto de os 3 rácios estudados para as empresas estarem a divergir da média setorial.

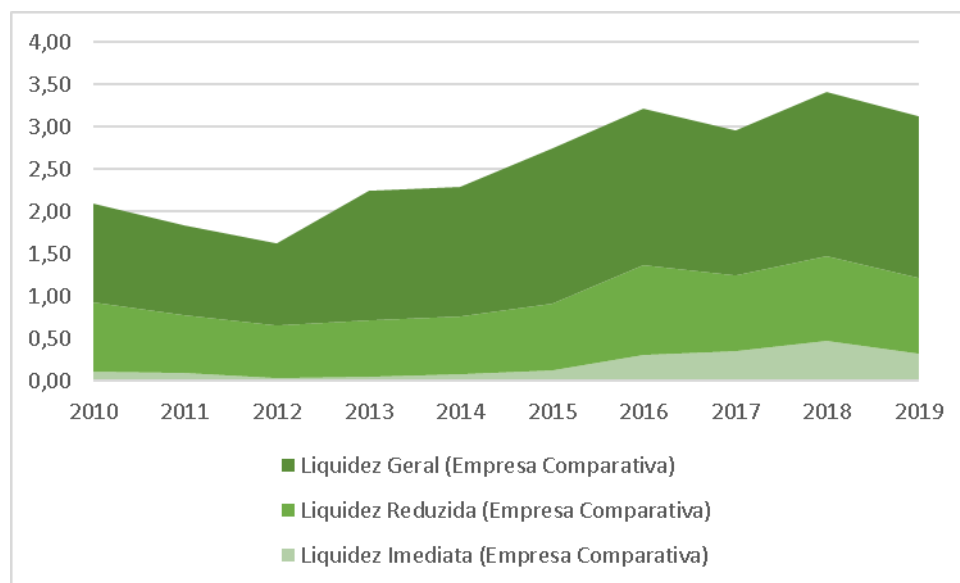


Figura 14 - Rácios de liquidez (Empresa comparativa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Na Liquidez Geral podemos considerar que existem 3 fases distintas: na primeira existe um ciclo de decréscimo até 2012, contrariado por um ciclo de crescimento elevado que ocorreu até 2016. Depois deste ano, verifica-se uma inconsistência com crescimentos seguidos de decréscimos, ambos bastante significativos, o que explica o facto de o desvio padrão ser de cerca de 0,60. A média setorial deste indicador revelou-se bastante constante até 2015. Além disso, com a exceção de 2015, acompanhou o comportamento das empresas em estudo, só havendo variações mais significativas a partir de 2016. Derivado disto, a sua média é de 1,61 e o seu desvio padrão de 0,12.

Relativamente à Liquidez Reduzida, tanto a empresa comparativa como a média setorial, exibem comportamento igual ao da Liquidez Geral. Apresenta valores menores, como seria expectável, sendo a média dos anos em estudo para a empresa comparativa de 1,00 e para a média setorial de 0,67.

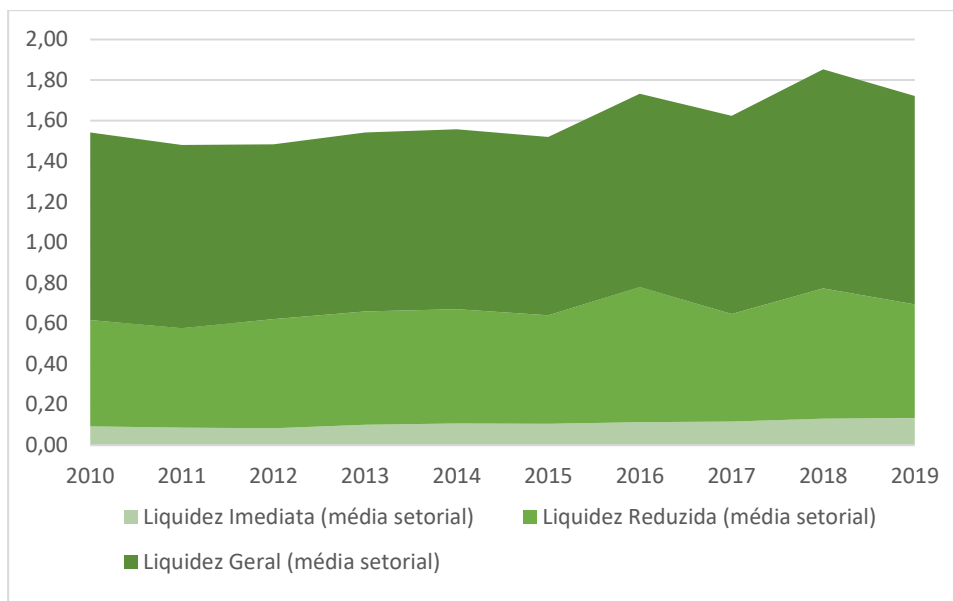


Figura 15 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A Liquidez Imediata para este grupo de empresas começou por estar presente num ciclo decrescente até 2012, ocorrendo de seguida um ciclo de crescimento bastante acentuado com especial ênfase a partir de 2015. Somente, no último ano em estudo ocorreu um decréscimo, podendo ser um evento esporádico ou poderá indicar um novo ciclo que se inicia. Por outro lado, os valores obtidos para a média setorial refletem que esta evolui de forma sistemática e regular, sendo os crescimentos reduzidos como o comprova o facto de o seu desvio padrão ser de apenas 0,02.

Analisando agora a Liquidez Geral das três empresas comparativas, percebe-se que a relativa à empresa comparativa grande é a que apresenta o comportamento mais irregular ao longo dos anos. A empresa comparativa média e pequena apresentam um comportamento algo semelhante, com exceção dos primeiros dois anos, crescendo de forma regular. Têm em comum o facto de todas tenderem para uma estabilização nos últimos anos deste estudo.

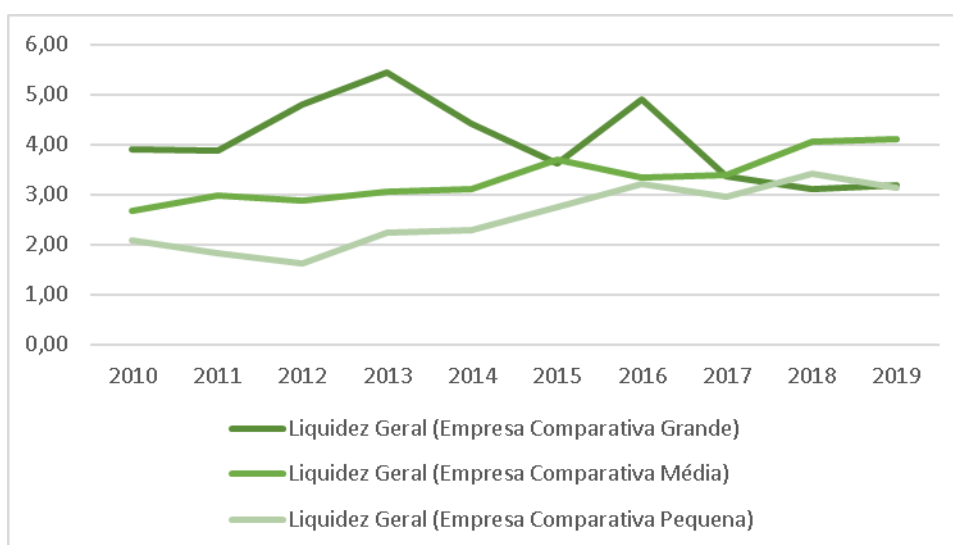


Figura 16 - Liquidez Geral das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)



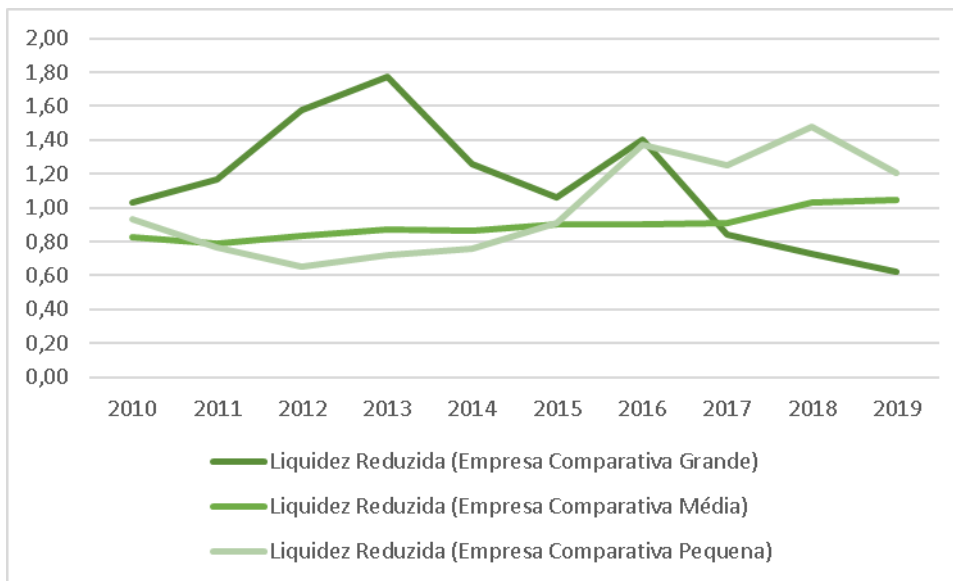


Figura 17 - Liquidez Reduzida das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

De seguida, analisaremos a Liquidez Reduzida para as três empresas comparativas na figura 17.

Mais uma vez se verifica uma significativa variação nos valores obtidos da empresa comparativa grande, que começa por ter um crescimento significativo, mas este é seguido, com a exceção de um ano, por um decréscimo contínuo, sendo no último ano em estudo, a empresa comparativa com menor Liquidez Reduzida.

A empresa comparativa média acaba por ter um comportamento algo regular, sendo quase constante ao longo dos anos em estudo, como o comprova o facto de o seu desvio padrão ser de 0,08.

Por outro lado, a empresa comparativa pequena tem um comportamento algo errático, sendo visíveis bastantes oscilações tanto de crescimento como de decréscimo, o que lhe proporciona, considerando todos os anos em estudo, uma média de Liquidez Reduzida superior à da empresa comparativa média. Além disso, é de ressaltar a inversão na empresa comparativa que possui maior Liquidez Reduzida, sendo nos últimos quatro anos, a pequena a ter melhores resultados.

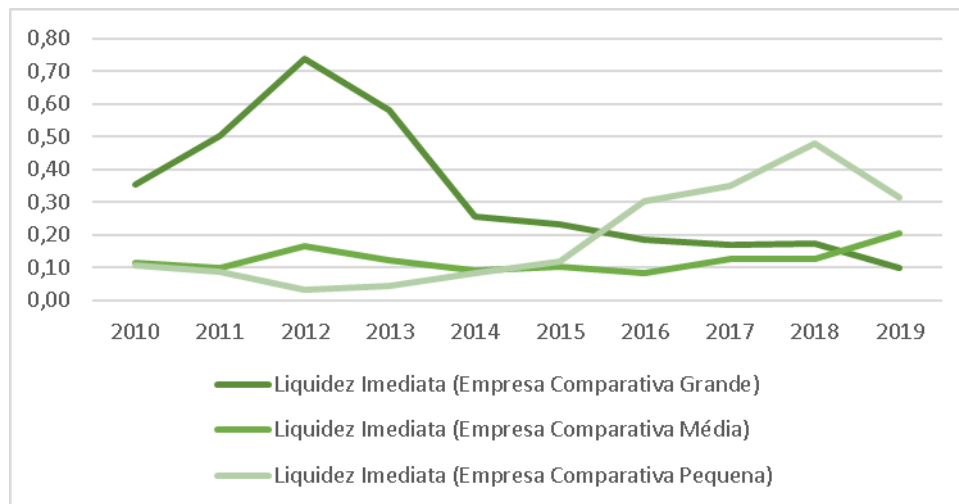


Figura 18 - Liquidez imediata das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Como poderemos ver na figura 18, de forma geral o comportamento das várias empresas comparativas para o rácio de Liquidez Imediata foi bastante semelhante ao do rácio da Liquidez Reduzida.

A empresa comparativa grande apresenta um elevado ciclo de crescimento onde quase duplicou em dois anos, para de seguida haver um contraciclo que dura até ao último ano em estudo nesta investigação. No entanto, a partir de 2014 há uma diminuição no decréscimo de ano para ano, podendo até afirmar-se que existe uma certa estabilização, como o comprova o desvio padrão a partir de 2014 até 2019 ser de 0,05.

A empresa comparativa média, tal como referido na Liquidez Reduzida apresenta um comportamento algo estável, com uma tendência de crescimento principalmente verificada nos últimos anos, o que se reflete no valor máximo obtido em 2019 que foi de 0,21, o que constitui um aumento de 64,32%.

Finalmente, a empresa comparativa pequena acaba por ter um comportamento completamente oposto ao da empresa comparativa grande, crescendo de forma exponencial (desvio padrão de 0,15), sendo mesmo desde 2016 a empresa comparativa que apresenta melhores resultados relativamente à Liquidez Imediata.

### **Rotação do Ativo Total e Corrente**

De seguida, serão apresentados os nossos resultados relativos à Rotação Total e Corrente do Ativo. Ambos os rácios apresentam valores menores para a empresa comparativa do que para a média setorial com uma diferença bastante semelhante em valores absolutos, cerca de 0,14.

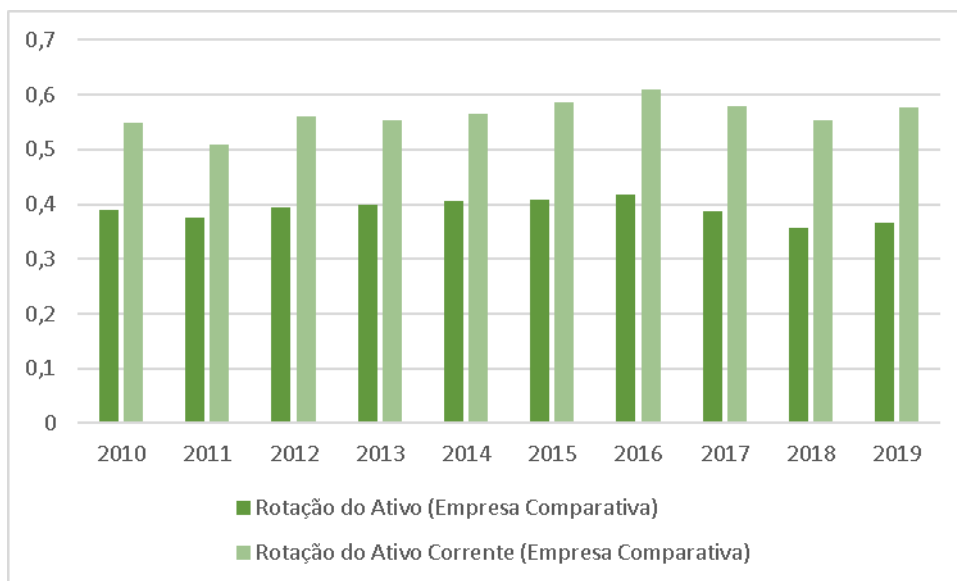


Figura 19 - Rácios de rotação do ativo (Empresa comparativa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

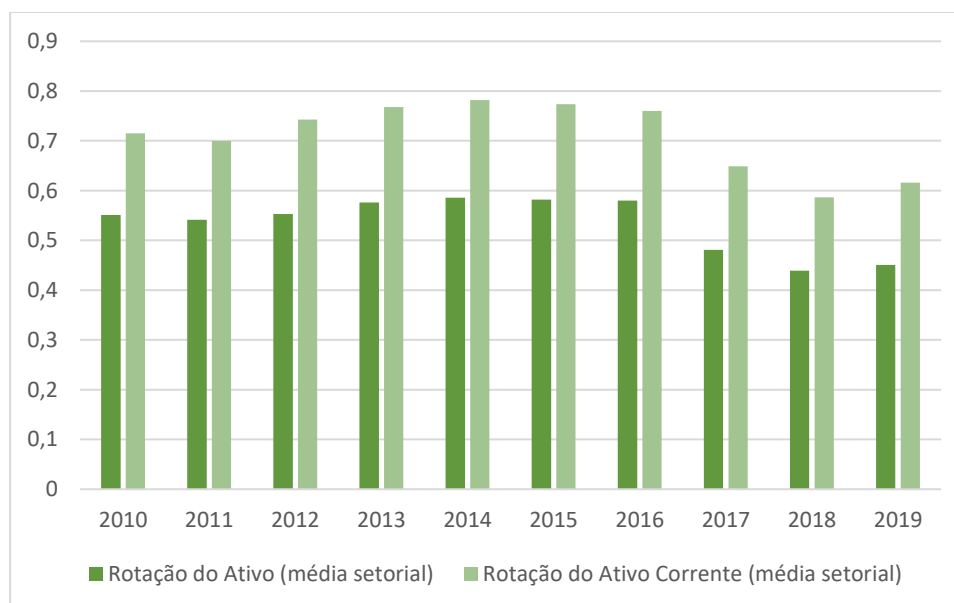


Figura 20 - Rácios de liquidez (média setorial de empresa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Na figura 19, podemos verificar que o comportamento do rácio Rotação do Ativo Total da Empresa Comparativa Grande e na figura 22 que traduz o que representa a *performance* da Empresa média setorial, apresentam uma evolução semelhante. A empresa comparativa apresenta uma tendência de crescimento, entre os anos 2011 e 2016, sofrendo em 2017 e 2018 uma descida no valor na média do rácio em estudo. No entanto, em 2019, voltou-se a verificar uma subida no mesmo. Esta tendência de subida é positiva, uma vez que desta forma podemos considerar que existe uma maior eficiência na gestão dos recursos potenciando a rentabilização dos mesmos.

É importante referir que pode-se considerar que o rácio se tem mantido bastante estável tanto na empresa comparativa como na média setorial. Quantitativamente, o desvio padrão do rácio em estudo foi de 0,02 e de 0,05, respetivamente.

Relativamente ao rácio Rotação do Ativo Corrente calculado para empresa comparativa, assim como o calculado para a média setorial, apresentam o mesmo comportamento verificado na Rotação do Ativo Total ao longo dos anos, respetivamente.

Irão agora ser discutidos os mesmos rácios aplicados também à empresa comparativa e à média setorial, mas referentes às empresas de dimensão média.

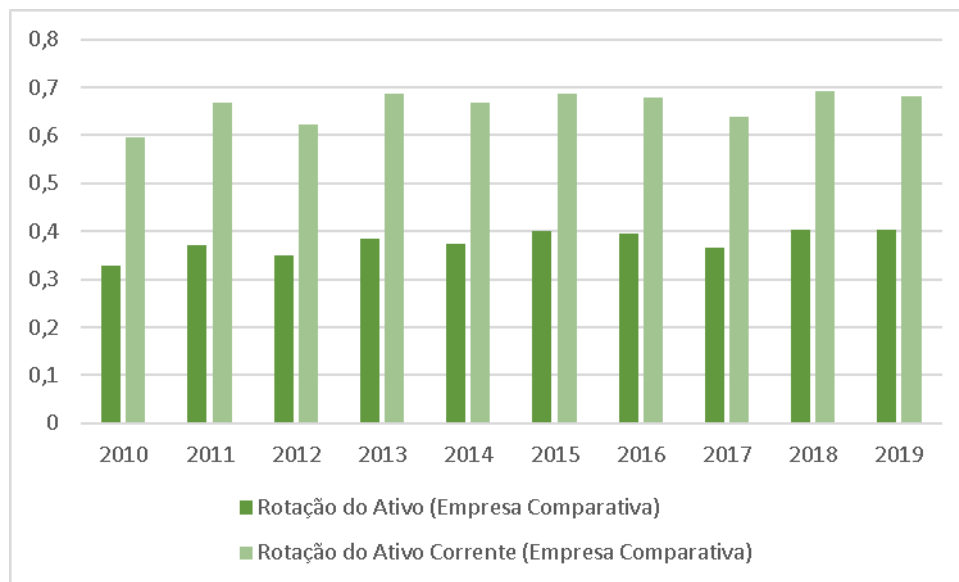


Figura 21 - Rácios de rotação do ativo (Empresa comparativa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

É de ressaltar a aproximação entre a empresa comparativa e a média setorial para ambos os rácios, quando comparado com as empresas de dimensão grandes. Os valores apresentados são muito mais aproximados, como o comprova as médias calculadas:

- para a Rotação do Ativo Total: da empresa comparativa cifra-se nos 0,38 e para a média setorial nos 0,39;
- para a Rotação do Ativo Corrente: da empresa comparativa cifra-se nos 0,66 e para a média setorial nos 0,74;

Analisando em maior detalhe o rácio de Rotação Total do Ativo relativo à empresa comparativa não se pode dizer que apresente um comportamento regular pois tem apresentado oscilações constantes entre crescimento e decréscimo. No entanto, estas variações foram sempre pouco significativas, como o comprova o seu desvio padrão ser de 0,02.

O mesmo rácio, mas para a média setorial, apresenta um comportamento diferencial do da empresa comparativa, uma vez que apresenta um ciclo de crescimento entre 2011 e 2017 e nos anos 2018 e 2019 também cresceu consecutivamente. Este crescimento nestes últimos, observa-se igualmente no REA, que será estudado em seguida, derivado do aumento do Ativo Total.

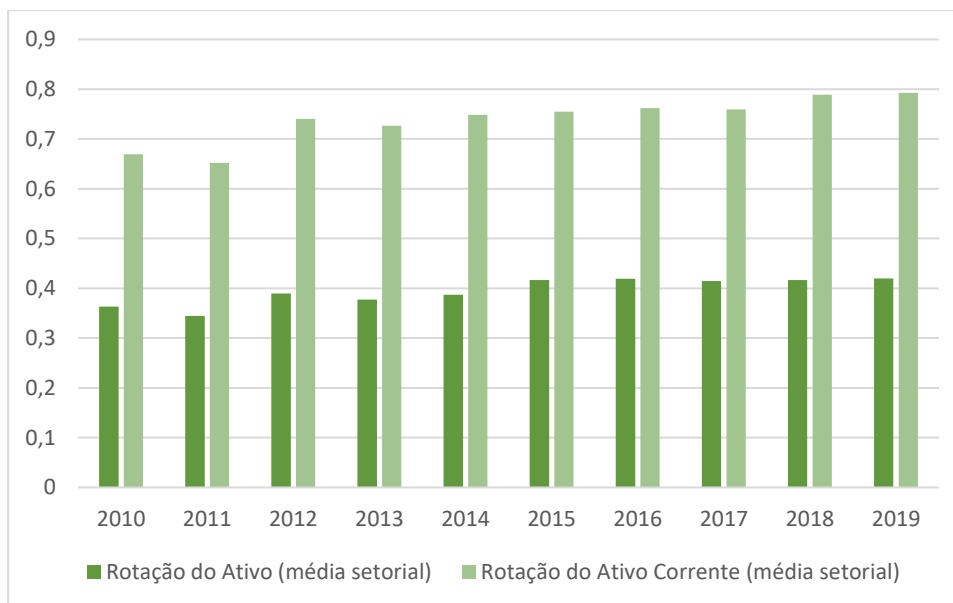


Figura 22 - Rácios de rotação do ativo (média setorial de empresa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Para as empresas pequenas, a Rotação do Ativo Total para a empresa comparativa e para a média setorial foi bastante semelhante até cerca de 2017, ano em que claramente houve uma disrupção entre as mesmas, afastando as empresas em estudo da média setorial.

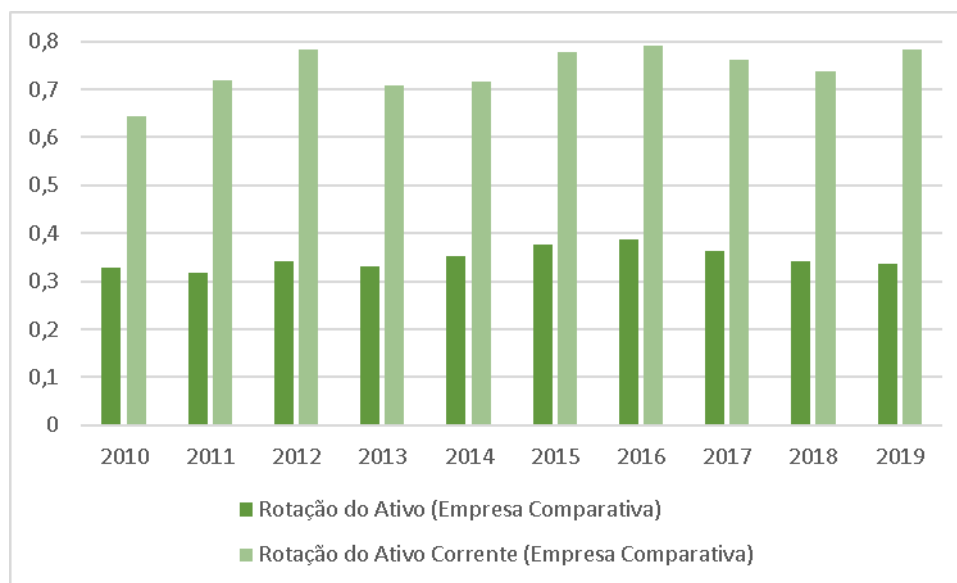
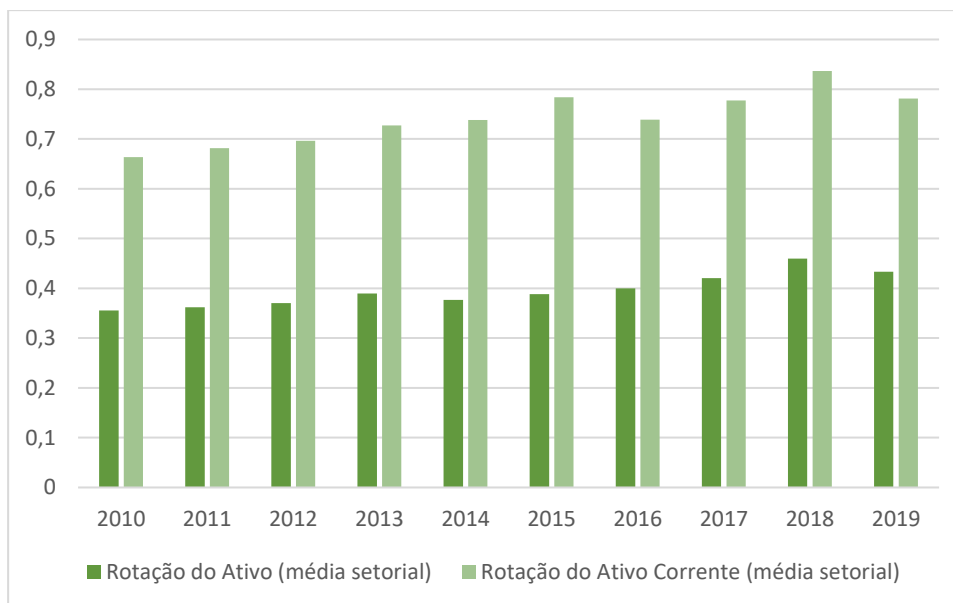


Figura 23 - Rácios de Rotação do Ativo (Empresa comparativa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Em termos de comportamento, da parte das empresas em estudo (de acordo com a médias das mesmas) tem havido uma tendência de decréscimo nos últimos 3 anos. Esta tendência não ocorreu para a média setorial, uma vez que esta apresenta um crescimento contínuo entre 2010 e 2018, com a exceção de 2014. No ano de 2019 também se verificou uma ligeira quebra.



*Figura 24 - Rácios de rotação do ativo (média setorial de empresa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)*

A Rotação do Ativo Corrente, apesar de algumas variações, tanto das empresas em estudo como da média setorial, têm estado bastante equiparadas, sendo mesmo a média de ambas de 0,74. Isto significa que as empresas em estudo se encontram plenamente enquadradas ao longo dos últimos 10 anos com o que seria esperado para o setor.

Analisando agora somente a Rotação do Ativo mas referente à evolução da mesma para as três empresas comparativas verificamos que não existe grande relação entre elas.

As empresas comparativas pequena e grande acabam por ter algumas semelhanças no seu comportamento a partir de 2013, tendo tendências de crescimento e decréscimo semelhantes.

Além disso, é de ressaltar que apesar de a empresa comparativa grande ter média dos 10 anos superiores às restantes (0,39), tem havido uma tendência de crescimento da empresa comparativa média em que nos últimos dois anos foi claramente superior a esta.

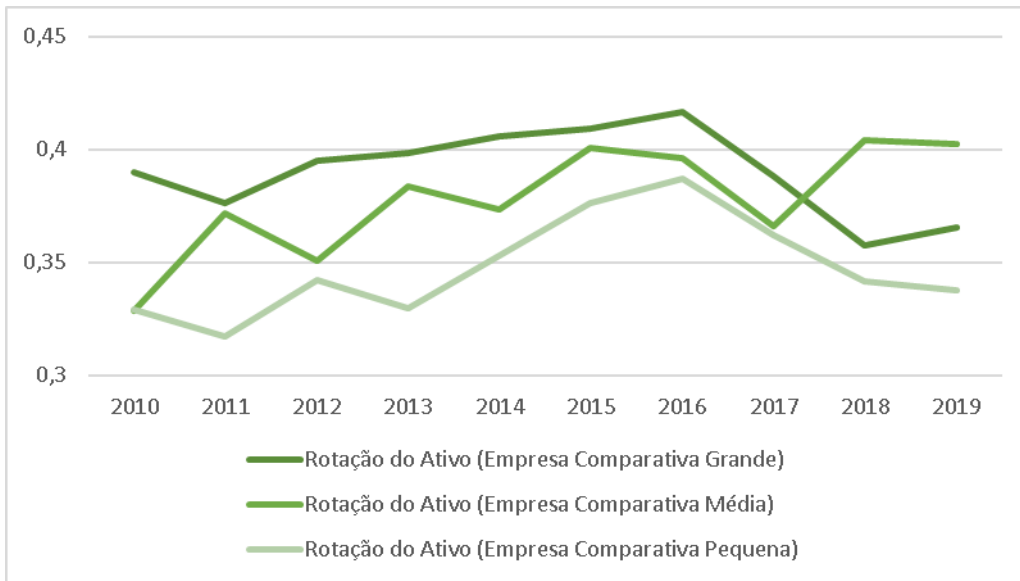


Figura 25 - Rotação do ativo das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Em comparação, a rotação do ativo corrente tem um comportamento muito mais regular ao longo do período em estudo, sendo perceptível que, a empresa comparativa pequena, apresenta os maiores valores, seguida da média e finalmente a grande, em todos os anos em estudo. No entanto, acaba por ter variações em termos de valores algo superiores, não sendo desta forma tão estável.

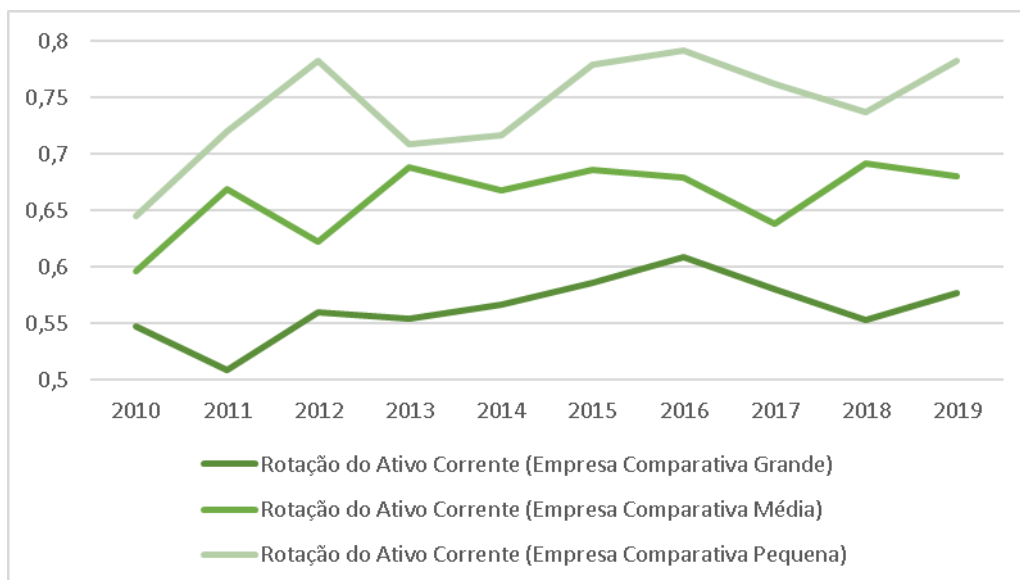


Figura 26 - Rotação do ativo corrente das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

### Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido

Na figura 27, estão apresentados os resultados relativos aos três rácios de margens em estudo para as empresas consideradas grandes. É de ressaltar que para todos, as empresas em estudo apresentam em todos os anos resultados superiores aos resultados apresentados pela média setorial. Além disso, também apresentam todas variações muito baixas, sendo para todos os rácios em estudo, o desvio padrão inferior a 0,03.

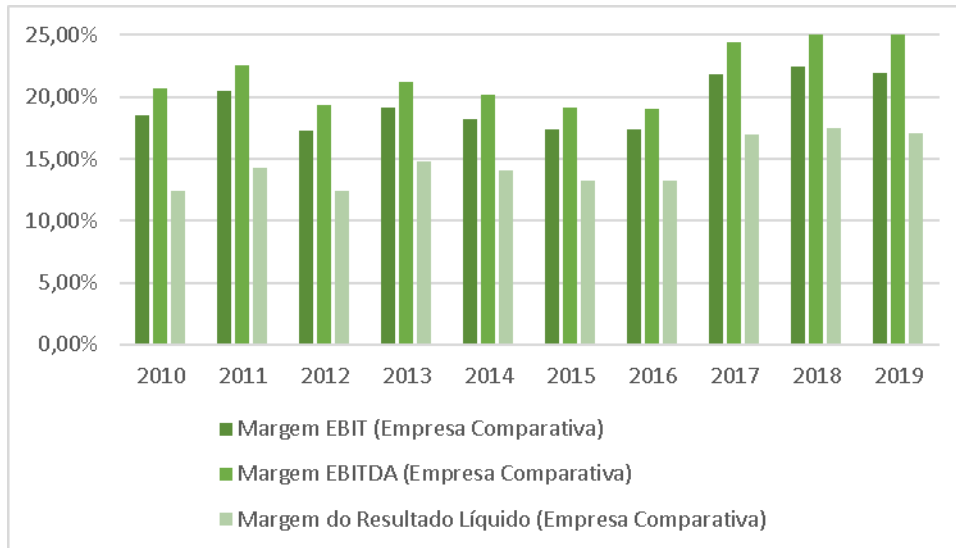


Figura 27 - Margens EBIT, EBITDA e Resultado Líquido (Empresa comparativa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Relativamente à Margem EBIT, o comportamento da empresa comparativa e da média setorial nos primeiros anos em estudo não apresentam relação, uma vez que apresentavam tendências opostas. Nos últimos cinco anos, já ocorreu uma tendência similar em ambos. Além disso, nestes anos, apesar de ainda ser bastante díspar, houve uma ligeira aproximação dos valores apresentados pela média setorial aos valores calculados para as empresas em estudo. Devido aos anos iniciais, a diferença da média de ambas é bastante significativa, sendo a das empresas em estudo de 19,47% e da média setorial de uns meros 8,88%.



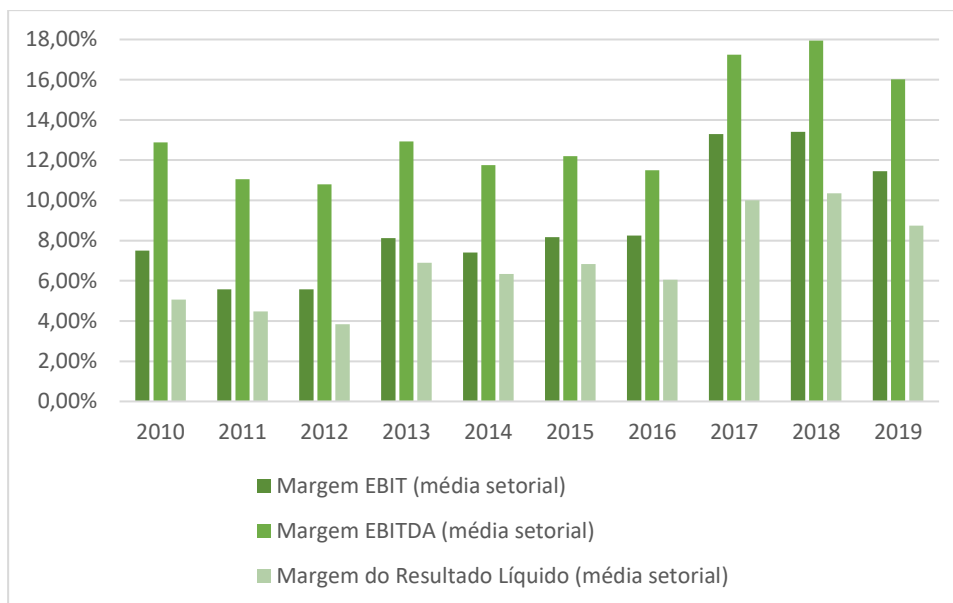


Figura 28 - Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido (média setorial de empresa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A Margem EBITDA, como seria de esperar, repete exatamente o mesmo comportamento da margem EBIT, tanto para as empresas em estudo como para a média setorial obtida. Derivado também disto, as médias apresentam-se algo semelhantes em termos de diferença, sendo a das empresas em estudo de 21,72% e da média setorial de 13,43%.

A Margem do Resultado Líquido da empresa comparativa e da média setorial apresentam o mesmo comportamento que a empresa comparativa e média setorial do rácio Margem EBITDA, respetivamente. As variações são algo mais significativas neste rácio como o comprova o desvio padrão ser de 2,41% para as empresas em estudo (média de 21,72%) e de 2,50% para a média setorial (média de 13,43%).

Relativamente aos mesmos rácios, mas para as empresas de dimensão média, os resultados obtidos serão apresentados de seguida.

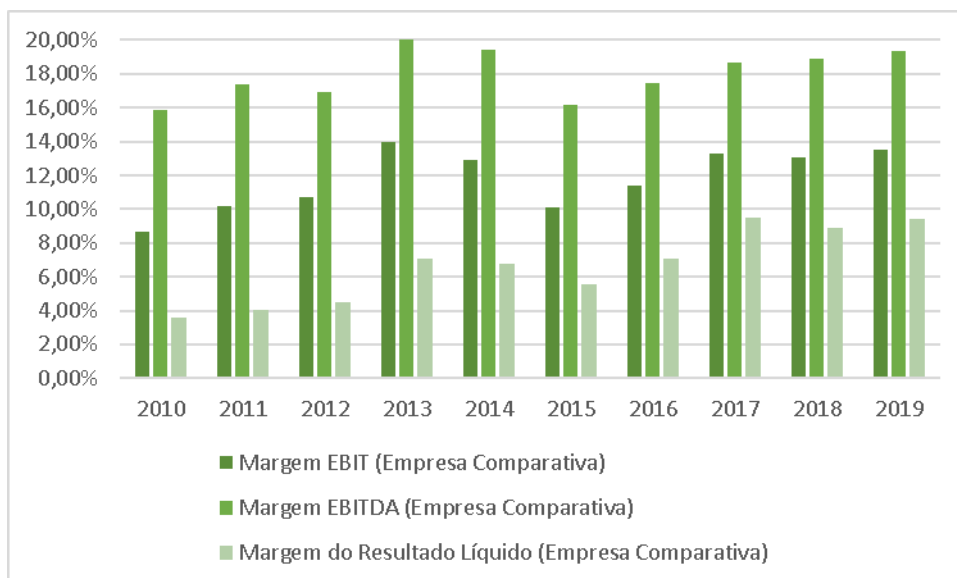


Figura 29 - Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido (Empresa comparativa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Como demonstra a figura 29, a margem EBIT para as empresas em estudo apresentou um ciclo de crescimento bastante acentuado entre 2010 e 2013, seguido de um contraciclo de decréscimo até 2015. De seguida cresceu, tendo a partir de 2017 até 2019 estabilizado os resultados, havendo pouca oscilação nestes anos. O perfil de empresa de média setorial, apresenta um ciclo de crescimento de 2011 a 2018 (com a exceção de 2017), tendo em 2018 e 2019, os seus valores também estabilizado. O desvio-padrão de ambos situa-se abaixo dos 2,00%, podendo-se considerar algo estável.

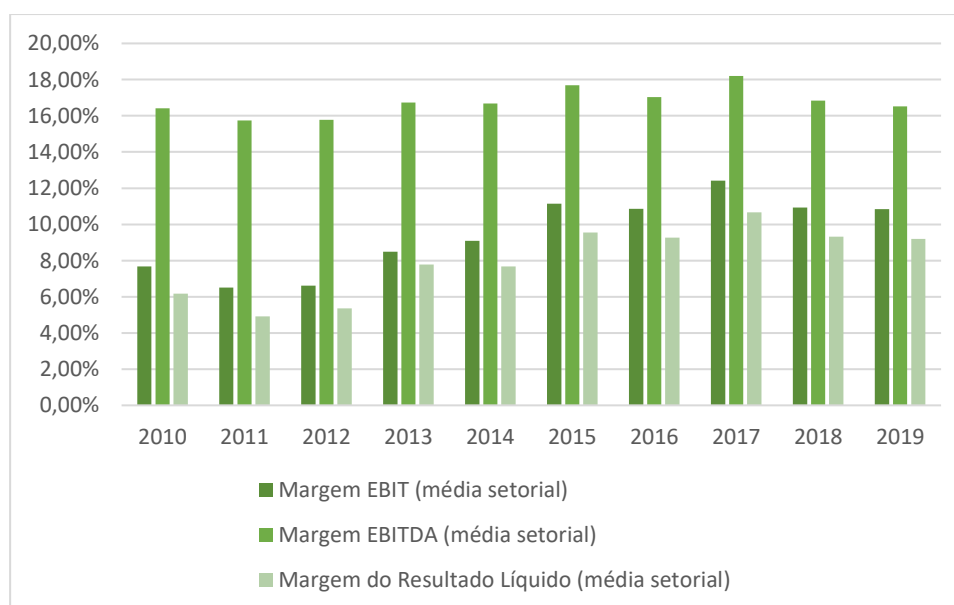


Figura 30 - Margens EBIT, EBITDA e do Resultado Líquido (média setorial de empresa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A Margem EBITDA para as empresas em estudo apresenta um comportamento irregular nos primeiros anos, sendo identificável um ciclo decrescente bastante significativo em 2013-2015, seguido de um ciclo de crescimento. De ressaltar o crescimento contínuo nos últimos cinco anos, que permite que a média deste indicador seja de cerca de 18,02%. Os resultados obtidos para a média setorial, permitem concluir que a média destes anos é bastante próximo das empresas em estudo, sendo de 16,76%. Além disso, podemos concluir que o seu comportamento é bastante regular, com um desvio padrão de somente 0,76%.

De 2010 a 2014, existe uma aproximação entre a Margem do Resultado Líquido das empresas em estudo e da média setorial, sendo de ressaltar que ao contrário das empresas de dimensão grande, a média setorial é superior. Em 2015, ocorre um afastamento destes valores, mas que nos anos seguintes acaba por ser anulada com uma nova aproximação, culminando em 2019 (curiosamente o único ano em que o valor das empresas em estudo é superior à média setorial) numa diferença de apenas 0,26%. Derivado destas aproximações, a média de ambos não é muito díspar, sendo das empresas em estudo de 6,65% e da média setorial de 7,99%.

De seguida, serão apresentados os resultados dos mesmos três rácios, mas para as empresas pequenas. Importante referir que para todos os rácios em estudo, a média setorial apresenta um desvio padrão significativamente menor (EBIT: 1,87% Vs 4,06%; EBITDA: 0,89% Vs 3,72%; RL: 1,76% Vs 4,05%).

A margem EBIT, para a empresa comparativa, até 2017 apresentou uma tendência de crescimento tal como a média setorial. No entanto, nos últimos dois anos em estudo apresentou uma queda bastante acentuada que não é refletida na média setorial. Isto faz com que a média dos anos em estudo seja de 2,31% na média setorial, mas somente -2,18% na empresa comparativa.

Para a margem EBITDA, tanto a empresa comparativa como a média apresentam um comportamento ao longo dos anos bastante semelhante ao apresentado pela margem EBIT. No entanto, a magnitude das variações é bastante superior na empresa comparativa, resultando daí o seu desvio padrão bastante superior. Em termos de média, os valores de ambos acabam por não apresentarem grande diferença, sendo a empresa comparativa de cerca de 14,97% e a média setorial de 11,99%.

A margem do resultado líquido aplicada à empresa comparativa pequena somente apresenta valores negativos para todos os anos em estudo. Apesar de uma tendência de recuperação a partir de 2015, no ano de 2019, voltou a regredir. Os valores apresentam-se com uma diferença bastante significativa entre a empresa comparativa e a média setorial, rondando os cerca de -17,77% de diferença em média.

Analisando agora a evolução da margem EBIT para as três empresas comparativas estudadas, é perceptível que a empresa comparativa pequena apresenta um comportamento muito mais irregular que as restantes (estas apresentam um comportamento mais semelhante), com um desvio padrão de cerca de 4,06% enquanto as outras não atingem os 2,00%. A empresa grande apresenta uma média

de 19,47%. A diferença das médias entre as três empresas comparativas foi bastante semelhante sendo entre a grande e a média de 7,70% e entre a média e a pequena de 9,60%.

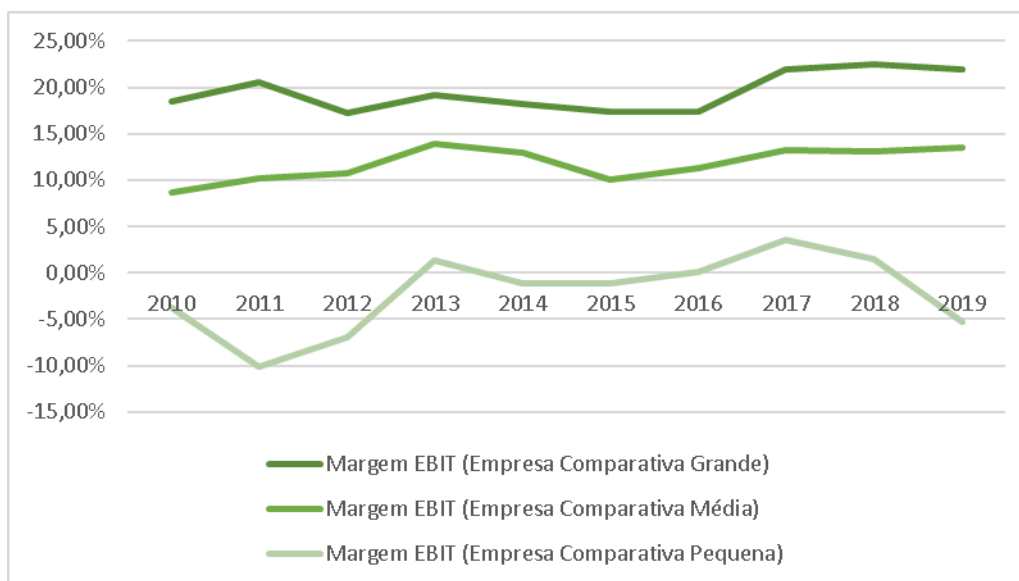


Figura 31 - Margem EBIT das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A margem EBITDA como se pode comprovar no gráfico 32 apresenta um comportamento bastante errático na empresa pequena, o que explica o seu desvio padrão ser o maior, rondando os 3,72%. Por outro lado, a empresa média apresenta o comportamento mais regular, apresentando uma média de 18,02% e um desvio padrão de 1,39%.

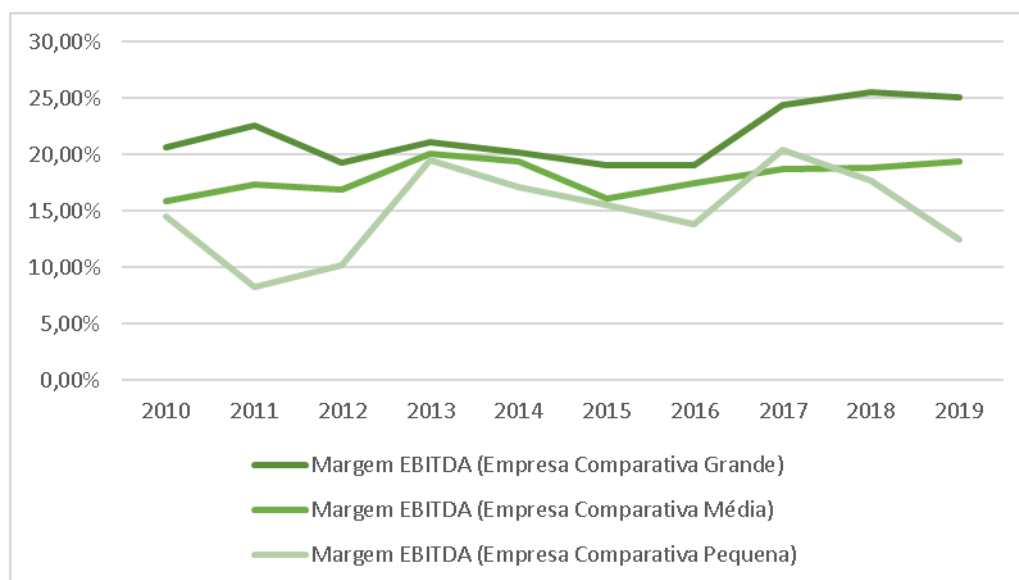


Figura 32 - Margem EBITDA das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A margem do Resultado Líquido, como esperado, apresenta os menores valores quando comparado com os outros rácios, inclusive apresentando somente valores negativos na empresa comparativa pequena. Em termos de comportamento é bastante semelhante ao comportamento da

margem EBITDA, sendo a empresa comparativa pequena a mais irregular, mas neste caso apresenta as empresas grande e média apresentam-se bastante regulares.

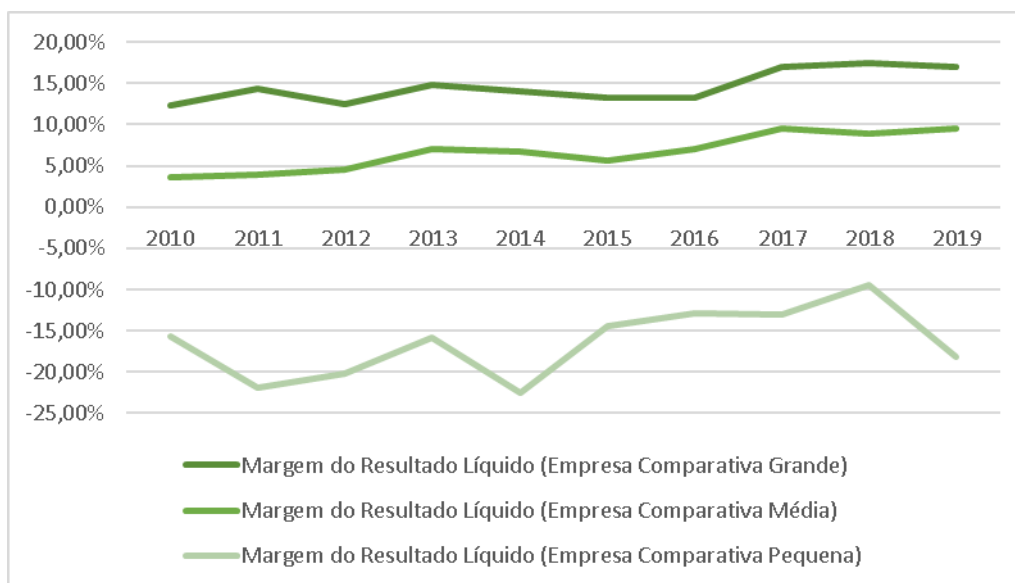


Figura 33 - Margem do Resultado Líquido das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

### Rendibilidade dos capitais próprios, operacional do ativo, económica do ativo e dos capitais permanentes

Os rácios que iremos considerar agora são relativos às rendibilidades das empresas, nomeadamente a dos capitais próprios, a operacional do ativo, a económica do ativo e dos capitais permanentes. Tal como anteriormente, iremos começar por apresentar a evolução destes quatro rácios entre o ano 2010 e 2019 para a empresa comparativa grande e para a média setorial correspondente.

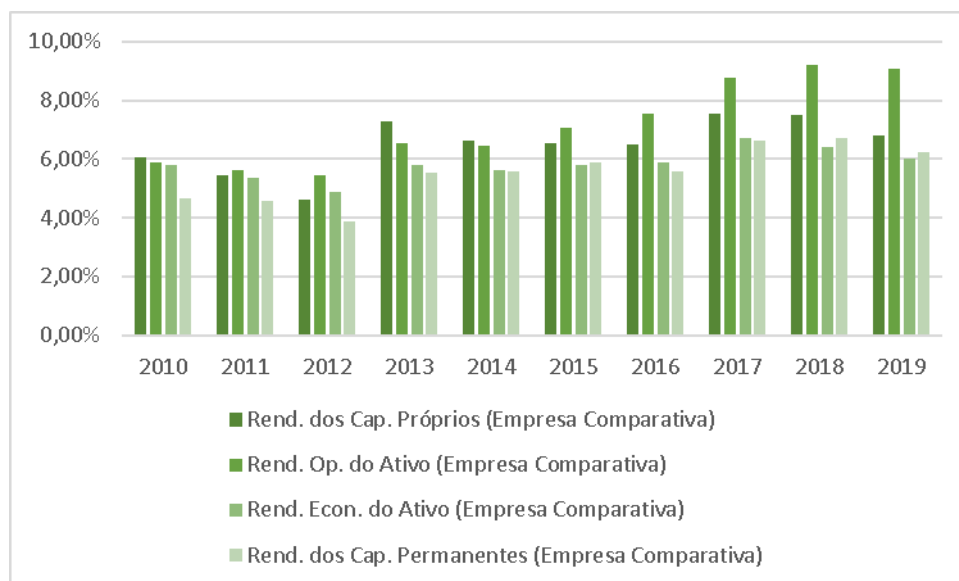


Figura 34 - Rendibilidades (Empresa comparativa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Como se pode comprovar pelo gráfico 34 e 35, todos os rácios, de forma genérica, excetuando um ou outro evento apresentam o mesmo comportamento para a empresa comparativa e para a média setorial. Isto indica que esta empresa comparativa segue de forma geral o comportamento da média setorial. Além disso, apresentam todas um comportamento bastante regular, como o comprova o desvio padrão dos resultados obtidos durante o espaço temporal em estudo ser pouco significativo tanto para a empresa comparativa como para a média setorial (RCP: 0,87% Vs 1,15%; ROA: 1,36% Vs 1,15%; REA: 0,49% Vs 0,69%; RC Permanentes: 0,88% Vs 1,12%).

De referir ainda, que as médias da empresa comparativa e da média setorial não apresentam diferenças significativas com a exceção da rentabilidade operacional do ativo, onde a empresa comparativa apresenta um valor consideravelmente acima da média setorial (7,16% Vs 4,77%).

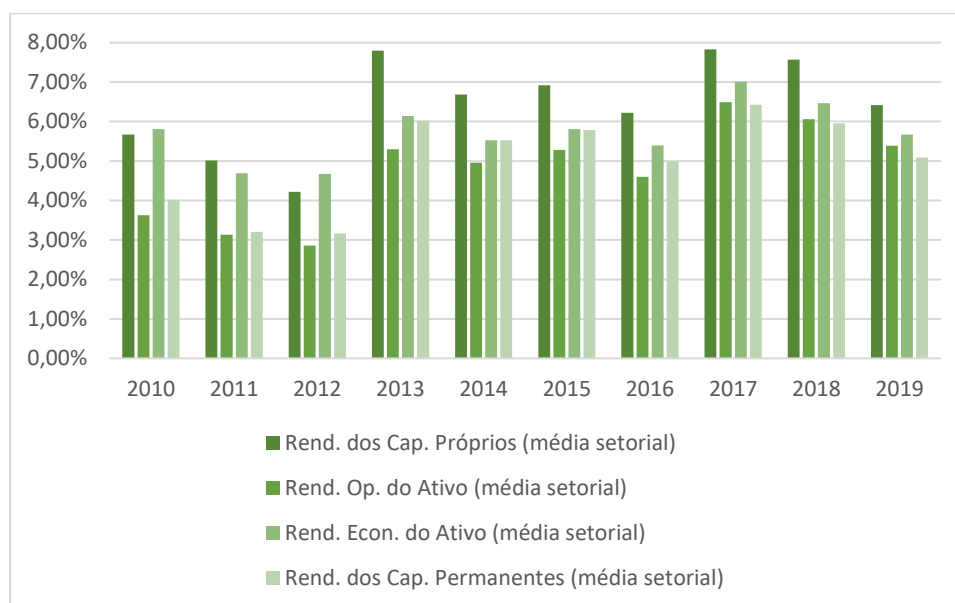


Figura 35 - Rendibilidades (média setorial da empresa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Irá ser apresentado de seguida os mesmos rácios, mas referentes às empresas de dimensão média. Os resultados encontram-se expressos nas figuras 36 e 37.

A rentabilidade dos capitais próprios apesar de não apresentar um comportamento semelhante entre a empresa comparativa e a média setorial, no que às variações de ano para ano transmitem, apresenta uma média dos 10 anos que pode ser considerada como igual (5,70%) e um desvio-padrão a rondar os 1,30%.

Os restantes rácios na empresa comparativa até 2015 apresentam um comportamento algo errático, com aumentos e decréscimos de ano para ano, mas a partir de 2015 existiu uma tendência de subida, exceto no ano de 2018 houve um decréscimo em todos. Na média setorial, não ocorre a mesma tendência, ocorrendo uma tendência crescente de 2011 a 2017, com um decréscimo em 2016, seguido de um contraciclo de decréscimo a partir de 2018.

Tal como nas empresas grandes, a maior diferença nas médias dos rácios ocorre na rentabilidade operacional do ativo onde a empresa comparativa apresenta um valor de 4,92% e a média

setorial de 5,97%. Os restantes rácios apresentam valores aproximados (REA: 4,46% Vs 4,84%; RC Permanentes: 4,31% Vs 4,50%).

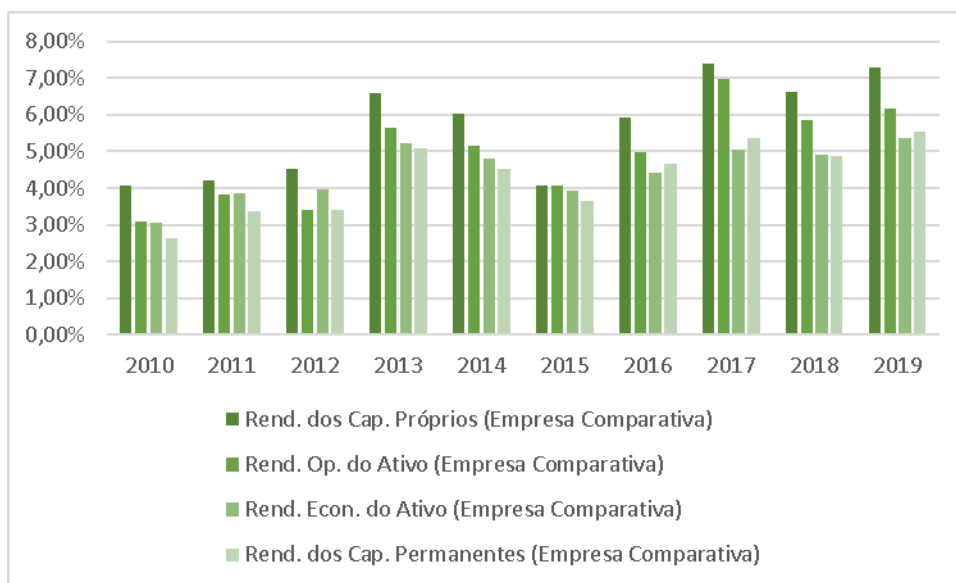


Figura 36 - Rendibilidades (Empresa comparativa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

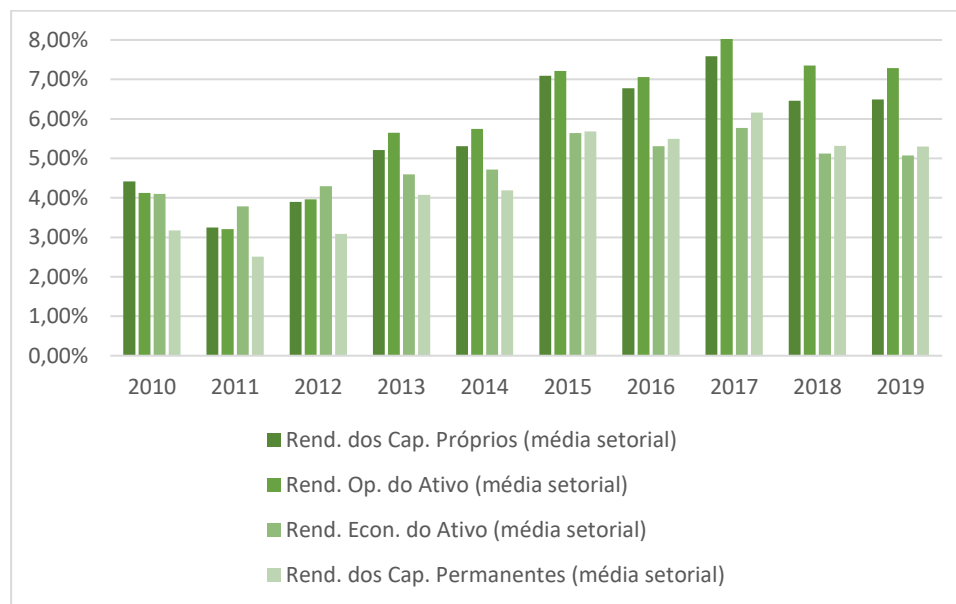


Figura 37 - Rendibilidades (média setorial da empresa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Considerando agora para as empresas de dimensão pequena, é claramente perceptível que os valores dos quatro rácios, é claramente superior, para a grande maioria dos anos em estudo, para a empresa de média setorial quando comparado com a empresa comparativa.

O comportamento da rentabilidade dos capitais próprios é bastante inconsistente, apresentado subidas e descidas bastante acentuadas como o comprova o facto do seu desvio padrão ser de cerca de 9,00%, tendo estabilizado nos últimos dois anos. Devido a esta inconsistência, a média da empresa comparativa (2,07%) acaba por ser superior à da média setorial (1,60%).

O rácio rendibilidade operacional do ativo para a média setorial cresceu de forma sistemática, com a exceção de 2018, mas este crescimento não se verificou na empresa comparativa, ocorrendo bastantes anos em que ocorreu exatamente o oposto. As médias apresentam valores bastante opostos devido a esta situação sendo a da média setorial de 1,09% e a da empresa comparativa de -9,77%.

A rendibilidade económica é o rácio que apresenta um comportamento mais semelhante entre a empresa comparativa e a média setorial. Em termos de média apresentam menos de 0,50% de diferença, sendo a da empresa comparativa a superior. No entanto, nestes últimos dois anos houve uma inversão da tendência, sendo a média setorial superior aos valores obtidos da empresa comparativa.

Finalmente a rendibilidade dos capitais permanentes, de forma genérica, seguiu a evolução da rendibilidade dos Capitais Próprios. No entanto, as suas variações não ocorreram de forma tão significativa, como o comprova o facto do seu desvio padrão ser consideravelmente inferior, situando-se nos cerca de 2,83% para a empresa comparativa e 1,07% para a média setorial.

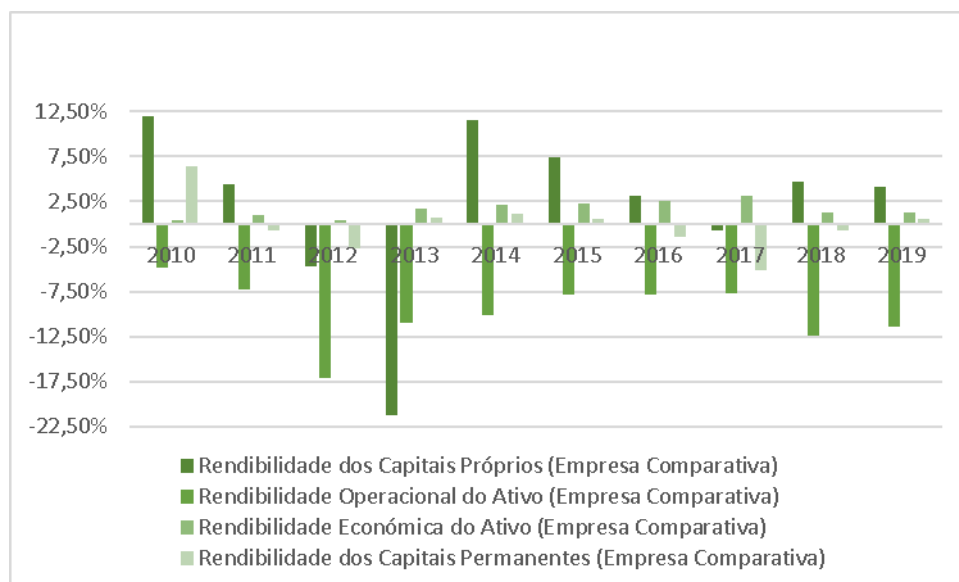


Figura 38 - Rendibilidades (Empresa comparativa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)



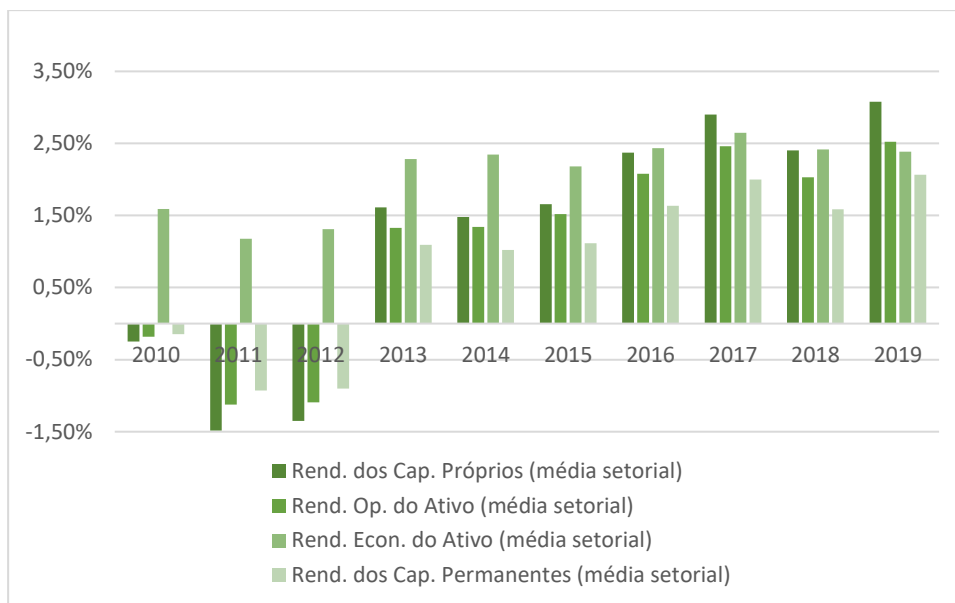


Figura 39 - Rendibilidades (média setorial da empresa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Focando agora na evolução dos rácios para as três empresas comparativas, é apresentado a rendibilidade dos capitais próprios. Como se pode verificar pelo gráfico 40, as empresas grandes e médias têm tendência para apresentar resultados semelhantes, só havendo dois anos em que divergiram, nomeadamente em 2010 e 2015. A sua média é também semelhante, tendo a empresa grande 6,50% e a média 5,67%. No entanto, a empresa comparativa pequena é completamente distinta, apresentando um comportamento completamente irregular como o comprova o seu desvio padrão de 9,09%.

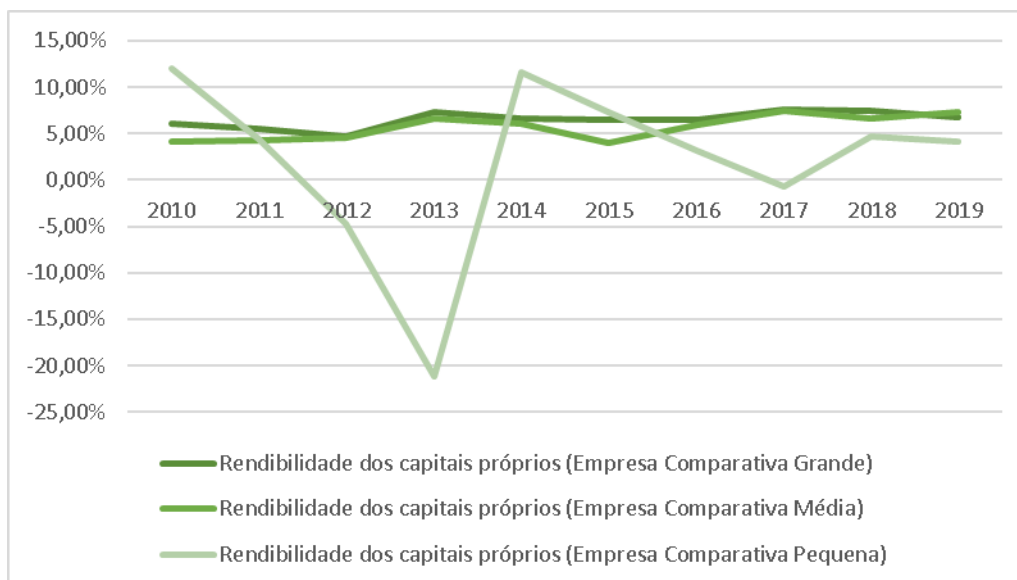


Figura 40 - Rendibilidade dos capitais próprios das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A rendibilidade operacional do ativo apresenta bastantes semelhanças em termos de comportamento com a rendibilidade dos capitais próprios, desde a regularidade da empresa grande e média até à maior irregularidade da empresa comparativa pequena (desvio padrão de 3,27%).

Neste rácio, a média da empresa grande é algo superior à da rendibilidade dos capitais próprios, apresentando um valor de 7,16%. Por outro lado, as empresas média e pequena apresentam valores inferiores, 4,92% e -9,77%, respetivamente.

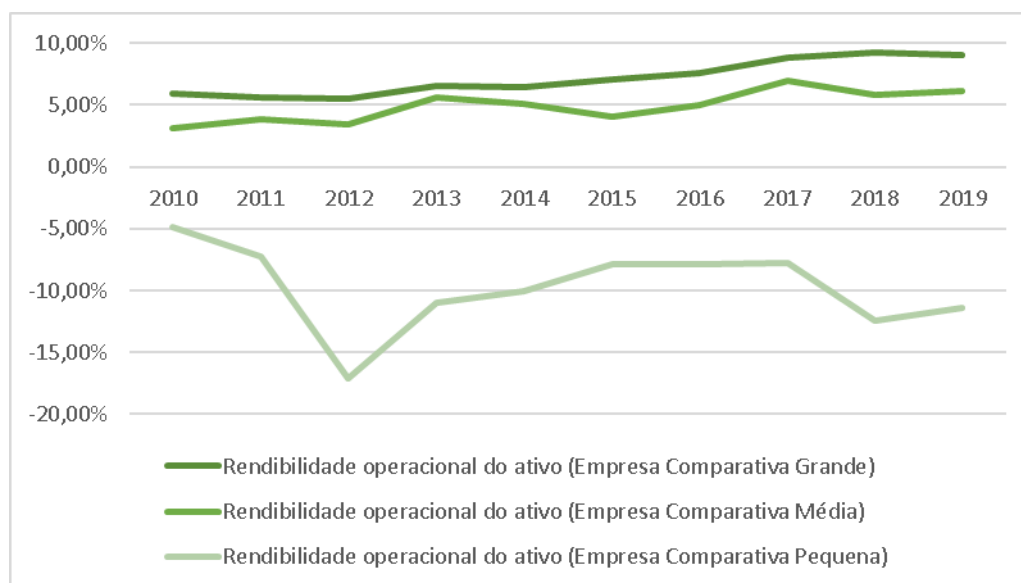


Figura 41 - Rendibilidade operacional do ativo das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

O rácio da rendibilidade económica do ativo apresenta-se mais irregular que qualquer um dos anteriores para as várias empresas comparativas, como se pode ver na figura 42.

A empresa grande apresenta uma média de 5,83% dos anos em estudo. Tem-se a ressaltar a tendência a partir de 2017 para haver um decréscimo da curva, aproximando-se da curva das empresas médias que, principalmente, devido aos anos iniciais deste estudo e do decréscimo acentuado em 2015, apresenta de média 4,46%.

A empresa pequena entre 2012 e 2017 apresentou uma tendência de crescimento, no entanto de seguida entrou um contraciclo que trouxe um decréscimo bastante acentuado. Um claro exemplo deste declive é o facto de 2017 para 2018, ter havido um decréscimo de 1,80%.

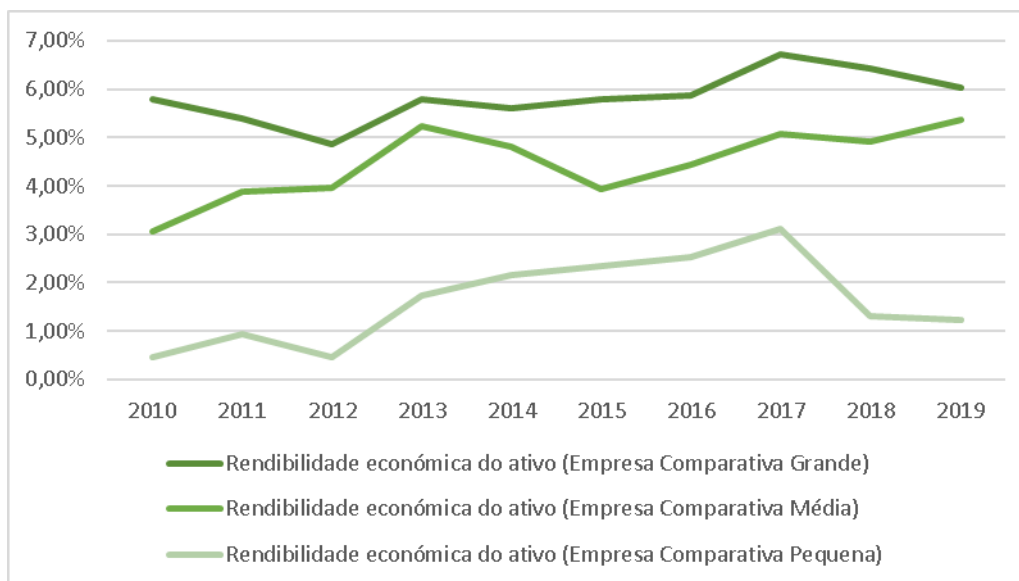


Figura 42 - Rendibilidade económica do ativo das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

A empresa comparativa grande e média apresenta um comportamento semelhante para a rendibilidade dos capitais permanentes, tendo tendência para convergir. Em 2015 apresentavam uma diferença de 2,24% e no último ano em estudo, 2019, já só existia uma diferença de 0,71%. No entanto, devido aos anos em que houve distanciamento, a média da empresa comparativa grande e da média ainda apresenta alguma diferença, sendo de 5,53% e 4,31%, respetivamente.

A empresa comparativa pequena começou por ser no primeiro ano em estudo, a que apresentava melhor resultado, mas decréscimos significativos fizeram com que atingisse valores negativos, tal como aconteceu a partir de 2014. No entanto existe uma tendência de recuperação nos últimos anos. Devido à volatilidade dos resultados obtidos, a maior queda observada foi de 2010 para 2011, em que se registou uma queda de 5,66%.

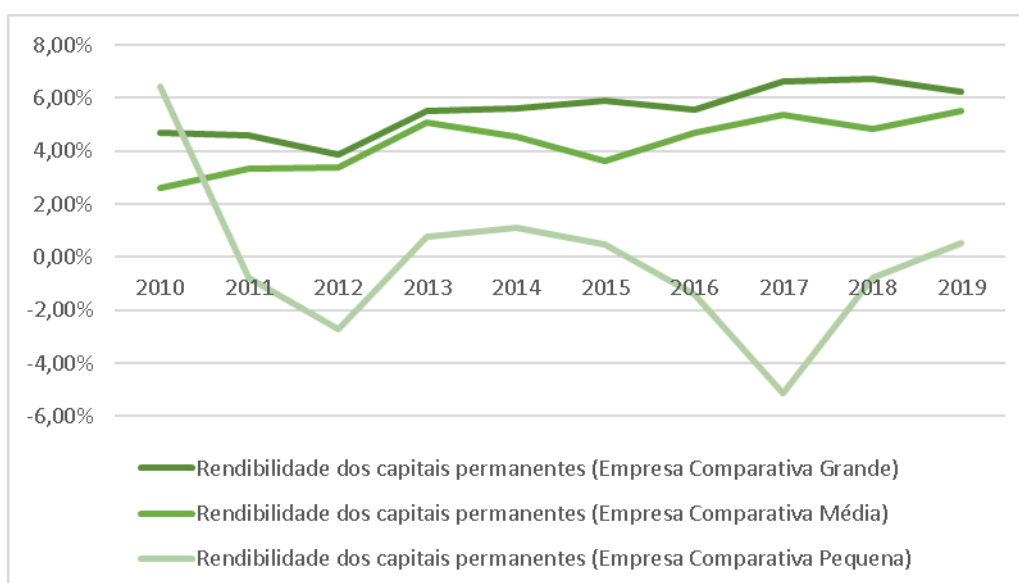


Figura 43 - Rendibilidade dos capitais permanentes das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

## Prazo médio de inventários, prazo médio de pagamentos, prazo médio de recebimentos e rácio DLCE

O grupo de indicadores agora em estudo tem em comum o facto de que, ao contrário dos outros indicadores, o seu significado é expresso em dias.

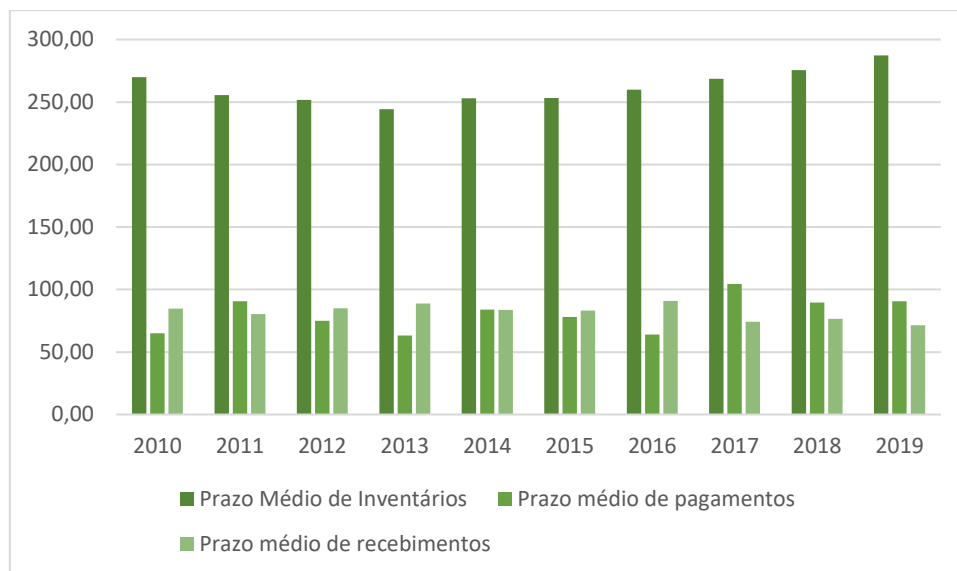


Figura 44 - Prazos médios e rácio DLCE (Empresa comparativa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Apresentando o gráfico 44 que é referente à empresa comparativa grande, iremos começar por apresentar os resultados para o prazo médio de inventários. Este apresenta um ciclo de crescimento a partir de 2015 que levou a uma grande aproximação aos valores apresentados para o mesmo indicador, mas para a empresa comparativa da média setorial, cujos resultados estão apresentados no gráfico 45. Efetivamente em 2010, apresentava uma diferença de cerca de 19 dias e em 2019 este valor foi reduzido para quatro dias. Além disso, uma vez que o comportamento da empresa comparativa da média setorial se apresenta bastante constante (desvio padrão de quatro dias) e aliado à aproximação referida anteriormente, é fácil de compreender que a empresa comparativa apresenta um desvio padrão mais elevado (12 dias). Derivado dos primeiros anos em estudo, em que a diferença entre a empresa comparativa e a média setorial era substancial, a média da empresa comparativa é inferior à média setorial, sendo respetivamente 262 e 282 dias.

Olhando agora para o prazo médio de recebimentos é de realçar o facto de que a empresa média comparativa apesar de apresentar um comportamento bastante irregular, as descidas foram sempre mais significativas que as subidas, que é o oposto do que aconteceu com a média setorial. Na realidade, a média setorial no primeiro ano em estudo apresentava um valor inferior ao da empresa comparativa (60 dias Vs 85 dias, respetivamente) e no último ano em estudo, o seu valor já era superior (79 dias Vs 71 dias, respetivamente).

Ao realizarmos a média dos anos em estudo, entendemos que a da empresa comparativa é superior à da média setorial (82 dias Vs 74 dias, respetivamente). No entanto, como explicitado no parágrafo anterior isto deve-se aos primeiros anos em estudo. Em termos de desvio-padrão, apesar de

se deverem por razões diferentes, ambos os valores são bastante semelhantes, sendo de seis dias para a empresa comparativa e sete para a média setorial.

O prazo médio de pagamentos tem-se apresentado bastante irregular para a empresa comparativa. A média setorial apresentava-se bastante regular até ao ano 2017, tendo-se tornado também extremamente irregular nos anos subsequentes. Esta disparidade de comportamento, nos primeiros anos em estudo explica o facto de o desvio padrão da empresa comparativa ser mais do dobro da média setorial (13 dias Vs seis dias, respetivamente). No entanto, apesar destas diferenças, nos últimos dois anos em estudo, os seus valores foram extremamente semelhantes, assim como a média de todos os anos em estudo (80 dias para a empresa comparativa e 83 dias para a média setorial).

O rácio DLCE que combina todos os rácios apresentados acima e desta forma é influenciado pelo comportamento individual de cada um, apresenta um comportamento bastante irregular tanto para a empresa comparativa como para a média setorial, precisamente por esta razão. Desta forma, não é possível estabelecer uma relação direta entre a empresa comparativa e a média setorial, só podendo referir que as médias são de 263 dias para a empresa comparativa e de 273 para a média setorial. No entanto, o desvio padrão da empresa comparativa é bastante superior ao da média setorial, sendo de 15 dias e oito dias, respetivamente.

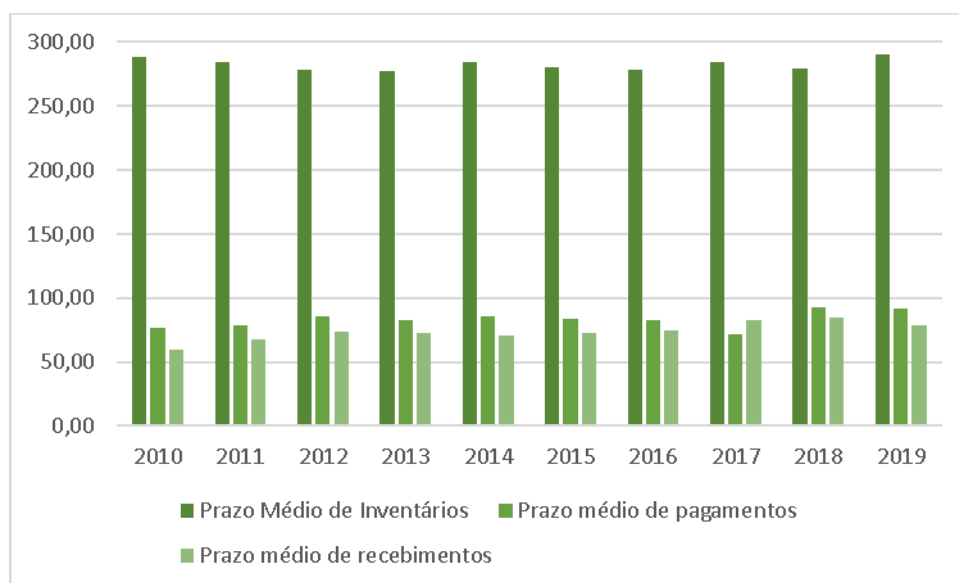


Figura 45 - Prazos médios e rácio DLCE (média setorial da empresa grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

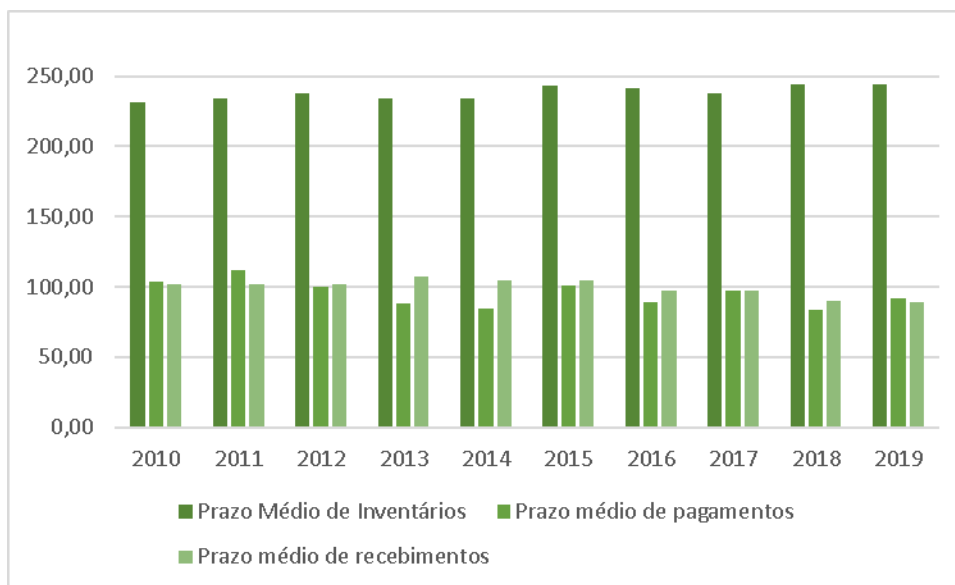


Figura 46 - Prazos médio (Empresa comparativa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

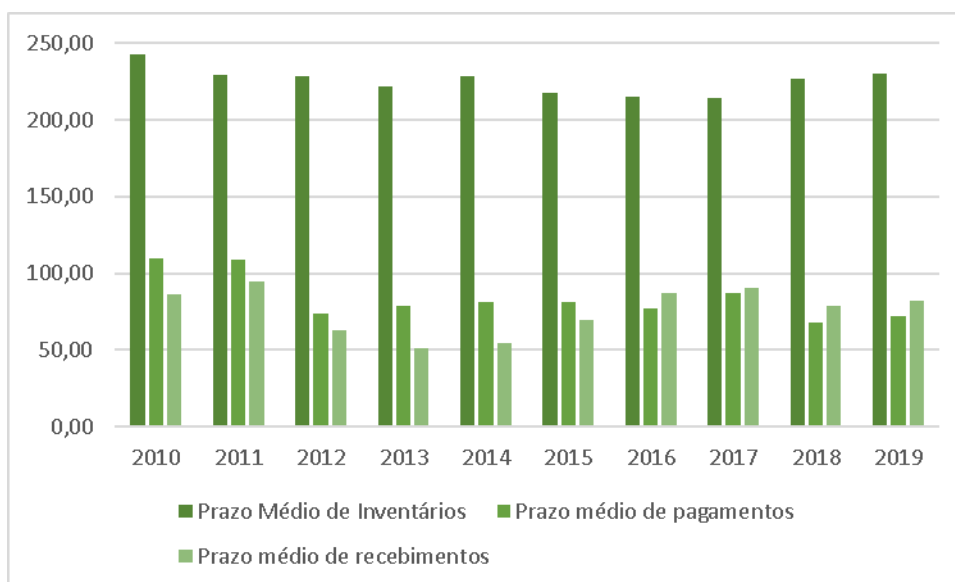


Figura 47 - Prazos médios (média setorial da empresa média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Tomando agora em consideração os mesmos indicadores, mas desta feita, aplicados à empresa comparativa média e à média setorial de empresas médias (figura 46 e 47, respetivamente), vamos começar por analisar o prazo médio de inventários.

É de ressaltar que em todo o período em estudo, com a exceção do ano 2010, a empresa comparativa apresentou sempre valores superiores à média setorial, para o indicador do prazo médio de inventários. Consequentemente, a sua média ao longo do período em estudo é superior, nomeadamente 238 dias Vs 225 dias.

Além disso, também se apresenta mais constante, como o comprova o facto de a sua variação máxima ter sido de seis dias entre 2017 e 2018 e as restantes serem sempre abaixo dos quatro dias, enquanto a média setorial apresenta três variações superiores a dez dias.

Semelhantemente ao rácio anterior, o prazo médio de recebimentos da empresa comparativa é superior ao da média setorial, sendo a sua média conseqüentemente superior (100 dias Vs 76 dias). No entanto, apesar de algo ténue, existe uma tendência decrescente por parte dos valores apresentados pela empresa comparativa e que devido à tendência de crescimento apresentada pela média setorial a partir do ano 2014, tem havido uma aproximação, como o comprova o facto de no primeiro ano em estudo a diferença entre ambas ser de 15 dias e no último ano em estudo ser de somente 7 dias. Em 2013 verificou-se o valor mais elevado da empresa comparativa e o menor valor apresentado pela média setorial, sendo a diferença neste ano de 57 dias.

Seguindo a tendência, o prazo médio de pagamentos da empresa comparativa é superior à da média setorial em todos os anos em estudo, exceto em 2010. Derivado disto, apresenta também uma média superior, sendo 95 dias para a empresa comparativa e de 84 dias para a média setorial.

Além disso, o que também não varia é o facto de o desvio-padrão ser inferior na empresa comparativa quando comparado com a média setorial, sendo os seus valores nove dias e 14 dias, respetivamente.

Como referido anteriormente, o rácio DLCE combina todos os rácios apresentados acima e desta forma é influenciado pelo comportamento individual de cada um. apresenta um comportamento bastante irregular tanto para a empresa comparativa como para a média setorial, precisamente por esta razão. Desta forma, não é possível estabelecer uma relação direta entre a empresa comparativa e o média setorial, só podendo referir que as médias são de 243 dias para a empresa comparativa e de 217 para a média setorial, sendo a empresa comparativa, tal como seria de esperar, pois apesar de o prazo médio de pagamentos também ser superior, não é suficiente para compensar a diferença dos restantes rácios entre as empresas. No entanto, o desvio padrão da média setorial é superior ao da empresa comparativa, sendo de 14 dias e 10 dias, respetivamente.

Tendo agora em consideração as empresas de dimensão pequena, podemos ressaltar que o prazo médio de inventários para todos os anos em estudo, a média setorial apresenta valores superiores aos da empresa comparativa, sendo desta forma a sua média também superior (213 dias Vs 202 dias).

Por outro lado, o prazo médio de recebimentos é superior em todos os anos para a empresa comparativa, sendo conseqüentemente a sua média também superior (124 dias Vs 94 dias, respetivamente). Tem havido uma tendência de decréscimo para ambas, tendo os valores se aproximado, apesar de ainda apresentarem uma diferença considerável (em 2019 a diferença cifra-se em 17 dias). Devido a esta aproximação, o desvio-padrão da empresa comparativa é superior, sendo 23 dias e somente de sete dias para a média setorial.

Ao contrário dos rácios anteriores, os valores apresentados para o rácio do prazo médio de pagamentos, nem a empresa comparativa nem a média setorial apresentam dominância sobre a outra, assim como o seu comportamento é completamente distinto. Outra diferença, é o facto de o comportamento da empresa comparativa ser bastante mais errática, com alterações de valores

bastante mais elevadas, que explicam o facto do seu desvio-padrão ser significativamente maior (23 dias Vs sete dias).

Também é de ressaltar o facto de que houve uma aproximação entre os valores apresentados pela empresa comparativa aos da média setorial ao longo dos anos em estudo, principalmente a partir de 2014. Devido às variações significativas enunciadas anteriormente por parte da empresa comparativa, apresenta valores bastante superiores aos da média setorial, sendo conseqüentemente a sua média também superior (120 dias Vs 101 dias).

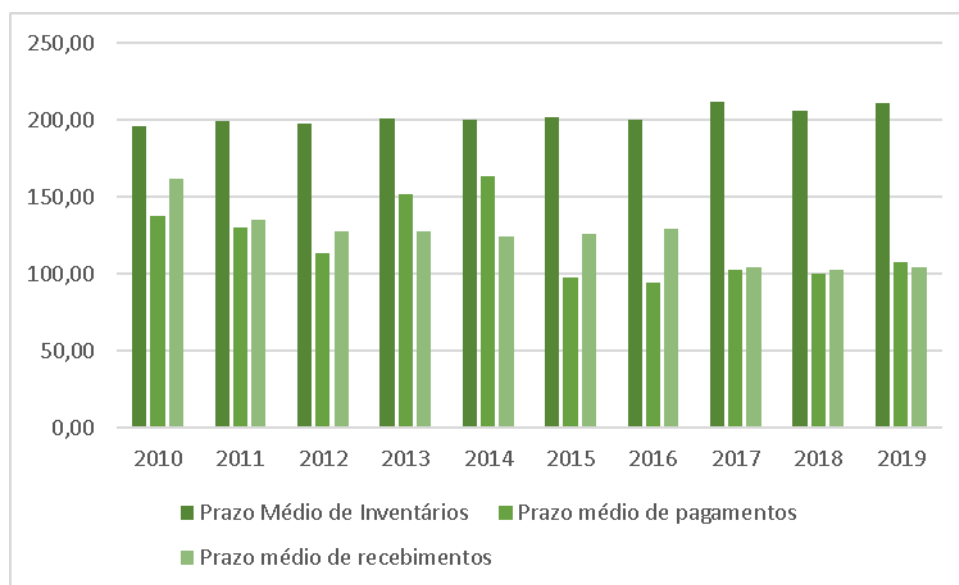


Figura 48 - Prazos médios (Empresa comparativa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

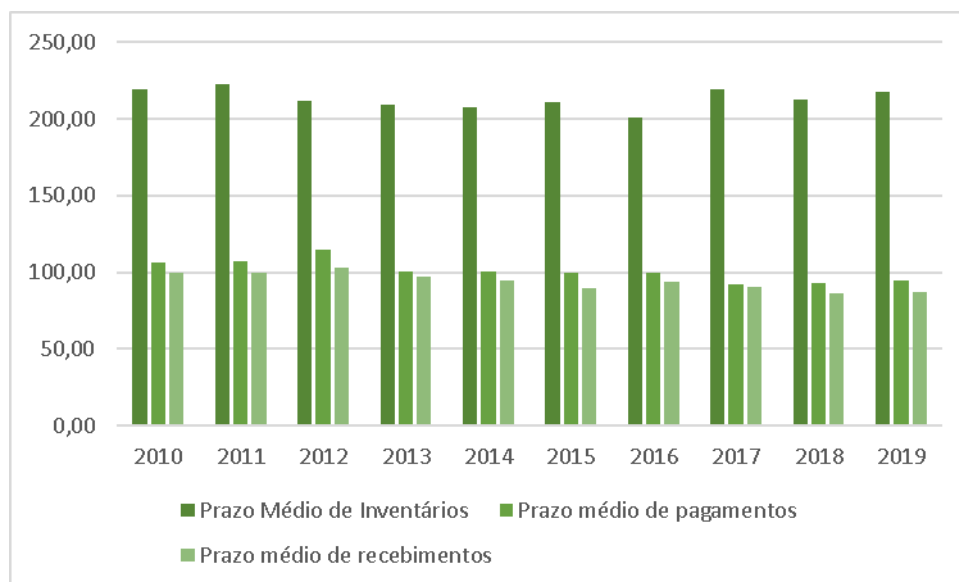


Figura 49 - Prazos médios (média setorial da empresa pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

De seguida, vamos analisar para cada rácio, a comparação entre as três empresas comparativas.



O primeiro rácio em estudo, encontra-se na figura 50, onde podemos ver que a empresa comparativa grande é a que apresenta o comportamento mais irregular. Existe uma tendência de aproximação entre esta e a empresa comparativa até 2013, mas nos últimos anos tem havido um claro distanciamento, principalmente explicado pelo aumento da empresa comparativa grande.

A empresa comparativa pequena apresenta um comportamento regular com uma tendência ligeira de crescimento. Este resultado era de esperar, uma vez que este setor apresenta um prazo médio de inventários bastante elevado e é expectável que quanto maior a dimensão, maior seja o prazo médio de rotação de inventários.

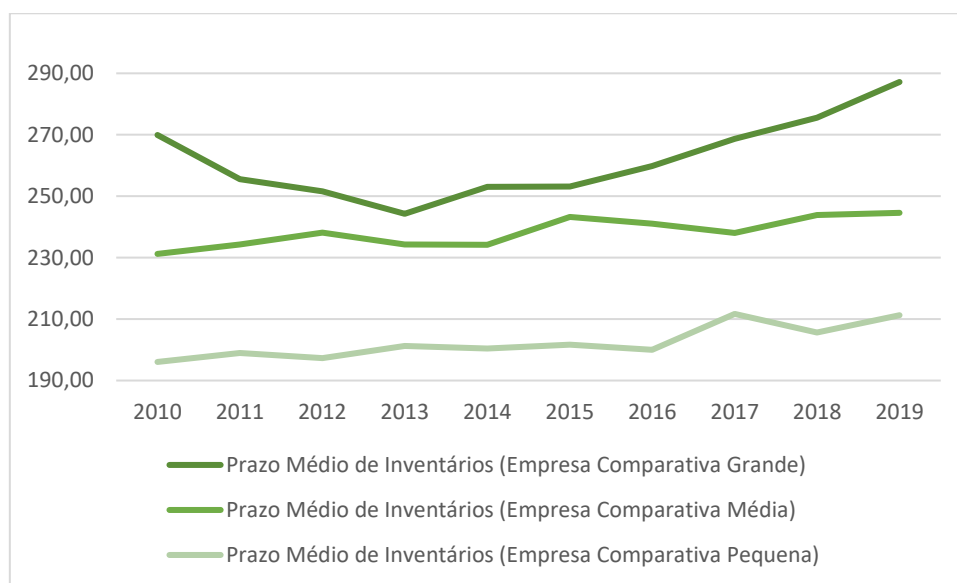


Figura 50 - Prazo Médio de Inventários das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

O prazo médio de pagamentos apresenta um comportamento consistente para as três empresas até 2012, havendo de seguida um distanciamento claro por parte da empresa comparativa pequena. Após 2014, o comportamento de todos não segue nenhum padrão específico nem consistente, com sucessivos aumentos e decréscimos, mas tem em comum o facto da clara aproximação dos valores nos últimos anos em estudo, principalmente entre a empresa grande e média.

A empresa comparativa pequena apresenta, em geral, os melhores resultados para este rácio, uma vez que as empresas devem tentar que este seja o mais elevado possível.

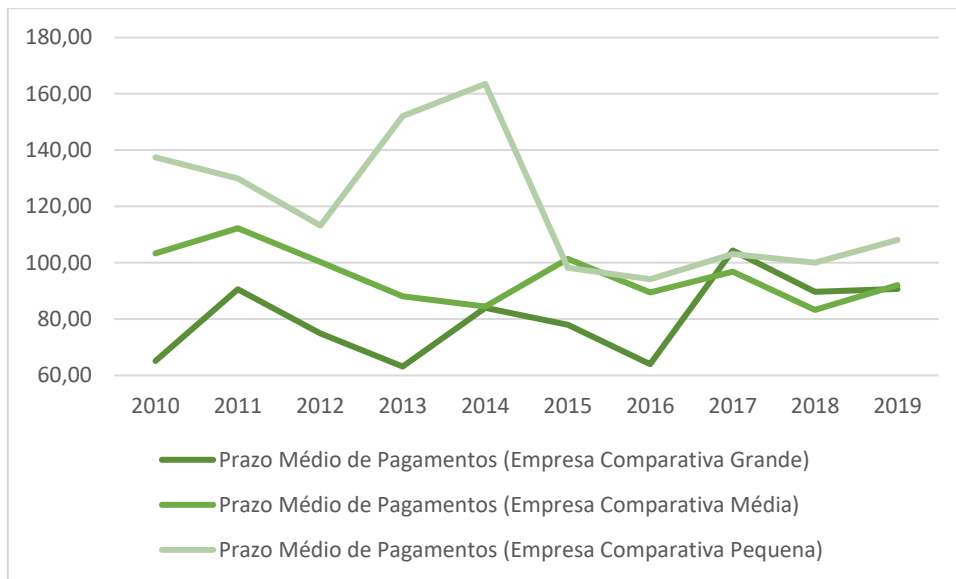


Figura 51 - Prazo Médio de Pagamentos das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Observando agora na figura 52, o comportamento das empresas comparativas relativo ao rácio do prazo médio de recebimentos, é claramente visível a tendência de decréscimo, salvo raras exceções. Este é um excelente indicador, uma vez que todas as empresas devem almejar que o valor para este rácio seja o menor possível e se continuarem com esta tendência, será um bom indicador para estas empresas.

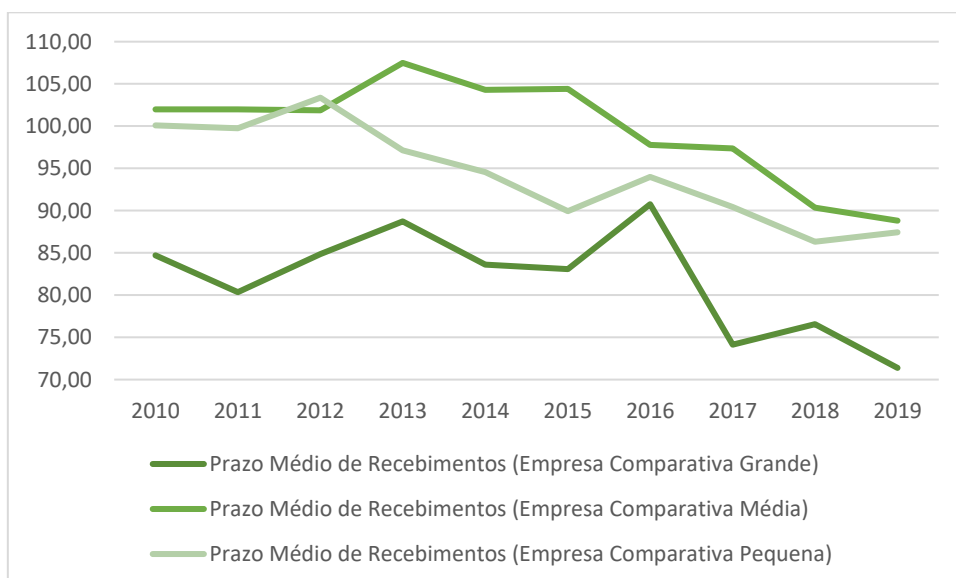


Figura 52 - Prazo Médio de Recebimentos das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Observando agora o rácio DLCE na figura 53, ressalta à vista que apesar do comportamento algo irregular da empresa comparativa grande, que acaba por algumas vezes ser inferior à empresa comparativa média, pode-se dizer que, de forma geral, as posições estão bem definidas no gráfico.

Uma vez que este rácio também deve ser o menor possível, é claramente perceptível que a empresa comparativa pequena é a que apresenta os melhores resultados para todos os anos em estudo.

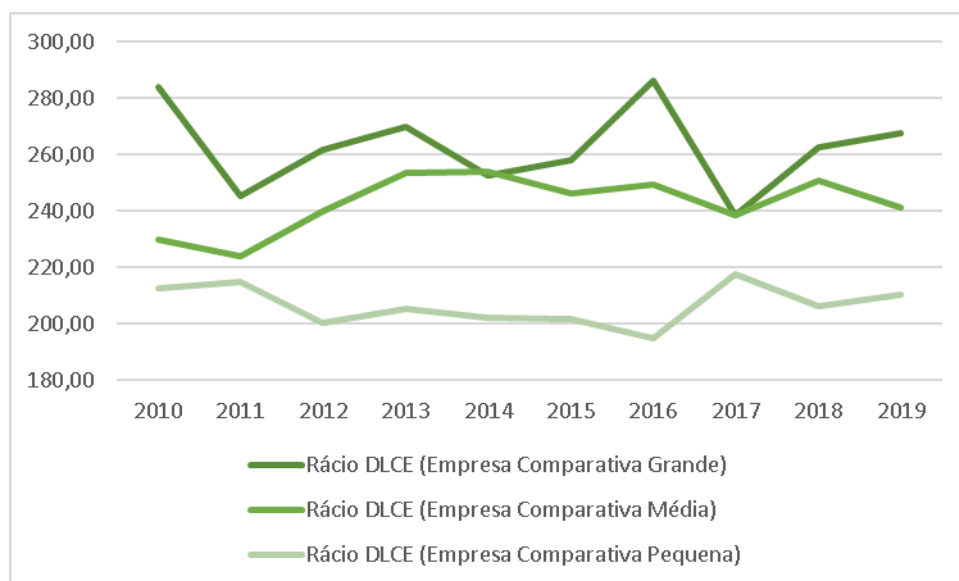


Figura 53 - Rácio DLCE das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

### Ativo Total, Réditos e Resultado Líquido por empregado

O último grupo de indicadores em estudo é referente ao Ativo Total, Réditos e Resultado Líquido por empregado. Ao contrário dos indicadores anteriores, os gráficos para estes serão apresentados comparando diretamente o da média setorial com a empresa comparativa proveniente do Banco de Portugal por grupo de empresas de cada dimensão.

Seguindo o racional, começaremos por estudar os rácios para as empresas consideradas de dimensão grande. O primeiro rácio em estudo é o Ativo Total por empregado. Como é claramente perceptível pelo gráfico 54, os resultados obtidos para a empresa comparativa são consideravelmente melhores quando comparado com os resultados apresentados pela média setorial para o setor (média de 1 736 249,36 Vs 562 276,53, respetivamente).

No entanto, nos últimos anos houve uma quebra significativa, tal como ocorreu uma quebra na Rotação do Ativo por também ser influenciada pelo Ativo Total, podendo assim concluir que houve um decréscimo neste indicador. Não obstante o valor obtido continua a ser cerca 2,70 vezes superior ao valor da média setorial, que se manteve bastante estável ao longo de todo o período em estudo (a maior variação ocorreu entre 2015 e 2016 e correspondeu a um aumento de 46 828,95).

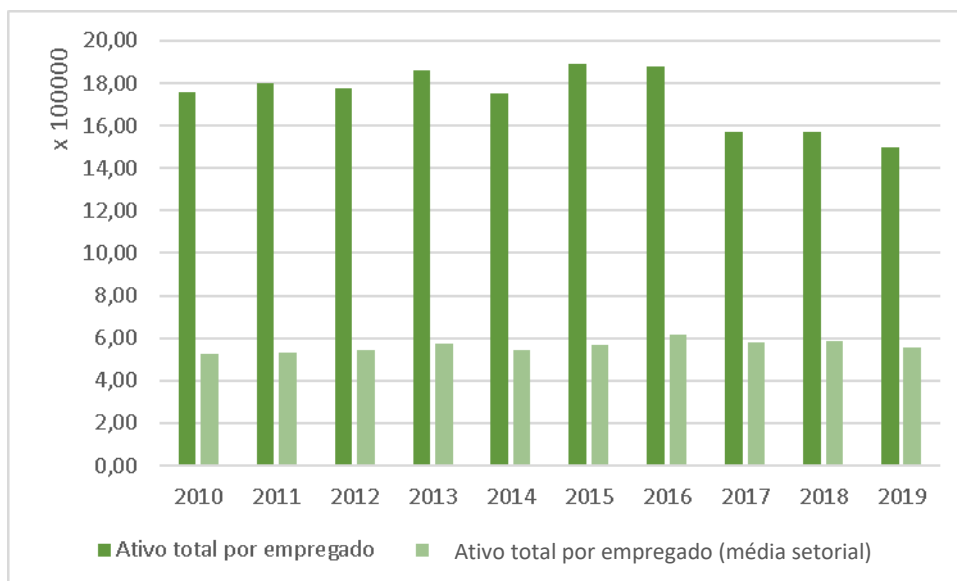


Figura 54 - Ativo total por empregado (Empresas dimensão grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Estudando agora os resultados obtidos para os Réditos por empregado, é perceptível que os valores são mais próximos, apesar de ainda apresentarem alguma diferença. No entanto, os resultados para a empresa comparativa são sempre superiores aos apresentados pela média setorial, como o demonstra o facto da sua média ser 422 909,36 Vs 300 184,71, respetivamente.

A empresa de média setorial do Banco de Portugal, de forma geral, acompanha o comportamento das empresas em estudo, logo as empresas acompanham as variações do setor.

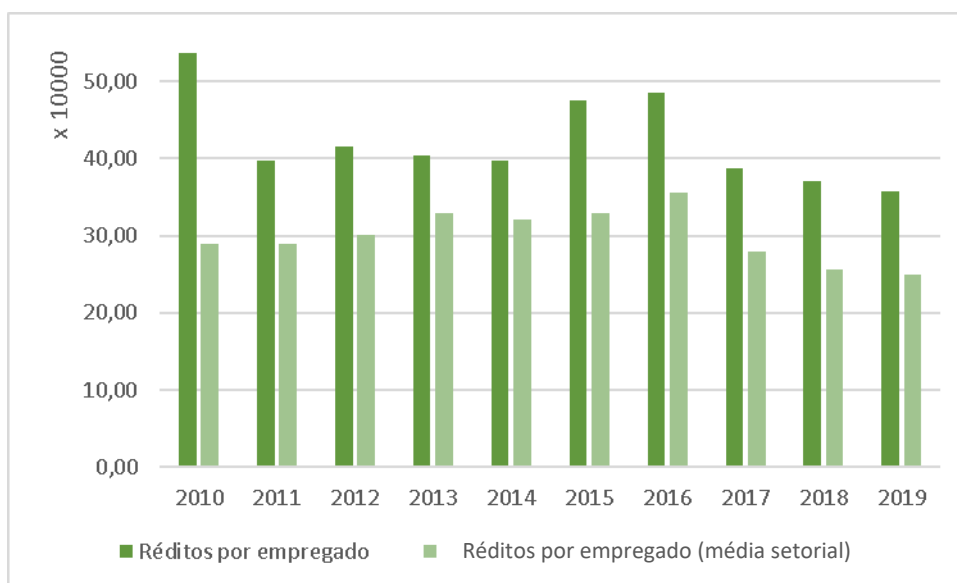


Figura 55 - Réditos por empregado (Empresas dimensão grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Observando agora o gráfico 56 referente ao Resultado Líquido por empregado, percebemos que tal como no Ativo Total por empregado, o valor obtido para as empresas em estudo é largamente

superior ao obtido para a média setorial proveniente do Banco de Portugal e grande parte do comportamento ao longo dos anos é também semelhante.

Considerando somente este indicador poderíamos dizer que são resultados bastante impressionantes, não só por serem positivos, mas também largamente superiores à média setorial.

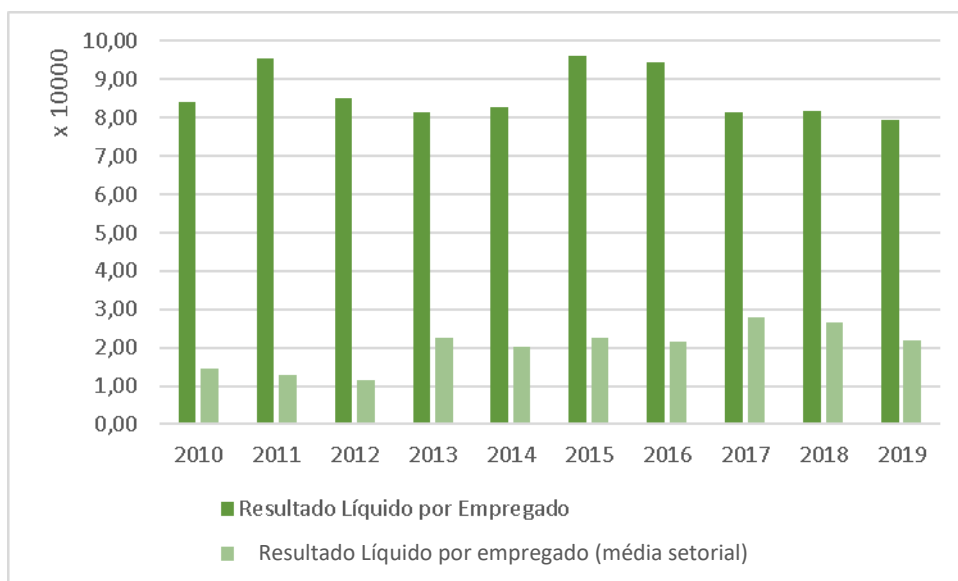


Figura 56 - Resultado líquido por empregado (Empresas dimensão grande)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Mantendo o registo dos grupos de indicadores anteriores, iremo-nos focar de seguida nos mesmos indicadores, mas aplicados às empresas de dimensão considerada média.

Ao contrário dos valores apresentados pela média setorial (desvio padrão de 18 717,44), os valores de média das empresas em estudo são bastante díspares, sofrendo variações bastante significativas, com especial realce para a transição ano 2011 e 2012 (aumento de cerca de praticamente 30 milhões). No entanto, a partir deste ano, com a exceção de 2013, este valor também decresceu significativamente de ano para ano até terminar nos cerca de 11,6 milhões.

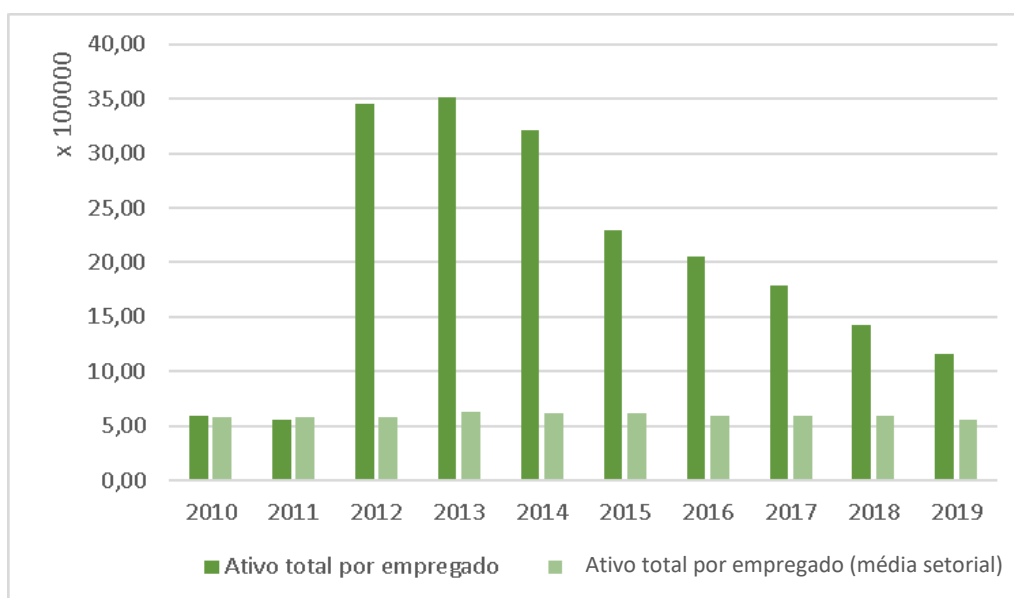


Figura 57 - Ativo total por empregado (Empresas dimensão média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

O comportamento dos Réditos por empregado é muito semelhante ao do Ativo Total para as empresas em estudo com a exceção do ano 2013. Os resultados da média setorial do Banco de Portugal apresentam também exatamente o mesmo comportamento nos últimos anos em estudo.

Como seria de esperar, a média observável nas empresas em estudo é largamente superior à da média setorial (733 604,24 Vs 234 318,04, respetivamente) assim como o desvio padrão apresentado (361 714,30 Vs 16 435,96, respetivamente).

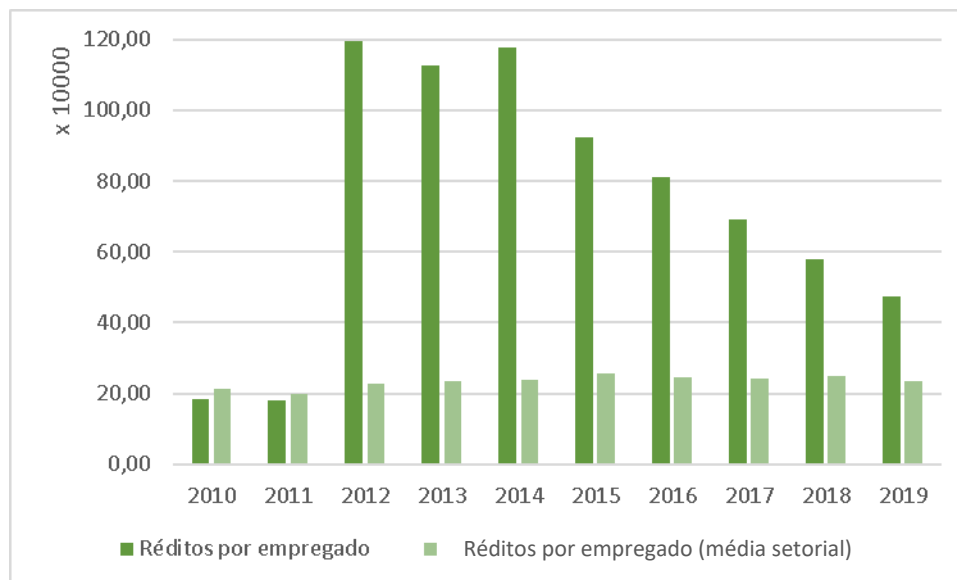


Figura 58 - Réditos por empregado (Empresa dimensão média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Mais uma vez, tal como seria de esperar, o comportamento do Resultado Líquido por Empregado é extremamente semelhante ao comportamento do Ativo Total por Empregado, somente variando o comportamento entre o ano 2013-2014 e 2016-2017.

Ao longo dos anos, derivado do decréscimo da média das empresas em estudo e o aumento gradual dos valores apresentados pela média setorial, tem havido uma aproximação entre estes. No entanto, o valor da média setorial ainda é cerca de metade dos valores apresentados pelas empresas em estudo. Isto significa que, excluindo os dois primeiros anos em estudo que são contrários aos restantes anos em estudo, apesar de em 2019 ser o ano em que estes dois valores estão mais próximos, em média, as empresas em estudo continuam a o dobro do Resultado Líquido por cada empregado.

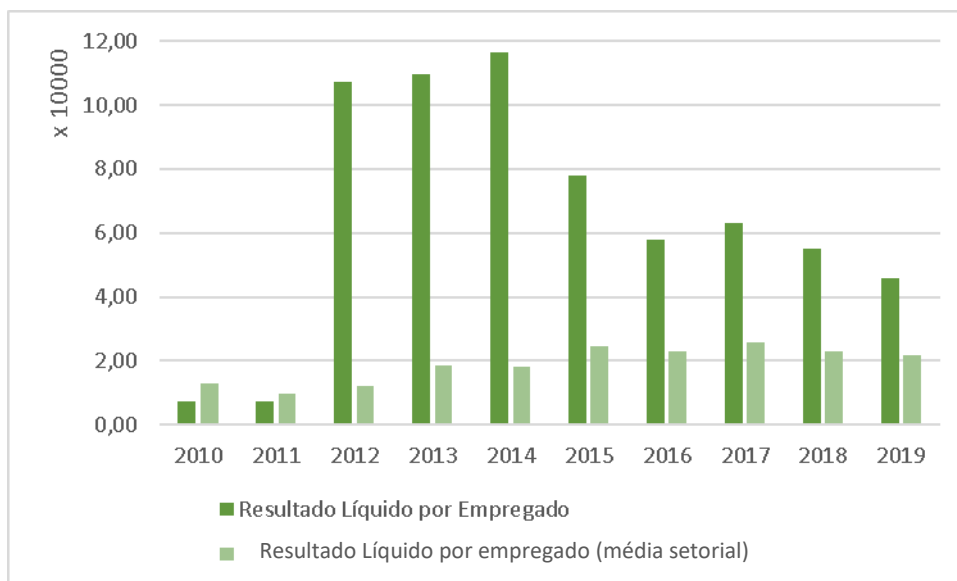


Figura 59 - Resultado Líquido por empregado (Empresas de dimensão média)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Na figura 60 estão presentes os resultados obtidos para o indicador Ativo Total por empregado para as empresas de dimensão pequena.

Ao longo dos anos em estudo, a média do valor da empresa têm apresentado uma tendência decrescente, tendo estabilizado nos últimos anos, com a exceção de 2019 em que sofreu um novo decréscimo mais acentuado. A sua média ronda os 498 mil euros por empregado, sendo superior à da média setorial que corresponde a cerca de 337 mil euros por empregado.

Tal como nas empresas de dimensão grande e média, os valores apresentados pela média setorial são bastante mais regulares (desvio padrão de 8 465,75 euros por empregado Vs 70 946,16 euros por empregado para a média das empresas em estudo).

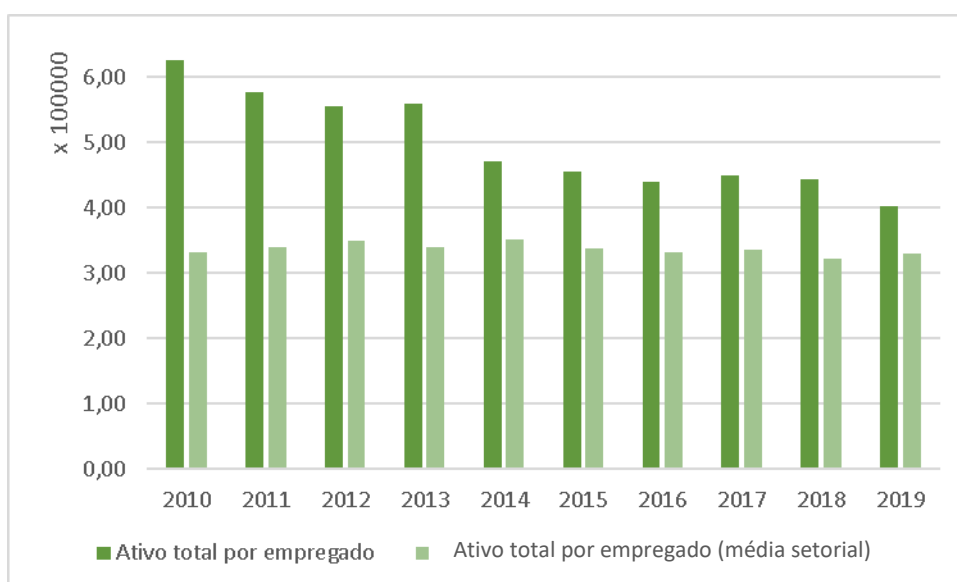


Figura 60 - Ativo total por empregado (Empresas de dimensão pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Para o indicador Réditos por empregado, até 2013, os valores apresentados pela média das empresas em estudo e a média setorial apresentaram a mesma tendência de crescimento. No entanto, ao contrário da média das empresas em estudo que depois sofreu um decréscimo acentuado, a média setorial manteve-se mais estável, só apresentando um ligeiro crescimento a partir de 2017, mas contrariado por um ligeiro decréscimo em 2019. O desvio padrão corrobora este comportamento estável apresentando um valor de 8 623,68 euros Vs 22 701,76 euros para a média das empresas em estudo).

Estes resultados comprovam que tem havido uma aproximação entre a média setorial e as empresas em estudo, tendo mesmo no último ano em estudo uma diferença de 556,09 euros por empregado.

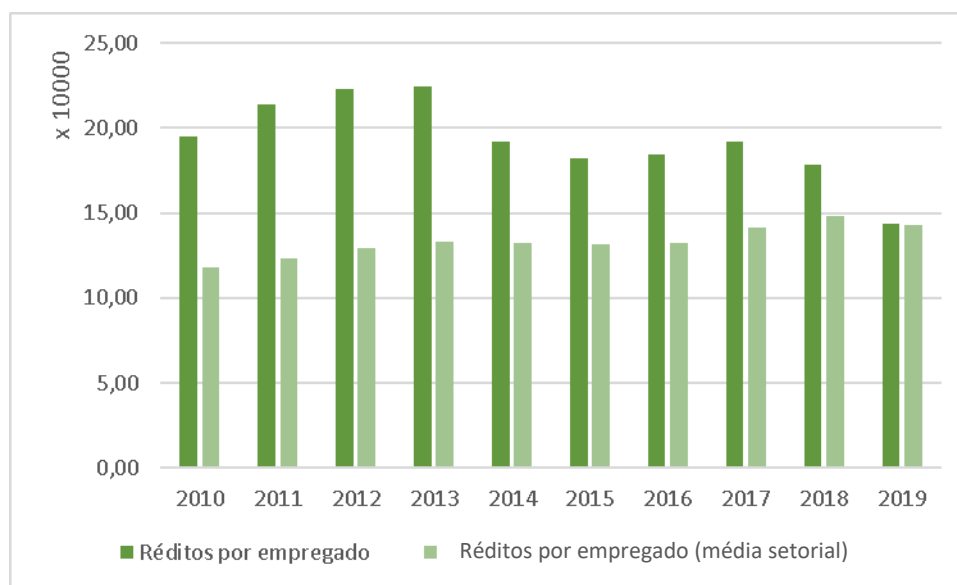


Figura 61 - Réditos por empregado (Empresas de dimensão pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Os resultados observados para o Resultado Líquido por empregado aplicados às empresas de dimensão pequena apresentam pela primeira vez no estudo deste grupo de indicadores um valor negativo (2012), assim como a média setorial (2011 e 2012). Além disso, nota-se uma inversão na tendência apresentada nos primeiros anos em estudo, em que a média das empresas em estudo apresentava valores superiores às da média setorial, sendo agora a média setorial superior à empresa comparativa.

Isto não é um bom indicador, uma vez que, em média, as empresas em estudo estão a apresentar resultados inferiores à média, logo poderão ter menos capital para investir no futuro quando comparados com o restante do setor.



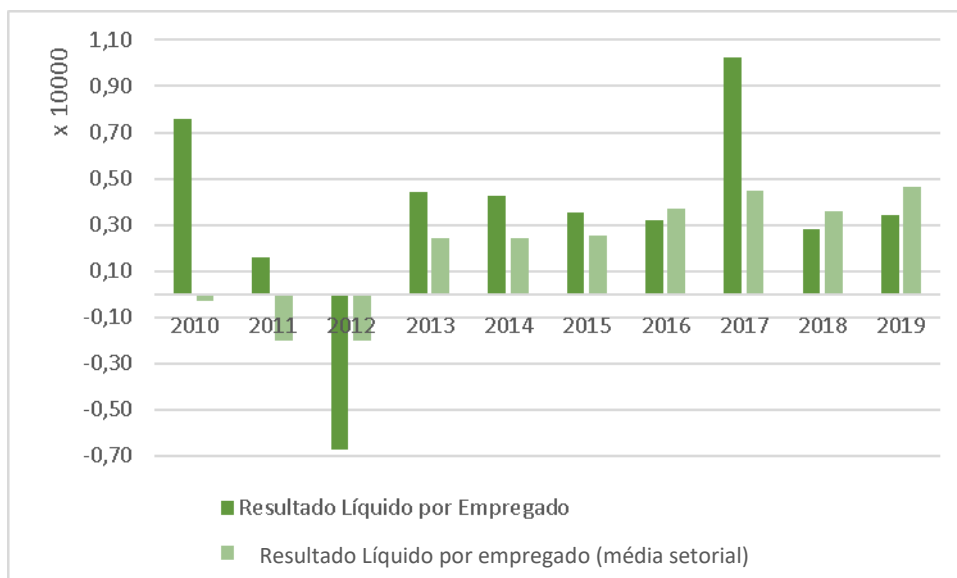


Figura 62 - Resultado líquido por empregado (Empresas de dimensão pequena)  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Observaremos de seguida a comparação entre as várias empresas comparativas para cada indicador, começando pelo ativo total por empregado.

Como é perceptível na figura 63, todas as empresas em estudo apresentam uma tendência de decréscimo com especial nos últimos anos, com especial ênfase para a empresa de dimensão média a partir de 2013 e para a empresa comparativa grande a partir de 2015. A empresa comparativa pequena apresenta-se como a mais estável, mas tem também ela uma tendência decrescente.

Derivado da subida significativa dos valores apresentados pela empresa comparativa média em 2012, esta acabou por apresentar valores superiores à empresa comparativa grande até 2018, ano em que voltou a ser inferior.

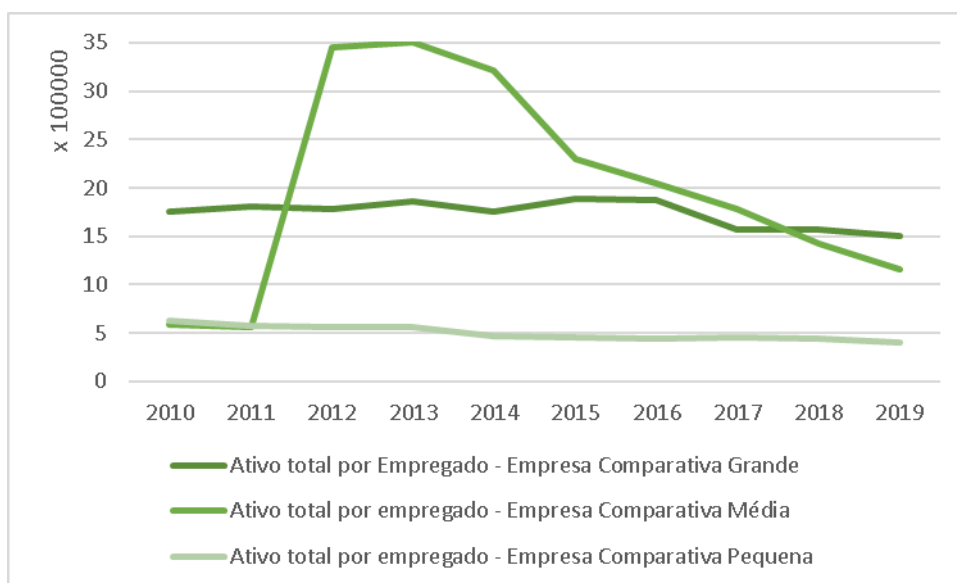


Figura 63 - Ativo total por empregado das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

O gráfico 64 correspondente ao indicador dos Réditos por empregado é extremamente semelhante ao do Ativo Total por empregado, apresentando essencialmente duas diferenças: valores menores e a empresa comparativa média continua a apresentar valores superiores à da empresa comparativa grande. No entanto, se ambas as tendências se mantiverem, é uma questão de tempo até isto se alterar.

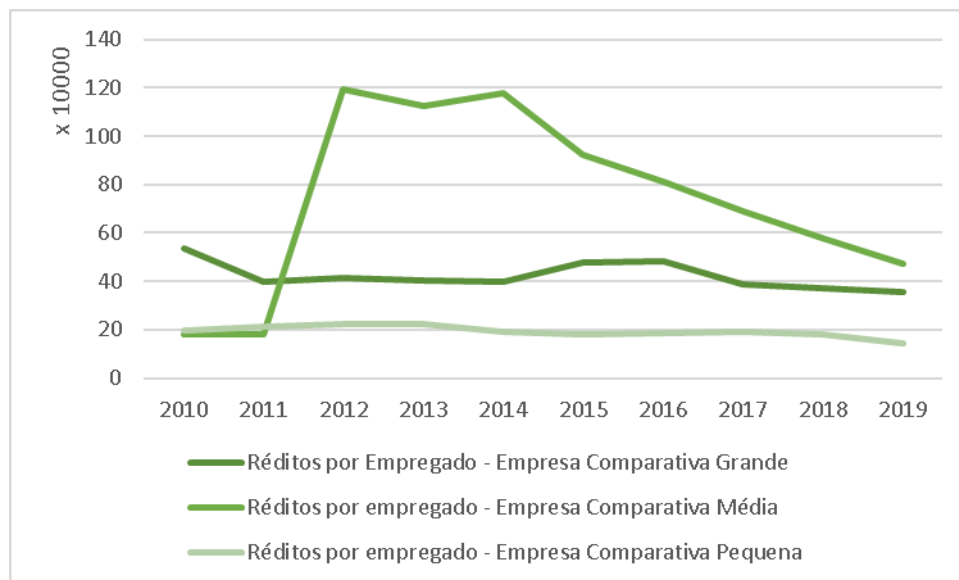


Figura 64 - Réditos por empregado das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Por último, o indicador Resultado Líquido por empregado também apresenta um comportamento semelhante aos anteriores, parecendo mais instável, derivado do facto de apresentar valores menores, mas os traços gerais mantêm-se. De ressaltar o valor negativo apresentado em 2012, como foi anteriormente referenciado e o facto de em 2015, o valor da empresa comparativa média ser novamente inferior ao da empresa comparativa grande.

Adicionalmente, referir que apesar de a empresa comparativa grande e pequena parecerem ter estabilizado nos últimos anos, a empresa comparativa média apresenta uma tendência decrescente.

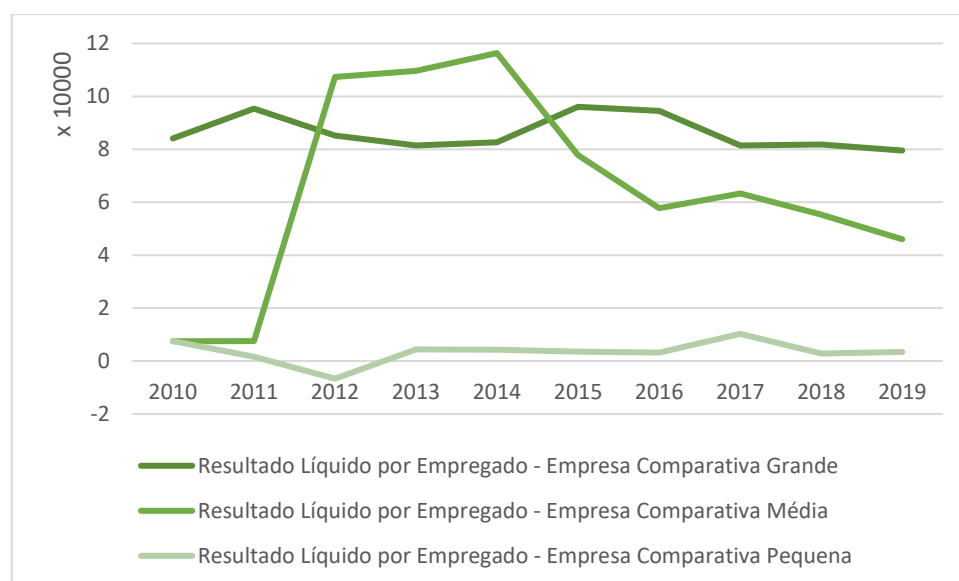


Figura 65 - Resultado líquido por empregado das empresas comparativas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

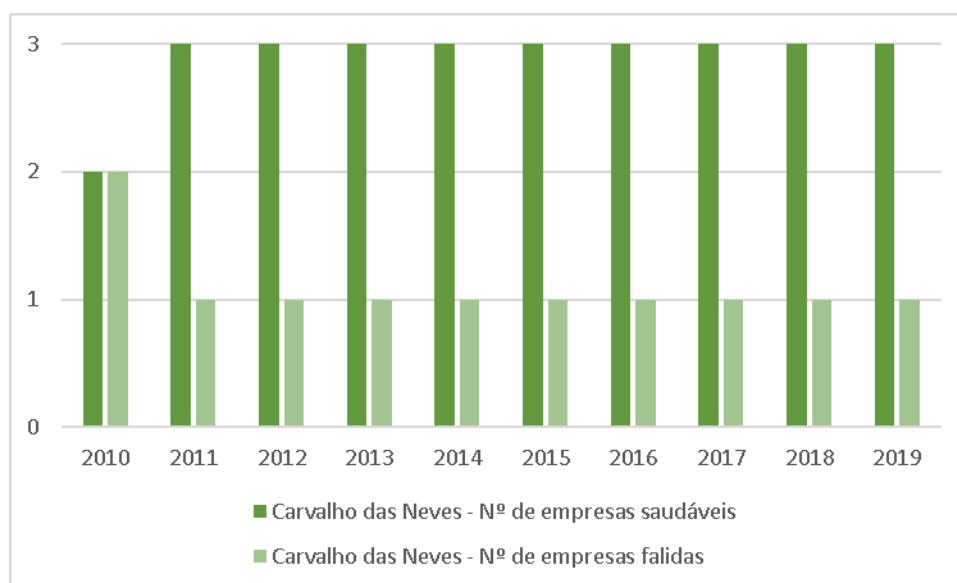
## 4.2. Modelos de previsão de falência

Apresentar-se-ão os resultados obtidos através da aplicação dos modelos de previsão de falência anteriormente referidos, nomeadamente Altman, Carvalho das Neves e Lizarraga.

Em todos os anos, para o modelo de Altman, nenhuma empresa apresenta valores acima do ponto de corte, logo segundo este modelo podemos concluir que todas as empresas se encontram no estado de não saudáveis. Esta situação é partilhada pelas empresas de média setorial de todas as dimensões, uma vez que todas elas se encontram também no estado de não saudáveis. Desta forma, percebemos que todo este setor é um setor com tendência a apresentar valores que se inserem nesta categoria.

Observando de seguida os resultados para o modelo de Carvalho das Neves, nota-se claramente que existe uma melhoria substancial.

No gráfico 66, temos presente o número de empresas saudáveis e não saudáveis, segundo este modelo, de dimensão grande. Somente no primeiro ano em estudo, 2010, houve duas empresas consideradas não saudáveis. Nos restantes anos, somente uma empresa foi considerada como não saudável, sendo sempre a Gran Porto Cruz.



*Figura 66 - Nº de empresas de dimensão grande consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Carvalho das Neves  
(Fonte: figura produzida pelo autor)*

Para o modelo de Carvalho das Neves, podemos ver no gráfico 67 que houve uma melhoria no número de empresas consideradas saudáveis de dimensão média. Isto significa que os fatores considerados para este modelo ao longo dos anos foram melhorando, passando de somente quatro empresas num universo de 15 para sete ou oito desde 2014. Isto representa uma melhoria de praticamente 100%.

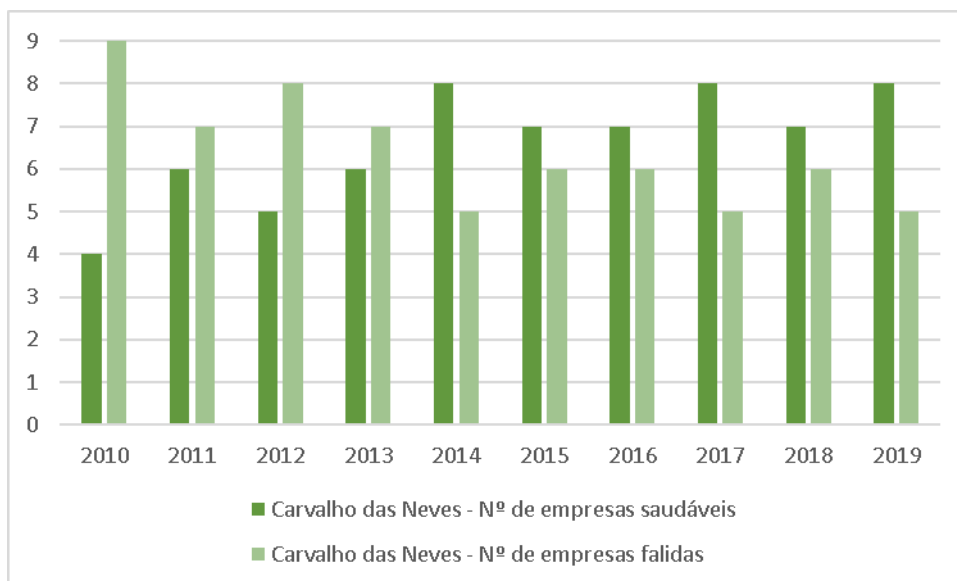


Figura 67 - Nº de empresas de dimensão médias consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Carvalho das Neves  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Observando agora o mesmo modelo, mas aplicado às empresas de dimensão pequena, é de ressaltar que não apresenta a mesma diferença entre empresas saudáveis e não saudáveis como nas empresas de outras dimensões. De facto, apesar de em praticamente todos os anos o número de empresas saudáveis ser superior, este valor está constantemente a variar, levando-nos a concluir que muitas das empresas andam sempre no limiar do ponto de corte.

Não obstante, é de ressaltar que para todos os grupos de empresas de diferentes dimensões, os resultados são bastante mais favoráveis às empresas utilizando este modelo do que utilizando o modelo de Altman.

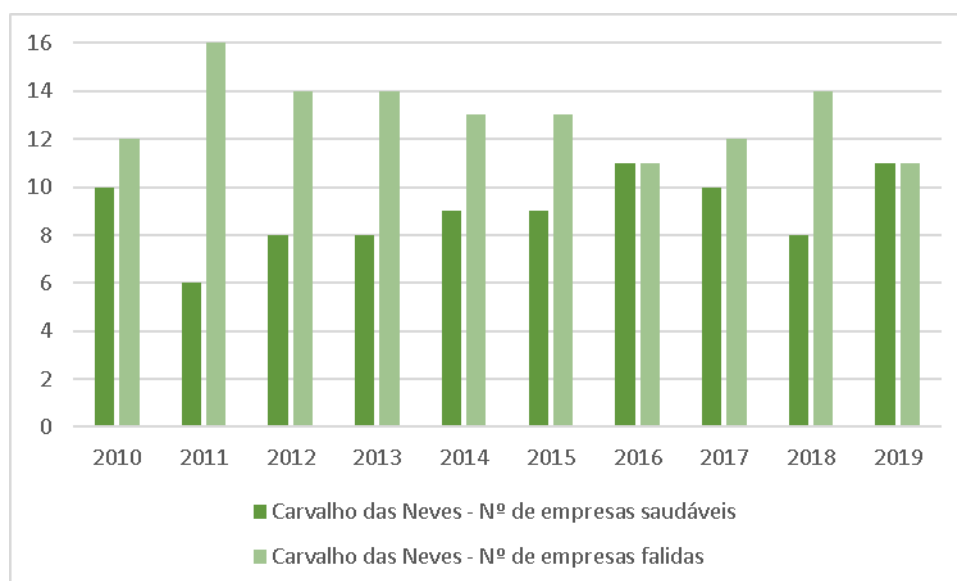


Figura 68 - Nº de empresas de dimensão pequena consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Carvalho das Neves  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

No gráfico 69, que é apresentado abaixo, iremos observar a aplicação do último modelo em estudo, o modelo de Lizarraga às empresas de dimensão grande.

Como se pode observar, este gráfico traduz que estas empresas são consideradas todas saudáveis para a totalidade do período em estudo.

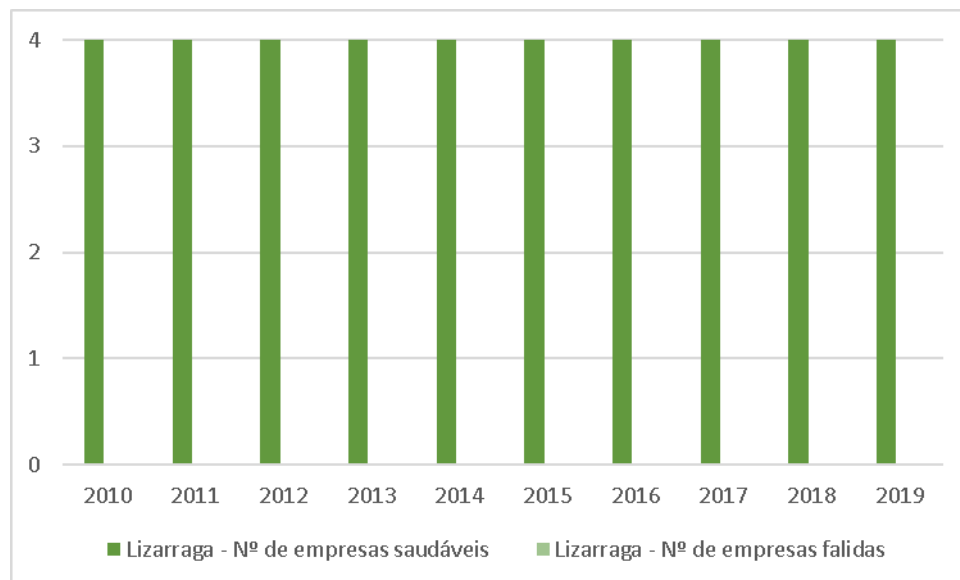


Figura 69 - Nº de empresas de dimensão grande consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Lizarraga  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

De seguida, aplica-se o mesmo modelo, mas desta vez às empresas de dimensão média. Os resultados estão explícitos no gráfico 70.

Como se pode observar, estas empresas também são, na sua generalidade, saudáveis durante todo o período em estudo. As exceções, ocorrem em 2010 para a Sociedade dos Vinhos Borges, S.A., para a empresa José Maria Da Fonseca - Vinhos, S.A. em 2011 e 2015 e para a Global Wines, S.A. também em 2015. Além deste ponto, têm em comum o facto de nestes anos considerados também terem-se apresentado como não saudáveis quando aplicado o modelo de Carvalho das Neves.

No entanto, é importante ressaltar que estas exceções, podem ser situações individuais que ocorreram nos primeiros anos em estudo, não se tendo revelado nenhuma empresa como não saudável a partir de 2016, o que é um indicador importante da saúde financeira destas empresas.

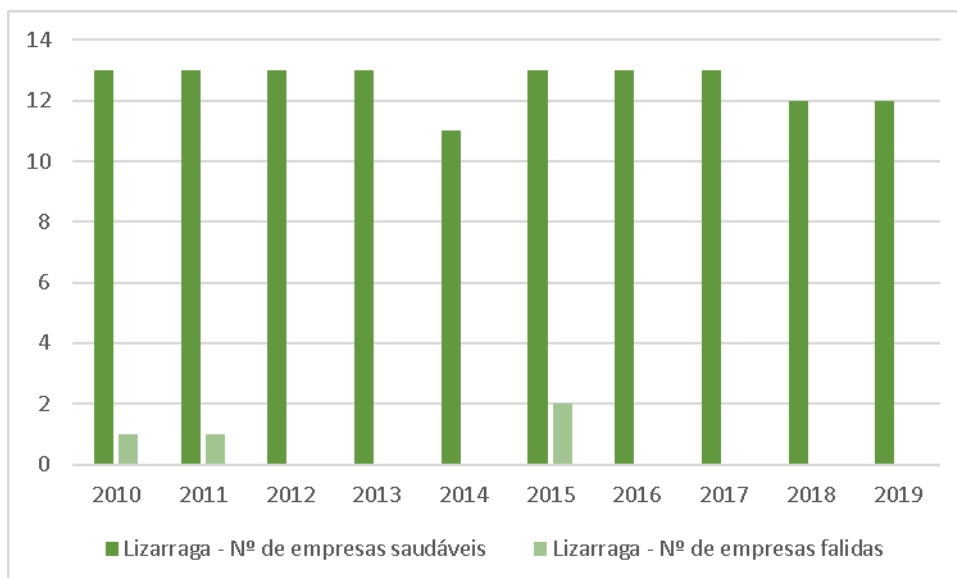


Figura 70 - Nº de empresas de dimensão média consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Lizarraga

(Fonte: figura produzida pelo autor)

Para finalizar a apresentação de resultados relativos aos modelos de previsão de falência, encontra-se abaixo o gráfico 71 referente à aplicação do modelo de Lizarraga às empresas em estudo de dimensão pequena.

Pela observação do gráfico, é perceptível que houve um decréscimo das empresas que se encontram em situação de não saudável nos anos subsequentes a 2012. Em 2013 e 2014, foram os anos que apresentaram menos empresas nesta situação, muito provavelmente derivado da recuperação económica verificada após a crise económica que se verificou entre 2008 e 2012 (daí entre 2010 e 2012 serem os anos que apresentam o maior número de empresas nesta situação). A partir de 2015, o número de empresas na situação de não saudável manteve-se constante (com a exceção de 2016 que apresenta mais uma empresa) nas 5 empresas em situação de falência num universo de 22 empresas.

De forma geral, podemos considerar que houve uma evolução e que as empresas se encontram numa boa situação. No entanto, certas empresas têm de ser estudadas com maior atenção, nomeadamente a Vinhos Quinta da Pedra Alta, S.A. e a José Maria da Fonseca & Van Zeller, S.A, pois apresentam-se em falência em todos os anos deste estudo. Adicionalmente, também se deve prestar atenção à Granacer – Administração de Bens, S.A e Ségur Estates - Redondo Winery, S.A, uma vez que desde 2016 apresentaram-se como não saudáveis em todos os anos, logo pode estar a tornar-se aqui uma tendência.

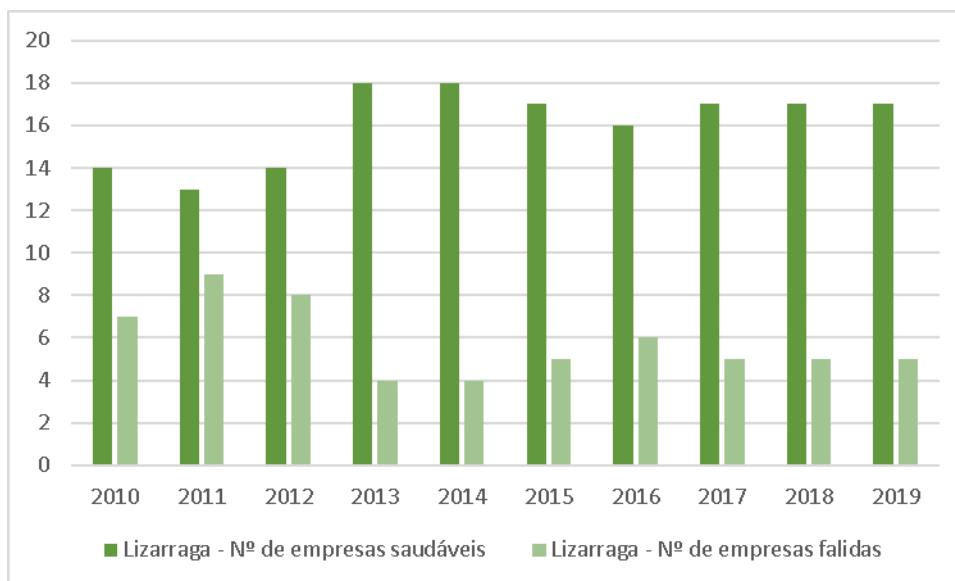


Figura 71 - Nº de empresas de dimensão pequena consideradas saudáveis e não saudáveis aplicando o Mod. Lizarraga  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

### 4.3. EVA®

Iremos de seguida observar os resultados obtidos para o EVA®, para que nos seja possível retirar conclusões acerca de um dos temas principais desta dissertação, criação de valor das empresas produtoras de vinho generoso português.

Tal como nos resultados apresentados anteriormente, irá ser primeiro apresentado os resultados do EVA® correspondentes à empresa comparativa grande.

Como se pode ver no gráfico 72, com a exceção dos anos 2011-2013 e 2014-2016, a tendência de um ano não se reflete no ano seguinte. Desta forma, não é possível estabelecer uma tendência de crescimento ou decréscimo no período em estudo.

Apesar de a quantidade de anos em que ocorre criação de valor (cinco anos) sejam muito semelhantes à quantidade de anos em que ocorre destruição de valor (quatro anos), podemos concluir que durante o período em estudo, houve criação de valor significativa, uma vez que os valores positivos foram significativamente superiores aos valores em que houve destruição de valor.

Comparando o EVA® aplicado às empresas em estudo e à média setorial, percebemos que o seu comportamento é extremamente semelhante ao longo de todo o período em estudo. A principal diferença encontra-se nas variações da média setorial não serem tão significativas, ou seja, quando existe um aumento, não aumenta na mesma proporção das empresas em estudo, mas também quando o oposto ocorre, não decresce tanto. Isto verifica-se na quantidade de anos que apresentam valores negativos: as empresas em estudo apresentam quatro anos em que ocorre destruição de valor, ao passo que a média setorial das empresas grandes só apresenta dois anos.

Além disso, é de ressaltar a aproximação entre ambas as empresas nos últimos anos em estudo, no qual os dois gráficos estão sobrepostos.

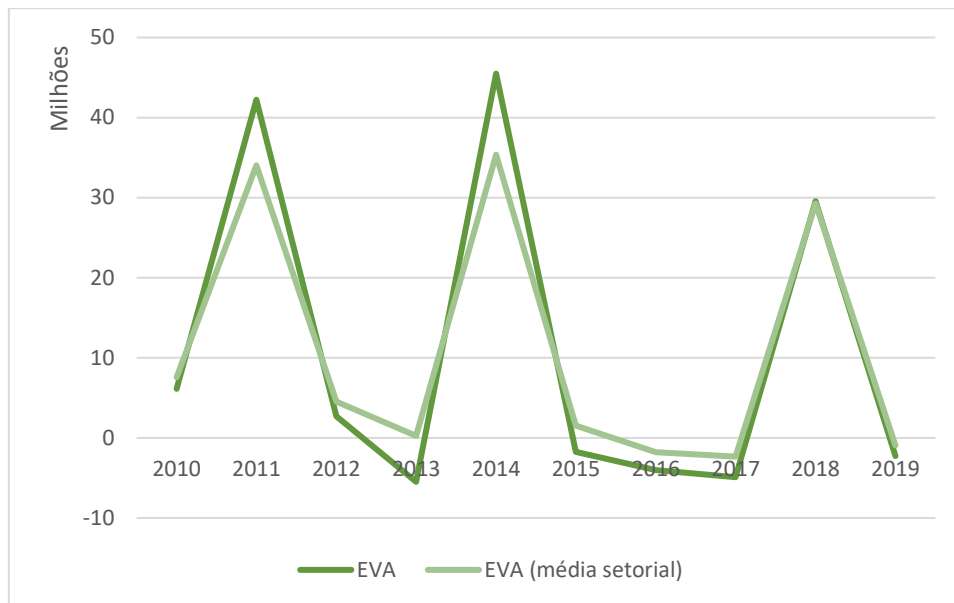


Figura 72 - EVA® aplicado às empresas grandes  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Relativamente aos resultados apresentados para a empresa comparativa média, podemos ver pelo gráfico 73 que é extremamente semelhante ao apresentado pelo gráfico correspondente à empresa comparativa de dimensão grande, apresentando exatamente o mesmo comportamento em todos os anos. De ressaltar apenas que os valores apresentados são consideravelmente inferiores.

Comparando a empresa comparativa média e a empresa média setorial de dimensão média, vemos que apresentam praticamente o mesmo comportamento. Ao contrário do que ocorre nas empresas de dimensão grande, as variações também semelhantes. Desta forma, os valores apresentados pela empresa média setorial são superiores em todo o período o estudo. No entanto, apesar de não ser na mesma medida, existe uma aproximação nos últimos anos entre as duas empresas, tal como nas empresas de dimensão grande.

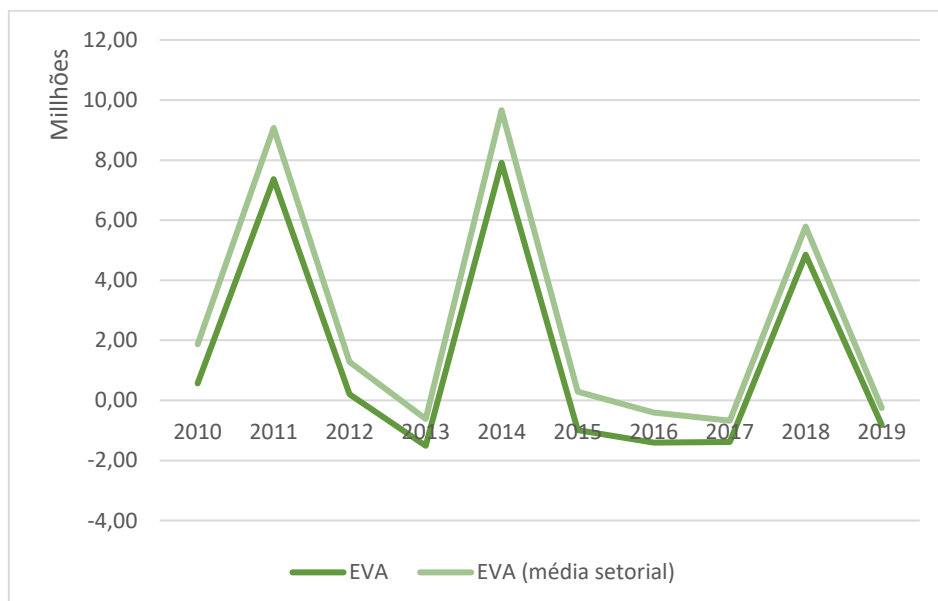


Figura 73 - EVA® aplicado às empresas médias  
(Fonte: figura produzida pelo autor)



Aplicando o EVA® às empresas em estudo consideradas de dimensão pequena e realizando a sua média para cada um dos anos em estudo, obtemos o gráfico 74.

Até 2015 o comportamento é extremamente semelhante ao das empresas comparativas grande e média. A diferença é, ao contrário do que aconteceu nas outras empresas comparativas, em 2016, a empresa comparativa pequena apresentou valores positivos, apresentado assim, em média, criação de valor para as empresas de dimensão pequena. A partir desta data, o comportamento volta a ser semelhante às anteriores.

Mais uma vez, em média, as empresas em estudo apresentam criação de valor gerada superior à destruição de valor ocorrida, sendo assim, considerado que houve criação de valor quando considerado o período total em estudo.

Comparando a média das empresas de dimensão pequena com a média setorial, é perceptível que, com a exceção do ano 2016, o comportamento é semelhante na tendência, mas em termos de variação de valores, não. Assim como é semelhante ao comportamento da média setorial para as empresas de dimensão grande e média.

Mais uma vez, nos últimos anos ocorreu uma aproximação dos valores apresentados pelas duas empresas.

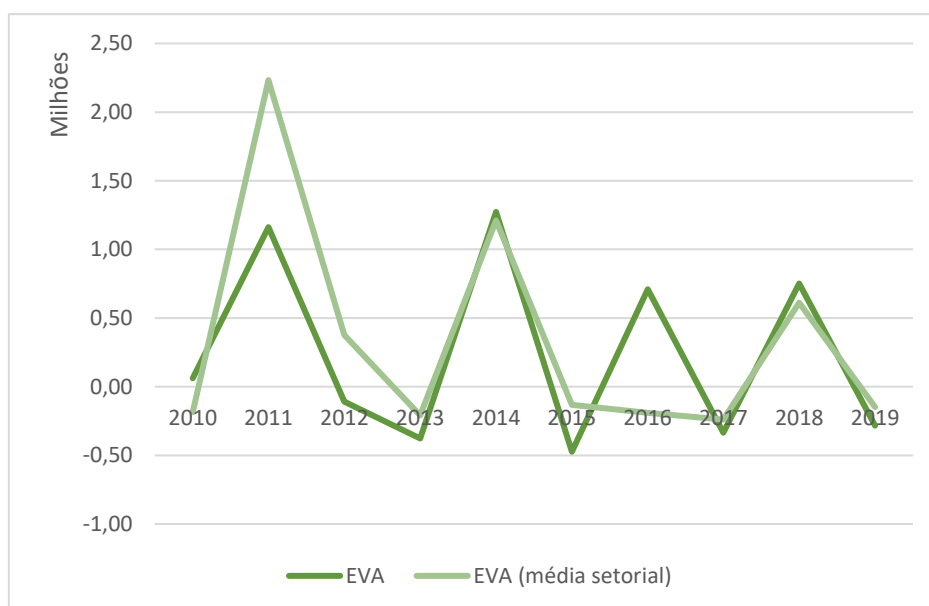


Figura 74 - EVA® aplicado às empresas pequenas  
(Fonte: figura produzida pelo autor)

Importante referir que de forma geral não existe uma tendência, na realidade é extremamente instável o comportamento do EVA®, apresentando diferenças significativas de ano para ano.

## 5. Conclusões e Limitações ao Estudo

Ao longo dos últimos podemos considerar que o setor evoluiu, uma vez que de forma geral, tanto para os indicadores, como o número de empresas em situação de não saudável melhorou consideravelmente. Em grande parte dos casos, esta melhoria ocorre especialmente após 2016, algo que poderemos atribuir à necessidade de reajustamento e adaptação, assim como recuperação do mercado após a crise financeira.

A criação de valor, apresenta uma quebra relativa ao período de crise, no entanto é algo refletido também no setor, logo pode-se considerar que é algo expectável e comum a todas as empresas do setor e não uma situação limitada às empresas produtoras de vinho generoso português. Efetivamente, nos últimos anos, até ocorreu uma aproximação entre os valores apresentados por cada empresa comparativa e a respetiva média setorial.

As empresas portuguesas produtoras de vinho generoso podem-se considerar de forma geral, saudáveis, uma vez que apresentam criação de valor ao longo do período em estudo. No entanto, é importante ressaltar que as empresas de dimensão média e pequena apresentam menor criação de valor menor que o setor, logo apesar de apresentarem tendência de crescimento, pode-se refletir menor que o esperado e desta forma, ser um problema de continuidade no futuro.

As empresas de dimensão grande apresentam geração de riqueza semelhante à do setor, logo estão equiparadas e prevemos que continuem competitivas. Além disso, apresentam uma previsão de sustentabilidade e continuidade, uma vez que aplicando o modelo de previsão de falência de Lizarraga se apresentam como saudáveis para todo o período em estudo.

As empresas de dimensão média também apresentam previsão de sustentabilidade, uma vez que se apresentam como saudáveis, uma vez que a partir de 2016, nenhuma empresa se apresenta como não saudável, o que é um excelente indicador. Somente, as empresas de dimensão pequena, apresentam algumas situações em que não apresentam tendência de continuidade, tal como a empresas Vinhos Quinta da Pedra Alta, S.A. e a José Maria da Fonseca & Van Zeller, S.A em que se apresentam como não saudáveis para todos os anos em estudo.

### 5.1. Conclusões

Esta investigação pretende responder e conseqüentemente concluir acerca das questões previamente referidas no subcapítulo 1.3.1.

Da análise financeira univariável podemos automaticamente retirar que para todos os grupos divididos por dimensão das empresas em estudo, estes apresentam uma boa liquidez geral (inclusive significativamente superior ao setor) e conseqüentemente um fundo de maneo positivo, o que permite concluir que apresentam capacidade de cumprir com as suas obrigações no curto prazo.

Adicionalmente, têm em comum o facto de apresentarem uma liquidez reduzida bastante inferior à liquidez geral. Isto ocorre e era expectável, uma vez que este tipo de empresas apresenta um inventário bastante elevado e, portanto, era expectável esta variação.

Dos indicadores de rotação do ativo, concluímos que para as empresas de dimensão grande, a rotação do ativo do setor é superior à das empresas em estudo e este deveria ser um fator a ter em atenção. No entanto, é importante referir, tal como está nas limitações ao estudo, que o setor considerado não é somente relativo a vinhos generosos e este tipo de vinhos tem automaticamente uma rotação de ativo menor derivada de necessitar de forma geral de um maior estágio.

As empresas de dimensão média e pequena, uma vez que não possuem tantos recursos, apresentam uma rotação dos ativos mais semelhante às do setor, de forma a conseguirem ser competitivas.

Relativamente ao grupo de indicadores das margens EBIT, EBITDA e de resultado líquido, podemos concluir que as empresas de dimensão grande e média apresentam, de forma geral, valores superiores aos valores apresentados para o setor, logo caso apliquem corretamente estes resultados podem evoluir e tornar-se ainda mais competitivas, aumentando ainda mais a diferença de resultados.

Por outro lado, para a empresa comparativa pequena, ocorre exatamente o oposto, apresentando inclusive alguns valores negativos para estes indicadores, com especial ênfase na margem do resultado líquido. Isto é algo a ter em atenção, uma vez que uma sucessão de resultados negativos, indica que a empresa corre um risco de entrar em falência. Além disso, não parece haver uma tendência de melhoria.

Considerando os rácios de rendibilidades podemos concluir que para as empresas de dimensão média e pequena, de forma geral, houve uma inversão ao longo do período em estudo, havendo uma tendência para o setor apresentar maiores rendibilidades do que as empresas em estudo, excetuando a rendibilidade dos Capitais Próprios.

Por outro lado, a empresa comparativa grande apresenta para todas as rendibilidades valores superiores ao setor, sendo assim mais eficiente na gestão dos seus recursos.

No que refere aos prazos médios, concluímos que as empresas em estudo deverão reduzir o prazo de recebimentos, uma vez que o setor apresenta resultados mais eficientes que têm influência na sua capacidade de cumprir com as suas obrigações se a isto aliarmos um maior prazo médio de pagamentos.

O prazo médio de inventários como esperado é elevado para todas as empresas, uma vez que este setor é um setor, tal como referido aquando da liquidez reduzida, que apresenta sempre um elevado inventário derivado de todo o processo até poder ser comercializado.

Desta forma, podemos concluir que as empresas grandes em estudo, considerando somente os indicadores univariáveis, apresentam-se como as que apresentam melhores resultados, comparando com a evolução do setor e que têm maior capacidade de continuidade. Como seria de

esperar, as empresas pequenas, derivadas da maior competição, apresentam os resultados menos positivos e que merecem maior atenção.

Relativamente aos modelos de previsão de falência iremos somente retirar conclusões relativas ao modelo de Lizarraga, uma vez que, segundo estudos efetuados, é o modelo de previsão de falência mais adequado para este setor.

Para todo o período em estudo, as empresas de dimensão grande foram todas consideradas saudáveis. Isto permite-nos concluir que estas empresas, ao manterem este registo, têm previsão de continuidade.

As empresas de dimensão média em estudo apresentam-se, na sua generalidade, saudáveis durante todo o período em estudo, apresentando somente algumas exceções.

No entanto, é importante ressaltar que estas exceções, ocorreram nos primeiros anos em estudo, não se tendo revelado nenhuma empresa como “não saudável” a partir de 2016. Isto permite-nos concluir que podem ter sido anos esporádicos, que apesar de ser um indicador a ter em conta, permite-nos estar confiantes acerca da continuidade destas empresas, principalmente pois apresentam um registo positivo nos últimos anos.

Para as empresas de dimensão pequena, houve um decréscimo das empresas que se encontram em situação de “não saudável” nos anos subsequentes a 2012, nomeadamente em 2013 e 2014, muito provavelmente derivado da recuperação económica verificada após a crise económica que se verificou entre 2008 e 2012 (daí entre 2010 e 2012 serem os anos que apresentam o maior número de empresas nesta situação). A partir de 2015, o número de empresas na situação de “Falida” manteve-se constante, tendo estabilizado

De forma geral, podemos considerar que houve uma evolução e que as empresas se encontram numa boa situação. No entanto, certas empresas têm de ser estudadas com maior atenção, nomeadamente a Vinhos Quinta da Pedra Alta, S.A. e a José Maria da Fonseca & Van Zeller, S.A, pois apresentam-se como não saudáveis em todos os anos deste estudo. Adicionalmente, também se deve prestar atenção à Granacer – Administração de Bens, S.A e Ségur Estates - Redondo Winery, S.A, uma vez que desde 2016 apresentaram-se como falidas em todos os anos, logo pode estar a tornar-se aqui uma tendência.

De qualquer forma, considerando o global de empresas em estudo, pode-se considerar que a maioria apresenta um bom potencial de continuidade, uma vez que se apresentam como saudáveis em pelo menos grande parte dos anos em estudo.

Relativamente ao EVA<sup>®</sup>, apresentamos de seguida as conclusões por dimensão das empresas.

No período em estudo houve criação de valor significativa por parte das empresas de dimensão grande em estudo, uma vez que os valores positivos foram significativamente superiores aos valores em que houve destruição de valor.

Este resultado, permite-nos concluir que as empresas estão no caminho correto, uma vez que estão a gerar riqueza e a contribuir para um futuro sustentável das mesmas

Comparando o EVA® aplicado às empresas em estudo e à média setorial, concluímos que a criação de valor das empresas, no período em estudo é muito semelhante ao do setor.

Além disso, é de ressaltar que tem havido uma aproximação entre as empresas em estudo e o setor, apresentando nos últimos anos valores extremamente semelhantes. Isto indica-nos que as empresas estão de acordo com a geração de riqueza por parte do setor, mantendo-se ao mesmo nível e equiparando o mesmo.

Para as empresas de dimensão média em estudo, podemos retirar as mesmas conclusões que para as empresas de dimensão grande, nomeadamente que houve criação de valor, pois tal como na anterior os valores positivos foram superiores aos valores em que houve destruição de valor. No entanto, a criação de valor foi inferior, tal como seria de esperar.

Comparando a empresa comparativa média e a empresa média setorial de dimensão média, os valores apresentados pela empresa média setorial são superiores em todo o período em estudo. No entanto, apesar de não ser na mesma medida, existe uma aproximação nos últimos anos entre as duas empresas, tal como nas empresas de dimensão grande.

Podemos desta forma concluir que a criação de riqueza por parte do setor é superior à das empresas em estudo, logo pode ocorrer um atraso destas empresas relativamente ao setor, pois não estão a gerar tanta riqueza da qual possam usufruir no futuro.

Para as empresas de dimensão pequena, tal como nas anteriores, as empresas em estudo apresentam, em média, criação de valor gerada superior à destruição de valor ocorrida, sendo assim, considerado que houve criação de valor quando considerado o período total em estudo.

No entanto, no conjunto de todo o período em estudo, houve maior geração de riqueza por parte do setor do que pelas empresas em estudo. Tal como no caso das empresas de dimensão média, podemos concluir que pode ocorrer um atraso destas empresas relativamente ao setor, pois não estão a gerar tanta riqueza da qual possam usufruir no futuro.

É importante referir que nos últimos anos está a ocorrer uma tendência de aproximação entre os valores apresentados pela média setorial e pela média das empresas em estudo, o que indica uma aproximação relativamente ao setor, equiparando-se e gerando riqueza do mesmo nível, permitindo uma maior probabilidade de sobrevivência.

## 5.2. Limitações ao Estudo

Apesar dos esforços realizados para que este estudo fosse o mais correto e isento de erros possível, existiram algumas limitações que não foram possíveis de ultrapassar, nomeadamente:

- a) O *Unlevered Beta* utilizado não é o mais indicado pois utilizámos o referente a bebidas alcoólicas, uma vez que não foi possível encontrar um referente a agricultura. Ainda neste tópico é importante referir que o *Unlevered Beta* utilizado corresponde a uma conversão do *Beta* americano para a realidade portuguesa e desta forma também pode haver algum erro implícito de aproximação;

- b) Na recolha de dados das empresas, verificou-se que a empresa Warre & CO não apresentava número de empregados referentes aos anos mais recentes deste estudo. Desta forma, assumiu-se que seriam o mesmo número verificado no último ano que tinha esta informação, considerando assim que teria 9 empregados;
- c) Recolha de dados provenientes do Banco de Portugal: os dados disponíveis referentes ao Código de Atividade Empresarial correspondente ao Vinho Generoso (CAE 11021) não possuía a divisão entre empresas grandes, médias e pequenas. Desta forma retiraram-se os dados referentes à Indústria do vinho (CAE 1102);
- d) Cálculo do Capital Circulante para utilização no modelo de Carvalho das Neves: considerou-se o Ativo Circulante e o Passivo Circulante como Ativo Corrente e Passivo Corrente, respetivamente, presente nas demonstrações financeiras de cada empresa;
- e) Cálculo do *Cash-flow* de Exploração para utilização no modelo de Carvalho das Neves: foi baseado na formulação (Instituto Superior Técnico,2021):

$$\begin{aligned}
 & \text{Cash} - \text{flow} \\
 & = EBIT \times (1 - T) + \text{Gastos ou Reversões de Depreciações e Amortizações} \\
 & \quad + \text{Provisões} + \text{Imparidades de investimentos Depreciáveis ou Amortizáveis}
 \end{aligned}$$

- f) Cálculo dos Financiamentos Obtidos para utilização no modelo de Carvalho das Neves: considerou-se como Dívidas Financeiras de Médio/ Longo Prazo, a rubrica Dívidas a Terceiros de Médio / Longo Prazo, pois assume-se que as únicas dívidas a longo prazo serão as dívidas financeiras;
- g) Cálculo da média do Prazo Médio de Inventários que é utilizada na Empresa Comparativa Pequena:
  - i. A empresa José Maria da Fonseca & Van Zeller, S.A. não apresenta valores que permitam o cálculo deste rácio para os anos 2012, 2016, 2018, 2019;
  - ii. A empresa Warre & CO, S.A. não apresenta valores que permitam o cálculo deste rácio para os anos de 2016 a 2019;
  - iii. Para ambos, a solução encontrada foi não contabilizar estas empresas para a média da Empresa Comparativa dos anos em que não dispomos de informação;
- h) Cálculo da média no rácio Réditos por Empregados que é utilizado na Empresa Comparativa Grande:
  - i. A empresa Symington Family Estates – Vinhos, S.A. não apresenta valores que permitam o cálculo deste rácio para anos anteriores a 2016, inclusive. Desta forma, a solução encontrada foi a não contabilização desta empresa para a média dos anos em que não dispomos da informação;
- i) Cálculo da média no rácio Réditos por Empregados que é utilizado na Empresa Comparativa Média:
  - i. A empresa Companhia União do Vinho do Porto e Madeira, Lda não apresenta valores que permitam o cálculo deste rácio para os anos 2010 e 2011, inclusive. Desta forma, a solução encontrada foi a não contabilização desta empresa para a média dos anos em que não dispomos da informação;

- j) Por limitação da informação disponível, não foi possível efetuar ajustamentos ao EVA®. O único ajustamento possível foi o referente ao LIFO, uma vez que este não é utilizado em Portugal;
- k) Utilização de somente uma taxa isenta de risco para todo o período em estudo derivado da impossibilidade de calcular uma taxa para cada ano;
- l) Limitação no cálculo da taxa de retorno de mercado do ano 2010, pois não foi possível encontrar informação referente a todo o ano;





## Referências bibliográficas

Adriá, C., Tapia, C.A., Navarro, A. (2017). *A divina cozinha: cozinha mediterrânica em HD e 3D*. (Vol. 1). Localização: Abantera Ediciones.

Agência de gestão da tesouraria e da dívida pública. (2022). *OT series outstanding*. Consultado em 2 maio 2022. Disponível em [https://www.igcp.pt/fotos/editor2/2022/Instrumentos\\_Divida/20220413\\_Conventions\\_OT\\_ENG.pdf](https://www.igcp.pt/fotos/editor2/2022/Instrumentos_Divida/20220413_Conventions_OT_ENG.pdf)

Almeida, R., Dias, A., Albuquerque, F., Carvalho, F., Pinheiro, P. (2010). *SNC Explicado*. (2ª ed). Agualva-Cacém: ATF-Edições Técnicas.

Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*. 23, (4), p. 568-609.

Altman, E. (1983). *Corporate Financial Distress*. New York: Wiley-Interscience.

Álvares, P.M.P. (2019). *Modelos de Previsão de Falência Empresarial: Análise Crítica do Z-Score de Altman*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Portugal.

Amaro, Dânia. (2015). *Modelos de Previsão de Falência: O Setor Bancário Português*. (Dissertação de mestrado). Coimbra Business School, Portugal.

Andia, L. H. (2007). *Modelo para Mensuração do Desempenho Económico e Financeiro de Empresas em Rede: Uma Aplicação às Cadeias Agroindustriais*. (Dissertação de doutoramento). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Brasil.

Araújo, D.N., Cardoso, P., Novais, J. (2011). *Manual de prestação de contas nas sociedades comerciais: o processo de relato financeiro em SNC*. (2ª ed). Porto: Jornal Fiscal.

Assis, J.S. (2017). *Análise do RAROC utilizando Modelo DuPont dos Bancos Provados Listados na BM&FBOVESPA de 2010 a 2015*. (Dissertação de Mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Brasil.

Aviso nº 8254/2015 de 29 de Julho do *Ministério das Finanças*. Diário da República: 2ª Série, Nº 146

Barreto, F.S.C. (2018). *How does a Credit Default Swap Spread Volatility impact the Z-Score Models? A case study approach on Eurostoxx50*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Portugal.

Barros, G. (2008). *Modelos de previsão de falência de empresas – Aplicação empírica ao caso das pequenas e médias empresas portuguesas*. (Dissertação de mestrado). Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE), Portugal.

Bauman, M.P. (1999). An Empirical Investigation of Conservatism in Book Value Measurement. *Managerial Finance*. 25, (12), pp 42-57.

Biddle, Bowen, Wallace (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*. 24, (3), p. 301-336. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00010-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00010-X)

Brealy, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2010). *Principles of Corporate Finance*. (10ª Ed). New York: McGrawHill/Irwin.

Breia, A.M., Mata, M.N., Pereira, V.M. (2014). *Análise Económica e Financeira: Aspetos Teóricos e Casos Práticos*. Lisboa: Rei dos Livros.

Brites, A.C. (2014). *Relatórios de Gestão e Indicadores Financeiros e de Gestão*. (Relatório de mestrado). Portugal: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra;

Burja, V., Mărginean, R. (2014). The Study of Factors that may Influence the Performance by the Dupont Analysis in the Furniture Industry. *Procedia Economics and Finance*, 16, 213–223

Cadore, G. & Giasson, O.R. (2012). *Análise dos Índices Económicos e Financeiros de uma Importadora de Máquinas, para Possível Investimento*. Acedido em Março 03, 2021 em: [http://repositorio.roca.utfpr.edu.br/jspui/bitstream/1/1505/1/PB\\_EGCF\\_VII\\_2012\\_10%20.pdf](http://repositorio.roca.utfpr.edu.br/jspui/bitstream/1/1505/1/PB_EGCF_VII_2012_10%20.pdf)

Cardoso, A.N. (2013). *Performance das Medidas de Desempenho Económico e de Criação de Valor no Setor das Telecomunicações*. (Dissertação de Mestrado). ISCTE Business School, Portugal.

Carvalho, J.M., Santos, W., Rêgo, T. (2010). Uma análise dos fatores de desempenho financeiro: O caso das Lojas Americanas S.A. *Qualitas Revista Eletrónica*. 9,1. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/279263738\\_Uma\\_analise\\_dos\\_fatores\\_de\\_desempenho\\_financeiro\\_o\\_caso\\_das\\_Lojas\\_Americanas\\_SA](https://www.researchgate.net/publication/279263738_Uma_analise_dos_fatores_de_desempenho_financeiro_o_caso_das_Lojas_Americanas_SA)

Carvalho, P.M.T. (2013). Continuidade: Estudo de um caso. *Revisores e Auditores – Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas*, 61, 20-35.

Carvalho das Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. (2ª Edição). Lisboa: Texto Editora. ISBN 972-618-280-8

Carvalho das Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada de gestão*. (5ª Ed.) Texto Editora. ISBN: 978-972-47-4326-4

Carvalho das Neves, J. & Silva, J.A. (1998). *Análise do Risco de Incumprimento: na Perspetiva da Segurança Social*.

Catelli, A. (2001). *Controladoria: uma abordagem de gestão económica*. São Paulo: Editora Atlas.

Clube Vinhos Portugueses (2016). *Vinho: Tipos de Vinho- Vinho Licoroso / Fortificado / Generoso*. Consultado em Dezembro 30, 2020. Disponível em: <https://www.clubevinhosportugueses.pt/vinhos/tipos-de-vinho-vinho-licorosofortificadogeneroso/>

CNC. (2010). *História*. Disponível em: <http://www.cnc.min-financas.pt/siteantigo/sitecnc4.htm>

CNC. (2016). *Sumário Executivo SNC*. Disponível em: <http://www.cnc.min-financas.pt/pdf/SNC/2016/SumarioExecutivo.pdf>

Correia, Carla Susana Valente (2012). *Previsão da Insolvência: Evidência no Setor da Construção*. (Dissertação de Mestrado). Universidade de Aveiro, Portugal

Da Silva, P.T. (2011). *Medidas de Desempenho Económico e Geração de Valor: o caso das empresas brasileiras de capital aberto*. (Dissertação de mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Brasil.

Dalmacio, F.Z., Rezende, A.J., Slomsky, V. (2009). Análise Setorial das Medidas de Performance Utilizadas nos Contratos de Renumeração dos Gestores. *Revista Universo Contábil*. Vol.5(3), pp 6-23.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. (2ª edição). New York: John Wiley & Sons.

De Bruyckere, V., Gerhardt, M., Schepens, G., Vander Vennet, R. (2013). Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis. *Journal of Banking & Finance*, 37,12, 4793– 4809. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426613003439>

*Decreto Lei nº 98/2015 de 2 de Junho do Ministério das Finanças*. Diário da República: I série, Nº 106 (2015). Acedido a 31 de Janeiro 2021. Disponível em: <https://dre.pt/home/-/dre/67356342/details/maximized>

Dicionário infopédia da Língua Portuguesa (2021). *Indicador*. Consultado em Março 7, 2021 em <https://www.infopedia.pt/dicionarios/lingua-portuguesa/indicador>

Diretiva2013/34/eu;

Domínguez, M.A.C. (2000). *Análisis de los Factores Explicativos del Fracaso Empresarial en Galicia: un Análisis Empírico Mediante la Utilización de Modelos de Redes Neuronales*. (1ª ed). Galiza: Tórculo.

Etter, E., Lippincot, B., Reck, J. (2006). An analysis of U.S. and Latin American Financial Accounting Ratios. *Advances in International Accounting*. (Vol. 19, pp 145-173)

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Working paper. Madrid: IESE Business School.

Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas-Volume II*. Lisboa: Edições Sílabo. ISBN 972-618-280-8

Fusion Media Limited (2022). *PSI 20: Dados históricos*. Consultado em 29 abril 2022. Disponível em <https://pt.investing.com/indices/psi-20-historical-data>

González, M. F. (2010). *Análise do desempenho das 1000 maiores empresas não financeiras de Portugal e Espanha em 2002-2006*". (Dissertação de mestrado). Instituto Superior Técnico, Portugal.

HUGHES, S. (1993). Bankruptcy prediction models. *Credit Control Journal*. 16-23.

INE-Instituto Nacional de Estatística (2015). *Contas Económicas da Agricultura*. Consultado em Dezembro 6, 2020 em: [https://www.ine.pt/ngt\\_server/attachfileu.jsp?look\\_parentBoui=248510725&att\\_display=n&att\\_download=y](https://www.ine.pt/ngt_server/attachfileu.jsp?look_parentBoui=248510725&att_display=n&att_download=y)

INE-Instituto Nacional de Estatística (2016). *Contas Económicas da Agricultura*. Consultado em Dezembro 6, 2020 em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaquas&DESTAQUESdest\\_boui=250419645&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=250419645&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt)

INE-Instituto Nacional de Estatística (2017). *Contas Económicas da Agricultura*. Consultado em Dezembro 6, 2020 em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaquas&DESTAQUESdest\\_boui=281075856&DESTAQUESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=281075856&DESTAQUESmodo=2)

INE-Instituto Nacional de Estatística (2018). *Contas Económicas da Agricultura*. Consultado em Dezembro 6, 2020 em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaquas&DESTAQUESdest\\_boui=314654511&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=314654511&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt)

INE-Instituto Nacional de Estatística (2019). *Contas Económicas da Agricultura*. Consultado em Dezembro 6, 2020 em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_destaquas&DESTAQUESdest\\_boui=354592855&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=354592855&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt)

Infovini-O Portal dos Vinhos (2009:1). *Como se faz um vinho: Vinho Generoso*. Consultado em Dezembro 30, 2020 em: <http://www.infovini.com/pagina.php?codNode=18102>

Infovini-O Portal dos Vinhos (2009:2). *Tipos de Vinho: Designações de Origem*. Consultado em Dezembro 4, 2020 em: <https://www.infovini.com/pagina.php?codNode=18090>

Instituto da Vinha e do Vinho, I.P. (2016:1). *História: Saber Mais: A Vinha e o Vinho em Portugal*. Consultado em Dezembro 5, 2020 em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/47/>

Instituto da Vinha e do Vinho, I.P. (2016:2). *Regiões: Douro/Porto*. Consultado em Dezembro 3, 2020 em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/77/>

Instituto da Vinha e do Vinho, I.P. (2016:3). *Regiões: Península de Setúbal*. Consultado em Dezembro 3, 2020 em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/80/>

Instituto da Vinha e do Vinho, I.P. (2016:4). *Evolução da Produção Nacional de Vinho por Região Vitivinícola*. Consultado em Dezembro 8, 2020 em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/163.html>

Instituto da Vinha e do Vinho, I.P. (2019). *Agentes Económicos no Setor Vitivinícola*. Consultado em Dezembro 8, 2020 em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/360/>

Instituto da Vinha e do Vinho, I.P. (2020). *Exportação / Expedição de Vinhos- Agosto 2020*. Consultado em Dezembro 8, 2020 em: <https://www.ivv.gov.pt/np4/9470.html>

Instituto Superior Técnico (2021). *Materiais de Avaliação de Projetos de Investimento*, LEGI.

José Maria da Fonseca. (2020). *Moscatel de Setúbal Torna Viagem*. Consultado em Fevereiro 15, 2020 em: <https://www.jmf.pt/index.php?id=702>

Larousse. (2009). *Larousse Enciclopédia Moderna*. (2ª Ed) Rio de Mouro: Círculo de Leitores. ISBN: 978-972-42-4377-1.

Lázaro, J. (2012). *CAPM nos Mercados Europeu e Português*. (Dissertação de mestrado). Instituto Superior de Economia e Gestão, Portugal.

Liesz, T.J. & Maranville, S.J. (2008). Ratio Analysis Featuring the Dupont Method: an Overlooked Topic in the Finance Module of Small Business Management and Entrepreneurship Courses. *Small Business Institute Journal*. 1, 34, 17-34. Disponível em: <https://www.sbij.org/index.php/SBIJ/article/view/46/22>

Lizarraga, D. (1998). Modelos de predicción del fracaso empresarial: ¿Funciona entre nuestras empresas el modelo de Altman de 1968?, *Revista de Contabilidad*, vol. 1(1), 137-164

Luís, C.C. (2012). *Avaliação da Performance Empresarial, as métricas tradicionais versus as métricas baseadas no valor*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Portugal.

Macedo, V.D.A.C. (2017). *A Continuidade e as Técnicas de Previsão de Falência – O Caso das Sociedades Portuguesas*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Portugal.

Machado, S. M. (2011). *Do POC ao SNC: Que Implicações para os TOC*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Politécnico de Bragança, Portugal.

Madden, B. (2008). *Applying a mindset to stock valuation*. Working paper. (eletronicamente disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1156524](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1156524) )

Martin, J. & Petty, J.W. (2000). *Value Based Management: The corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston: Harvard Business Scholl Press. ISBN 0-87584-800-1.

Matarazzo, D. C. (1998). *Análise Financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. (5ª edição). São Paulo: Editora Atlas.

Merchant, K.A. (Maio de 2007). Evaluating General Managers' Performances. *Strategic Finance*. Maio, 12-14 et 59-61.

Museu do Douro. (2020). *Região Demarcada do Douro*. Consultado em Fevereiro 15, 2020 em: <https://www.museudodouro.pt/regiao-demarcada-do-douro>

Nagarajan, K. (2015). Economic Value Added (EVA): A Performance Measure of Strategic Finance. *CLEAR International Journal of Research in Commerce & Management*. 6, 11, 89-91;

Neves, J.C. (2011). *Análise e relato financeiro, uma visão integrada de Gestão*. Texto Editores;

Nunes, Rui Miguel Roberto (2012). *Insolvência no sector cerâmico* (Dissertação de Mestrado). Instituto Politécnico de Santarém, Escola Superior de Gestão e Tecnologia, Portugal.

OIV- The International Organisation of Vine and Wine. Consultado em Dezembro 3, 2020 em: <http://www.oiv.int/en/statistiques/recherche>

Oliveira, A.B.C.S.R. (2019). *Modelos de Previsão de Falências enquanto Ferramenta de Auditoria*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal.

Peres, C.J. (2014). *A eficácia dos modelos de previsão de falência: Aplicação ao caso das Sociedades Portuguesas*. (Dissertação de Mestrado). Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Portugal.

Peres, C.J., Antão, M. (2017). The use of multivariate discriminant analysis to predict corporate bankruptcy: A Review. *AESTIMATIO, The IEB International Journal of Finance*. 14, pp. 108-131.

Peres, C.J., Pinheiro, P.M.B., Cristóvão, D.C., Marques, H.M.G. (2017). *“Falência” empresarial, análise discriminante e Scoring- Uma Visão Geral*. Disponível no RCAAP: <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/7504>

Pinheiro, C.F.R., Azevedo, G.M.C., Cruz, S.A. (2013). Do POC ao SNC: Evolução e Aspetos Diferenciadores. *Revista Portuguesa de Contabilidade*. 3, 10, 4-10.

PORDATA (2020). *Exportações, importações e saldo da balança de bens: total e por principais grupos de países parceiros comerciais*. Consultado em Janeiro 30, 2021 em: <https://www.pordata.pt/Portugal/Exporta%C3%A7%C3%B5es++importa%C3%A7%C3%B5es+e+saldo+da+balan%C3%A7a+de+bens+total+e+por+principais+grupos+de+pa%C3%ADses+parceiros+comerciais-2341>

PORDATA (2019). *Produto Interno Bruto – Euro*. Consultado em: Dezembro 6, 2020 em: [https://www.pordata.pt/Europa/Produto+Interno+Bruto+\(Euro\)-1786](https://www.pordata.pt/Europa/Produto+Interno+Bruto+(Euro)-1786)

Porter, M. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.

Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press. ISBN: 0-0684-84410-9

Rodrigues, I.A. (2017). *Modelos de Previsão de Insolvência Financeira: O Caso Português*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Católica Portuguesa, Portugal.

Rodrigues, J. (2010). *Avaliação do Desempenho das Organizações*. Lisboa: Escolar Editora.

Rodrigues, P.E.P. (2019). *Viabilidade Económica e Financeira da ampliação das instalações e da implementação da presença digital da FERVAPOR*. Instituto Superior de Administração e Gestão, Portugal.

Santos, A. (2008). *Gestão Estratégica – Conceitos, modelos e instrumentos*. Lisboa: Escolar Editora.

Santos, P.J.M. (2000) *Falência Empresarial: Modelo Discriminante e Logístico de Previsão Aplicado às PME do Sector Têxtil e do Vestuário*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Aberta, Portugal.

Soares, E.R., Galdi, F.C.(2011). Relação dos Modelos DuPont com o Retorno das Ações no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças-USP*. 22, 57, 279-298

Van Voorhis, K. R. (1981). The Dupont Model Revisited: a Simplified Application to Small Business. *Journal of Small Business Management*, 19, 2, 45–51.

Young, S. D., O'Byrne, S. F. (2003). *EVA e Gestão Baseada no Valor – Guia prático para implementação*. Porto Alegre: Bookman. ISBN: 85-363-0229-1



## Anexos

### Anexo 1 – Listagem de empresas constantes da amostra

<b>Nome da Empresa</b>	<b>NIF</b>	<b>Localidade</b>	<b>Dimensão</b>
<b>Bacalhoa Vinhos de Portugal, SA</b>	500150460	Azeitão	M
<b>Barão de Vilar – Vinhos, SA</b>	503588253	Santa Comba da Vilariga	M
<b>C. da Silva (Vinhos), SA</b>	500049440	Vila Nova de Gaia	M
<b>Casa Agrícola Roboredo Madeira, SA</b>	504571133	Almendra	P
<b>Casa Ermelinda Freitas</b>	507518225	Aigualva de Cima	M
<b>Caves do Solar de São Domingos</b>	500244294	Ferreiros	P
<b>Caves Primavera, S.A.</b>	500524807	Landiosa	P
<b>Companhia União dos Vinhos do Porto e Madeira, Lda</b>	503695084	Vila Nova de Gaia	M
<b>Duorum Vinhos, S.A.</b>	507996623	Castelo Melhor	P
<b>Global Wines, S.A.</b>	502515031	Carregal do Sal	M
<b>Gran Porto Cruz – Sociedade Comercial de Vinhos, Lda</b>	500359423	Vila Nova de Gaia	G
<b>Granacer – Administração de Bens, S.A</b>	505102048	Corval	P
<b>Henriques &amp; Henriques - Vinhos, S.A</b>	511000634	Câmara de Lobos	P
<b>José Maria da Fonseca &amp; Van Zeller, S.A</b>	505123487	Vila Nogueira de Azeitão	P
<b>José Maria Da Fonseca - Vinhos, S.A.</b>	500157871	Vila Nogueira de Azeitão	M
<b>Madeira Wine Company, S.A.</b>	511004206	Funchal	M
<b>Manoel D. Poças Júnior – Vinhos, S.A.</b>	500378207	Vila Nova de Gaia	P
<b>Mateus &amp; Sequeira Vinhos, S.A.</b>	508041171	Cadão	P
<b>Murças, S.A.</b>	500569401	Muro	P
<b>Niepoort (Vinhos), S.A.</b>	500202141	Vila Nova de Gaia	M
<b>Quinta and Vineyard Bottlers - Vinhos, S.A.</b>	503885428	Vila Nova de Gaia	G
<b>Quinta da Alorna Vinhos, S.A.</b>	503687707	Almeirim	P
<b>Quinta da Pacheca - Sociedade Agrícola e Turística, Lda</b>	507119622	Cambres	P

Vinhos Quinta da Pedra Alta, S.A.	508821096	Soutelinho	P
Quinta das Arcas – Sociedade Agrícola, Lda	501605428	Sobrado	P
Quinta do Crasto, S.A.	507856813	Quinta do Castro	M
Quinta do Noval – Vinhos, S.A.	500225362	Quinta do Bonfim	M
Quinta do Pego - Sociedade Agrícola e Vitivinícola, S.A.	504908871	Quinta do Pego	P
Sociedade Quinta do Portal, S.A.	501695060	Porto	M
Sociedade da Casa Agrícola da Quinta do Silval, S.A.	502508191	Vale de Mendiz	P
Reynolds Wine Growers, S.A.	505330520	Arronches	P
Ségur Estates - Redondo Winery, S.A	501434097	Monte Branco	P
Serrano Mira - Sociedade Vinícola, S.A.	504471554	São Bento do Ameixial	P
Sociedade dos Vinhos Borges, S.A.	500269394	Rio Tinto	M
Sociedade Agrícola da Romaneira, S.A.	500253560	Cotas	P
Sogrape Vinhos, S.A.	500271615	Avintes	G
Symington Family Estates – Vinhos, S.A.	500251673	Vila Nova de Gaia	G
Vallegre – Vinhos do Porto, S.A.	500412715	Quinta da Vista Alegre	P
Warre & Companhia, S.A.	500301786	Vila Nova de Gaia	P

## Anexo 2 – Resultados Modelos de Previsão de Falência

Sogrape												
Variáveis definidas pelo usuário												
Contas Não Consolidadas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,60	0,61	0,65	0,64	0,61	0,60	0,61	0,59	0,60	0,58		
Carvalho das Neves	0,685243521	0,834924006	0,836184791	0,855139448	0,833355497	0,70141399	0,670292965	0,567669822	0,649671255	0,104755201		
Lizarraga	0,94	1,21	1,34	1,14	1,07	0,94	0,91	0,64	0,65	0,70		

Symington												
Variáveis definidas pelo usuário												
Contas Não Consolidadas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,52	0,49	0,53	0,66	0,63	0,65	0,66	0,65	0,59	0,61		
Carvalho das Neves	0,6170438	0,608425521	0,624088578	0,81413066	0,735703032	0,808723809	0,891502364	0,770832646	0,770307405	0,933846131		
Lizarraga	0,89	0,77	0,79	0,74	0,58	0,56	0,70	0,47	0,20	0,49		

Qta and Vineyard Bottlers												
Variáveis definidas pelo usuário												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,50	0,48	0,54	0,52	0,54	0,55	0,50	0,48	0,48	0,49		
Carvalho das Neves	0,838617408	0,727212625	0,779996182	0,650586886	0,76440437	0,686399636	0,538849112	0,604630757	0,750522377	0,778087147		
Lizarraga	0,89	0,82	0,92	0,71	0,93	0,95	0,67	0,65	0,93	0,86		



Soc. Vinhos Borges												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,43	0,50	0,48	0,46	0,49	0,47	0,43	0,42	0,43	0,40		
Carvalho das Neves	-0,216287051	-0,225462346	-0,273992124	-0,367433528	-0,339475156	-0,311011678	-0,546568701	-0,576874219	-0,362100045	-0,342914462		
Lizarraga	0,23	0,42	0,46	0,44	0,64	1,02	0,40	0,03	0,03	-0,05		

Qta do Crasto												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,38	0,38	0,40	0,43	0,42	0,40	0,37	0,32	0,29	0,29		
Carvalho das Neves	0,510280848	0,556212837	0,526335888	0,500791772	0,498473263	0,450085949	0,422147385	0,338094036	0,317547934	0,31208347		
Lizarraga	0,32	0,47	0,52	0,52	0,57	0,48	0,49	0,40	0,37	0,37		

Madeira Wine Company												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,46	0,46	0,43	0,42	0,47	0,34	0,41	0,44	0,40	0,37		
Carvalho das Neves	0,929280558	0,78683642	0,978515908	0,54762009	0,561625129	0,737517918	0,823984271	0,666581488	0,565673139	0,48700628		
Lizarraga	0,98	0,91	1,38	0,64	0,66	0,61	1,06	0,85	0,63	0,48		

Barão de Vilar												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,60	0,55	0,54	0,71	0,53	0,72	0,64	0,59	0,45	0,36		
Carvalho das Neves	0,71064297	0,526859931	0,579686186	0,4940446	0,444889921	0,772022686	0,550876562	0,640725489	0,421934626	0,16148846		
Lizarraga	1,08	0,87	0,86	0,71	0,57	1,13	0,79	0,95	0,53	0,27		

Qta do Noval												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,51	0,48	0,42	0,44	0,42	0,41	0,42	0,36	0,36	0,32		
Carvalho das Neves	0,885857255	0,90855315	0,63543209	0,70580677	0,615770781	0,669535078	0,683775074	0,532054857	0,518890422	0,623276739		
Lizarraga	6,70	5,04	3,93	3,65	3,57	3,08	2,79	2,26	2,06	0,29		

Qta do Portal												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,17	0,17	0,16	0,17	0,17	0,15	0,16	0,18	0,19	0,16		
Carvalho das Neves	-0,276402214	-0,225530554	-0,20978716	-0,228417929	-0,234922884	-0,137226316	-0,108661128	-0,033382836	0,073769931	-0,159870413		
Lizarraga	0,40	0,46	0,43	0,43	0,37	0,36	0,39	0,53	0,39	0,38		

Qta Arcas												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,92	1,05	1,15	1,27	1,27	1,06	0,96	0,87	0,73	0,87		
Carvalho das Neves	1,497208047	1,591420948	1,530480851	1,51023906	1,136917199	0,64099787	0,474029167	0,39925204	0,395405327	0,498128419		
Lizarraga	1,06	1,48	1,67	1,92	1,55	0,52	0,33	0,23	0,14	0,23		

Manoel D. Poças Junior												
<b>Variáveis definidas pelo usuário</b>												
Contas												
Altman	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010		
	0,45	0,46	0,44	0,50	0,56	0,53	0,53	0,51	0,57	0,57		
Carvalho das Neves	0,637457474	0,676541143	0,547075639	0,747769459	0,849224981	0,72968323	0,80378769	0,81394781	0,876545459	0,554483554		
Lizarraga	0,28	0,47	0,16	0,54	0,65	0,48	0,62	0,42	0,41	0,31		







SOCIEDADE DOS VINHOS BORGES, S.A.	31/12/2019 -1.025.504,31	31/12/2018 2.383.310,37	31/12/2017 -1.133.717,22	31/12/2016 -934.629,72	31/12/2015 -437.426,09	31/12/2014 4.496.115,48	31/12/2013 -918.984,43	31/12/2012 -819.384,38	31/12/2011 5.668.674,66	31/12/2010 -450.970,93
QUINTA DO CRASTO, S.A.	31/12/2019 -831.726,82	31/12/2018 3.011.456,16	31/12/2017 -823.383,39	31/12/2016 -611.383,37	31/12/2015 -326.354,63	31/12/2014 4.247.025,63	31/12/2013 -906.307,11	31/12/2012 -29.199,03	31/12/2011 3.965.449,35	31/12/2010 391.285,19
MADEIRA WINE COMPANY, S.A.	31/12/2019 -1.354,77	31/12/2018 2.571.723,89	31/12/2017 341.761,96	31/12/2016 -656.310,56	31/12/2015 -445.383,73	31/12/2014 6.534.463,19	31/12/2013 -352.435,47	31/12/2012 313.391,21	31/12/2011 3.775.519,81	31/12/2010 482.717,95
BARÃO DE VILAR - VINHOS, S.A.	31/12/2019 648.279,40	31/12/2018 1.757.931,33	31/12/2017 119.822,21	31/12/2016 40.512,53	31/12/2015 96.517,22	31/12/2014 1.906.241,59	31/12/2013 106.015,95	31/12/2012 313.488,39	31/12/2011 776.068,26	31/12/2010 35.579,48
QUINTA DO NOVAL - VINHOS, S.A.	31/12/2019 3.807,27	31/12/2018 2.996.352,53	31/12/2017 -1.291.328,05	31/12/2016 -885.507,14	31/12/2015 -895.604,09	31/12/2014 3.996.351,53	31/12/2013 -928.747,34	31/12/2012 -375.332,83	31/12/2011 3.965.148,02	31/12/2010 -84.453,29
SOCIEDADE QUINTA DO PORTAL, S.A.	31/12/2019 -2.181.550,48	31/12/2018 3.128.137,91	31/12/2017 -2.932.506,43	31/12/2016 -2.260.966,90	31/12/2015 -1.631.272,41	31/12/2014 9.581.636,92	31/12/2013 -3.543.010,79	31/12/2012 -371.499,88	31/12/2011 10.452.479,04	31/12/2010 137.799,66
QUINTA DAS ARCAS - SOCIEDADE AGRÍCOLA,	31/12/2019 186.876,83	31/12/2018 1.376.619,39	31/12/2017 536.199,15	31/12/2016 563.935,73	31/12/2015 471.221,23	31/12/2014 857.674,43	31/12/2013 -97.221,28	31/12/2012 7.147,45	31/12/2011 702.465,33	31/12/2010 81.405,16
MANOEL D POÇAS JÚNIOR - VINHOS, S.A.	31/12/2019 -825.708,26	31/12/2018 2.099.366,48	31/12/2017 -1.551.324,40	31/12/2016 -673.732,49	31/12/2015 -358.294,40	31/12/2014 3.103.212,33	31/12/2013 -794.381,45	31/12/2012 -180.592,83	31/12/2011 4.061.410,93	31/12/2010 281.457,93
VALLEGRE - VINHOS DO PORTO, S.A.	31/12/2019 -408.895,45	31/12/2018 885.002,94	31/12/2017 -584.198,44	31/12/2016 -486.408,58	31/12/2015 -396.694,50	31/12/2014 1.563.723,64	31/12/2013 -575.990,30	31/12/2012 -35.680,56	31/12/2011 1.938.712,84	31/12/2010 169.576,77
QUINTA DA PACHECA - SOCIEDADE AGRÍCOLA,	31/12/2019 226.344,12	31/12/2018 983.854,62	31/12/2017 314.296,53	31/12/2016 58.435,00	31/12/2015 -43.170,08	31/12/2014 583.671,80	31/12/2013 -112.241,25	31/12/2012 5.325,11	31/12/2011 513.766,55	31/12/2010 41.462,02
MATEUS & SEQUEIRA VINHOS, S.A.	31/12/2019 220.014,47	31/12/2018 2.002.006,75	31/12/2017 56.779,02	31/12/2016 66.826,94	31/12/2015 55.909,74	31/12/2014 2.475.716,43	31/12/2013 -98.548,76	31/12/2012 180.742,75	31/12/2011 2.096.017,01	31/12/2010 476.249,13
CARM - CASA AGRÍCOLA ROBOREDO MADEIR	31/12/2019 107.367,42	31/12/2018 1.096.924,53	31/12/2017 65.058,87	31/12/2016 158.444,39	31/12/2015 82.786,82	31/12/2014 1.167.630,98	31/12/2013 -157.940,25	31/12/2012 73.247,94	31/12/2011 938.120,78	31/12/2010 66.421,24
CAVES DO SOLAR DE SÃO DOMINGOS, S.A.	31/12/2019 94.045,84	31/12/2018 1.402.268,12	31/12/2017 -349.527,48	31/12/2016 -307.274,83	31/12/2015 -364.656,42	31/12/2014 1.706.996,64	31/12/2013 -497.650,70	31/12/2012 -84.443,80	31/12/2011 1.791.723,12	31/12/2010 113.332,86
QUINTA DA ALORNIA VINHOS, LDA	31/12/2019 -115.009,03	31/12/2018 537.878,05	31/12/2017 -110.162,65	31/12/2016 -176.038,15	31/12/2015 -214.898,03	31/12/2014 1.072.354,12	31/12/2013 -133.938,71	31/12/2012 205.390,67	31/12/2011 1.109.193,62	31/12/2010 237.420,68
SERRANO MIRA - SOCIEDADE VINÍCOLA, S.A.	31/12/2019 -271.420,72	31/12/2018 1.215.447,83	31/12/2017 -362.068,82	31/12/2016 -165.381,43	31/12/2015 325.428,49	31/12/2014 1.622.272,91	31/12/2013 49.208,99	31/12/2012 -330.785,62	31/12/2011 1.369.896,81	31/12/2010 634.782,08
HENRIQUES & HENRIQUES - VINHOS, S.A.	31/12/2019 87.397,42	31/12/2018 1.234.129,67	31/12/2017 -30.279,42	31/12/2016 -52.595,56	31/12/2015 -489.525,50	31/12/2014 1.796.989,82	31/12/2013 -262.857,66	31/12/2012 424.840,54	31/12/2011 1.081.869,12	31/12/2010 155.741,29
GRANACER - ADMINISTRAÇÃO DE BENS, S.A.	31/12/2019 -904.297,72	31/12/2018 719.323,93	31/12/2017 -1.119.843,14	31/12/2016 -1.034.072,00	31/12/2015 -439.182,98	31/12/2014 2.562.137,93	31/12/2013 -1.063.204,25	31/12/2012 -295.007,03	31/12/2011 1.327.611,20	31/12/2010 2.792,79
MURÇAS, S.A.	31/12/2019 -747.407,47	31/12/2018 1.281.836,81	31/12/2017 -680.304,16	31/12/2016 21.832.762,77	31/12/2015 -6.360.580,00	31/12/2014 821.496,02	31/12/2013 -1.112.970,05	31/12/2012 -318.653,85	31/12/2011 2.480.321,67	31/12/2010 51.460,51
SÉGUR ESTATES - REDONDO WINERY, S.A.	31/12/2019 -873.626,03	31/12/2018 -923.112,81	31/12/2017 -640.750,68	31/12/2016 -1.436.251,27	31/12/2015 -260.448,69	31/12/2014 1.981.151,17	31/12/2013 -325.902,63	31/12/2012 127.919,92	31/12/2011 1.123.601,91	31/12/2010 101.073,06
DUORUM VINHOS, S.A.	31/12/2019 -727.351,42	31/12/2018 263.801,65	31/12/2017 -396.328,21	31/12/2016 -66.323,67	31/12/2015 221.987,90	31/12/2014 925.691,23	31/12/2013 -270.694,95	31/12/2012 -215.672,93	31/12/2011 1.215.894,73	31/12/2010 -223.220,43
CAVES PRIMAVERA, S.A.	31/12/2019 -341.742,54	31/12/2018 492.758,56	31/12/2017 -238.788,16	31/12/2016 -217.491,88	31/12/2015 -308.852,97	31/12/2014 832.249,45	31/12/2013 -323.078,01	31/12/2012 -111.788,56	31/12/2011 612.914,32	31/12/2010 -333.733,57
SOCIEDADE AGRÍCOLA DA ROMANEIRA, S.A.	31/12/2019 -859.821,15	31/12/2018 585.817,80	31/12/2017 -1.315.290,73	31/12/2016 -1.413.376,58	31/12/2015 -1.173.197,51	31/12/2014 2.061.471,98	31/12/2013 -1.123.204,78	31/12/2012 -834.775,77	31/12/2011 1.819.012,09	31/12/2010 -290.738,99



QUINTA DO PEGO - SOCIEDADE AGRÍCOLA E L	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-135.605,64	488.816,75	-218.411,57	-210.788,75	-205.275,66	1.058.195,85	-250.161,11	-11.862,54	-405.580,44	120.650,16
SOCIEDADE DA CASA AGRÍCOLA DA QUINTA L	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-61.174,30	378.885,89	-149.718,51	-262.948,25	-236.681,67	679.963,75	-165.424,61	-11.656,21	511.952,48	13.755,76
REYNOLDS WINE GROWERS, S.A.	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-159.391,52	255.720,20	-177.786,28	-165.570,96	-136.863,76	600.089,03	-185.639,10	-399.638,42	452.796,71	47.674,57
VINHOS QUINTA DA PEDRA ALTA, S.A.	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-552.569,40	-3.713,52	-220.487,46	-299.820,48	-396.199,03	100.131,32	-560.689,04	-536.463,92	188.224,90	-226.180,47
WARRE & CA, S.A.	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-109.735,36	178.234,78	-143.845,03	-29.851,96	-84.655,91	413.318,83	-114.052,24	15.477,47	524.542,40	-102.317,38
JOSÉ MARIA DA FONSECA & VAN ZELLER, S./	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
	-62.334,74	3.011,78	-76.932,05	-87.241,65	-104.860,52	20.973,45	-110.724,57	-89.695,12	107.492,65	-60.247,96