

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO  
MESTRADO EM GESTÃO E EMPREENDEDORISMO



## **Setor Farmacêutico**

**Evolução da Estrutura de Capital e Rendibilidade do Setor  
Farmacêutico nos últimos 14 anos  
(2006-2019)**

---

**Tânia Patrícia de Melo Nunes**

Lisboa, março de 2022



## **Setor Farmacêutico**

**Evolução da Estrutura de Capital e Rendibilidade no Setor  
Farmacêutico nos últimos 14 anos  
(2006-2019)**

**Tânia Patrícia de Melo Nunes**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão e Empreendedorismo, realizada sob a orientação científica do Especialista Arménio Fernandes Breia.

Constituição do Júri:

Presidente - Prof. Doutor José Moleiro Martins

Arguente - Prof<sup>a</sup>. Especialista Maria Carlos Annes

Vogal - Prof. Especialista Arménio Breia

Lisboa, março de 2022

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **Epígrafe**

*“O futuro dependerá daquilo que fazemos no presente”.*

Mahatma Gandhi

## **Agradecimentos**

A realização desta dissertação não seria possível sem o contributo, apoio e ajuda de um conjunto de pessoas às quais manifesto os meus agradecimentos.

Em primeiro lugar tenho a agradecer ao meu orientador por toda a disponibilidade, orientação, dedicação e apoio na realização deste trabalho.

Aos meus familiares e amigos que me apoiaram e incentivaram a realizar esta caminhada.

Agradeço também a todos os que de forma direta ou indireta contribuíram para que fosse possível a realização desta dissertação.

A todos muito obrigado!

## Resumo

Este estudo pretende analisar a evolução da rentabilidade e estrutura de capital das empresas que compõem o setor farmacêutico em Portugal. Posteriormente é comparado o setor farmacêutico português com todas as empresas que constituem o mercado português e por último é feita uma análise comparativa entre o setor farmacêutico português e o setor farmacêutico em 4 das maiores economias europeias.

Para fazer estas comparações são analisados alguns indicadores económicos e financeiros, incidindo os mesmos na estrutura de capital e rentabilidade, com base em dados obtidos na Central de Balanços do Banco de Portugal (CBBP) para um período de 14 anos, de 2006 a 2019, abrangendo o período pré-crise financeira iniciada em 2007 e terminando antes da crise epidemiológica provocada pela SARS-CoV-2, responsável pela doença Covid-19.

Para o estudo da rentabilidade e estrutura de capital são abordados alguns indicadores, entre os quais, rentabilidade dos capitais próprios (RCP), rentabilidade do ativo (ROA), margem EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), financiamentos obtidos e autonomia financeira, tal como uma breve abordagem a algumas teorias, nomeadamente, Modigliani & Miller, *Trade-Off* e *Pecking Order*.

Estes indicadores são tratados para os 3 subsectores do setor farmacêutico português, comparando-os com as empresas em geral e posteriormente comparando-o ao setor europeu para 4 das maiores economias da União Europeia (EU), Espanha, França, Alemanha e Itália.

**Palavras-Chave:** Setor Farmacêutico; Rentabilidade; Estrutura de Capital; Endividamento; Análise Económico e Financeira.

## ***Abstract***

*This study aims to analyse the evolution of profitability and capital structure of companies that make up the pharmaceutical sector in Portugal. Subsequently, the Portuguese pharmaceutical sector is compared with all companies in the Portuguese market and, finally, a comparative analysis is made between the Portuguese pharmaceutical sector and the pharmaceutical sector in 4 of the largest European economies.*

*To make these comparisons, an analysis is made of some economic and financial indicators, focusing them on the capital structure and profitability, based on data obtained from Banco de Portugal's Balance Sheet Centre for a period of 14 years, from 2006 to 2019, spanning the pre-financial crisis period that began in 2007 and ending before the epidemiological crisis caused by SARS-CoV-2, accountable for Covid-19 disease.*

*For the study of profitability and capital structure, some indicators were addressed, including Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA), EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) margin, obtained financing and financial autonomy, such as a brief approach to some theories, namely Modigliani & Miller, Trade-Off and Pecking Order.*

*These indicators are handled to the 3 subsectors of the Portuguese pharmaceutical sector, comparing them with companies in general and afterward comparing it to the european sector for 4 of the largest economies in the European Union (EU), Spain, France, Germany, and Italy.*

***Keywords:*** *Pharmaceutical Sector; Profitability; Capital Structure; Indebtedness; Economic and financial analysis.*



## Índice

1.	Introdução .....	1
2.	Objeto e Objetivos .....	4
3.	Metodologia .....	6
4.	O Setor Farmacêutico .....	7
4.1.	O Setor Farmacêutico em Portugal .....	8
4.1.1.	Indústria Farmacêutica.....	10
4.1.2.	Comércio por Grosso de Produtos Farmacêuticos.....	12
4.1.3.	Comércio a Retalho de Produtos farmacêuticos .....	13
4.2.	O Setor Farmacêutico no Mundo .....	13
4.3.	Enquadramento Macroeconómico.....	14
5.	Revisão de Literatura .....	18
5.1.	Análise Económica e Financeira.....	18
5.2.	Rendibilidade .....	20
5.2.1.	Rendibilidade dos Capitais Próprios.....	20
5.2.2.	Rendibilidade do Ativo .....	21
5.2.3.	Margem EBITDA .....	21
5.3.	Estrutura de Capital.....	22
5.3.1.	Algumas Teorias de Estruturas de Capital.....	23
5.3.2.	Endividamento .....	29
5.3.3.	Autonomia Financeira.....	32
6.	Parte Empírica.....	35
6.1.	Setor Farmacêutico Português.....	35
6.1.1.	Rendibilidade dos Capitais Próprios.....	35

6.1.2. Rendibilidade do Ativo .....	37
6.1.3. Margem EBITDA .....	39
6.1.4. Autonomia Financeira.....	41
6.1.5. Endividamento .....	44
6.2. Setor Farmacêutico Português vs Sector Farmacêutico Europeu.....	50
6.2.1. Indústria Farmacêutica.....	50
6.2.2. Comércio por Grosso de Produtos Farmacêuticos.....	69
6.2.3. Comércio a Retalho de Produtos farmacêuticos .....	77
6.3. Desempenho e performance no período de 2006 a 2019 .....	85
7. Conclusão.....	90
8. Bibliografia .....	95

## Índice de Gráficos

<b>Gráfico 6.1</b> - Rendibilidade dos Capitais Próprios .....	36
<b>Gráfico 6.2</b> – Rendibilidade do Ativo .....	38
<b>Gráfico 6.3</b> – Margem EBITDA .....	40
<b>Gráfico 6.4</b> - Autonomia Financeira .....	42
<b>Gráfico 6.5</b> – Financiamentos obtidos em % do Ativo .....	44
<b>Gráfico 6.6</b> – Financiamentos obtidos em % do Passivo .....	45
<b>Gráfico 6.7</b> - Autonomia Financeira no Mercado Total.....	51
<b>Gráfico 6.8</b> – Autonomia Financeira no Setor da Indústria Farmacêutica.....	52
<b>Gráfico 6.9</b> - Rendibilidade dos Capitais Próprios no Mercado Total.....	54
<b>Gráfico 6.10</b> - Rendibilidade dos Capitais Próprios na Indústria Farmacêutica.....	55
<b>Gráfico 6.11</b> - Margem EBITDA na Indústria Farmacêutica .....	58
<b>Gráfico 6.12</b> - Margem EBITDA no Mercado Total .....	60
<b>Gráfico 6.13</b> - Custo dos Financiamentos Obtidos na Indústria Farmacêutica.....	62
<b>Gráfico 6.14</b> - Custo dos Financiamentos Obtidos no Mercado Total.....	64
<b>Gráfico 6.15</b> - Autonomia Financeira no Comércio por Grosso.....	69
<b>Gráfico 6.16</b> - Rendibilidade dos Capitais Próprios no Comércio por Grosso .....	71
<b>Gráfico 6.17</b> - Margem EBITDA no Comércio por Grosso .....	73
<b>Gráfico 6.18</b> - Custo dos Financiamentos Obtidos no Comércio por Grosso.....	74
<b>Gráfico 6.19</b> - Autonomia Financeira no Comércio a Retalho .....	77
<b>Gráfico 6.20</b> - Rendibilidade dos Capitais Próprios no Comércio a Retalho .....	79
<b>Gráfico 6.21</b> - Margem EBITDA no Comércio a Retalho .....	80
<b>Gráfico 6.22</b> - Custo dos Financiamentos Obtidos no Comércio a Retalho .....	82

## **Lista de Abreviaturas**

APIFARMA – Associação Portuguesa da Indústria Farmacêutica

BCE – Banco Central Europeu

BP – Banco de Portugal

CAE - Classificação Portuguesa de Atividades Económicas

CAE-Rev.3 - Classificação Portuguesa de Atividades Económicas, Revisão 3

CBBP – Central de Balanços do Banco de Portugal

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Resultados antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações)

EU – União Europeia

EUA – Estados Unidos da América

INFARMED – Autoridade Nacional do Medicamento e Produtos de Saúde, I.P.

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

INE – Instituto Nacional de Estatística

M€ - Milhões de Euros

PIB – Produto Interno Bruto

VN – Volume de Negócios

RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios

ROA – Rendibilidade do Ativo

WACC – Weighted Average Cost of Capital

## 1. Introdução

O setor farmacêutico é bastante importante no desenvolvimento e impulsionador do crescimento do país, associado ao conhecimento e aos aspetos tecnológicos, tendo este campo uma grande importância social, pelo impacto direto na qualidade de vida dos indivíduos, pelo tratamento e prevenção de doenças.

Este setor é constituído por 3 ramos, o segmento da indústria farmacêutica, o segmento do comércio por grosso de produtos farmacêuticos e o segmento do comércio a retalho de produtos farmacêuticos, tendo todos um importante contributo para a economia do país.

O segmento da indústria farmacêutica tem um papel muito importante na sociedade, na promoção da saúde e bem-estar, impulsionada pela inovação e pelo progresso técnico-científico e dinamizadora da economia nacional e internacional (André, 2012), pautada pelo grande dinamismo e globalização em alta tecnologia (Akkari, Munhoz, Tomioka, Santos, & Santos, 2016), tendo enorme potencial para desenvolvimento futuro para servir os interesses dos indivíduos na opinião de Luís Portela (Apifarma A. , 2014) e contribuir para o progresso tecnológico do país recorda João Esteves (Apifarma A. , 2014).

No artigo “A Indústria Farmacêutica em Números” a Associação Portuguesa da Indústria Farmacêutica (Apifarma) (2018) observa que a Investigação e Desenvolvimento (I&D) é fundamental no setor da indústria farmacêutica, tendo o investimento nesta área aumentado em plena crise financeira (2011-2012), retraindo-se de 2013 a 2015 e a partir desse período tem vindo sempre a aumentar, ultrapassando os valores pré-crise.

A mudança inesperada de políticas económicas poderá contribuir para a existência de determinados riscos que têm impacto nos resultados obtidos pelas empresas, podendo ocorrer recessões, as políticas governamentais podem mudar, mas o negócio também pode sofrer riscos naturais, os quais não está ao seu alcance controlar, apenas tomar medidas para minimizar o impacto que possam causar. Os riscos também podem proporcionar condições favoráveis, dependendo do setor onde a empresa atua, levando a um maior retorno que o inicialmente previsto. (Guerard & Schwartz, 2007)

No período analisado nesta dissertação, compreendido entre 2006 e 2019, existiram várias turbulências no mercado, pelo que é extremamente importante aferir o impacto que as mesmas tiveram tanto nas empresas nacionais como nas empresas a nível europeu.

A crise financeira que eclodiu em 2007 começou no mercado imobiliário, através de bolhas especulativas que se foram criando, levando ao excesso de endividamento das famílias e das empresas, mas rapidamente passou deste setor para todos os setores da economia. As agitações de mercado têm um enorme impacto nas economias de cada país e exigem um grande esforço às empresas, pois, quando não têm uma estrutura de capital sólida podem colocar em causa a sua continuidade no longo prazo. Esta crise veio ameaçar a economia, a produção, o emprego e as estabilidades de preços, criando turbulência nos mercados que levaram à queda do comércio mundial, conduzindo à crise do *subprime* pela falência de várias empresas financeiras (por exemplo, *Lehman Brothers* e *Goldman Sachs*), levando à deflação, ou seja, a incerteza que leva ao adiamento das compras dos consumidores fazendo com que a procura diminuísse, tendo como efeito a falência de empresas e como resultado o aumento do desemprego, que por sua vez leva a uma redução na procura de bens e consequentemente a falência de outras empresas. (Alexandre, Martins, Andrade, Castro, & Bação, 2009).

De certa forma, todos os setores foram afetados por estas turbulências e o setor farmacêutico também não lhe foi imune, mas dada a importância que tem na qualidade de vida e bem-estar dos indivíduos fez com que se sentisse com menos intensidade, pois este é um setor importante para o crescimento económico.

A rendibilidade para Guerard e Schwartz (2007) é um fator determinante para averiguar o desempenho da empresa, pelo que a escolha da estrutura de capital deve ser feita com a sensibilização da administração sobre o retorno dos ativos, o custo esperado da dívida e o risco financeiro envolvido, pois, uma ótima estrutura de capital pretende maximizar o valor de mercado da empresa no longo prazo. A quantidade de risco financeiro ou alavancagem que uma empresa carrega ajuda a definir a taxa de capitalização das ações, uma vez que as preferências de retorno e risco, implicam, que por uma combinação criteriosa de dívida geral, pode a empresa maximizar o valor das suas ações, minimizando o custo de capital e assim alcançar uma “ótima” estrutura de capital.

No decorrer deste trabalho é feita uma análise aos 3 segmentos que constituem o setor farmacêutico com o fim de analisar a sua evolução durante o período de 2006 a 2019, através do tratamento de dados obtidos na CBBP à sua rentabilidade e estrutura de capital e compará-lo ao mercado total, bem como analisar o impacto que a crise financeira iniciada em 2007 provocou no setor e mercado total.

O trabalho divide-se em 7 partes, inicia-se com uma parte introdutória, precedida do objeto e objetivos e a metodologia a aplicar, seguido de um enquadramento ao setor farmacêutico em Portugal onde é caracterizado cada um dos subsectores que o compõem.

Após essa abordagem será feito um enquadramento do setor no mundo e por fim uma integração macroeconómica. Segue-se a revisão da literatura, sendo feita uma abordagem inicial à análise económica e financeira, de forma a introduzir os temas centrais do trabalho, a rentabilidade e a estrutura de capital. Na rentabilidade são abordados alguns indicadores, tais como, RCP, ROA e margem EBITDA. A estrutura de capital é complementada com algumas teorias, nomeadamente, a teoria do *trade-off*, a teoria do *pecking order* e a teoria do *free cash Flows*, abordando também os conceitos de autonomia financeira e endividamento.

No capítulo 6 temos a parte empírica onde numa primeira fase será feita uma análise ao setor farmacêutico português comparando-o com o mercado português total, para o período de 2006 a 2019, com base nos dados obtidos na CBBP, para aferir se as empresas do setor farmacêutico gerem retorno, se são financeiramente autónomas e qual o gasto dos financiamentos obtidos na operação comparativamente ao mercado total. Numa segunda parte será comparado o setor farmacêutico português ao setor farmacêutico para 4 das maiores economias da EU, Alemanha, França, Espanha e Itália para avaliar os mesmos parâmetros que foram abordados na primeira parte deste capítulo para os 3 segmentos do setor farmacêutico.

Para finalizar temos um capítulo dedicados às conclusões obtidas com o desenvolvimento deste trabalho e possíveis investigações futuras.

## 2. Objeto e Objetivos

Este trabalho pretende fazer uma análise à rentabilidade e estrutura de capital dos 3 segmentos do sector farmacêutico, o segmento do comércio por grosso de produtos farmacêuticos, o segmento do comércio a retalho de produtos farmacêuticos e o segmento da indústria farmacêutica, para o período compreendido entre 2006 e 2019, através da recolha e tratamento de dados obtidos no quadro de setores da CBBP.

A CBBP é uma base de dados económicos e financeiros que espelha a informação das empresas não financeiras portuguesas. A informação está dividida por setor de atividade com a respetiva divisão pela classificação portuguesa de atividades económicas (CAE), sendo recolhida através dos dados anuais que as empresas divulgam na Informação Empresarial Simplificada - IES a nível nacional e a informação internacional é obtida na mesma base de dados, mas a fonte é o *Bank for the Accounts of Companies Harmonised* - BACH. Para complementar esta informação serão utilizados estudos e relatórios feitos para o setor.

Consideram-se como objetivos específicos deste trabalho os seguintes:

- Avaliar a evolução da rentabilidade, estrutura de capital e endividamento dos 3 subsectores do setor farmacêutico:
  - Como é que cada um dos subsectores que integram o setor farmacêutico em Portugal tem evoluído no período de 2006-2019;
- Comparar a evolução das empresas dos 3 segmentos do setor farmacêutico em Portugal com as empresas do mercado total português no período de 2006-2019, a nível de rentabilidade, estrutura de capital e endividamento;
- Confrontar a evolução das empresas dos 3 subsectores do setor farmacêutico em Portugal com o setor farmacêutico internacional para o período 2006-2019:
  - Comparar a evolução das empresas dos 3 ramos do setor farmacêutico em Portugal com a evolução dos mesmos setores em 4 das economias mais relevantes na EU27, Alemanha, Espanha, França e Itália, a nível de rentabilidade, estrutura de capital e endividamento.



- Aferir se as empresas do setor farmacêuticos português geram rentabilidade superior às empresas do mesmo setor a nível internacional.

Para atingir estes objetivos serão analisados dados da CBBP para um período de 14 anos (2006-2019), onde será feito um estudo à rentabilidade e estrutura de capital das empresas, sendo para isso usados diversos indicadores económico e financeiros, nomeadamente, RCP, ROA, margem EBITDA, autonomia financeira e financiamentos obtidos.

### 3. Metodologia

Bryman (2004) refere que a pesquisa quantitativa é vista como uma derivada de uma ciência natural, já a análise da pesquisa qualitativa é mais vista como o estudo da realidade social. Segundo Guba e Lincoln (1982, citados por Bryman, 2004) a pesquisa qualitativa e quantitativa assentam em paradigmas diferentes, logo em suposições sobre o estudo adequado da vida social.

A estrutura de um processo de investigação quantitativa segundo Bryman (2004) é constituído por cinco passos, primeiro é fundamental termos uma teoria, depois é formulada uma hipótese, após se ter feito uma investigação é feita uma observação/recolha de dados. Após essa recolha é feita uma análise aos dados recolhidos e por último estamos perante uma descoberta. Isto é, se o resultado for positivo as hipóteses tornam-se teorias, mas se o resultado for negativo, as hipóteses formuladas estão incorretas e têm de ser reformuladas (Bryman, 2004).

O presente trabalho tem como objetivo ser um estudo exploratório aos 3 subsectores que compõem o setor farmacêutico, incluindo recolha e análise de dados. Os dados serão extraídos da CBBP e posteriormente tratados. A análise de dados ocorre para um período de 14 anos, de 2006 a 2019, inicia em 2006 antes da crise do *subprime* e termina em 2019 antes da crise pandémica provocada pelo vírus SARS-CoV-2.

Inicialmente será feito um tratamento de dados para os 3 subsectores do setor farmacêutico em Portugal e numa segunda parte esses dados vão ser analisados para os mesmos segmentos, mas comparando Portugal a 4 das maiores economias europeias, Alemanha, França, Espanha e Itália.

Neste sentido a investigação será acompanhada com algumas questões que pretendem ser respondidas no desenrolar da mesma, nomeadamente, o setor farmacêutico é um setor rentável, as empresas do setor farmacêutico são financeiramente autónomas, qual o peso dos gastos de financiamentos obtidos na estrutura de capital das empresas do setor farmacêutico e por último, como se comporta o setor farmacêutico em Portugal quando comparado a outros países Europeus?

## 4. O Setor Farmacêutico

O setor farmacêutico é um segmento altamente estratégico, contribuindo de diversas formas para o desenvolvimento de um país. É cada vez mais importante o contributo que este setor terá para a qualidade de vida das populações, dado que a esperança média de vida à nascença tem vindo a aumentar, na EU27 situa-se nos 81 anos enquanto em Portugal está ligeiramente abaixo nos 80,93 anos.

O Instituto Nacional de Estatística (INE) prevê que Portugal perderá população podendo ficar abaixo dos 10 milhões de habitantes em 2042 e cair para os 8.2 milhões até 2080, podendo neste período o índice de comparação entre a população idosa e a população jovem duplicar, tendência também verificada na Europa.

De acordo com os dados do INE em Portugal no ano de 2019 a população residente foi estimada em 10.295.909 pessoas, das quais mais de 50% são economicamente ativas. No período de 2014 a 2018 o crescimento populacional foi sempre negativo, sendo essa tendência contrariada em 2019, contribuindo para esse facto o saldo migratório. O envelhecimento demográfico é evidente ao longo dos anos, pois os jovens e pessoas em idade ativa tem diminuído e conseqüentemente o número de pessoas idosas tem aumentado.

De acordo com a CBBP o mercado português total em 2019 era constituído por 470 396 empresas de todos os sectores e dimensões, sendo a sua maioria microempresas (89%) tendo uma maior concentração na área metropolitana de Lisboa (33%) e Porto (17,60%). Enquanto o setor farmacêutico nos seus 3 subsegmentos era representado, em 2019, apenas por 4 032 empresas, significando menos de 1% quando comparado com o total de empresas de todos os sectores e dimensões.

De acordo com o estudo feito pelo BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016, as sedes das empresas do setor farmacêutico, em 2016, também estavam mais concentradas na área metropolitana de Lisboa (36%) e Porto (15%), aglomerando esta área mais de  $\frac{3}{4}$  do Volume de Negócios (VN) do setor.

#### 4.1. O Setor Farmacêutico em Portugal

O setor farmacêutico português está dividido em 3 segmentos, o segmento da fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas, mais conhecido por segmento da indústria farmacêutica, o segmento do comércio por grosso de produtos farmacêuticos e pelo segmento do comércio a retalho de produtos farmacêuticos em estabelecimentos especializados.

*Tabela 4.1 - Número de Empresas no Setor Farmacêutico Português*

Ano \ Setor	Indústria	Comércio por Grosso	Comércio a Retalho	Total de Empresas
2006	159	705	1597	2461
2007	157	737	1718	2612
2008	161	774	1872	2807
2009	160	818	2026	3004
2010	151	828	2168	3147
2011	153	846	2288	3287
2012	153	898	2391	3442
2013	143	935	2492	3570
2014	149	959	2560	3668
2015	148	1017	2663	3828
2016	156	1024	2713	3893
2017	161	1041	2730	3932
2018	170	1061	2754	3985
2019	180	1064	2788	4032

**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Este setor no mercado português total é representado apenas por cerca de 1% do total e é constituído maioritariamente por micro entidades, estando o setor farmacêutico português representado pelo número de empresas apresentado na Tabela 4.1, tendo por base os dados fornecidos pela CBBP.

Relativamente ao número de empresas pertencentes ao setor farmacêutico quando comparado com o total de empresas de todos os setores e dimensões é pouco significativo, menos de 1%, mas quando analisamos o VN (Tabela 4.2), essa informação

altera-se, pois, já tem algum significado, cerca de 3% do total de empresas de todos os setores e dimensões, informação também evidenciada no estudo feito pelo BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016.

**Tabela 4.2 - Volume de Negócios - Milhares de Euros (M€)**

Ano	Mercado Total	Setor Farmacêutico		
		Indústria	Comércio por Grosso	Comércio a Retalho
2006	310 167 702	994 081	6 531 277	1 735 171
2007	330 651 326	1 087 252	6 851 308	1 894 589
2008	344 271 017	1 147 485	7 118 682	2 128 309
2009	313 704 649	1 226 317	7 542 649	2 362 544
2010	331 166 769	1 301 163	7 415 405	2 579 612
2011	325 297 801	1 295 162	6 809 212	2 412 868
2012	304 969 276	1 211 289	6 438 094	2 253 609
2013	302 910 509	1 135 130	6 367 946	2 291 639
2014	308 853 098	1 105 717	6 536 428	2 482 294
2015	316 232 540	1 190 925	6 540 956	2 639 258
2016	323 735 080	1 186 118	7 134 225	2 765 335
2017	355 644 723	1 283 763	7 428 310	2 920 618
2018	379 747 773	1 368 181	7 683 315	3 099 540
2019	393 414 767	1 482 277	7 795 376	3 362 429

**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

O VN no setor farmacêutico tem mantido uma dinâmica de crescimento desde 2006, tendo apenas uma ligeira diminuição em plena crise financeira, no período de 2011 a 2013, altura em que obteve um menor número de vendas e prestação de serviços, sentindo os efeitos da crise financeira iniciada em 2007. As vendas são efetuadas maioritariamente no mercado interno, mas tem vindo a aumentar a sua quota para o mercado externo.

Em 2016, de acordo com o estudo feito pelo BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016, 1€ em cada 10€ de VN no setor é proveniente do mercado externo, quando comparado ao mercado total esse valor sobe para 2€ em cada 10€, valor muito idêntico ao apurado para o ano de 2015.

Também de acordo com o mesmo estudo, em 2016, 4 em cada 100 empresas dentro do setor farmacêutico eram exportadoras, valor inferior ao apurado para o mercado total, 6 em cada 100 empresas, concluindo-se que existe um maior peso do mercado interno do que do mercado externo, informação também verificada pela análise efetuada para o período de 2006 a 2019. Em 2016, no ramo da indústria farmacêutica, 1 em cada 5 empresas fazia parte do setor exportador, compreendendo 77% do VN deste segmento.

Com base no estudo do BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016, o setor farmacêutico em 2016, era constituído por cerca de 4 mil empresas, informação também confirmada pela Tabela 4.1, sendo a maioria microempresas (79%), mas as pequenas e médias empresas tinham maior peso em termos de VN. 70% das empresas pertenciam ao segmento do comércio a retalho de produtos farmacêuticos e os restantes à indústria farmacêutica e ao comércio por grosso de produtos farmacêuticos sendo este último responsável por 64% do VN total, de acordo com o mesmo estudo verifica-se que de 2015 para 2016 o setor farmacêutico teve um aumento de 2,4% no VN, mostrando menos dinâmica que a registada desde 2013.

Como podemos constatar pela Tabela 4.2, em todos os anos em análise de 2006 a 2019 dentro do setor farmacêutico o segmento que teve um maior peso em VN foi o comércio por grosso, representando 71% em 2006 e tendo vindo a decrescer até 2019, para cerca de 62% em contradição a este decréscimo encontra-se o setor do comércio a retalho, pois, tem vindo a aumentar passando de cerca de 19% em 2006 para 27% em 2019 e o setor da indústria mantém-se constante ao longo do tempo, aumenta em VN mas não aumenta no peso que tem dentro do setor.

De notar que na Tabela 4.2 não se apresentou nenhuma coluna com a totalização do VN dos 3 subsectores, pois dentro do setor existem transações verticais, o que iria enviesar os dados apresentados.

#### **4.1.1. Indústria Farmacêutica**

Em Portugal a indústria farmacêutica deu os primeiros passos no final do século XIX, mas após o 25 de Abril de 1974 constatou-se um desenvolvimento na indústria do

medicamento, existindo um maior acesso aos fármacos através da comparticipação por parte do Estado (Pereira M. I., 2017).

A indústria farmacêutica é um ramo do setor farmacêutico bastante importante e altamente competitivo exigindo um esforço acrescido em I&D (Pereira M. I., 2017). Esta indústria tem como missão incentivar a I&D de terapias que ajudam na prevenção de novas doenças, bem como de medicamentos que contribuam para a saúde e qualidade de vida dos indivíduos (Pereira R. I., 2012), segundo Thebar Miranda (Apifarma A. , 2014) esta é uma indústria que «dá vida». A I&D é uma atividade muito dispendiosa, pelos altos custos na descoberta de novos medicamentos, morosa, derivada à forte regulamentação existente e de elevado risco, condicionada pelas taxas de insucesso no desenvolvimento de novos fármacos (Ferreira, Reis, & Santos, 2011).

Este segmento está subdividido pela fabricação de produtos farmacêuticos de base e pela fabricação de preparações farmacêuticas, subdividindo-se este na fabricação de medicamentos e na fabricação de outras preparações e de artigos farmacêuticos, tendo a classificação portuguesa de atividades económicas, revisão 3 (CAE-Rev.3) 21 – fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas, que tal como mencionado anteriormente se divide no CAE-Rev.3 211 – fabricação de produtos farmacêuticos de base e no CAE-Rev.3 212 – fabricação de preparações farmacêuticas, subdividindo-se esta última entre o CAE-Rev.3 21201 – fabricação de medicamentos e 21202 – fabricação de outras preparações e de artigos farmacêuticos.

Este subsegmento em 2019 era constituído por 180 empresas, mais 10 que no ano anterior e mais 21 que em 2006. Destas 180 empresas 41 dedicam-se à fabricação de produtos farmacêuticos de base e as restantes 139 à fabricação de preparações farmacêuticas, das quais 89 se dedicam à fabricação de medicamentos e as restantes 50 à fabricação de outras preparações e artigos farmacêuticos.

De acordo com o estudo publicado em 2018 pela Apifarma “A Indústria Farmacêutica em Números”, no período de 2010 a 2018 o mercado ambulatorio decresceu enquanto o mercado hospitalar cresceu, mas o mercado total apresenta uma tendência de declínio. Nesse período a tendência das empresas farmacêuticas é de diminuição, mas o número de

farmácias, postos farmacêuticos, locais autorizados de venda e armazéns de medicamentos aumentaram, tal como o número total de farmacêuticos, verificando-se também que o emprego nessa indústria decresceu ao contrário do que se verificou na Europa.

Relativamente à produção farmacêutica esta foi um pouco inconstante no período referido, mas atingiu o seu auge no ano de 2016, tal como as importações e exportações, sendo o seu grande mercado a Europa, verificando-se também nesse ano um maior investimento em I&D na indústria farmacêutica.

O aumento verificado em 2016 possivelmente deveu-se a revisões legislativas, pois nesse ano foi aplicada a Portaria nº154/2016, que regula os preços notificados, tal como o Despacho Nº 12682-A/2015, que altera os países de referência.

O segmento da indústria farmacêutica é muito dinâmico e pautado por grande intensidade tecnológica sendo muito importante para o desenvolvimento industrial e contribuindo para as exportações (Lilaia, 2010).

#### **4.1.2. Comércio por Grosso de Produtos Farmacêuticos**

O segmento do comércio por grosso de produtos farmacêuticos encontra-se representado com o CAE-Rev.3 46460 denominado comércio por grosso de produtos farmacêuticos e em 2019 apresenta 1064 empresas, tendo esse valor vindo a crescer desde 2006.

A nível de VN este é o segmento com maior peso dentro do setor farmacêutico, mais de 60%, mas tem vindo a perder quota de VN para o segmento do comércio a retalho de produtos farmacêuticos com estabelecimento especializado, como se verifica na Tabela 4.2.

A Diretiva 2001/83/CE presente no Jornal das Comunidades Europeias, estabelece que distribuição por grosso de medicamentos é qualquer atividade que contemple o abastecimento, fornecimento, posse ou exportação de medicamentos englobando também o fornecimento de medicamentos ao público.



### **4.1.3. Comércio a Retalho de Produtos farmacêuticos**

O comércio a retalho de produtos farmacêuticos em estabelecimento especializado é um segmento que considera todos os medicamentos de uso humano, sujeito ou não a receita médica, tal como os medicamentos e produtos farmacêuticos homeopáticos, e está representado pelo CAE-Rev.3 47730 - Comércio a retalho de produtos farmacêuticos, em estabelecimentos especializados.

Esta área de negócio está representada por 2788 empresas em 2019, sendo o segmento com maior peso no mercado farmacêutico, cerca de 70% do mercado total em número de empresas, sendo também a sua maioria microempresas. A nível de VN este segmento tem cerca de um quarto do mercado total e tem vindo a ganhar quota ao longo dos anos.

## **4.2. O Setor Farmacêutico no Mundo**

Para a entrada de empresas no setor farmacêutico internacional existem alguns fatores de risco, nomeadamente, a volatilidade da legislação farmacêutica e fiscal que impera no mercado de cada país. Mas existem outros fatores que condicionam bastante essas tomadas de decisão, nomeadamente a falta de experiência e *know-how* de parceiros locais externos ao setor farmacêutico, que podem levar a perdas financeiras (Wrona & Trąpczyński, 2012).

Outro aspeto também relevante é a proximidade cultural entre os mercados, pois reduz o risco, empresas originárias de um mercado próximo em termos geoculturais, poderá trazer vantagem competitiva e alavancar esse mercado. Mas essa relatividade cultural não poderá ser feita apenas pela comparação entre os países de origem e de acolhimento, pois o grau de investimento depende do potencial do mercado alvo, quanto maiores os entraves, maior o controlo operacional para desenvolvimento do mercado, encontrando barreira ao ciclo de vida do produto (Wrona & Trąpczyński, 2012).

O sucesso de um grupo farmacêutico depende do quão boa é a interação de todos os parceiros envolvidos no processo de criação de novos fármacos, precisando de muitos recursos, esforço, dedicação, tempo e dinheiro. Também é essencial olhar para a cadeia

de valor dos produtos farmacêuticos e para a sua estrutura de preços. As margens de distribuição, as taxas de imposto sobre o valor acrescentado (IVA) e os preços são geralmente fixados pelo governo, pelo que diferem de país para país, para atrair essa indústria é fulcral criar ecossistemas de forma a maximizar o seu valor (Guedelha, 2018). Um potencial aumento de mercado, nomeadamente a procura de medicamentos, requer um maior controlo operacional e maior nível de comprometimento (Wrona & Trąpczyński, 2012).

Scherer (2000) reconhece que a indústria farmacêutica é uma das mais ativas na pesquisa de novos fármacos, originando novos produtos que contribuem para o aumento da qualidade de vida e para a diminuição da letalidade na população.

Este é um sector que ao longo dos tempos foi pautado por algumas fusões e aquisições, por norma estas criam valor para os acionistas, ocorrendo por diversos motivos, tais como economias de escala, criação de poder de mercado, algumas vezes formando monopólios ou oligopólios (Andrade, Mitchell, & Stafford, 2001). Este cenário foi mais evidente após a década de 90, altura em que as políticas regulamentares, concorrência dos genéricos e questionários sobre os preços dos novos medicamentos ficaram mais exigentes. Para fazer face a estas exigências muitas empresas optaram pela fusão com o fim de diminuir os riscos associados à I&D de acordo com Akkari *et al.* (2016).

### **4.3. Enquadramento Macroeconómico**

A economia portuguesa foi significativamente afetada pela crise financeira que eclodiu em 2007, provocando uma quebra de confiança dos agentes económicos num contexto de elevada incerteza. O abrandamento da atividade económica e a redução das perspetivas de crescimento e procuras mundiais tendem a afetar negativamente quer a procura externa quer o preço das matérias-primas nos mercados internacionais, em específico o preço do petróleo.

O setor farmacêutico também não foi imune a essa crise, pois também foi atingido pelo risco externo, risco que condiciona a estabilidade dos ganhos, dos fluxos de caixa, da liquidez, segurança e comercialização dos ativos normalmente detidos pela empresa,

sendo ditado pela natureza do setor onde opera. O risco externo advém de fatores exteriores à empresa, relacionados com o enquadramento macroeconómico e condicionado ao nível do setor de atividade com impacto no VN.

Nessa altura, nomeadamente em 2008, o setor farmacêutico também sentiu algumas alterações regulamentares que vieram agravar ainda mais a situação vivida. A revisão de preços provisórios, isto é a revisão dos preços aplicada pela Autoridade Nacional do Medicamento e Produtos de Saúde, I.P. (INFARMED) versus os 4 países de referência, Espanha, França, Itália e Grécia, estando as tendências de mercado estreitamente ligadas às alterações regulamentares, impacto este que limita significativamente o crescimento das empresas do setor farmacêutico em Portugal.

A existência da internacionalização financeira após a grande depressão de 1930 foi pautada por regras muito apertadas que aos poucos se foram desfazendo. Na década de 90 nos Estados Unidos da América (EUA), o dólar foi de certa forma sustentado pelo facilitismo no financiamento externo, existindo um boom na cedência do crédito, a China entrou em ascensão e a descida do investimento na Ásia após a crise de 1997-8. O mercado financeiro foi ficando mais dinâmico, diminuindo o custo dos empréstimos para os americanos, fazendo com que estes muitas vezes vivessem acima das suas possibilidades (Eichengreen, 2008). De realçar que o setor financeiro tem um papel fundamental na evolução da economia mundial, pelo que o seu bom funcionamento é indispensável para o crescimento das economias, tendo impacto nas decisões de consumo, investimento e poupança de todos os agentes económicos.

Os bancos de investimento tiveram liberdade para aumentar as ofertas sem qualquer tipo de regulamentação, o aumento desmedido no consumo e os desequilíbrios que o mesmo provocou, as baixas taxas de juros e o acesso fácil ao crédito tornavam-no bastante apelativo, ameaçando todo o sistema financeiro. (Eichengreen, 2008)

De seguida será exposto um breve enquadramento da situação económica e financeira vivida em alguns anos em estudo nesta dissertação (2006-2019) com base em informação recolhida no BP e Banco Central Europeu (BCE) através de boletins económicos, boletins estatísticos, relatórios de estabilidade financeira e projeções macroeconómicas.

Em 2010 no primeiro semestre a economia mundial cresceu fortemente, cerca de 5,30% do Produto Interno Bruto (PIB) e no segundo semestre verificou-se uma reversão da estabilidade do sistema financeiro, motivando a desaceleração do crescimento mundial. Tendo esta recuperação económica mundial diferido de região para região, porém a região asiática foi a que apresentou crescimentos mais significativos, atingindo mesmo valores superiores aos verificados antes da recessão. Quando falada da economia da Zona Euro esta é liderada pela Alemanha, mas a atividade económica só mostra melhorias no segundo semestre de 2010. A restrição que se verificou ao nível da procura está diretamente ligada ao crédito bancário e ao nível da limitação na concessão do mesmo pelos bancos da Zona Euro.

2011 foi um ano particularmente difícil a nível internacional, a economia mundial apresentou um crescimento de 3,8% contra os 5,2% verificados em 2010. A nível internacional ao longo de 2011, os mercados tornaram-se mais cétricos em relação à capacidade real de alguns países estabilizarem a sua dívida pública, não sendo apenas uma preocupação a nível europeu, mas sim a nível mundial. Fazendo esta apreensão disparar os juros dos títulos de dívida pública e aumentarem as dificuldades de financiamento do sistema bancário, caindo o mercado dos ativos de risco de forma acentuada ao longo de 2011.

A economia da Zona Euro em 2011 cresceu 1,6%, contra os 1,9% em 2010. O processo de consolidação orçamental a decorrer em vários países da Zona Euro influenciou de forma muito significativa a procura interna. Após o pedido de ajuda financeira da Grécia e da Irlanda em 2010, Portugal também recorreu a assistência externa em abril de 2011.

Em Portugal, em 2011, a taxa de inflação situou-se nos 3,7%, tendo contribuído, para este aumento a alteração da taxa de IVA de 21% para 23%, a subida dos preços dos transportes e o aumento da tributação indireta sobre a eletricidade e gás natural, esta última medida, associada ao aumento significativo do preço do petróleo, fez com que a componente energética do índice de preços no consumidor tenha crescido cerca de 13%. Tendo a dívida pública nesse ano ultrapassado pela primeira vez os 100% do PIB.

O ano de 2012 ficou marcado pela crise das dívidas soberanas, a redução das despesas do estado, o aumento de impostos, a debilidade e volatilidade do sistema financeiro e o ressurgimento do risco político nos países desenvolvidos. Na Zona Euro a taxa de desemprego foi de 11,2% com destaque para os 23,8% na Grécia e os 24,9% na Espanha. A taxa de desemprego nas economias avançadas atingiu em média 8%, mais um p.p. que em 2011. No que diz respeito à política monetária, segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), as taxas de juro das economias emergentes e em desenvolvimento mantiveram-se relativamente baixas, enquanto as taxas de crédito registadas permaneceram altas, contribuindo o agravamento das condições financeiras para o abrandamento assinalável da concessão do crédito bancário.

Atingindo um topo em meados de 2018, o crescimento mundial, iniciou um período de menor expansão, com a redução da atividade da indústria transformadora e do investimento. Dados do BCE mostram uma relativa estabilização da situação no final de 2019, num ambiente de crescentes tensões comerciais entre blocos económicos, de instabilidade política em algumas regiões e de incertezas relacionadas com o desenvolvimento do Brexit.

O crescimento do PIB mundial caiu de 3,6% para 2,9% em 2019, refletindo uma desaceleração do crescimento das economias mais avançadas e da China, contrabalançada por uma recuperação e maior crescimento das mais importantes economias emergentes.

A economia da Zona Euro cresceu 1,2% em 2019, sustentada por condições de financiamento favoráveis, novos ganhos em termos de emprego e aumentos dos salários, política orçamental ligeiramente expansionista e manutenção da procura externa.

## **5. Revisão de Literatura**

Neste capítulo será feito um enquadramento teórico para o que irá ser desenvolvido na parte empírica.

Inicia-se com uma breve descrição à análise económico e financeira com aspetos gerais e evidência de algumas das suas condicionantes, dada a sua importância na abordagem da rentabilidade e estrutura de capital.

A revisão da literatura centra-se essencialmente na temática da rentabilidade e estrutura de capital, pois são os temas centrais deste trabalho, sendo criada para cada tema um subcapítulo para a sua exposição.

### **5.1. Análise Económica e Financeira**

A análise económica e financeira pode ser apresentada numa perspetiva interna, que pode ser inserida no próprio departamento financeiro ou na área do controlo de gestão, com o fim de acompanhar a evolução da empresa ou pode ser desenvolvida numa perspetiva externa que visa fornecer informação a investidores e credores (Breia, Mata, & Pereira, 2014).

Para uma análise económica e financeira a técnica mais utilizada para estabelecer relações entre contas e agrupamento de contas do balanço, demonstração dos resultados, demonstração dos fluxos de caixa ou outras grandezas são os rácios.

Os rácios, de acordo com Silva (2018, p.50) expressam uma relação, entre duas grandezas, por norma em termos percentuais, mas devem ser usados com precaução e prudência pois podem deteriorar a realidade, uma vez que os rácios levantam questões, mas não dão as respostas, estas encontram-se nos «aspetos qualitativos da gestão». De notar que a credibilidade dos rácios está condicionada pela credibilidade da informação financeira apresentada.

A análise financeira é um processo constituído por um conjunto de técnicas com o fim de dar a conhecer a situação económica, financeira e monetária das empresas ou de outras

entidades (Borges, Rodrigues, & Morgado, 2007), devendo avaliar a saúde financeira e o desempenho histórico das empresas para poderem antecipar possíveis comportamentos futuros e a sua continuidade no mercado (Santos & Simões, 2019).

Para uma análise financeira é essencial possuir balanços, demonstração de resultados, demonstração de fluxos de caixa, demonstração das alterações de capital próprio e as notas anexas, mas também é de todo importante deter informação complementar, nomeadamente relatório de gestão, parecer de auditoria e outras informações para se ter um enquadramento da empresa o mais real possível (Breia, *et al.*, 2014). Através da análise de indicadores económicos e financeiros os gestores conseguem monitorizar e ter uma perceção da performance real da empresa, alertando-os para áreas críticas, antecipando problemas futuros (Brealey, Myers, & Allen, 2013).

De referir que é através destes indicadores que apuram os níveis de rentabilidade, autonomia financeira, eficiência, liquidez e estrutura de capital. Para a avaliação dos mesmos é necessário existir uma referência, nomeadamente, elementos históricos, empresas a operar no mesmo setor de atividade, entre outros (Breia A. , Condicionantes e limitações da informação contabilística em termos de análise financeira, 2014). Só desta forma se consegue fazer uma avaliação à eficiência dos recursos e à capacidade de os mesmos gerarem retorno.

Para que esta análise tenha sucesso é fundamental que o gestor saiba analisar os índices, pois, não existe um valor *standard* para os indicadores económicos e financeiros. Necessitando os mesmo de alguma análise e ponderação dado que dependem de múltiplos fatores, nomeadamente o mercado onde a empresa opera. Desta forma não é expectável que uma empresa de fabricação alimentar tenha a mesma margem de lucro que uma joalharia ou o mesmo nível de alavancagem que uma empresa da área financeira, pelo que é importante fazer comparações entre pares (Brealey, Myers, & Allen, 2013).

Com a análise e tratamento destes indicadores económicos e financeiros os gestores conseguem fazer um planeamento financeiro e delinear uma estratégia de atuação no mercado tanto no curto como no longo prazo (Brealey, Myers, & Allen, 2013).

## **5.2. Rendibilidade**

Entende-se por rendibilidade a relação entre um determinado *output* gerado e um recurso ou investimento que permite gerar um resultado, contribuindo para o diagnóstico da situação económica e financeira da empresa ou grupo de empresas (Borges, *et al.*, 2007), avaliando a eficiência na gestão dos recursos utilizados, isto é, a relação entre os resultados obtidos com os meios utilizados (Breia, *et al.*, 2014).

Breia, Mata e Pereira (2014) fazem notar que a rendibilidade poderá ser dividida em rendibilidade económica e rendibilidade financeira, a primeira é indiferente à estrutura de capital e ao seu custo, mas a segunda é influenciada pela estrutura e custo de capital.

É essencial analisar a rendibilidade de uma empresa, pois é através dela que se avalia a sustentabilidade e continuidade do negócio sendo este aspeto um dos grandes objetivos da gestão financeira.

### **5.2.1. Rendibilidade dos Capitais Próprios**

A RCP enquadra-se na rendibilidade financeira e é um indicador económico utilizado nas análises económicas ou financeiras que mede a capacidade de os capitais próprios da empresa gerarem retorno financeiro. Quanto maior for este indicador melhor será a performance da empresa na utilização de recursos próprios. De uma forma simples, apura por cada euro de capital próprio investido qual o retorno gerado, obtendo-se este indicador dividindo o resultado líquido pelo capital próprio.

Para uma análise mais rigorosa deste indicador será de todo conveniente a análise do nível de endividamento, operações extraordinárias e a carga fiscal, pois são fatores que podem transformar os valores obtidos. A ter em atenção que não existe qualquer cálculo de rendibilidade quando se apresenta capitais próprios negativos, isto é, um resultado positivo significa criação de valor para os acionistas, por outro lado resultados negativos espelham destruição de valor, representando a RCP negativa o percentual do capital próprio destruído no decorrer do exercício.



### **5.2.2. Rendibilidade do Ativo**

Por outro lado, temos como exemplo de indicador de rendibilidade económica, o ROA, este reflete a rendibilidade do investimento líquido, ou seja, a capacidade do negócio gerar resultados face ao investimento afeto independentemente da forma de financiamento, visando medir os resultados antes de gastos financeiros, impostos sobre lucros, operações extraordinárias, depreciações e amortizações por cada euro de ativo utilizado na exploração.

Este indicador obtém-se dividindo o EBITDA, ou seja, resultados antes de encargos financeiros, impostos sobre o rendimento, depreciações e amortizações pelo ativo total. Esta rubrica também pode ser decomposta em rendibilidade operacional do ativo e rendibilidade económica do ativo, o que os distingue é a consideração ou não das áreas extraexploração correntes.

### **5.2.3. Margem EBITDA**

O EBITDA reflete o resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações e é um indicador utilizado para medir a capacidade de gerar valor económico, isto é, corresponde ao *cash flow* operacional da entidade expondo de certo modo uma perspetiva monetária (Borges, *et al.*, 2007). Para Padoveze (2020) este é um indicador simples para uma primeira avaliação ao valor da empresa, útil para futuros investidores e também utilizado por algumas entidades para avaliar o desempenho dos gestores, quando essa avaliação é ligada a remunerações variáveis.

A margem EBITDA, de acordo com o BP, é um indicador da proporção dos rendimentos gerados pela empresa não utilizados no período à exceção dos gastos com depreciações e amortizações, gastos de financiamentos e impostos e é obtido dividindo o EBITDA pelo total de rendimentos. De uma forma simplificada, o EBITDA evidencia o resultado real da atividade operacional da empresa, mostrando de forma objetiva se determinado projeto e/ou atividade é ou não viável, apurando também se existe uma grande dependência dos efeitos financeiros e fiscais no resultado líquido da atividade. Além do mais este indicador poderá servir para confrontar a sua evolução ao longo dos anos e o seu

desempenho comparativamente ao mercado e/ou setor, uma vez que está livre do impacto financeiro e impostos inerentes à atividade.

### **5.3. Estrutura de Capital**

A procura por uma ótima estrutura de capital tem sido ao longo do tempo motivo de estudo e teorias explicativas, contudo ainda não existe consenso relativamente à existência ou não de uma estrutura de capital ótima.

Em 1952 David Duran iniciou o estudo da estrutura de capital, sugerindo que o cálculo do valor da empresa poderia ser efetuado de 3 formas, pelo lucro líquido, pela receita operacional líquida e por uma abordagem tradicional. Pelo lucro líquido, o custo do capital e o custo da dívida são constantes para que a empresa possa aumentar a sua dívida fazendo o endividamento com que o custo médio do capital da empresa aumente. A abordagem da receita operacional líquida, fixa o custo da dívida e o custo médio de capital de forma que o capital próprio aumente proporcionalmente ao aumento da dívida, uma vez que o risco da empresa é maior. E a abordagem tradicional, evidencia uma ótima estrutura de capital quando o valor da empresa é máximo ou uma estrutura de capital que mantém o custo médio de capital mínimo, presumindo que o risco da empresa não se modifica até determinada estrutura de capital ou certa alavancagem (Sujoko, 2007).

Em 1958, Franco Modigliani e Merton Miller publicaram um artigo sobre o custo do capital, onde foi iniciado o estudo sobre uma “ótima” estrutura de capital. Para atestar este tema, além da teoria defendida por Modigliani e Miller existem outras teorias, nomeadamente, a teoria do *trade-off*, a teoria do *pecking order* e teoria dos *Free Cash Flows*.

Myers (2001) entende que uma ótima estrutura de capital tenta explicar a mistura de títulos e fontes de financiamento usadas para financiar o investimento real, concentrando-se nas proporções de dívidas versus património líquido, que se encontra no balanço das empresas.

Para Guerard e Schwartz (2007) uma estrutura ótima de capital, maximiza o valor das ações como também minimiza os custos de capital, sendo o custo explícito da dívida mais

barato que o património líquido da empresa, mas para uma empresa muito alavancada o custo do mix financeiro total é maior do que o normal, mas para a estrutura financeira ideal, o mix do custo de capital é mínimo.

### **5.3.1. Algumas Teorias de Estruturas de Capital**

Em 1958, Modigliani e Miller publicaram o artigo *The Cost of Capital, the Theory of Investment*, iniciando aí o estudo sobre uma ótima estrutura de capital, surgindo deste então algumas correntes teóricas para esta temática.

#### **5.3.1.1. Modigliani e Miller**

Modigliani e Miller, no artigo publicado em 1958, expuseram 3 proposições:

##### **Proposição I**

O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização do seu retorno esperado com a aplicação de uma taxa de risco em conformidade com o risco intrínseco.

Esta proposição declara que uma empresa não pode reduzir o seu custo de capital, garantindo-o através da venda de títulos, embora o dinheiro da dívida pareça ser mais barato. De certa forma, esta proposição pretende transmitir que em mercados perfeitos não se pode diversificar na carteira de investimento, embora isso muitas vezes seja vantajoso.

Para Gimeses (2018) independentemente da composição da estrutura de capital, entre recursos próprios ou alheios, os autores desta proposição afirmam que as decisões de investimento é que são relevantes para determinar o valor da empresa.

##### **Proposição II**

Com esta proposição provaram que o preço por dólar de um fluxo alavancado cai à medida que a alavancagem aumenta. Esta proposição mostra que há imperfeições grandes e sistemáticas no mercado que influenciam permanentemente o resultado, mostrando como essa teoria pode levar a uma definição operacional do custo de capital e como esse

conceito pode ser usado para a tomada de decisão racional de investimento dentro da empresa. Pois, o rendimento esperado de uma ação é igual à taxa de capitalização apropriada para um fluxo de capital, considerando o prémio de risco financeiro

Segundo Brealey *et. al*, (2007 citado por Almeida, 2016), Modigliani e Miller demonstram nesta proposição que o aumento do risco é compensado pelo aumento da rendibilidade esperada, não trazendo qualquer risco ou benefício ao acionista.

### **Proposição III**

Modigliani e Miller (1958) exploram a oportunidade de investimento se e somente se a taxa de retorno do investimento for superior ao retorno esperado, independentemente do financiamento utilizado.

O custo marginal de capital para uma empresa é igual ao custo médio de capital, que por sua vez é igual à taxa de capitalização para um fluxo sem alavancagem, isto é, um investimento financeiro é vantajoso para os acionistas se e somente se o seu rendimento exceder a taxa de capitalização para o retorno esperado por ação.

O equilíbrio entre o risco financeiro e o custo dos fundos para Guerard e Schwartz (2007) é unitário, isto é, quanto mais dívida for adicionada ao mix financeiro, mais aumenta o custo da dívida e a taxa de retorno sobre o património líquido desejado também aumenta, de modo que o custo ponderado do mix financeiro permanece constante. O custo de capital é determinado dividindo-se o lucro operacional líquido da empresa pelo valor total de mercado da empresa. Esta teoria é referida como a aproximação ao lucro operacional líquido, sendo o custo médio de capital independente da estrutura de capital e o custo esperado do património líquido é aumentado linearmente dividindo o índice da dívida pelo património líquido.

#### **5.3.1.2. Trade-off Theory**

A teoria do *trade-off* enfatiza os impostos e justifica níveis moderados de endividamento, pretende transmitir que as empresas procuram níveis de dívida equilibrados, ou seja, a empresa apenas pede emprestado até que o valor marginal dos benefícios fiscais sobre a dívida adicional é compensado pelo valor presente de possíveis custos financeiros,

nomeadamente custos de falência ou reorganização e custos de agência, prevendo empréstimos moderados por parte das empresas que pagam impostos, mas esta teoria explica a ligação entre altos lucros e baixos índices de endividamento.

Esta teoria enfatiza os benefícios fiscais dos juros e os custos das dificuldades financeiras comparando os benefícios fiscais das dívidas com os custos associados a dificuldades financeiras, achando que as empresas procuram atingir uma estrutura de capital que maximize o seu valor. (Brealey, Myers, & Allen, 2013)

De acordo com Graham (1996) citado por Myers, os impostos, pelo menos a nível tático, afetam as decisões de financiamento, já Fama e French (1998), também citado por Myers não conseguiram encontrar evidências de que incentivos fiscais de juros contribuíssem para o valor de mercado da empresa.

#### ***5.3.1.3. Pecking Order Theory***

A teoria do *pecking order* demonstra que a empresa prefere contrair financiamentos a emitir ações próprias quando não existe fluxos de caixa internos suficientes para financiar as despesas de capital, refletindo dessa forma a necessidade de fundos externos, evidenciando esta teorias que as diferenças de informação podem afetar os financiamentos.

A teoria da hierarquia de fontes, para Brealey *et al.* (2013) compreende o tipo de financiamento usado, interno ou externo e é condicionado por informações assimétricas, sendo inicialmente financiado internamente e só depois recorrem a fundos externos.

Para Myers (2001) esta teoria explica o porquê da maior parte do financiamento externo vir da dívida, pois, as empresas mais lucrativas contraem menos empréstimos, uma vez que têm maior capacidade de financiamento interno, mas pelo contrário, as empresas menos lucrativas requerem maior financiamento externo levando-as a acumular dívidas.

Para este autor, a política de dividendos é rígida, as empresas preferem financiamento interno em detrimento do externo, mas se o solicitarem elas emitem garantias mais seguras escolhendo a dívida ao financiamento com capital e conforme vão pedindo mais financiamento externo elas vão reduzindo a hierarquia dos títulos. Sendo, segundo

Almeida (2016, p.14), a hierarquia das fontes de financiamento consequência da «aversão dos gestores a variações nos fluxos de caixa e da assimetria de informação existente».

#### **5.3.1.4. Teoria Tradicional**

De acordo com Gimenes (2018) até 1970 as discussões sobre a temática de uma estrutura de capital ótima estavam centradas na teoria do Modigliani e Miller e na teoria tradicional ou também denominada teoria clássica, tendo esta última sido citada por David Duran.

Tendendo esta teoria a estabelecer uma relação entre o grau de endividamento de uma empresa e o seu valor, ou seja, a relação existente entre as variações ocorridas no custo de capital da empresa e as alterações na estrutura financeira, estando intrínseco a esta teoria o grau de endividamento.

Para Jorge e Armada (2000), esta teoria defende a conjugação entre capital alheio e capital próprio com a finalidade de maximizar o valor de mercado da empresa e a minimização do seu custo de capital. Segundo Jorge e Armada (2000), Myron Gordon apresenta uma tese onde defende que em consequência da diminuição do imposto sobre o rendimento motivado pelo aumento dos juros, o custo do capital alheio é menor que o capital próprio, mantendo-se constante até um determinado nível de endividamento. Ao aumento do endividamento está intrínseco um aumento do risco financeiro, exigindo dessa forma os acionistas maiores rendibilidades como forma de compensação, assim sendo, concluíram que o custo do capital próprio cresce com o endividamento e está dependente do risco financeiro da empresa. Estes autores concluíram também que até um determinado nível de endividamento é vantajoso utilizar capital alheio mais barato em detrimento de usar capitais próprios com custos crescentes.

#### **5.3.1.5. Teoria de Agência**

A teoria de Agência ou também denominada teoria Organizacional, foca-se no conflito de interesses entre os gestores e os detentores de capital, de realçar que na teoria do *trade-off* e *pecking order*, este tipo de interesses estavam em sintonia.

Esta corrente surge em 1976 por Jensen e Meckling, destacando a existência de uma relação entre 2 ou mais elementos, o principal e o agente, por norma o principal é o detentor de capital e o agente os gestores.

A relação entre o principal e o agente cria conflitos de agência dado que nem sempre o agente atua de forma a maximizar a riqueza do principal, gerando este tipo de conflitos, o custo de agência. O custo de agência tem impacto direto no nível de endividamento, pois, na teoria de agência o endividamento ótimo é o que apresenta menor custo total.

Teixeira (2016) argumenta que os custos de agência são a soma de despesas de monitorização por parte do principal ao agente, com a finalidade de o agente não tomar decisões que não beneficiem o principal; custos de fidelização do agente, ou seja, o alinhamento de interesses entre o principal e agente por forma a alinharem interesses de ambos e de forma a minimizar a perda do principal e por último os custos residuais que derivam do desalinhamento dos interesses de ambos os intervenientes. A relação entre o agente e o principal para Eisenhardt (2008) deve evidenciar uma organização eficiente, existindo uma harmonia entre informação e risco.

#### ***5.3.1.6. Free Cash Flow Theory***

A teoria do *free cash flow*, foi apresentada em 1986 por Jensen evidenciando as decisões de investimento da empresa interrelacionada com a teoria de agência. Michael C. Jensen, no artigo de 1986 intitulado *Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance, and Takeover*, afirma:

*Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital. Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies (Jensen, 1986, p.324)*

Para Myers (2001) a teoria do *free cash flow* afirma que níveis de dívida altos aumentarão o valor da empresa, quando o fluxo de caixa operacional excede as oportunidades de investimento rentável, sendo esta teoria mais projetada para empresas maduras pois tendem a fazer mais investimentos, enfatizando os custos de agência, custos estes que podem surgir de conflitos entre os investidores e títulos de dívidas, sobressaindo Agostinho e Canadas (2010), que esta teoria enfatiza a atuação dos gestores em benefício próprio.

Com base em Myers (s.d.) nenhum dos desenvolvimentos feitos até ao momento refuta a teoria inicial de Modigliani e Miller, mas a ideia principal dessa teoria é que caso exista uma estrutura de capital ideal ela deve refletir os impostos e imperfeições de mercado, como se verifica na teoria do *trade-off* da estrutura ótima de capital. De acordo com Modigliani e Miller o valor de mercado da empresa e o valor de mercado agregado de todos os seus títulos em circulação não deve depender da alavancagem quando ativos, ganhos e oportunidade de investimento futuro se mantem constantes.

Esta teoria tem algumas vantagens, nomeadamente, evita solução de canto e tem uma melhor racionalização e bom senso na utilização de empréstimos, pois dívidas em excesso podem criar problemas dispendiosos, fornecendo uma previsão testável à teoria do *trade-off* estática, pois esse tipo de custos deve ser mais cuidado nas empresas com ativos intangíveis valiosos e oportunidade de crescimento, devendo as empresas mais maduras obter mais empréstimos do que as empresas em crescimento. Dessa forma era mais expectável que uma empresa farmacêutica solicitasse menos empréstimos que uma empresa de produtos químicos mesmo que os riscos comerciais de ambas fossem iguais, sendo a relação inversa prevista entre ativos intangíveis e alavancagem financeira confirmada em 1985 por Long e Malitz, citados por Myers.

Ainda segundo o mesmo autor, a maior evidência de uma teoria contra esta prende-se com a correlação inversa entre a lucratividade e alavancagem financeira, mostrando que altos lucros significam baixos endividamentos, prevendo a teoria do *trade-off* exatamente o oposto.



### 5.3.2. Endividamento

Para a empresa estar em equilíbrio financeiro, implica que as origens de fundos sejam iguais às aplicações de fundos, mas a existência de fontes de financiamento condiciona o montante e o tipo de aplicações financeiras.

As origens de fundos das organizações podem ser próprias ou alheias, dentro das origens próprias enquadra-se o capital social e os lucros retidos e no capital alheio encontra-se todo o tipo de financiamentos obtidos a terceiros, nomeadamente, o *leasing* e o *factoring*.

De forma geral, uma empresa encontra-se em equilíbrio financeiro quando os meios financeiros disponíveis são suficientes para solver os compromissos, não colocando em causa a continuidade da empresa. Entendendo-se por risco de solvabilidade, a comparação dos fundos próprios com os ativos ponderados pelo risco (Breia, *et al.*, 2014).

As entidades recorrem ao endividamento por necessidade de tesouraria ou por estratégia de gestão. Entende-se por endividamento o conjunto de dívidas contraídas por uma empresa ou entidade que a faz tornar-se um devedor. Por norma, as decisões de investimento encontram-se inteiramente ligadas às decisões de financiamento da empresa, pois, para se investir necessita-se de financiamento, seja ele através de capitais internos ou externo, estando ambas as opções sujeitas a impostos.

Cada empresa tem a sua capacidade de endividamento, não existindo um limite absoluto para o montante que a empresa pode pedir emprestado, mas sim o valor que a empresa determina pedir emprestado para fazer face aos seus investimentos correntes, estando o custo do capital condicionado tanto pelo risco financeiro como pelo risco de negócio. Sendo o risco financeiro, o risco relacionado com a estrutura de capital da empresa e as consequências da mesma, nomeadamente as variações da taxa de juro, dificuldades no acesso ao crédito, diferenças de câmbios entre outras e o risco de negócio está relacionado com a existência de variações dos fluxos de caixa e nos fluxos operacionais da atividade. Alaoui, Bacha, Masih, e Asutay (2017) evidenciam que não só as características da empresa têm influência no seu financiamento, mas também os fatores específicos de cada país.

Esperança e Matias (2009) relatados por Filipe (2018) notam que a autonomia financeira não deverá ser inferior a 33%, isto é, os capitais próprios da entidade devem ser bastantes para financiar cerca de 1/3 do ativo total das empresas, concluindo que o máximo de endividamento não poderá ser superior a 67%.

Na literatura não existe consenso quanto aos níveis ideais de endividamento pois depende de múltiplos fatores, nomeadamente, a fase em que a empresa se encontra, o tipo de perfil do gestor da empresa, mais ou menos conservador, entre outras condicionantes, pelo que este é um conceito com alguma subjetividade, tal como a autonomia financeira e o sobre-endividamento (Filipe, 2018).

Por norma, as empresas têm maiores necessidades de financiamento, quando têm ciclos de exploração mais longos. Para otimizarem recursos, resultados e conseguirem diminuir as necessidades de financiamento é importante terem uma logística cuidada e otimizada, fazendo uma boa gestão de existência e uma cuidada gestão de cobranças e crédito (Breia, *et al.*, 2014).

A empresa também poderá entrar numa fase de sobre-endividamento igualmente designado por endividamento excessivo, quando o seu nível de capital alheio é muito elevado em comparação aos seus capitais próprios, assumindo uma enorme proporção que dificilmente a empresa conseguirá pagar as dívidas assumidas. (Filipe, 2018).

A empresa quando recorre ao endividamento, sobretudo através de empréstimos junto da banca, tem custos associados, por regra os juros, enquadrando-se estes nos gastos financeiros (Filipe, 2018). Para a determinação do custo do crédito, tem um enorme peso o risco associado à operação, existindo para essa avaliação os sistemas de *rating*, que classificam o risco de crédito e o avaliam (Breia, *et al.*, 2014).

As empresas estão constantemente expostas a diversos riscos, nomeadamente, o risco de mercado que afeta o custo do capital e o risco diversificado que afeta os fluxos de caixa, denominando-se o risco, o beta do ativo de uma empresa, setor de atividade ou projeto. O risco diversificado não altera os custos do capital, mas deve ser considerado nos fluxos de caixa, dado que a grande parte dos projetos gera retorno durante diversos anos (Brealey *et al.*, 2013).

O custo de capital da empresa é entendido como a taxa de retorno esperada num investimento pelos acionistas e é calculada pelo custo médio ponderado do capital ou o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). O valor que a empresa paga, denominado o *coupon* médio, é o resultado dos rendimentos e da classificação do crédito no momento da emissão da dívida e podem não refletir a envolvente de mercado, pois a qualidade dos créditos e os *ratings* são os principais fatores para a determinação do custo da dívida, sendo condicionados por alguns fatores, nomeadamente, tamanho, setor de atividade, alavancagem, fluxos de caixa, lucro entre outros (Pettit, 2007). No longo prazo, segundo Brealey *et al.* (2013), o desempenho da empresa depende das decisões tomadas a nível operacional e não tanto a nível de financiamento, mas para ter o acesso mais facilitado ao capital alheio a empresa deve ser financeiramente suficiente.

De acordo com Querido (2013) existiu uma evolução claramente diferenciadora, desde dezembro de 2010, entre o setor público e privado português, a nível de endividamento, pois o setor público não financeiro mostra um aumento entre 2010 e 2011 de cerca de 13,90% e até setembro de 2012 de 7,10%. Aumentando o setor público a sua proporção no total do endividamento do setor não financeiro de 30% em 2010 e de cerca de 35% em 2012. Continuando o Estado a aumentar o seu endividamento em 2011, cerca de 13,60% e com aparente diminuição em setembro de 2012, de cerca de 7,10%. O setor privado não financeiro reduziu o seu endividamento tanto em 2011 como 2012, em 1,10% e 1,20% respetivamente.

Nas últimas décadas os crescimentos das dívidas corporativas trouxeram de volta a apreensão relativa aos riscos potenciais para a estabilidade financeira e crescimento económico, uma vez que as empresas excessivamente endividadas têm maior probabilidade de incumprimentos caso se dê uma desaceleração económica. Contudo, o endividamento externo pode afetar a tomada de decisão das empresas, mesmo sem riscos de estabilidade financeira. (Marsh, Rodziewicz, & Chelluri, 2020)

### **5.3.3. Autonomia Financeira**

Correlacionado ao conceito de endividamento temos a conceção de autonomia financeira que nos mostra o nível de independência da empresa relativamente aos capitais alheios. (Filipe, 2018)

A autonomia financeira é um rácio de endividamento e estrutura de capital, que pretende analisar a situação da empresa a médio e longo prazo, avalia o grau de empenho dos sócios no financiamento dos ativos, dando uma ideia do peso relativo do capital próprio e do passivo total na origem de fundos, obtém-se dividindo os capitais próprios pelo ativo total (Breia, *et al.*, 2014). Este rácio não nos dá nenhuma informação sobre a composição do passivo, mas sendo o rácio de autonomia financeira reduzido indica risco financeiro para o investidor.

O índice de solvabilidade mede a capacidade de a empresa solver os seus compromissos, obtendo-se este indicador dividindo os capitais próprios pelo passivo total. Encontrando-se este rácio dependente da capacidade de a empresa gerar resultados, a obtenção dos resultados pode estar condicionada por alguns fatores nomeadamente a revalorização dos ativos, as imparidades não apropriadas, as provisões não efetuadas para riscos conhecidos e as taxas de depreciação aplicadas sem estarem em conformidade com a vida útil dos ativos.

A empresa está em equilíbrio financeiro quando os meios financeiros gerados são suficientes para solver as suas dívidas ao longo do tempo. As necessidades de fundo de maneo não são o único fator que condiciona a sustentabilidade da empresa e o seu equilíbrio financeiro, o planeamento financeiro também é um fator determinante, para a empresa gerar excedente na sua operação e ser sustentável.

A autonomia financeira é um indicador bastante utilizado na avaliação do nível de endividamento e dependência da empresa a fundos externos, sendo aceite que altos níveis de endividamento coloquem as empresas mais vulneráveis especialmente as que apresentam menor rendibilidade. Às empresas que recorrem a financiamento interno em detrimento do externo é esperado que preservem resultados ao longo do seu ciclo de vida, levando-as à acumulação de capitais próprios, fazendo-as estar menos dependentes de

financiamento externo que por consequência as levará à diminuição de custos financeiros, podendo também, a autonomia financeira ser vista como uma forma indireta de poupança. (Albuquerque, Esteves, & Magalhães, 2018)

Optar pelo financiamento através de fundos internos ou através de capital alheio tem impacto na estrutura financeira da empresa, sendo esta capaz de determinar a capacidade da empresa em solver as suas dívidas e tendo impacto na percepção que os diversos *stakeholders* têm da empresa (BPstat, 2021).

No estudo feito por Albuquerque, Esteves, & Magalhães (2018) onde analisam o rácio de autonomia financeira, peso dos empréstimos bancários e o rácio da dívida comercial comparativamente à idade, dimensão e setor de atividade das empresas portuguesas entre 2010 e 2016 aferiram que os capitais próprios das empresas têm aumentado desde 2014 evidenciando um aumento da poupança das sociedades não financeiras e relativamente aos empréstimos bancários demonstram uma diminuição, refletindo uma forte desalavancagem do setor bancário. Analisando a autonomia financeira das empresas portuguesas comparativamente às empresas de outros países europeus as empresas portuguesas apresentam os valores mais baixos neste rácio, embora seja evidente uma melhoria nos últimos anos do estudo. Verificaram também que em 2015 as empresas portuguesas são bastante dependentes de capital alheio, os empréstimos bancários nos passivos das empresas em Portugal encontram-se nos 24%, enquanto na Alemanha e França esses valores se situam nos 16%.

Neste estudo também mostraram que existe uma ligação entre os níveis de autonomia financeira e a idade das empresas, dando esta conclusão ênfase à hipótese que as empresas dão preferência ao financiamento através de capitais próprios em detrimento de financiamentos pela via do capital alheio, através da reserva de fundos próprios ao longo dos anos, sugerindo que empresas com maior nível de autonomia financeira apresentam maiores taxas de sobrevivência.

Relativamente à dimensão das empresas a autonomia financeira é maior nas empresas com menor dimensão, inculcando que estas procuram menos o financiamento externo, mas em contrapartida nas empresas de maior dimensão verifica-se um maior recurso ao

financiamento através de capital alheio. Nesta análise também aferiram que o setor dos transportes e armazenagem é o que apresenta maiores financiamentos através de capitais próprios, enquanto no setor do alojamento e restauração metade das empresas apresentam-se em falência técnica. (Albuquerque, Esteves, & Magalhães, 2018)

Maiores níveis de autonomia financeira alertam para maior solidez financeira e menor dependência de capital alheio, mas uma elevada autonomia financeira também poderá comprometer a rentabilidade da empresa, pelo que este rácio não deve ser analisado individualmente, mas em conjunto com outros indicadores que permitam fazer uma análise mais ampla, podendo concluir-se que a empresa apresentará maior risco quanto menor for o seu nível de autonomia financeira (BPstat, 2021).

## **6. Parte Empírica**

Neste capítulo vão ser apresentados os dados recolhidos nos quadros do setor da CBBP e que posteriormente foram tratados.

### **6.1. Setor Farmacêutico Português**

#### **6.1.1. Rendibilidade dos Capitais Próprios**

Pela observação do Gráfico 6.1 constata-se que no período em análise, de 2006 a 2019, a RCP não é constante, mas sim muito variável e no setor farmacêutico ela foi praticamente sempre superior à verificada do mercado total.

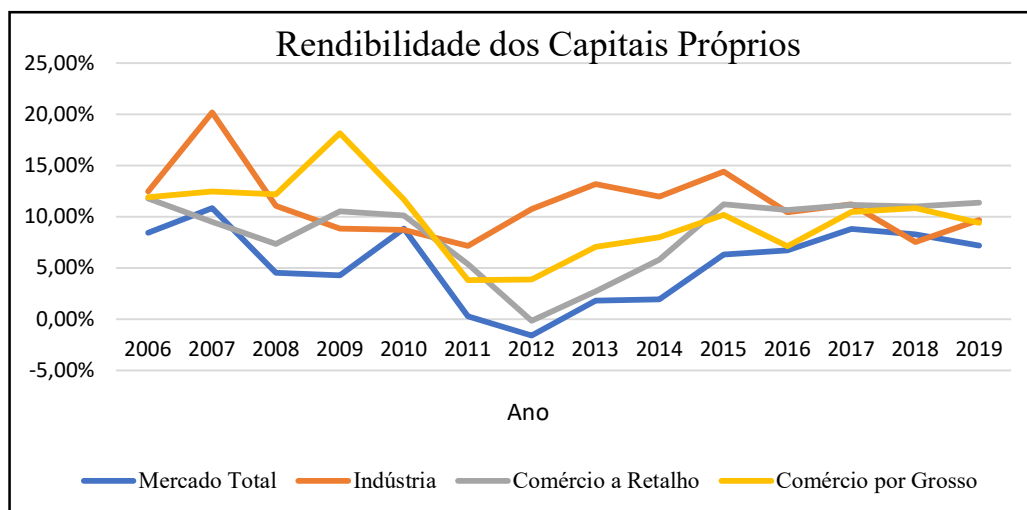
Entenda-se por mercado total o total de empresas de todos os setores e dimensões constantes na CBBP.

Iniciamos 2006 com o segmento da indústria farmacêutica em destaque (12,49%), atingido o seu cume em 2007 tendo ultrapassado os 20% de RCP, valor mais elevado verificado nos anos analisados para todo o setor e mercado total. A partir de 2007 iniciou uma tendência de declínio, bastante acentuada em 2008 que se mantém até 2011 (7,16%). A partir de 2011 inicia uma propensão de crescimento até 2013, ultrapassado os valores com que tinha iniciado o estudo em 2006, mas retrai-se novamente em 2014 e recupera em 2015 onde atinge um novo pico com 14,39% inferior ao verificado em 2007, mas seguindo a mesma tendência. Este segmento inicia um novo declínio que se mantém até 2018, recuperando em 2019, altura em que a RCP coincide com o comércio por grosso de produtos farmacêuticos (9,5%).

O comércio por grosso apresenta uma dinâmica muito semelhante à da indústria farmacêutica, mas com atraso de cerca de 2 anos e com quedas bastante mais acentuadas. Até 2008 mantém-se minimamente estável com valores a rondar os 12%, apresentando o seu pico em 2009 com 18,17%, caindo abruptamente até 2011 (3,81%). Após 2011 apresenta uma tendência de crescimento que se mantém até 2015, mas em 2016 decresce e coincide com a RCP do mercado total (7%). Terminando a análise em 2019, a coincidir com o setor da indústria farmacêutica (9,5%).

Relativamente ao comércio a retalho, contrariamente aos outros 2 segmentos do setor farmacêutico, inicia com um declínio até 2008 (7,34%), que recupera em 2009 e estabiliza em 2010 (10%). Mas em 2011 apresenta um decréscimo, caindo abruptamente até 2012, atingindo nesse ano, tal como o mercado total, uma RCP negativa, -0,17%. A partir de 2012, inicia um percurso de crescimento bastante acentuado até 2015 (11,23%), altura em que obtém valores superiores aos do comércio por grosso (10,20%). Em 2016 e 2017 iguala a RCP da indústria farmacêutica (11%) e em 2018 supera o comércio por grosso continuando a crescer de forma constante até 2019 (11,38%), sendo o segmento que a partir de 2017 apresenta a melhor RCP.

**Gráfico 6.1 - Rendibilidade dos Capitais Próprios**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

O mercado total, comparativamente ao setor farmacêutico apresenta uma menor RCP, praticamente em todos os anos estudados. Em 2007 com 10,83%, apresenta uma exceção, pois cresce acima do setor do comércio a retalho (9,48%), mas volta a cair drasticamente em 2008, estabilizando em 2009. Em 2010 recupera, coincidindo com a indústria farmacêutica (9%), mas mantém a tendência verificada em todos os segmentos do setor farmacêutico e cai abruptamente até 2011 expandindo essa tendência para 2012,



atingindo mesmo valores negativos, -1,6%, a pior RCP verificado para o setor e mercado total no período estudado. Em 2011 a situação económica de Portugal foi condicionada por vários fatores com destaque para a contração económica mundial, a crise das dívidas soberanas europeias, o programa de ajustamento económico e financeiro, associado ao pedido de ajuda financeira externa solicitada em abril e a desaceleração do setor privado com condições mais restritivas no acesso ao financiamento bancário. Pelo Gráfico 6.1 a partir de 2012 o mercado total português, iniciou um período de crescimento que se mantém até 2017 (8,78%). Em 2018 com 8,29% contrai-se, mas apresenta uma RCP superior à apurada no segmento da indústria farmacêutica (7,51%) mantendo a sua tendência de declínio em 2019.

De acordo com o estudo feito pelo BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016, a RCP em 2016 foi de cerca de 9%, diminuindo 3 p.p. comparativamente a 2015, como também se pode constatar no Gráfico 6.1, sendo as pequenas e médias empresas as mais rentáveis.

Pela análise do gráfico verifica-se que desde 2016 essa rentabilidade tende a estabilizar e a convergir para todos os segmentos entre os 6% e os 11%. Conseguimos também concluir que no período de 2010 a 2012 todos os segmentos baixaram significativamente a sua RCP com maior incidência no mercado total, de 8,85% para -1,6% e no comércio a retalho de 10,14% para -0,17% apresentando ambos rentabilidade negativa em 2012, mas o segmento da indústria farmacêutica contrariou essa tendência e aumentou a sua rentabilidade nesse período, de 8,71% para 10,74% e em 2018 com 7,51% decresce abaixo do mercado total (8,29%).

### **6.1.2. Rentabilidade do Ativo**

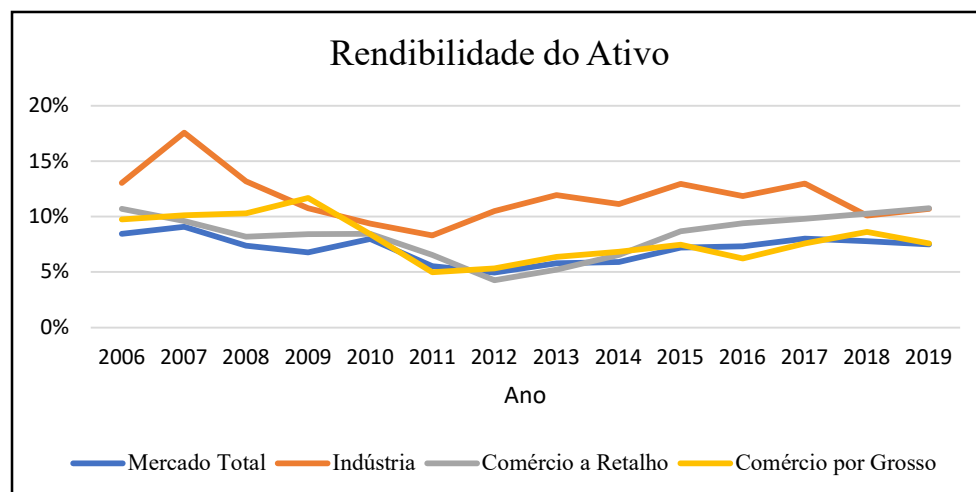
Para este indicador, tendo por base o Gráfico 6.2, apura-se que nos 14 anos em análise o setor farmacêutico tem um ROA superior ao do mercado total.

O segmento que mais se destaca dentro do setor farmacêutico é a indústria farmacêutica, encontra-se sempre acima do mercado total e é o segmento que apresenta um indicador mais saudável a maioria do tempo quando comparado com os restantes segmentos e mercado total, mostrando também uma dinâmica muito idêntica à presente na RCP.

A indústria farmacêutica atinge o seu cume e o valor mais elevado constante na análise em 2007 com 18%, a partir desse ano há uma queda até 2011 (8%), erguendo-se com algumas saliências até 2017 (13%) e diminui em 2019 igualando o ROA do comércio a retalho (11%).

O comércio a retalho decresceu até 2008 mantendo-se estável até 2010 (8%), altura em que inicia uma trajetória muito em linha com o mercado total e o comércio por grosso até 2014, situando-se nesse ano nos 6,55%. Em 2012 é o segmento que apresenta o valor mais baixo observado em todo o estudo (4,25%), iniciando um percurso de crescimento constante até 2019 momento em que atinge a melhor rendibilidade quando comparada com todos os segmentos e o mercado total (10,74%).

**Gráfico 6.2 – Rendibilidade do Ativo**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

O comércio por grosso contrariamente ao comércio a retalho inicia o estudo em expansão até 2009, ano em que atinge a sua maior rendibilidade com 11,67%, decrescendo abruptamente até 2011 apurando nesse ano o seu pior indicador, 4,99%, sendo mesmo inferior ao ROA do mercado total (5,54%). De 2011 a 2014 o comércio por grosso apresenta uma tendência de crescimento e cresce acima do comércio a retalho e mercado total. Em 2016 tem um vale (6,21%), apresentando pior rendibilidade que a verificada no

mercado total (7,32%), crescendo novamente até 2018 e em 2019 volta a decrescer coincidindo com o mercado total (7,5%).

O mercado total inicia o seu percurso com uma tendência de crescimento até 2007 (9,09%), quase igualando o comércio a retalho (9,62%). De 2010 para 2011, tem uma queda acentuada, passando dos 7,99% para os 5,54%, podendo ter contribuído para esse facto, de acordo com os boletins económicos e estatísticos do BP, uma quebra a nível de procura interna de 5,2%, apresentando o consumo privado uma contração de 3,6% superior à do PIB, sendo de destacar a redução de 1,9% do consumo de bens correntes e serviços que representam cerca de 90% do consumo privado total e o investimento terá sofrido uma redução de 10%, destacando-se os níveis de confiança historicamente baixos dos consumidores portugueses. De 2010 a 2015 segue em linha com o comércio por grosso e o comércio a retalho, coincidindo em 2015, com cerca de 7%, com o comércio por grosso e voltam novamente a coincidir em 2017 com 8%, acontecendo o mesmo em 2019 com um valor de 7,5%. Nesse período é notório o destaque que a indústria apresenta relativamente aos restantes segmentos e mercado total.

De um modo global neste indicador o setor farmacêutico encontra-se melhor que o mercado total, mas também se nota que tanto o mercado total como o setor farmacêutico sentiram a crise financeira que eclodiu em 2007.

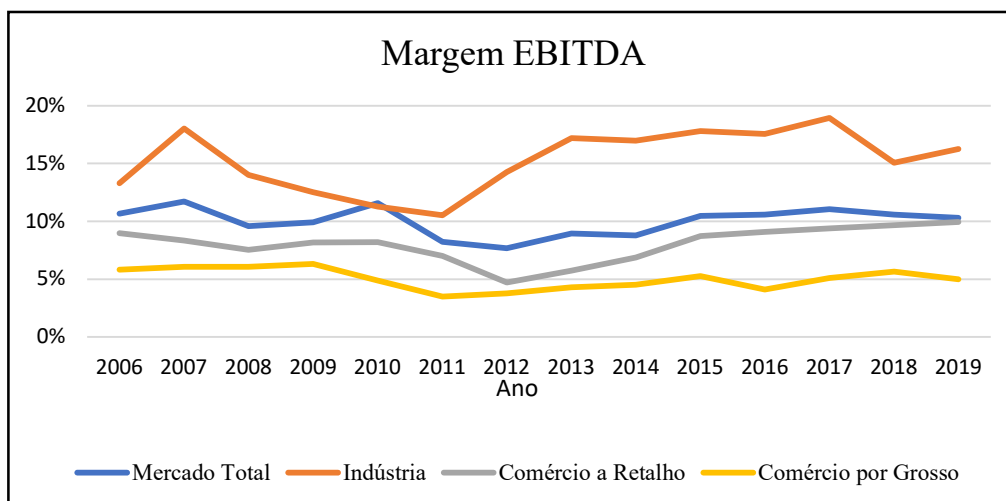
### **6.1.3. Margem EBITDA**

De acordo com o estudo feito pelo BP às empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016 o EBITDA, em 2016, no setor sofreu um decréscimo de 7%, motivado pelo aumento das imparidades de dívidas a receber principalmente nas grandes empresas, mas em contradição o mercado total teve um aumento de EBITDA de 7%.

A nível de segmentos a indústria farmacêutica e o comércio por grosso de produtos farmacêuticos foram os grandes responsáveis pela diminuição do EBITDA dentro do sector, 1.3 e 7.3 p.p. respetivamente. Para aligeirar esta diminuição o segmento do comércio a retalho aumentou 2.1 p.p., apresentando 55% das empresas do setor um EBITDA positivo em linha com o total das empresas do mercado.

Pelos dados apresentados no Gráfico 6.3, verifica-se uma tendência de crescimento na indústria farmacêutica em todo o período em análise, com exceção do ano de 2018 e entre os anos de 2007 a 2011, onde se verifica a descida mais acentuada de todos os setores, pelo que se pode concluir que o setor da indústria farmacêutica foi gravemente afetado pela crise financeira iniciada em 2007. A partir do ano de 2011 a indústria recupera significativamente até 2013 continuando a crescer de forma constante até que atinge o seu melhor ano em 2017 com 18,94%, tendo novamente uma quebra em 2018 (15,08%), mas em 2019 volta a retomar o crescimento (16,27%). Nesta análise também verificamos que o segmento da indústria farmacêutica é o que apresenta uma maior margem EBITDA comparada com os restantes segmentos do setor farmacêutico e com o mercado total.

**Gráfico 6.3 – Margem EBITDA**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

O comércio a retalho de 2006 a 2008 apresenta uma tendência de declínio voltando a crescer ligeiramente até 2010 (8,20%) e decresce até 2012 (4,71%), a partir desse ano contraria essa tendência e cresce a bom ritmo até 2015 continuando a crescer de forma mais moderada até 2019 (9,93%), terminando a análise com valores superiores aos que iniciou o estudo em 2006 (8,98%).

O segmento do comércio por grosso não é muito inconstante ao longo do tempo, mas também sentiu a recessão iniciada em 2009 pois mantém-se constante até esse ano com cerca de 6% decrescendo em 2011 para 3,48%. Cresce de forma gradual até 2015 para valores de 5,27% tendo uma ligeira retração em 2016 (4,11%), continuando a tendência de crescimentos que é contrariada em 2019 terminando o estudo com cerca de 5%. No Gráfico 6.3 apura-se que este é o segmento que apresenta pior margem EBITDA quando comparado com os restantes segmentos do setor farmacêutico e mercado total.

O mercado total tem algumas variações no período compreendido entre 2006 e 2019, inicia com um crescimento em 2007 situando-se nos 11,71%, em 2008 decresce tendência também verificada em praticamente todo o setor farmacêutico. Inicia um percurso de crescimento até 2010 com 11,56%, atingindo o seu pico na análise e nesse ano é quem atinge uma maior margem EBITDA. Em 2011 cai abruptamente mantendo essa tendência, mas de forma mais ligeira até 2012. De 2012 a 2013 apresenta um crescimento moderado estancando em 2014, crescendo com maior evidência em 2015 tendência seguida até 2017, mas de forma vagarosa, iniciando em 2017 novo declínio, quase coincidindo em 2019 com o segmento do comércio a retalho, ambos a situarem-se nos 10%.

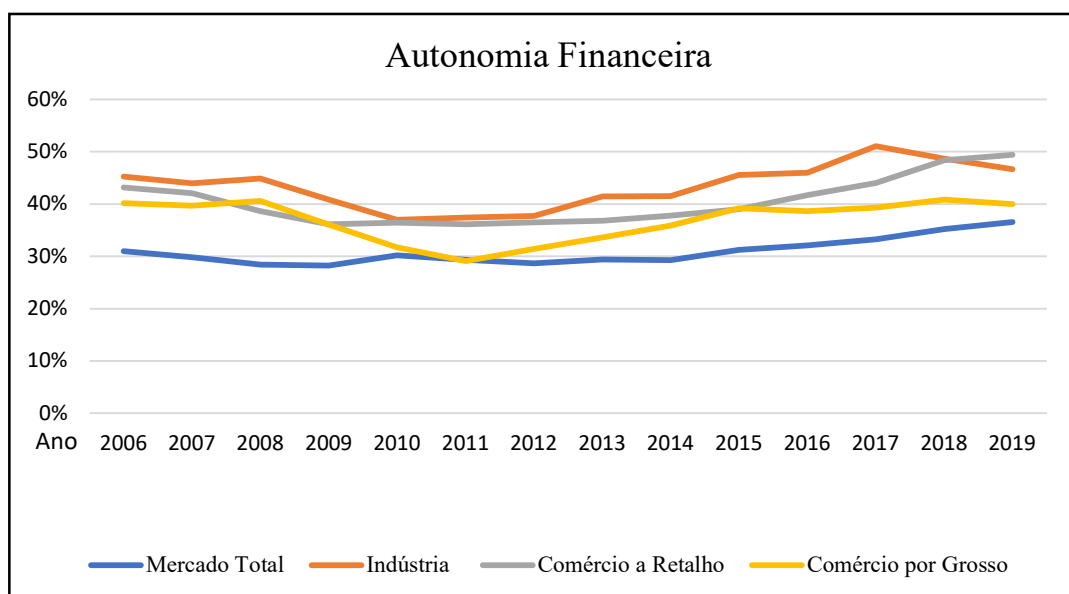
A margem EBITDA apresentada no Gráfico 6.3 mostra que no geral o mercado total tem melhor performance que o setor farmacêutico, exceto no segmento da indústria que se encontra acima do mercado total em todos os anos exceto em 2010 (11,28%) estando o comércio por grosso e o comércio a retalho sempre abaixo do mercado total (11,56%).

#### **6.1.4. Autonomia Financeira**

Em termos de autonomia financeira verifica-se um decréscimo no período de 2008 a 2011 tanto no setor como no mercado total, pelo que este declínio significa uma maior dependência de capitais alheios. Verificamos que o setor farmacêutico está melhor que o mercado total exceto em 2010, momento em que o comércio por grosso atinge o pior rácio, 31,71%. Aferimos também que a autonomia financeira tanto no setor farmacêutico como no mercado total foi gravemente afetada pela crise financeira que eclodiu em 2007.

O comércio por grosso até 2008 encontra-se estagnado rondando os 40% de autonomia financeira. De 2008 até 2011 teve uma queda muito acentuada passando em 2011 para 29,05%. A partir de 2011 retoma o crescimento aumentando consideravelmente a sua autonomia financeira até 2015, coincidindo nesse ano com o segmento do comércio a retalho com cerca de 39%. Este segmento continua uma tendência de crescimento moderado até 2018 sendo ligeiramente abalada em 2019 apresentando valores a rondar os 40%.

**Gráfico 6.4 - Autonomia Financeira**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

O comércio a retalho de produtos farmacêuticos a nível de autonomia financeira apresenta um decréscimo até 2009, estagnando até 2013 com valores na casa dos 36%. A partir desse ano começa a crescer de forma cada vez mais significativa até 2019. Em 2018 (48,32%) aproxima-se do segmento da indústria farmacêutica (48,68%) e em 2019 apresenta o melhor indicador, 49,37%, quando comparado com o setor farmacêutico e o mercado total.

O segmento da indústria também sentiu os efeitos da crise financeira que eclodiu em 2007, pois nesse ano apresenta uma ligeira diminuição na autonomia financeira, aumentando superficialmente em 2008 (44,88%), decrescendo a pico até 2010 para 36,96%. Mantendo de 2010 a 2012 valores a rondar os 37%, os valores mais baixos que evidencia, quase igualando o segmento do comércio a retalho. A partir de 2012 (37,72%) apresenta uma tendência de crescimento até 2017, ano em que ultrapassa os 51% de autonomia financeira destacando-se significativamente dos restantes segmentos e mercado total. Após 2017 inicia uma fase de declínio sendo em 2019 ultrapassada pelo segmento do comércio a retalho, segmento que apresenta o melhor indicador nesse ano com 49,37%.

Observa-se que o segmento da indústria farmacêutica é o segmento que maior autonomia financeira apresenta até 2018 quando comparado com os restantes segmentos do setor farmacêutico e o mercado total.

Em contradição à indústria farmacêutica o mercado total é o que apresenta a autonomia financeira mais baixa exceto em 2011 que coincide com o comércio por grosso, com cerca de 29%. O mercado total até ao ano de 2009 encontra-se em declínio, mas em 2010 essa tendência é contrariada suavemente mantendo valores praticamente constantes até 2014, iniciando um ciclo de expansão e com tendência de aproximação ao setor farmacêutico terminando a análise com uma autonomia financeira de 36,51%.

Em 2016 pelo evidenciado no estudo feito pelo BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016, no setor farmacêutico a autonomia financeira foi de 41%, enquanto no mercado total foi de 32%, valor muito idêntico ao de 2015, informação também confirmada pelo Gráfico 6.4.

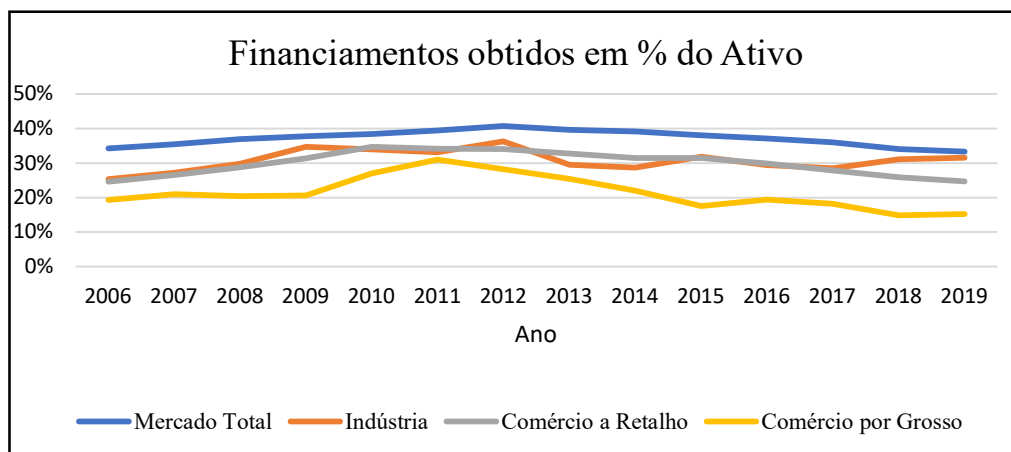
Perante o mesmo estudo a autonomia financeira era mais elevada nas pequenas e médias empresas (44%) e nas grandes empresas (41%) do que nas microempresas onde apresenta um rácio de autonomia financeira de 38%. Dentro do setor farmacêutico o ramo da indústria e do comércio a retalho destacam-se com cerca de 46% e 42% respetivamente. Analisando o Gráfico 6.4 podemos constatar que mantêm essa tendência até 2019 sendo o segmento da indústria farmacêutica o que se destaca até 2018, mas que é ultrapassado nesse rácio em 2019 pelo segmento do comércio a retalho.

Para este indicador o setor farmacêutico apresenta-se sempre acima do mercado total exceto em 2011, altura em que o comércio por grosso evidencia menor indicador que o verificado no mercado total. Por norma o setor farmacêutico é um setor que não está tão dependente de financiamento externo, mas sim de fundos internos, o que em parte contribui para o aumento da sua autonomia financeira e contribui para que se encontre acima do mercado total como é evidenciado no Gráfico 6.4.

### 6.1.5. Endividamento

Para os financiamentos obtidos em função do ativo (Gráfico 6.5) o setor farmacêutico encontra-se em todos os segmentos abaixo do mercado total, sendo o segmento do comércio por grosso o que mais se afasta, atingindo o seu pico em 2011 com 31%. Aferimos também que este é o segmento menos dependente de capital alheio enquanto o mais dependente é o mercado total.

**Gráfico 6.5 – Financiamentos obtidos em % do Ativo**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

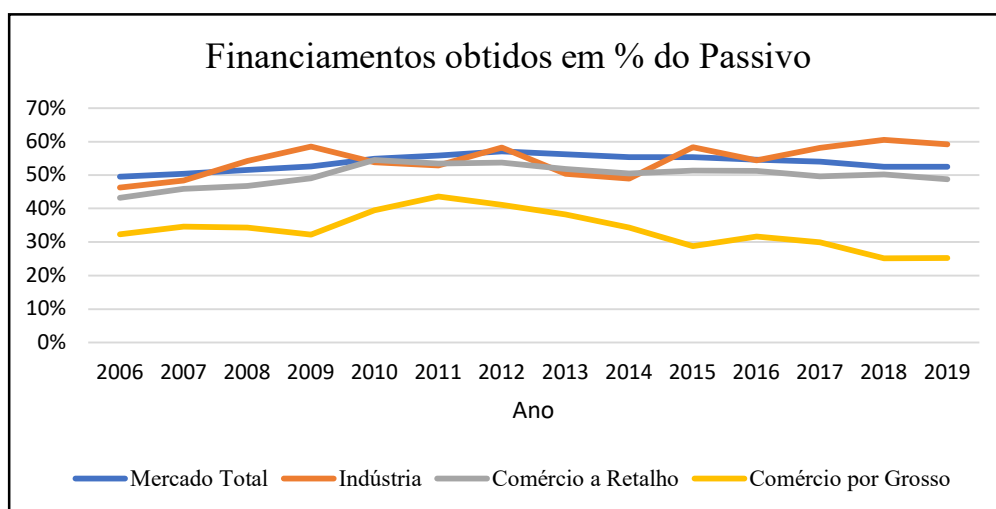
No período analisado o mercado total segue uma tendência de crescimento constante até 2012, a parti de 2012 começa a retrair-se ligeiramente mantendo essa tendência até 2019. Nesta análise os valores para o mercado total oscilam entre os 33% e os 41%, terminando



com uma menor dependência de financiamentos obtidos em % do ativo que a exibida no início do estudo em 2006.

O segmento do comércio a retalho e o segmento da indústria farmacêutica tem sido muito semelhante entre si, oscilando de 2006 a 2019, na dependência de capital alheio em % do ativo entre os 25% e os 32%.

**Gráfico 6.6 – Financiamentos obtidos em % do Passivo**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A indústria farmacêutica apresenta desde 2006 um crescimento que até 2008 é muito semelhante ao verificado no segmento do comércio a retalho, mas expande essa tendência para 2009 ultrapassando esse segmento. Retrai-se até 2011 (33,16%), aumentando a dependência de capital alheio em 2012 (36,24%), mas em 2013 aligeira essa dependência que se mantém até 2014. Aumenta ligeiramente a dependência de capital alheio em função dos ativos em 2015 coincidindo mais uma vez com o comércio a retalho, com cerca de 31%, apresentando ambos os segmentos um declínio até 2017 para valores de 28%, continuando essa propensão o segmento do comércio a retalho até 2019 (24,71%), mas o segmento da indústria segue o caminho oposto e aumenta a sua dependência de

capital alheio em função do ativo com 31,57%, quase coincidindo com os valores apurados para o mercado total, 33,33%.

Pela análise do Gráfico 6.5 aferimos que o setor farmacêutico ficou mais sensível à crise financeira iniciada em 2007 que o mercado total tendo este facto sido mais evidente no comércio por grosso, havendo um aumento abrupto no uso de capital alheio para o financiamento da atividade de 2009 a 2011.

Relativamente aos financiamentos obtidos em função do passivo (Gráfico 6.6) a situação é diferente pois o setor farmacêutico encontra-se com um comportamento muito semelhante ao mercado total, exceto o segmento do comércio por grosso que se distancia, atingindo o valor mais elevado em 2011 com cerca de 44%, seguindo a mesma tendência que a constante nos financiamentos obtidos em % do ativo (Gráfico 6.5).

Para este indicador a indústria farmacêutica, grande parte do tempo, tende a coincidir com o mercado total, mas em 2009 com 58,67% ultrapassa-o tal como em 2012 e 2015. A partir de 2016 (54,51%) inicia um período de crescimento que tem como consequência o distanciamento do mercado total atingindo os valores mais elevados constante no estudo. O comércio a retalho apresenta uma tendência muito semelhante e constante nos anos em estudo, coincidindo de 2010 a 2011 com o segmento da indústria e o mercado total e de 2013 a 2014 apresenta valores ligeiramente superiores aos da indústria farmacêutica.

Perante o estudo feito pelo BP à análise das empresas do setor farmacêutico de 2012 a 2016, o passivo das empresas pertencentes ao setor farmacêutico em 2016 aumentaram 2% e no mercado total cerca de 0,1%, devendo-se em grande parte pelos financiamentos de empresas do grupo e de outros passivos, contribuindo as restantes componentes de forma residual para a variação do passivo. De acordo com o mesmo estudo 42% do total do passivo do setor farmacêutico em 2016 era apresentado em forma de dívida remunerada sob a forma de juros sendo este indicador inferior em 15 p.p. ao presente no mercado total.

Dentro do setor farmacêutico os segmentos onde a dívida remunerada sob a forma de juros tinha maior peso era no segmento da indústria e no comércio a retalho com cerca de

52%, seguindo-se o comércio por grosso, apresentando um peso de 33% do passivo tendência que continuou até 2019 pelos dados analisados supra.

De acordo com o estudo feito pelo BP às empresas do setor farmacêutico de 2012-2016 este é um setor que em 2016 está menos dependente de capital alheio que o restante mercado, diminuiu em média 18% o peso dos juros suportados pelo setor e 9% no mercado total, sendo mais evidente nas microempresas e no segmento do comércio por grosso e menos evidente no comércio a retalho e nas grandes empresas (16%).

Em 2016, a redução dos juros suportados teve como consequência uma diminuição da pressão financeira, por cada 100€ gerados de EBITDA 8€ eram para fazer fase a este tipo de encargo, com maior peso nas micro e grandes empresas e com maior evidência no segmento da indústria e do comércio a retalho. Reduzindo também nesse ano 2,5% os empréstimos concedidos pelo setor financeiro ao setor farmacêutico, propagando-se esta tendência para 2017, diminuindo os empréstimos concedidos dentro do setor 2,9%.

A nível de incumprimento o estudo evidencia em 2017, que em 100€ emprestados cerca de 10€ estavam em incumprimento, valor inferior ao apresentado em 2016, atingindo este aspeto todos os segmentos, mas com maior ênfase no comércio por grosso.

### **Aspetos a reter**

#### **➤ RCP**

O segmento da Indústria farmacêutica é o que apresenta no geral a melhor RCP exceto no período de 2008 a 2010 e após 2016. Apresenta um enorme pico em 2007 com 20,18%, o valor mais alto da amostra. De 2008 a 2010 é o segmento do comércio por grosso que se evidencia com um enorme pico em 2009 (18,17%), quase igualando os valores apresentados pelo segmento da indústria em 2007, mas após esse cume tem uma queda abrupta até 2011 (3,81%).

O comércio a retalho teve uma quebra drástica na RCP no período de 2010 a 2012, quase atingindo os valores do mercado total, inclusive apresentou uma RCP ligeiramente negativa em 2012 (-0,17%). Após 2012 é o segmento que mais cresceu, com maior destaque de 2012 a 2015, passando dos -0,17% para 11,23%, terminando a análise a

evidenciar a melhor RCP quando comparada com todos os segmentos e mercado total (11,38%).

Conseguimos concluir que no período de 2010 a 2012 todos os segmentos baixaram significativamente a sua RCP com maior incidência no mercado total e no comércio a retalho, apresentando ambos rendibilidade negativa em 2012, mas o segmento da indústria farmacêutica contrariou essa tendência e aumentou a sua rendibilidade, mas em 2018 decresce abaixo do mercado total.

Analisa-se também que no setor farmacêutico a RCP é bastante superior à verificada no mercado total, constatando-se também que após 2016 todos os setores e mercado total tendem a convergir entre si, situando-se entre os 6% e os 11%.

#### ➤ **ROA**

O segmento que maior ROA apresenta é a indústria farmacêutica. O segmento do comércio a retalho e do mercado total obtiveram um ROA muito semelhante entre si de 2007 a 2014. Após esse período o comércio a retalho iniciou um período de expansão terminando a análise em linha com a indústria farmacêutica com valores de 10,74% e 10,70%, respetivamente.

Contrariamente ao segmento do retalho o segmento do comércio por grosso inicia a análise em expansão, mas após 2009 apresenta um período de retração bastante forte até 2011 (4,99%) e crescendo de forma suave até 2015 (7,47%), após 2010 segue em linha com o mercado total.

Consta-se que de 2010 a 2014 todos os segmentos, exceto a indústria farmacêutica, estão coincidentes com o mercado total. A partir desse ano o comércio por grosso continua essa trajetória enquanto a indústria farmacêutica entra em declínio e o comércio a retalho em expansão.

De um modo global neste indicador o setor farmacêutico encontra-se melhor que o mercado total, mas também se nota que tanto no mercado total como no setor farmacêutico foi sentida a crise financeira que eclodiu em 2007.

#### ➤ **Margem EBITDA**

Nesta rúbrica o segmento da indústria farmacêutica também é o que apresenta melhor performance com bastante distanciamento para os restantes segmentos e mercado total, exceto em 2010 com 11,28%, que é ligeiramente ultrapassada pelo mercado total com 11,56%.

Após este segmento o que melhor performance mostra é o mercado total seguido do segmento a retalho e com pior desempenho temos o comércio por grosso.

Nesta rúbrica verifica-se que cada segmento se apresenta paralelo aos restantes, nunca se cruzam exceto o mercado total e o segmento da indústria farmacêutica em 2010. Estando o segmento do comércio por grosso e o segmento do comércio a retalho sempre abaixo do mercado total. Constatando-se que o mercado total tem melhor performance que o setor farmacêutico exceto no segmento da indústria que se encontra acima do mercado total em todos os anos exceto em 2010.

#### ➤ **Autonomia Financeira**

Mais um rácio em que a indústria farmacêutica se destaca dos restantes segmentos e mercado total pois apresenta até 2018 valores sempre superior exceto em 2019 com 46,68%, que é ultrapassada pelo comércio a retalho (49,37%). O comércio a retalho seguiu uma trajetória muito idêntica à verificada na indústria, mas com valores mais reduzidos, porém em 2019 supera a indústria apresentando um rácio de 49,37%.

Quem se apresenta com menor autonomia financeira é o mercado total exceto de 2010 a 2011 que coincide com o comércio por grosso (cerca de 29%).

Verifica-se um decréscimo de autonomia financeira no período de 2010 a 2012 tanto no setor como no mercado total. A indústria e o segmento do comércio a retalho apresentaram valores a rondar os 36% e o mercado total e o comércio por grosso a rondar os 29%. Concluindo que este indicador foi gravemente afetado pela crise financeira que eclodiu em 2007.

#### ➤ **Endividamento**

Nos financiamentos obtidos em função do ativo o mercado total é o que tem maior peso e o que apresenta menor indicador é o segmento do comércio por grosso, através desta

observação constata-se que este é o segmento menos dependente de capital alheio enquanto o mais dependente é o mercado total.

O comércio a retalho e a indústria farmacêutica apresentaram um rácio muito idêntico tomando apenas caminhos diferentes após 2017 com um rácio de cerca de 28%, altura em que o comércio a retalho mantém a tendência de queda e a indústria inicia um período de crescimento em 2019 (31,57%), quase igualando o mercado total (33,33%).

Analizamos que o setor farmacêutico ficou mais sensível à crise financeira iniciada em 2007 que o mercado total tendo este facto sido mais evidente no comércio por grosso, havendo um aumento abrupto no uso de capital alheio para o financiamento da atividade de 2009 a 2011 com maior evidência no comércio por grosso em 2011 (31%).

Relativamente aos financiamentos obtidos em função do passivo tanto o mercado total como o comércio a retalho e a indústria farmacêutica seguem a mesma tendência e valores muito idênticos entre si. O comércio por grosso afasta-se e é o que apresenta valores mais baixos em toda a análise atingem o seu pico em 2011 com 43,64%, entrando em decadência após esse ano.

## **6.2. Setor Farmacêutico Português vs Sector Farmacêutico Europeu**

Utilizando os dados recolhidos no quadro de setores da CBBP, tendo por base o *Bank for the Accounts of Companies Harmonised – BACH*, será feita uma análise comparativa do setor farmacêutico português com 4 das maiores economias da zona euro, Alemanha, Espanha, França e Itália, para os 3 segmentos do sector farmacêutico no período de 2006 a 2019 e comparando-os ao mercado total de cada país.

### **6.2.1. Indústria Farmacêutica**

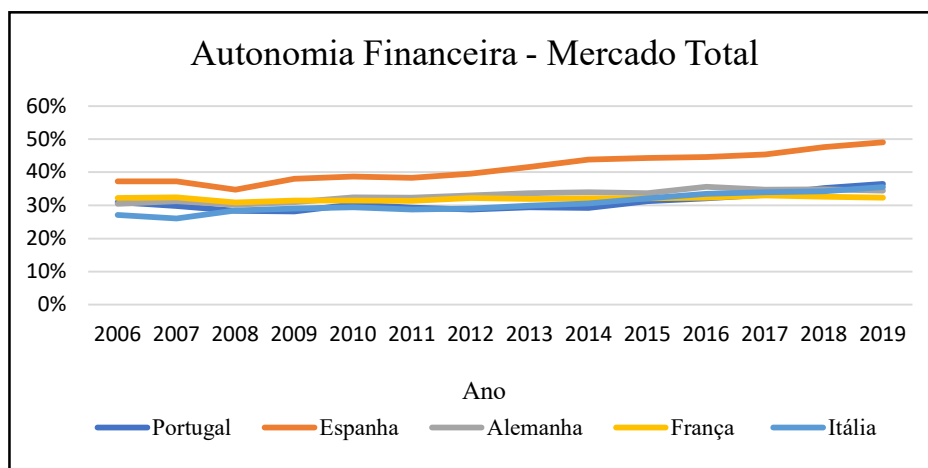
#### **6.2.1.1. Autonomia Financeira**

Fazendo uma análise aos valores apresentados para os 5 países nos últimos anos relativamente à autonomia financeira no segmento da indústria (Gráfico 6.8) pode

constatar-se que a Espanha se destaca em todos os anos em análise exceto em 2006 que é ultrapassada pela França com um indicador superior aos 64% e de 2017 para 2018 coincide o seu rácio de autonomia financeira com a Itália (56%).

Tal como referido a Espanha é o país que apresenta o maior indicador de autonomia financeira, de 2007 a 2011 cresce de forma bem acentuada atingindo em 2011 um pico com 59,20%. Até 2017 apresenta algumas oscilações, mas após esse ano inicia um ciclo de crescimento acentuado terminando 2019 com o seu valor mais elevado, 62,40%.

**Gráfico 6.7 - Autonomia Financeira no Mercado Total**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

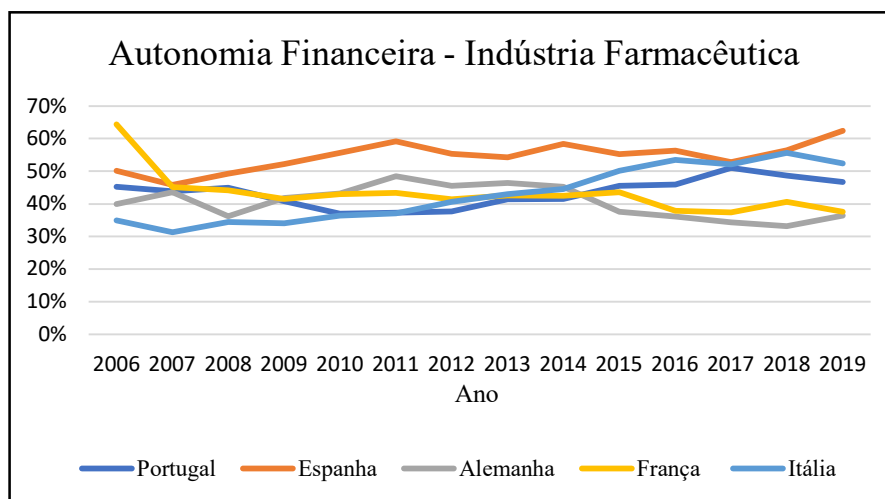
No mercado total (Gráfico 6.7) verifica-se também um enorme destaque para a Espanha, ela encontra-se afastada dos restantes países em toda a análise, sendo em 2008 o ano em que mais se aproxima dos restantes países, atingindo o seu rácio mais baixo com 34,70%. Após esse período continua a sua tendência de crescimento com maior propensão ao afastamento dos restantes países, terminando a análise com 49% de autonomia financeira, enquanto os restantes países se situavam em valores médios de 34,7%.

A França inicia 2006 no setor farmacêutico, com o seu pico e o valor mais elevado da análise com 64,40%, mas tem uma queda muito acentuada em 2007 para 45,10%, continuando essa tendência, mas de forma mais gradual até 2009 (41,50%), crescendo

suavemente até 2011 (43,30%), mantendo-se mais ou menos constante até 2015 (43,5%), mas novamente apresenta um declínio até 2017 (37,80%), terminando 2019 com níveis de autonomia financeira de 37,60%.

A nível de mercado total (Gráfico 6.7) a França, tal como Portugal, Alemanha e Itália apresentam uma tendência muito constante, sem grandes oscilações e com tendência a convergirem para o mesmo nível de autonomia financeira, terminando a análise com um valor médio de 34,7%.

**Gráfico 6.8** – Autonomia Financeira no Setor da Indústria Farmacêutica



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Este indicador no segmento da indústria farmacêutica é mais inconstante que o evidenciado no mercado total, pois no setor existe uma propensão ao crescimento ao longo do tempo.

A Alemanha dentro do setor farmacêutico apresenta grandes variações tendo um enorme declínio em 2008 (36,20%) e um progresso em 2011 (48,50%). A partir de 2011 a tendência é de diminuição até 2018, apresentando um rácio de 33,20%, recuperando ligeiramente em 2019 (36,30%). Após 2015 (37,60%) é o país que menor rácio de autonomia financeira evidência no estudo.



Um pouco em contradição à Alemanha, a Itália decresce em 2007 (31,30%) iniciando um processo de crescimento que se mantém até 2016 atingindo o valor de 53,40%. Ultrapassando a partir de 2014 com 44,60% Portugal (41,50%) e França (42,50%) e em 2015 a Alemanha (37,60%), decrescendo ligeiramente em 2017 (52,10%), mas retoma o crescimento, coincidindo com a Espanha no período de 2017 para 2018 com um rácio de autonomia financeira a rondar os 53%, decrescendo levemente em 2019 para 52,40%.

Em Portugal a autonomia financeira na indústria farmacêutica apresenta até 2008 valores mais ou menos constantes, coincidindo em 2007 este indicador com o da Alemanha, cerca de 44% e aproximando-se consideravelmente da França (45,10%) e Espanha (45,80%). Mostra uma tendência de declínio até 2010 (37%) que se mantém constante até 2012 coincidindo de 2010 a 2011 com a Itália (37,10%) e em 2012 é o país que apresenta o pior indicador com 37,7%. Evolui positivamente até 2014 (41,50%) quase igualando a França (42,50%) e com aproximação à Alemanha (45,20%), ambos os países entram em declínio a partir desse momento e Portugal inverte essa trajetória e cresce até 2017, atingindo 51% de autonomia financeira, quase igualando a Espanha (52,80%) e Itália (52,10%), iniciando um período de retração até 2019 (46,70%).

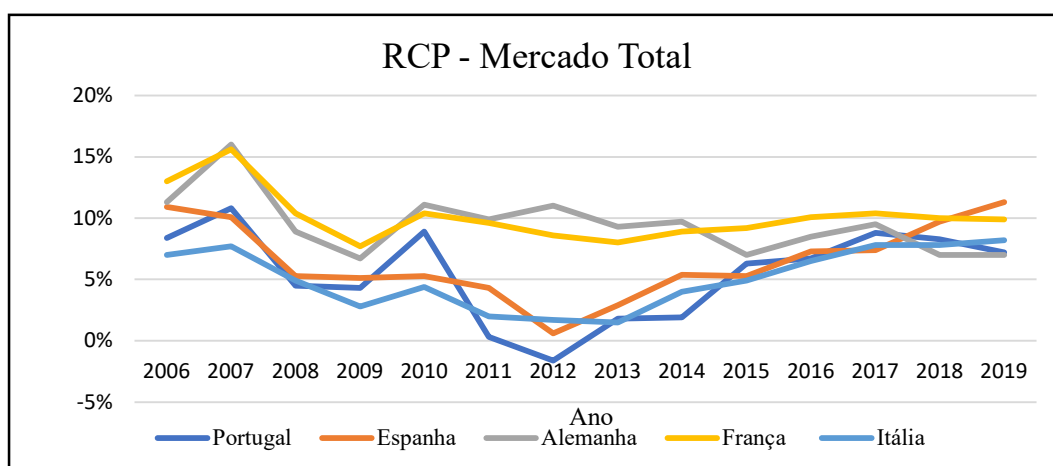
De modo geral os países que ao longo do tempo tem crescido positivamente neste indicador são a Itália e Portugal. A Alemanha apresenta um comportamento oposto de 2015 a 2017 apresentando os menores valores quando comparada com os 5 países estudados, em 2019 (36,30%) inicia um período de recuperação quase igualando a França (37,60%) como se apura no Gráfico 6.8.

#### ***6.2.1.2. Rendibilidade dos Capitais Próprios***

A nível de RCP o cenário é bastante diferente do verificado no indicador de autonomia financeira, pois, este indicador apresenta-se completamente inconstante nos anos estudados, mas em todos os países essa rendibilidade na indústria farmacêutica é substancialmente superior à apurada no mercado total (Gráfico 6.9).

Um dos países que tem maior quebra no mercado total é a Espanha, em parte essa quebra deveu-se às consequências da crise financeira iniciada em 2007, pois, até essa data a Espanha apresentava um PIB em crescimento há mais de 15 anos, mas em 2007 começou a sentir os primeiros sinais da crise financeira, entrando mesmo em recessão em 2008. O PIB contraiu-se até 2012 e a taxa de desemprego aumentou, passou de 8% em 2007 para 26% em 2012, mas tem vindo a recuperar gradualmente.

**Gráfico 6.9 - Rendibilidade dos Capitais Próprios no Mercado Total**



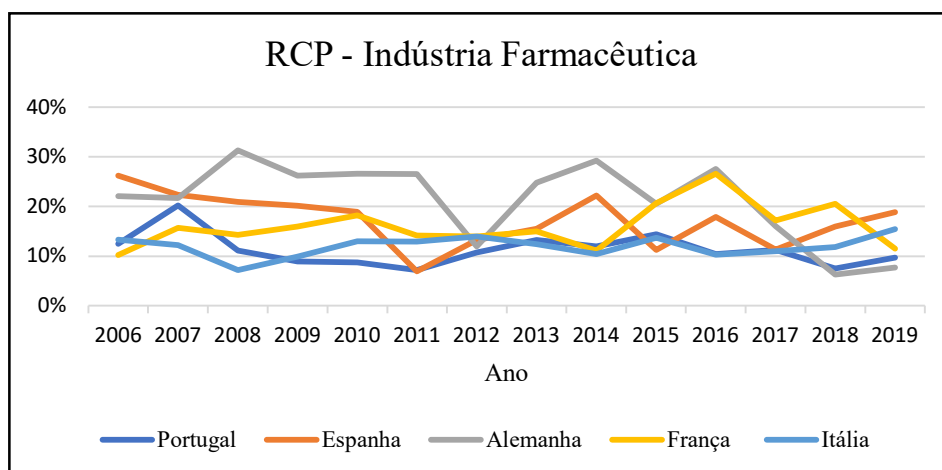
**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Tendo por base o Gráfico 6.9 a França e a Alemanha a nível de RCP no mercado total apresentam uma dinâmica muito idêntica até 2014. Iniciam 2006 com crescimento que se propaga até 2007 com cerca de 16%, expondo o seu pico e o de toda a análise nesse ano, mas decrescem abruptamente até 2009 para valores a rondar os 7%, retomam o crescimento em 2010 (11%) e decrescem novamente em 2011 (10%). De 2011 a 2014 a Alemanha apresenta algumas saliências, mas apresenta-se sempre acima da França, após 2014 a França ultrapassa-a e até 2018 é o país que melhor RCP mostra no mercado total, cerca de 10%. Após 2014 a Alemanha entra em decadência e é o país que termina a análise com menor rácio de RCP (7%).

A França contrariamente à Alemanha em 2011 (9,60%) continua em declínio que se propaga até 2013 (8%), retoma o crescimento até 2017 (10,40%), apresentando no período de 2014 até 2018 o melhor indicador nos países analisados com 8,90% e 10% respetivamente, tal como já tinha sido referido supra, mas a partir de 2017 segue uma tendência de declínio moderado terminando 2019 com 9,90% de RCP.

A Itália cresce suavemente até 2007 (7,70%), apresentando uma quebra enorme até 2009 (2,80%), sendo contrariada em 2010 (4,40%) e retomada em 2011 (2%), propagando-se de forma praticamente constante até 2013 (1,5%), momento em que inicia uma enorme recuperação que vai até 2017 (7,80%) de forma mais significativa e de forma mais ligeira até 2019, terminando com 8,20%.

**Gráfico 6.10 - Rendibilidade dos Capitais Próprios na Indústria Farmacêutica**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Para este indicador Portugal tal como todos os países exceto a Espanha, apresentam uma tendência de crescimento até 2007 (10,80%), caindo de forma significativa em 2008 (4,5%) estagnando em 2009. Portugal em 2010 apresenta um pico com 8,90%, mas cai novamente de forma muito drástica em 2011 para 0,30%, seguindo a mesma tendência em 2012 apresentando valores negativos, -1,60%, atingindo o seu pior rácio e o pior rácio constante em todo o estudo. Podendo ter contribuído para este facto o processo de

ajustamento da economia portuguesa através do programa de assistência económica e financeira, que se traduziu numa redução significativa da procura interna pública e privada, facto marcado por uma forte redução do investimento.

Iniciando a partir de 2012 um período de ascensão, que apresentou algum significado até 2013 (1,80%), mantendo-se constante em 2014 e retomando o crescimento de forma mais ou menos acentuada até 2017 (8,80%), apresentando nesse período um indicador superior ao da Espanha (7,40%) e Itália (7,80%), retomando o declínio até 2019, ano em que coincide com a Alemanha com cerca de 7,00% de RCP.

Dentro do segmento da indústria farmacêutica existiu uma dinâmica um pouco diferente da verificada no mercado total, pois, de modo geral o segmento da indústria farmacêutica apresenta uma RCP superior à verificada no mercado total.

A Alemanha na indústria farmacêutica apresenta-se estável até 2007 (21,70%), crescendo significativamente em 2008 para valores de 31,30%, atingindo o seu cume e o de todos os países em estudo. Decresce essa rendibilidade de forma não muito drástica em 2009 (26,20%) e mantém-se estável até 2011. No ano de 2012 tem um declínio abrupto, passando de uma RCP de 26,5% para os 12%, sendo inferior à verificada na Espanha, Itália e França. Recupera novamente até atingir novo pico em 2014 com 29,20%, mas volta a decrescer em 2015 para 20,50%, igualando no período de 2015 a França com 21%, crescendo ambas em 2016 e baixam a RCP novamente em 2017. A Alemanha continua em queda até 2018 atingindo o pior indicador do estudo com 6,3%, mantendo essa situação em 2019, mas com um ligeiro crescimento para 7,70% (Gráfico 6.10). A partir de 2017 a Alemanha segue uma tendência de declínio em conformidade com o verificada no mercado total (Gráfico 6.9).

Pelo Gráfico 6.10 a Espanha apresenta uma diminuição da RCP até 2010 (18,90%), decrescendo com algum significado em 2011 para níveis de Portugal (7,20%), momento em que atinge a sua pior RCP na análise com 6,90%. Inicia um período de crescimento que se expande até 2014 (22,20%), decrescendo em 2015 para 11,20%, obtendo a pior RCP desse ano. Aumenta em 2016 (17,90%) e em 2017 volta a decrescer coincidindo

com os valores de Portugal e Itália, cerca de 11%, iniciando um novo retrocesso, apresentando em 2019 o seu melhor indicador, 18,80%.

A França inicia a análise com uma expansão até 2007 (15,70%) que se contrai suavemente em 2008, mas volta ao crescimento até 2010 (18,20%), praticamente coincidindo com a Espanha (18,90%). Retrai-se levemente em 2011, mas recupera vagarosamente até 2013, coincidindo novamente este indicador em 2012 e 2013 com a RCP Espanhola com cerca de 13% e 15% respetivamente. Em 2014 recua um pouco, caindo para valores de Itália, cerca de 11%, mas novamente tem um enorme período de crescimento até 2016 atingindo 26,60% momento que se assemelha à Alemanha (27,50%). Diminui a RCP com alguma relevância em 2017 (17,20%) contrariando esse movimento em 2018, mas retoma-o em 2019 (11,50%), tendo como tendência a convergência para níveis de RCP de Portugal (9,70%) e Alemanha (7,70%).

Portugal tal como a França também apresenta um período de crescimento até 2007 (20,20%) que se contraria de forma mais significativa em 2008 (11,10%), continuando a mesma tendência até 2011, atingindo valores a rondar os 7% tal com a Espanha. Inicia um período de crescimento até 2013 que sente algumas oscilações até 2015, retraíndo-se em 2016 (10,40%), igualando a RCP italiana até 2017 (11%). Retoma o crescimento nesse ano que é abalado em 2018, mas em 2019 é retomado (9,70%). Portugal foi o país que mais sentiu a crise financeira que eclodiu em 2007 apresentando uma tendência de diminuição da RCP até 2011, pois passou dos 20,20% em 2007 para os 7,20% em 2011.

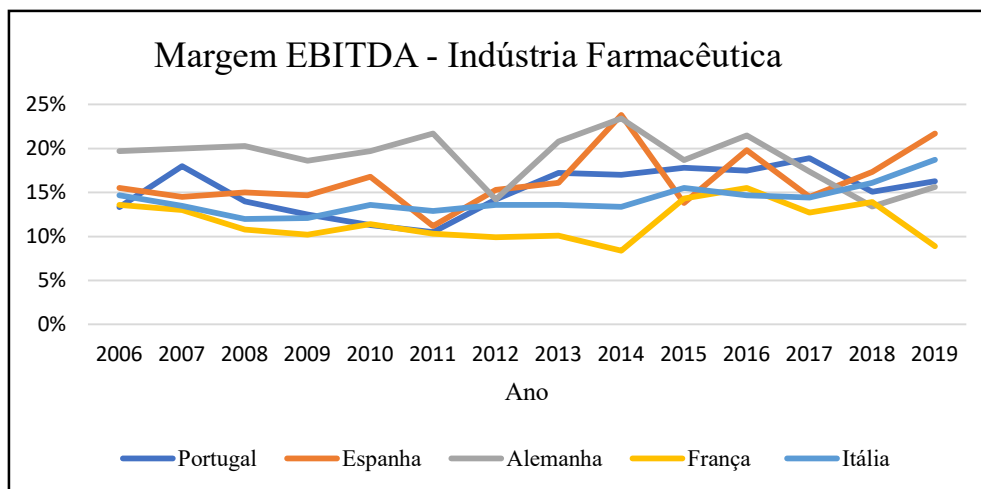
A Itália retraíu-se até 2008 (7,20%), mas expõe um caminho de crescimento que termina em 2012 (13,90%) momento em que começa a decrescer a sua RCP até 2014 (10,40%). Aumenta-a ligeiramente em 2015, mas volta a decrescer em 2016, iniciando um novo período de crescimento, passando de um dos países a apresentar a pior RCP para a segunda melhor em 2019, ano em que atinge uma RCP de 15,40%.

Num contexto geral, a nível de RCP todos os países em análise apresentam melhor performance no segmento da indústria farmacêutica que a verificada no mercado total.

#### 6.2.1.4. Margem EBITDA

Pela análise do Gráfico 6.11 relativamente à margem EBITDA no segmento da indústria farmacêutica a Alemanha está em destaque até 2011 com algum distanciamento aos restantes países. Apresenta uma tendência estável até 2008 retraindo-se sem grande relevância em 2009 e cresce até 2011 apresentando um rácio de 21,70%. A partir desse ano tem uma queda abrupta caindo para valores inferiores aos verificados em Espanha (15,30%) e para níveis de Portugal (14,20%) e Itália (13,60%). Apresenta novo crescimento até 2014, sendo ultrapassado ligeiramente pela Espanha (23,80%). Em 2016 aumenta a sua RCP obtendo o melhor indicador, 21,50%. Inicia um período de retrocesso drástico caindo em 2018 para o pior rácio com 13,40%, mas em 2019 consegue recuperar e cresce para valores tendencialmente próximos aos verificados em Portugal, situados nos 16%.

**Gráfico 6.11 - Margem EBITDA na Indústria Farmacêutica**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

No extremo oposto temos a França, pois, praticamente em todos os anos em estudo é o país que apresenta pior margem EBITDA. Apresenta um declínio até 2009, contrariando-o em 2010, mas retoma-o em 2011, apresentando de 2010 a 2011 os mesmos valores que Portugal, cerca de 11%. Mantendo a França a tendência de vale até 2014 (8,40%),

recupera em 2015 para valores acima dos verificados na Espanha e em 2016 para valores superiores aos de Itália. Volta a crescer este indicador em 2017 (12,70%), recuperando em 2018 para valores ligeiramente superiores aos da Alemanha, mas em 2019 retoma o declínio, voltando a apresentar o pior indicador (8,90%) e contraria a tendência de crescimento dos restantes países.

De 2006 para 2007 Portugal é o país que apresenta um claro crescimento passa de 13,30% para 18%, destacando-se de todos os países exceto da Alemanha que apresenta uma liderança estável (20%), mas com tendência de aproximação à mesma. Portugal inicia um período de retração que vai até 2011 (10,50%), coincidindo em 2010 e 2011 com os valores refletidos pela França, iniciando nova recuperação até 2013 (17,20%) situando-se acima da Espanha (16,20%), França (10,10%) e Itália (13,60%), mantendo-se constante em 2016, crescendo em 2017 para 18,90%, ano em que apresenta a melhor margem EBITDA. Em 2018 cai e é ultrapassado pela Espanha e Itália, mas em 2019 cresce apresentando um valor de 16,30% ultrapassando a Alemanha (15,60%).

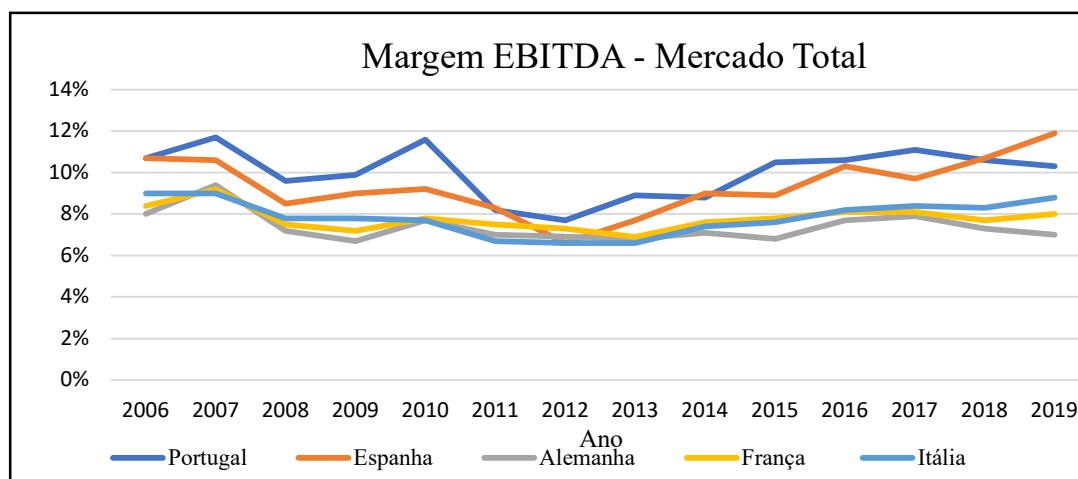
A Espanha apresenta uma ligeira instabilidade até 2009, crescendo mais notoriamente em 2010 (16,80%), apresentando a segunda maior margem de 2008 a 2010, caindo em 2011 para valores de Portugal e França. Retomando em 2012 para a melhor margem com valores de 15,30%, tendência que também segue em 2014 com um grande pico (23,80%). Cai drasticamente em 2015 para o extremo oposto, apresentando a pior margem EBITDA, 13,80%, recuperando novamente em 2016 evidenciando novo pico com 19,80%, mas cresce abaixo da Alemanha (21,50%), tendo novamente uma queda acentuada em 2017 (14,50%). Nesse período tem uma enorme recuperação, tomando a dianteira em 2018 e com enorme destaque em 2019 (21,70%), tendendo a Itália também a seguir-lhe a tendência de crescimento (18,70%).

De todos os países evidenciados no Gráfico 6.11 a Itália é o país que apresenta maior estabilidade ao longo do tempo. Tem um ligeiro retrocesso até 2008 (12%), mas expande-se de forma ligeira até 2010, apresentando até 2014 uma tendência constante ao longo do tempo, cerca de 13%. Cresce em 2015 (15,50%) para valores acima da França (14,30%) e Espanha (13,80%), caindo ligeiramente em 2016 para o pior indicador verificado nesse

ano, 14,70%, mas inicia a partir daí um caminho de crescimento, terminando 2019 em expansão tal como a Espanha, apresentando um indicador de 18,70%.

Sumariamente, quando analisada a margem EBITDA para a indústria farmacêutica (Gráfico 6.11) a França apresenta-se em praticamente todos os anos com valores inferiores aos evidenciados pelos restantes países. Em contrapartida a Alemanha é a que evidência melhor performance, liderando praticamente todos os anos até 2017 (17,40%) exceto 2012 (14,20%) e 2014 (23,40%) que foi ultrapassada pela Espanha com 15,30% e 23,80% respetivamente. Em 2017 Portugal apresentou o valor mais elevado com 18,9%, mas a partir desse ano a Espanha evidência o melhor rácio, apresentando em 2019 uma margem EBITDA de 21,7%.

**Gráfico 6.12 - Margem EBITDA no Mercado Total**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A nível de mercado total a performance dos países é bastante diferente da verificada na indústria farmacêutica, pois, Portugal é o país que melhor rácio apresenta exceto em 2011, 2014 e a partir de 2018 que é ultrapassado pela Espanha (Gráfico 6.12).

Portugal inicia em expansão até 2007, sentindo os efeitos da crise financeira que aí se inicia tal como os restantes países também sentiram, apresentando decrescimentos com algum significado em 2008 (8,50%). Portugal inicia um caminho de expansão até 2009, apresentando em 2010 enorme destaque dos restantes países com 11,60%, mas em 2011



cai abruptamente (8,20%) para níveis ligeiramente inferiores aos da Espanha (8,30%), sentindo os efeitos da entrada da ajuda externa no país. Em 2012 volta a decrescer apresentando o seu pior valor em análise, 7,70%, mas mesmo assim continua na liderança, iniciando novo período de expansão, com algumas saliências, que se mantém até 2017 (11,10%). Começa a partir desse ano um retrocesso, sendo em 2018 ultrapassado pela Espanha seguindo a mesma tendência em 2019, apresentando valores semelhantes aos visíveis no início do estudo (10,30%).

A Espanha pelo Gráfico 6.12 segue por norma a mesma tendência que Portugal, mas apresenta margens um pouco inferiores. Em 2011 com 8,30%, supera ligeiramente a margem EBITDA apresentada por Portugal tal como em 2014. Em 2016 quase que iguala esta margem, em 2018 apresenta as mesmas margens que as verificadas em Portugal, cerca de 10,70%, facto também verificado no início do estudo em 2006. Em 2018 invertem os papeis, pois, Portugal com 10,60% apresenta um declínio e a Espanha com 10,70% um crescimento acentuado, em linha com o verificado com o segmento da indústria farmacêutica (Gráfico 6.11)

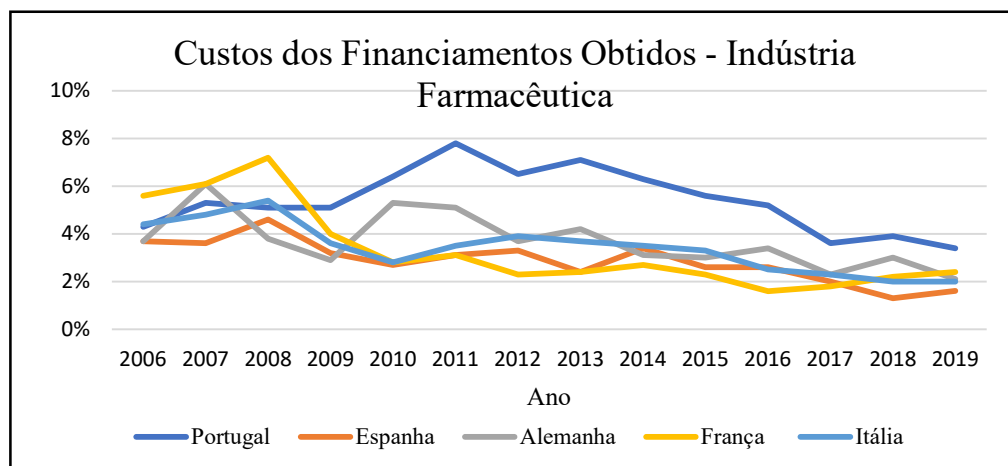
Feita a mesma análise para a Alemanha, França e Itália, os 3 países apresentam uma dinâmica muito idêntica entre si nos 14 anos estudados, com poucas saliências, exceto a partir de 2018 que existe uma propensão de separação, sentindo-se uma tendência de crescimento na Itália e na França em linha com a Espanha. Em contradição, a Alemanha apresenta uma tendência de queda tal como Portugal, contrariamente ao verificado no segmento da indústria farmacêutica no mesmo período.

#### **6.2.1.5. Custo dos Financiamentos Obtidos**

A nível de financiamentos obtidos no segmento da indústria farmacêutica Portugal é o país que se destaca embora não sendo este um indicador muito positivo. Portugal inicia a análise com um crescimento no custo dos financiamentos obtidos com algum significado em 2007 (5,30%), momento em que se inicia a crise financeira, mantendo-se esse indicador mais ou menos estável até 2009 (5,10%) crescendo após esse ano, atingindo máximos históricos em 2011 com um valor de 7,80%. Neste ano Portugal foi condicionado por várias situações, com maior ênfase para uma enorme contração

económica mundial, a crise das dívidas soberanas europeias, o programa de ajustamento económico e financeiro que foi sujeito, associado ao pedido de ajuda financeira externa e a desalavancagem do setor privado que levaram a condições mais restritas no acesso ao financiamento bancário levando a que esse tipo de custos fosse mais significativo. Em 2012 Portugal apresenta uma ligeira diminuição desses encargos (6,50%), mas em 2013 volta a crescer para níveis de 7,10%, decrescendo de forma bastante significativa até 2016 (5,20%) e em 2017 decresce com maior significado para 3,60%, tendendo a aproximar-se dos restantes países, mas ainda um pouco longe.

**Gráfico 6.13 - Custo dos Financiamentos Obtidos na Indústria Farmacêutica**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A França é o país que inicia a análise com maiores custos nos financiamentos obtidos, 5,60%, igualando em 2007 a Alemanha com 6,10%, continuando a crescer até 2008 apresentando nesse período o seu pico com 7,20%. Mostra até 2010 uma diminuição destes encargos, situando-se ao mesmo nível da Espanha e Itália com cerca de 2,80%, países que apresentam nesse ano o menor custo dos financiamentos obtidos. Aumenta ligeiramente esse indicador em 2011, coincidindo nesse intervalo de tempo com a Espanha com 3,10%. Após esse ano e até 2017 é o país com os menores encargos, 1,80%, sendo 2016 o melhor ano nesse indicador com 1,60%. Inicia a partir de 2016 uma tendência de aumento, terminando em 2019 com 2,40% com propensão de aproximação a Portugal que apresenta um valor de 3,40%.

A Itália até 2008 segue a tendência verificada por Portugal, mas rapidamente decresce para níveis de Espanha e França em 2010 (2,80%). Cresce neste tipo de encargos até 2012 (3,90%), mas entra em declínio de forma moderada até 2016 (2,50%), coincidindo com os valores apresentados por Espanha, mantendo um declínio até 2018 que estabiliza a partir daí nos 2%, apresentando o indicador mais baixo a seguir à Espanha (1,60%)

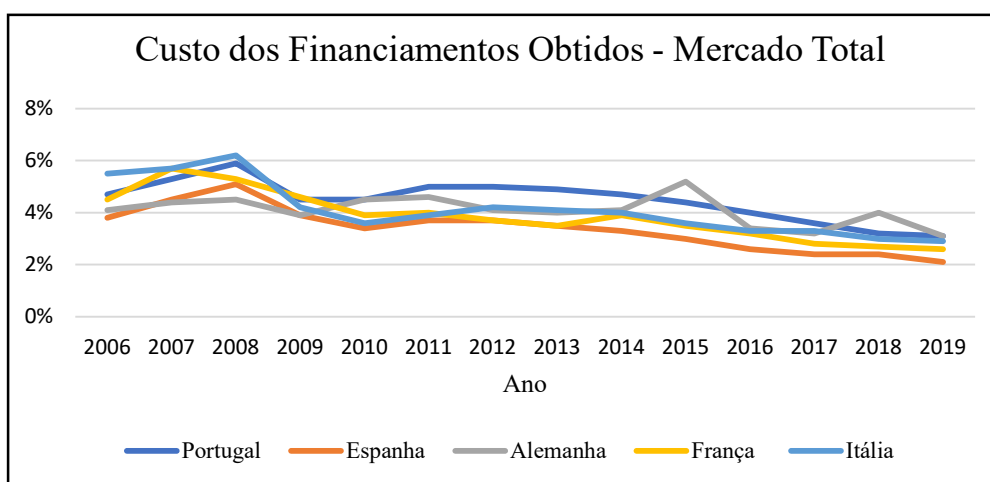
Até 2007 na indústria farmacêutica a Espanha é o país que apresenta os custos dos financiamentos obtidos menores com 3,6%, em 2008 com 4,60% aumenta este indicador, passando a Alemanha a apresentar o menor rácio, 3,80%. A Espanha decresce novamente esse rácio em 2010 cruzando-se com a Itália e a França. Mostra algumas oscilações até 2015, subindo ligeiramente esse tipo de encargos em 2016 para 2,60%, ultrapassando superficialmente a Itália (2,50%), mas retoma o declínio até 2018 com 1,30% voltando a ser o país que apresenta menor peso neste tipo de encargos, seguindo a tendência em 2019 (1,60%).

Pelo Gráfico 6.13 a Alemanha apresenta muita instabilidade nestes encargos pois atinge o seu pico em 2007 com 6,10% o mesmo valor que a França apresentava. A Alemanha diminui estes custos até 2009, sendo o país que em 2008 e 2009 apresenta o indicador mais baixo, 3,80% e 2,90% respetivamente, mas em 2010 volta a crescer de forma muito significativa para 5,30%. Mantém-se estável em 2011, em 2012 decresce para valores vagamente inferiores aos de Itália, 3,70%, aumentando novamente este rácio em 2013. Em 2014 diminuiu estes encargos, mas em 2016 voltam a crescer, apresentando o segundo maior rácio a seguir a Portugal com um valor de 3,40%. Em 2017 decresce para valores dos restantes países exceto Portugal que demonstra um maior peso nestes encargos, aumentando ligeiramente em 2018 para 3%, mas em 2019 segue a tendência de declínio e tende a estabilizar para valores dos restantes países, cerca de 2%.

Relativamente aos custos dos financiamentos obtidos no segmento da indústria farmacêutica a Alemanha tem o seu valor mais elevado em 2007 tendo um rácio de 6,1%, a Espanha atinge o seu pico em 2008 com 7,2% e Portugal em 2011 com 7,8%, sendo o país com maior peso nos custos dos financiamentos obtidos em praticamente todo o estudo. No mercado total essa tendência não é tão evidente pois em 2018 a Alemanha ultrapassou Portugal (Gráfico 6.14).

No mercado total analisando o Gráfico 6.14 existe uma tendência mais homogênea que a verificada no segmento da indústria farmacêutica. A Espanha cresce até 2008 apresentando nesse ano o seu pico com 5,10%, baixando até 2010 de forma mais significativa para 3,40%, mantendo essa tendência até 2019 (2,10%). A partir de 2013 com 3,50%, foi o país que apresentou menor encargo com os custos dos financiamentos obtidos.

**Gráfico 6.14** - Custo dos Financiamentos Obtidos no Mercado Total



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A França apresenta-se mais instável que a Espanha, cresce nesse indicador até 2007 apresentando o seu cume com 5,70% e coincide com a Itália. Diminui estes encargos até 2010 (3,90%), mantém algumas oscilações até 2013 (3,50%), mas após 2014 apresenta um declínio no custo dos financiamentos obtido, sendo após 2016 o país que mais se aproxima da Espanha.

A Itália inicia o estudo a apresentar o maior custo dos financiamentos obtidos atingindo o seu cume em 2008 com 6,20%, diminuindo significativamente em 2009 para 4,20%, mantendo a tendência até 2010, crescendo até 2012, mas após esse ano entra em declínio terminando a análise com 2,90%, valores idênticos aos constantes em Portugal e Alemanha, 3,10%.

Portugal comparativamente ao segmento da indústria farmacêutica apresenta uma dinâmica mais estável, aumenta os custos dos financiamentos obtidos até 2008 para 5,80%, retraindo-se em 2009 para 4,50% valor muito idêntico ao dos restantes países. Estabiliza em 2010 e crescendo novamente em 2011 para 5%. Após esse período entra em declínio, sendo o país com o indicador mais elevado de 2011 (5%) a 2017 (3,60%), exceto em 2015 com 4,40%, que é superado pela Alemanha com 5,20%. Termina o estudo a igualar valores da Alemanha (3,10%) e aproximando-se da Itália (2,90%).

A Alemanha apresenta uma dinâmica um pouco diferente da evidenciada pelos restantes países, até 2008 cresce de forma prudente, diminuindo em 2009 o custo dos financiamentos obtidos para 3,90%. De 2007 a 2009 exibe o indicador mais baixo quando comparado com os restantes países. Em 2010 cresce para níveis de Portugal com 4,50%, propagando esse crescimento para 2011, entrando em queda até 2014 (4,10%) em linha com a Itália (4%). Tem um enorme pico em 2015 com 5,20%, superando os custos dos financiamentos obtidos nos restantes países. Retrai-se até 2017 para níveis da Itália, mas em 2018 volta a apresentar um cume com 4%, sendo novamente o país que apresenta maior custo dos financiamentos obtidos apresentando em 2019 uma queda para 3,10% terminando a análise com valores iguais aos de Portugal e semelhantes aos de Itália (2,90%).

### **Aspetos a reter – Mercado Total**

#### **➤ Autonomia Financeira**

Todos os países apresentam uma autonomia financeira muito idêntica, exceto a Espanha que se distânciava dos restantes países em todos os anos analisados, em 2019 praticamente atinge os 50% de autonomia financeira enquanto os restantes países rondam os 35%.

#### **➤ RCP**

Este rácio é muito inconstante na análise. Até 2014 a França e a Alemanha apresentavam valores muito semelhantes, os mais altos verificados. De referir que todos os países apresentaram um pico em 2007.

A maioria do tempo a Itália é a que apresenta menor RCP. Mas após 2010 Portugal tem uma enorme queda para 8,90%, apresentado em 2012 uma RCP negativa, -1,60%, a mais baixa verificada em toda a análise para todos os países. Após 2015 os países têm tendência de aproximação entre si, para valores de cerca de 6%, exceto a França que se afasta com um valor de 9,20%.

#### ➤ **Margem EBITDA**

Neste indicador Portugal destaca-se dos restantes países a maior parte do estudo, tendo um enorme pico em 2010 com 11,60%. Após Portugal o país que melhor indicador apresenta é a Espanha, coincidindo alguns anos com Portugal (2011, 2014, 2016 e 2018), mas termina a análise em crescimentos e apresentado a melhor margem EBITDA com 11,90%.

Relativamente aos restantes 3 países, Itália, Alemanha e França, seguem uma trajetória muito idêntica quase coincidindo até 2018, apresentando em 2019 uma propensão para o afastamento e a Alemanha apresenta o pior indicador após 2014, terminando a análise com 7%.

#### ➤ **Custo dos Financiamentos Obtidos**

Este tipo de custos é muito idêntico em todos os países, mostram um pico em 2008 com uma média de 5,4%, seguido de um decréscimo em 2009 para valores médios de 4,22%, com um ligeiro crescimento em 2011, mas na Itália é retardado até 2012, entrando todos os países em declínio, exceto a Alemanha que apresenta 2 picos um em 2015 com 5,20% e o outro em 2019 com 3,10%.

### **Aspetos a reter – Segmento da Indústria Farmacêutica**

#### ➤ **Autonomia Financeira**

Este indicador apresenta-se bastante inconstante no período analisado. A França foi o país que inicia a análise com o indicador mais alto a ultrapassar os 64%, mas em 2019 com 37,60% quase coincide com a Alemanha (36,30%), país que apresenta o indicador mais baixo da análise.

A Itália é o país que inicia o estudo com menor autonomia financeira, 34,90% e mantém essa tendência até 2010 com cerca de 37% igualando Portugal. Após esse período continua a sua tendência de crescimento e termina a análise com o segundo maior indicador, 52,40%.

Portugal apresenta um decrescimento significativo de 2008 a 2010, passando dos 44,90% para os 37%, crescendo após 2012 (37,70%) até 2017 (51%) altura em que volta a decrescer, terminando o estudo a apresentar um rácio de 46,70%.

A Alemanha apresenta bastantes oscilações na análise, tem o seu pico em 2011 com 48,50%, mas após esse momento apresenta decrescimento, terminando a análise com a autonomia financeira mais baixa, 36,30%. Pelo contrário a Espanha é o país que maior autonomia financeira apresenta após 2007, 45,80%, tendo um enorme pico em 2011 com 59,20%, mas termina o estudo com o seu valor mais elevado, 62,40%. Comparativamente ao mercado total o segmento da indústria farmacêutica apresenta uma autonomia financeira superior.

#### ➤ **RCP**

É um pouco mais estável que a verificada no mercado total, mas também muito inconstante. De 2008 a 2015 a Alemanha é o país que apresenta maiores níveis de RCP, 31,30% e 26,50% respetivamente, destacando-se significativamente dos restantes países exceto em 2012 com 12% momento em que tem uma queda a pico, tal como também acontece em 2015 (20,50%).

A Itália e Portugal apresentam RCP muito em linha, embora Portugal tenha apresentado decrescimentos no período de 2008 a 2011 passando dos 11,10% para os 7,20% e após 2015 (14,40%). A Itália tem um vale em 2008 com 7,20%, mas após esse ano começa a apresentar crescimentos, terminando com a segunda melhor RCP (15,40%) a seguir à Espanha (18,80%).

A Espanha inicia o estudo com a melhor RCP, 26,20%, decresce até 2010 (18,90%) e de forma drásticas em 2011 para valores de 6,90%, apresentando o seu valor mais baixo no estudo, sendo inferior à RCP de Portugal (7,20%), após esse ano começa uma trajetória

de vales e picos, mas termina a análise com a melhor RCP, 18,80%, embora inferior à que iniciou o estudo.

#### ➤ **Margem EBITDA**

Esta margem apresenta-se com bastantes oscilações em todos os países. O país que apresenta pior margem a maioria dos anos estudados é a França, tendo 2 declives bastante acentuados em 2014 e 2019 com 8,40% e 8,90% respetivamente. Em contrapartida o país que melhor performance apresenta é a Alemanha até 2016 (21,50%), tendo um enorme vale em 2012 com 14,20% e um pico em 2014 com 23,40%.

Em 2017 quando todos os países decrescem Portugal apresenta um pico com um rácio de 18,90%. A Espanha tem um enorme cume em 2014 com 23,80%, ultrapassado ligeiramente a Alemanha (23,40%), apresenta algumas oscilações, mas a Espanha termina a análise com a melhor margem EBITDA, 21,70%.

#### ➤ **Custo dos Financiamentos Obtidos**

Nos primeiros anos em análise até 2009, este tipo de custos tinha pesos semelhantes em todos os países exceto na França que em 2008 teve um enorme pico apresentando 7,20%. Após 2009, com 5,10% o país que mais cresce e de forma bastante intensa nestes encargos é Portugal, atingindo o seu cume em 2011 com 7,80%, o valor mais alto de todo o estudo, afastando-se de forma bem visível dos restantes países. Após esse ano apresentou uma tendência de declínio, mas ainda bastante afastado dos restantes países, existindo menor disparidade para os restantes países após 2017 (3,60%).

O país que inicia e termina o estudo com este tipo de custos mais baixos é a Espanha, inicia com 3,70% e termina com 1,60%. Mas de 2011 (3,10%) a 2017 (1,80%) foi a França que os apresentou mais reduzidos. Em 2010 e 2011 a Alemanha também apresentou um enorme crescimento nestes encargos ultrapassando os 5%, mas em 2012 com 3,70%, estabiliza para valores idênticos aos de Itália (3,90%), Espanha (3,30%) e perto da França (2,30%)

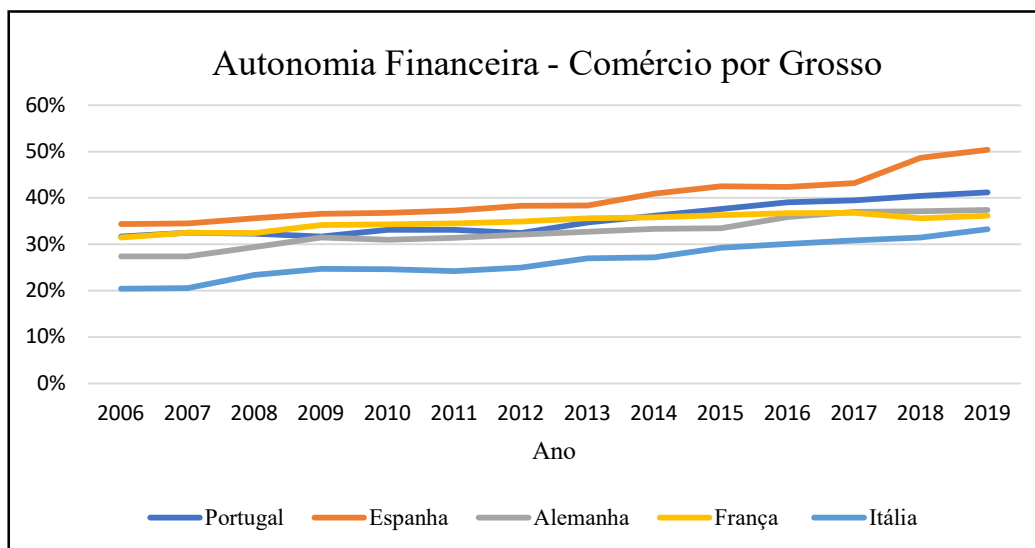


## 6.2.2. Comércio por Grosso de Produtos Farmacêuticos

### 6.2.2.1. Autonomia Financeira

O setor do comércio por grosso de produtos farmacêuticos a nível de autonomia financeira (Gráfico 6.15) segue as tendências do mercado total (Gráfico 6.7). Neste rácio a Espanha lidera em todos os anos em análise e no extremo oposto encontra-se a Itália.

**Gráfico 6.15 - Autonomia Financeira no Comércio por Grosso**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Verifica-se que Portugal até 2008 apresenta os mesmos níveis de autonomia financeira que a França (32,50%). Portugal sofreu uma variação negativa como consequência da crise financeira no período de 2008 a 2012 e a França uma variação positiva. De 2013 para 2014 Portugal e França com valores a rondar os 35%, voltam a cruzar-se, mas para inverterm os sentidos até aqui tomados, pois, Portugal apresenta um período de crescimento estável até 2019, terminando o estudo com 41,20% e a França um decréscimo, terminando a análise com 36,20% a aproximar-se da Itália (33,30%).

A Espanha em todos os anos analisados é o país que maior indicador de autonomia financeira apresenta, mas a partir de 2017 (43,20%), tal como também se verifica no mercado total (45,40%), destaca-se com mais significado.

Neste rácio a Alemanha é o país que até 2016 apresenta o segundo indicador mais baixo de autonomia financeira (35,90%) a seguir à Itália (30,10%). No início do estudo apresenta um indicador estável, mas após 2007 entra em crescimento até 2009, que a faz igualar o rácio verificado por Portugal com cerca de 31,50%, seguindo ambos os países em linha até 2012 com cerca de 32%. A Alemanha continua em expansão e em 2017 iguala a França com 37%, após essa data segue em linha com ela, mas com um rácio ligeiramente superior ao apresentado pela França.

Neste setor todos os países apresentam um rácio de autonomia financeira superior a 30% exceto a Alemanha que só passa esse patamar a partir de 2009 (31,50%) e a Itália que só o atinge em 2016 (30,10%). Em 2019 a Espanha passa o patamar dos 50% com um rácio de 50,4%, o maior valor constante no estudo.

#### **6.2.2.2. Rendibilidade dos Capitais Próprios**

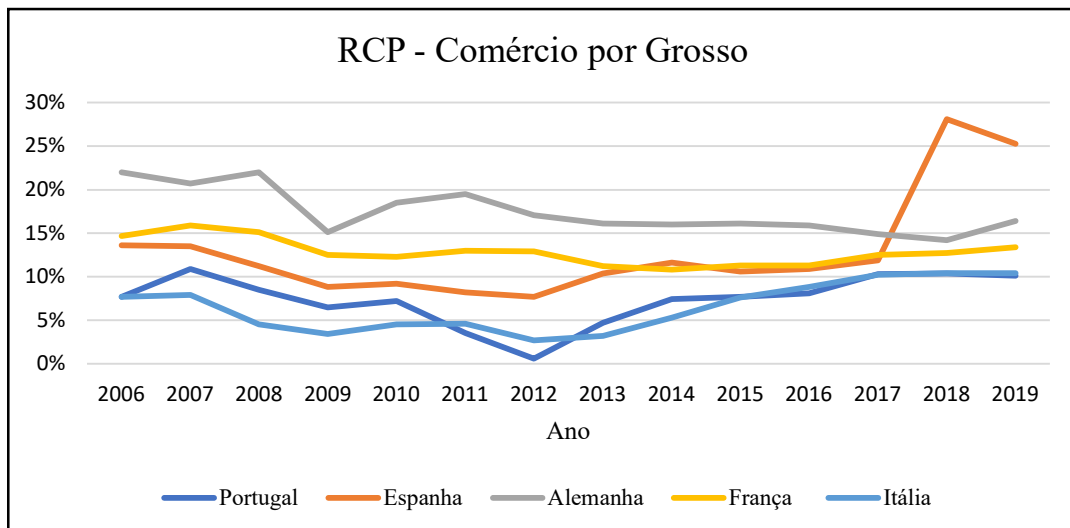
De modo geral o segmento do comércio por grosso apresenta uma dinâmica mais constante que a verificada no mercado total (Gráfico 6.9).

A nível de RCP (Gráfico 6.16) como apurado no segmento da indústria farmacêutica a Alemanha é o país que obtém maior rendibilidade embora tenha vindo a diminuir ao longo dos anos, sendo superada a partir de 2018 pela Espanha, enquanto no mercado total concorre com a França.

A Espanha neste segmento segue o mesmo trajeto que o evidenciado no mercado total, mas de forma mais suave, em especial em 2012 pois no mercado total teve uma queda abrupta para 0,60% e no comércio por grosso tem uma trajetória de declínio entre 2009 e 2012 passando de 9,20% para 7,70%. De 2013 a 2017 expande-se lentamente, coincidindo com a RCP da França com valores a rondar os 11%. De 2017 para 2018 a Espanha afasta-se da França, mais que duplicando a sua RCP, passou dos 11,90% para os

28,10%, atingindo o seu cume e o de toda a amostra, voltando a ter uma flexão não muito significativa em 2019 (25,30%).

**Gráfico 6.16 - Rendibilidade dos Capitais Próprios no Comércio por Grosso**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Portugal apresenta um crescimento até 2007 (10,90%), mas decresce gradualmente até 2009. Em 2010 volta a crescer e em 2012 decresce abruptamente. Tanto no sector como no mercado total a pior rendibilidade foi atingida em 2012, no sector foi de 0,6% e no mercado total de -1,6% (Gráfico 6.9). Inicia novo retorno ao crescimento de forma mais acentuada até 2014 (7,40%) e mais constante até 2017 (10,30%), coincidindo de 2017 a 2019 com a RCP da Itália com cerca de 10%.

A Itália tem um percurso muito em linha com Portugal para o segmento do comércio por grosso, decrescendo de forma evidente até 2009 (3,40%) e iniciando um crescimento progressivo até 2011 (4,60%), deixando de apresentar o pior indicador e ultrapassa Portugal (3,50%). Retoma o mesmo patamar em 2013, crescendo até 2015, momento em que volta a cruzar-se com Portugal com cerca de 7,60% e seguem em linha até 2019, expondo o pior indicador, 10,40%.

Comparativamente ao mercado total no comércio por grosso cada país apresenta uma trajetória constante e definida sendo muito evidente a separação entre os países. Até 2007 a Alemanha lidera, seguida da França até 2013 e é igualada pela Espanha em 2017. Nesse ano a Espanha afasta-se da França com enorme destaque atingindo a partir desse ponto a liderança. Por último temos Portugal e Itália que iniciam o caminho com trajetórias opostas, mas que a partir de 2015 se encontram e seguem o mesmo percurso com valores muito idênticos.

### **6.2.2.3. Margem EBITDA**

No segmento do comércio por grosso quando analisada a margem EBITDA (Gráfico 6.17) apresenta valores inferiores aos evidenciados no mercado total (Gráfico 6.12), tal como também se verifica no rácio de RCP. A margem EBITDA é mais uniforme no segmento do comércio por grosso que a verificada no mercado total.

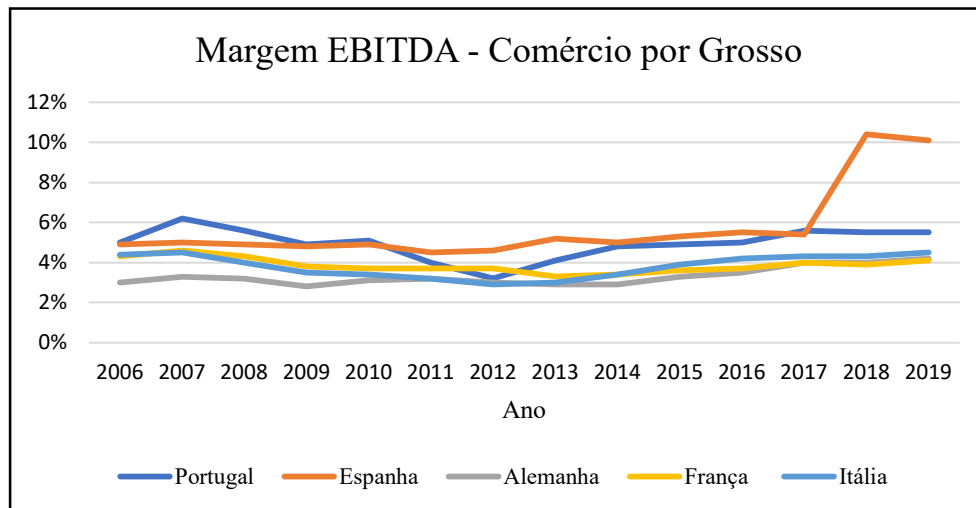
No mercado total Portugal apresenta-se com melhor indicador até 2010, atingindo nesse ano o seu cume com 11,60%, mas no segmento do comércio por grosso decresce a sua margem EBITDA com grande incidência até 2012 (3,20%) caindo para valores próximos aos de Itália (2,90%) e Alemanha (3%) crescendo até 2015, com muita assemelhação aos valores de Espanha, cerca de 5%, mantendo-se a partir desse ponto constante até 2019 com um valor a rondar os 5,50%.

A Espanha para este indicador no segmento do comércio por grosso apresenta-se constante até 2010 (4,90%), caindo ligeiramente em 2011 (4,50%), mas em 2013 já se encontra acima deste valor. Aproxima-se de Portugal no período de 2014 a 2017, com valores entre os 5% e os 5,60%. Após 2017 a Espanha cresce de forma intensa, tal como verificado na RCP passando dos 5,40% em 2017 para os 10,10% em 2019.

A França cresce em linha com a Itália durante todo o estudo com as linhas quase em sobreposição, apenas existe um maior afastamento da França em 2012 apresentando 3,70% e a Itália 2,90%. Após 2017 a estes 2 países junta-se também a Alemanha, terminando a análise a França com 4,10%, a Itália com 4,50% e a Alemanha com 4,20%.

A Alemanha até 2010 é o país que apresenta o pior indicador da análise, 3,10%. De 2010 a 2013 cresce mostrando a mesma trajetória e valores que a Itália, decrescendo ligeiramente de 2013 a 2017, momento em que converge e iguala Itália e França.

**Gráfico 6.17 - Margem EBITDA no Comércio por Grosso**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

Pela observação do Gráfico 6.17 conclui-se que a margem EBITDA no comércio por grosso a partir de 2010, mas com maior saliência após 2013 tende a juntar 3 países, Alemanha, França e Itália. Portugal segue uma trajetória com uma distância constante destes 3 países desde 2014 e de 2014 a 2017 tende a igualar a margem EBITDA verificada pela Espanha. Em 2017 a Espanha separando-se de Portugal apresentando um boom em 2018, quase que duplica o rácio de margem EBITDA, aumentando essa margem dos 5,4% para os 10,4% tal como também foi verificado no indicador da RCP.

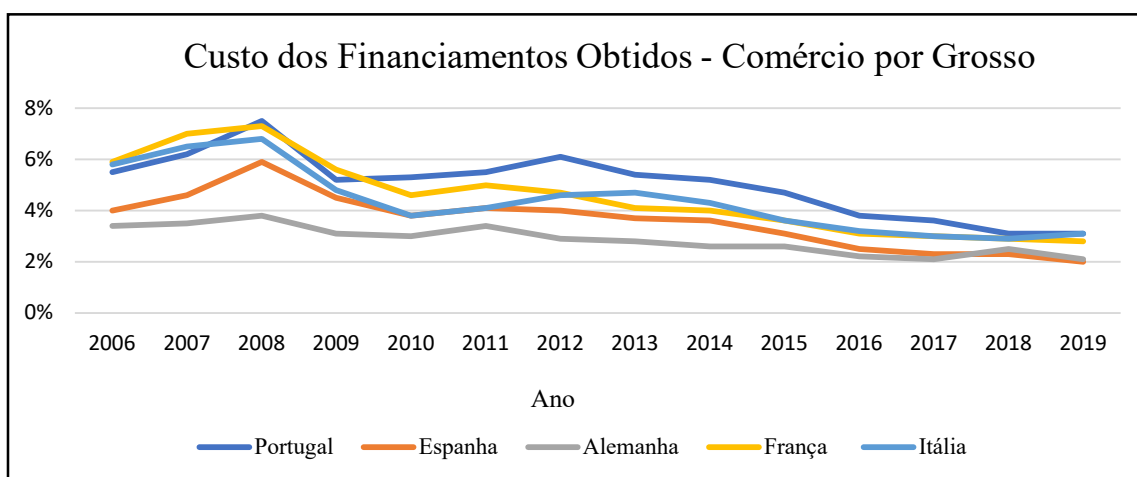
#### **6.2.2.5. Custo dos Financiamentos Obtidos**

Fazendo uma análise ao custo dos financiamentos obtidos verificamos que de uma forma geral até 2009, estes eram superiores no comércio por grosso aos verificados no mercado total, embora apresentassem uma dinâmica muito idêntica. Tal como também verificado

no mercado total este tipo de encargo teve o seu cume em 2008 em todos os países, apresentando uma tendência de decréscimo após esse pico. O país que mais se distancia desta evidência no mercado total é a Alemanha, pois no comércio por grosso mostra uma dinâmica muito constante enquanto no mercado total apresenta alguns declives no percurso.

No segmento do comércio por grosso a Espanha decresce este indicador após atingir o pico em 2008 com 5,90%, em 2010 coincide com a Itália (3,80%) e mantém-se em linha até 2011 com 4,10%. Em 2011 entra em declínio que se mantém até 2019 terminando a análise com 2%. Após 2017 (2,30%) cruza-se com Alemanha e a partir de 2018 apresenta este tipo de encargos ligeiramente inferior ao desta.

**Gráfico 6.18 - Custo dos Financiamentos Obtidos no Comércio por Grosso**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A Itália cresce até 2008 (6,80%), mas retrai-se até 2010 (3,80%) igualando a Espanha e mantém-se em linha até 2011 com 4,10%. Cresce em 2012 cruzando-se com a França, ficando em 2014 (4,30%) e 2015 (4,60%) acima desta, mas de 2015 a 2018 coincidem, apresentando valores muito idênticos. Em 2019 cresce ligeiramente separando-se da França e igualando Portugal com 3,10%.

A França inicia a análise com o indicador mais alto em 2007 com cerca de 7%, mantendo-se em crescimento até 2008 (7,30%), caindo em 2009 para 5,60%, mas continua a apresentar o valor mais elevado. Em 2012 cruza-se com a Itália com cerca de 4,70%, decrescendo até 2019, terminando a análise com 2,80%, mas de referir que de 2015 até 2018 coincide com a Itália.

Tal como no mercado total também no comércio por grosso Portugal é o país que maior custo com financiamentos obtidos apresenta, sendo apenas ultrapassado pela França até 2007 e no ano de 2009 e igualado pela Itália em 2019 com 3,10%, tal como também sucedeu no mercado total (Gráfico 6.14).

Em 2008 a economia portuguesa foi significativamente afetada pelos efeitos que a crise financeira provocou na atividade económica à escala global, em especial devido ao seu elevado nível de endividamento, sendo esta situação claramente demonstrada no Gráfico 6.18.

Para todos os países em análise o ano em que os custos de financiamento obtidos foram mais elevados foi em 2008, em plena crise financeira, tendo a partir daí vindo a descer em todos os anos. Portugal continua a liderar esse nível de custos de 2009 até 2018. Em contrapartida o país que teve um menor peso com custos de financiamentos obtidos foi a Alemanha apenas ultrapassada pela Espanha em 2018 e 2019 (Gráfico 6.18).

### **Aspetos a reter- Comércio por Grosso de Produtos Farmacêuticos**

#### **➤ Autonomia Financeira**

Neste indicador todos os países se apresentam em crescimento desde 2006 não existindo grandes oscilações.

A Itália apresenta a menor autonomia financeira da análise com algum distanciamento para os restantes países. Após a Itália os países que menores autonomias financeiras apresentam são a Alemanha, França e Portugal, países que andam muito em linha, exceto Portugal que se afasta depois de 2014 apresentando crescimento moderado até ao final do estudo. O maior rácio de autonomia financeira é mostrado pela Espanha com grande crescimento de 2017 para 2018, mantendo-o de forma mais moderada em 2019.

### ➤ **RCP**

A Alemanha de 2006 a 2017 destaca-se com a melhor RCP apresentando-se com poucas oscilações após 2011, mas com tendência de diminuição. A França tem algum decréscimo, mas é o país que mais constante se apresenta.

Portugal anda um pouco em linha com a Itália, mas até 2011 é a Itália que pior performance apresenta, mas de 2011 para 2012 é Portugal que cai de forma desastrosa, atingindo o valor de 0,6%. Após 2015 seguem completamente em linha com a Itália. Por último, a Espanha até 2013 é o país que apresenta a terceira melhor RCP, mas de 2013 a 2017 segue em linha com a França, praticamente não existem variações, mas em 2018 dá um enorme boom, mais que duplicando a RCP, evidenciando o melhor rácio da análise (28,10%).

### ➤ **Margem EBITDA**

Todos os países a apresentam minimamente estável com especial destaque para a Espanha até 2017, tendo em 2018 um crescimento abrupto, voltando a duplicar este rácio. Portugal em 2007 apresenta um pico com 6,20%, mas de 2010 a 2012 tem uma queda abrupta passando dos 5,10% para os 3,20%, voltando ao crescimento e em 2017 iguala a Espanha, com cerca de 5,50%. A Itália e a França seguem a mesma trajetória, apresentando valores muito idênticos e a Alemanha após 2010 junta-se a elas, pois, até aí era o país a evidenciar pior margem EBITDA.

### ➤ **Custo dos Financiamentos Obtidos**

Todo os países se assemelham na tendência mostrada na análise, em 2008 todos apresentam um cume e a partir daí entram em declínio, exceto Portugal que volta a apresentar um novo pico em 2012 (6,10%), mas mais suave que o de 2008 e a Itália em 2013 (4,70%). De 2010 a 2018 Portugal é o país que maior peso mostra nestes custos e a Alemanha o que tem menor custo de 2006 a 2018. Após 2018 todos os países tendem a aproximar-se com o peso que estes custos representam, existindo maior aproximação da Alemanha com a Espanha a nível de custos mais baixos e da França, Itália e Portugal com os mais altos.



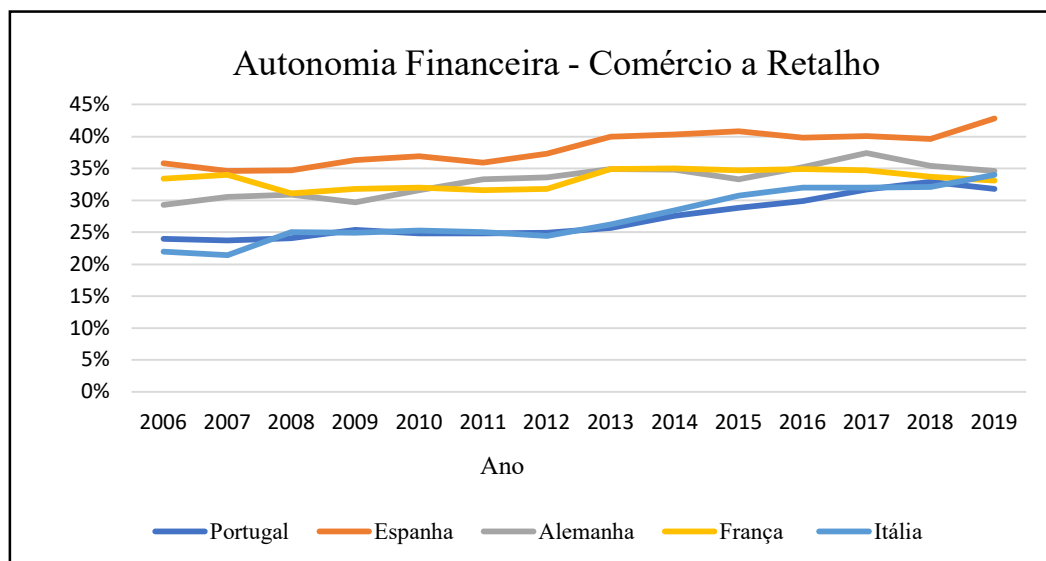
### 6.2.3. Comércio a Retalho de Produtos farmacêuticos

#### 6.2.3.1. Autonomia Financeira

Para o comércio a retalho de produtos farmacêuticos a nível de autonomia financeira a Espanha é o país que mais se destaca em toda a análise tanto no setor (Gráfico 6.19) como no mercado total (Gráfico 6.7), sendo mais evidente no mercado total o afastamento aos restantes países.

Portugal e Itália são os países que apresentam menor indicador de autonomia financeira, estando muito idênticos entre si nos 14 anos estudados, com uma tendência de crescimento que Portugal contraria a partir de 2018. Relativamente ao mercado total (gráfico 6.7) ambos os países iniciam o estudo com níveis de autonomia financeira inferiores aos verificados no setor, mas terminam a análise em linha com este.

**Gráfico 6.19-** Autonomia Financeira no Comércio a Retalho



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

No segmento do comércio a retalho a França decresce os seus níveis de autonomia financeira até 2008, ano em que se cruza com a Alemanha e a partir do qual seguem uma

trajetória comum até 2016. Mas a partir desse ano a Alemanha cresce em 2017 e volta a entrar em declínio até 2019 enquanto a França inicia esse decréscimo após 2016.

De referir que no final do estudo todos os países tendem a convergir para os mesmos valores, exceto a Espanha que se afasta mais dos restantes países evidenciando maior aumento de autonomia financeira, situação também constatada no mercado total.

#### **6.2.3.2. Rendibilidade dos Capitais Próprios**

A nível de RCP no segmento do comércio a retalho a Alemanha é o país que apresenta maior destaque entre 2007 e 2017 com valores de 15,80% e 11,50% respetivamente. Em 2008 é o ano que apresenta melhor performance e tem um enorme pico (25,90%), que entra em colapso até 2013 (9,30%), aproximando-se nesse ano da França (8,10%). Após esse período a Alemanha recupera um pouco até 2016 obtendo um valor de 15,10% após esse ano entra em queda, terminando a análise com um rácio de 7,50%, com bastante aproximação a Portugal (9%). Sendo bastante evidente que no segmento do comércio a retalho a Alemanha tem maiores níveis de RCP que os verificados no mercado total, mas após 2017 esses valores tendem a aproximar-se.

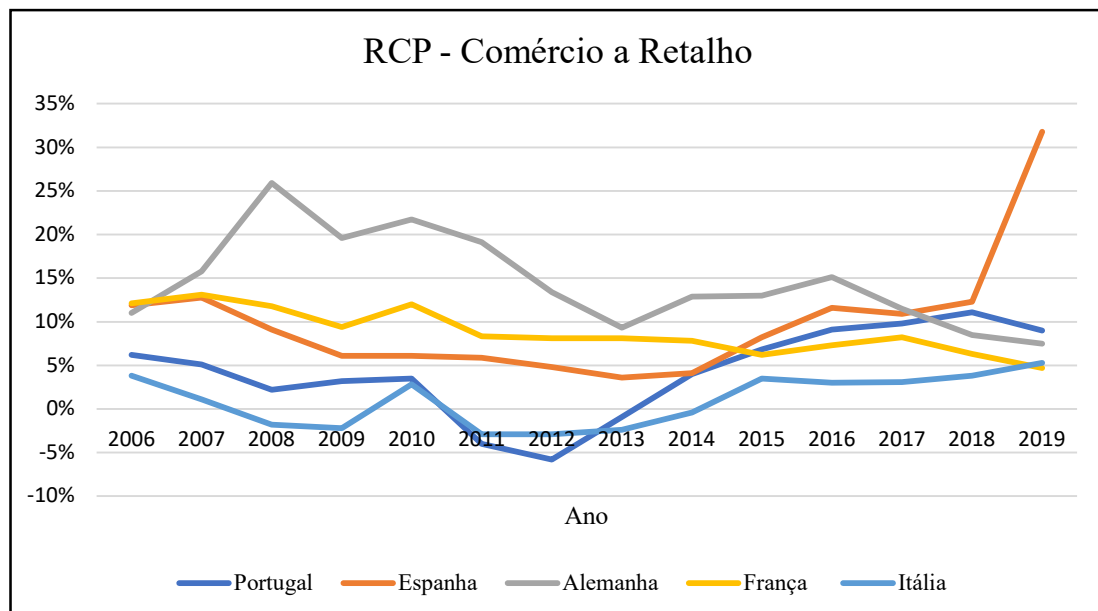
Relativamente à Espanha até 2017 segue em linha com a França, apresentando um rácio a rondar os 13%. Mas após 2007 entra em declínio que se propaga até 2013 (3,60%), iniciando um período de recuperação moderada até 2018. De 2018 para 2019 este indicador apresenta um crescimento bastante realçado, mais que duplicando os níveis de RCP, passou dos 12,30% para os 31,80% o valor mais alto verificado tanto neste segmento como no mercado total (Gráfico 6.7) dos 5 países em análise. No mercado total também existe um enorme crescimento neste período, mas mais tímido que o verificado no segmento do comércio a retalho de produtos farmacêuticos.

A França a partir de 2008 apresenta uma dinâmica no segmento do comércio a retalho muito em linha com a verificada no mercado total. Inicia o estudo a apresentar um pico em 2007 com 13,10%, mas que é bastante mais evidente no mercado total com 15,60%. Mantém uma trajetória mais ou menos constante até 2015, com exceção de 2010 que tem um crescimento que se situa no 12%. Após 2015 apresenta um crescimento moderado até

2017 (8,20%), entrando em queda até 2019 terminando o estudo a apresentar o pior rácio com 4,70%.

A Itália é o país que no geral apresenta pior indicador de RCP tanto neste segmento como no mercado total, mas de forma mais clara neste segmento. A Itália apresenta uma RCP negativa em 2008 e 2009, -1,80% e -2,20% respetivamente e de 2011 a 2014 com valores de -2,90% e -0,40% respetivamente. Apenas Portugal apresenta valores inferiores aos seus em 2012 com - 5,80%. A partir de 2013 a Itália continua a apresentar o pior indicador, exceto no final da análise que supera ligeiramente a França com 5,30%.

**Gráfico 6.20 - Rendibilidade dos Capitais Próprios no Comércio a Retalho**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

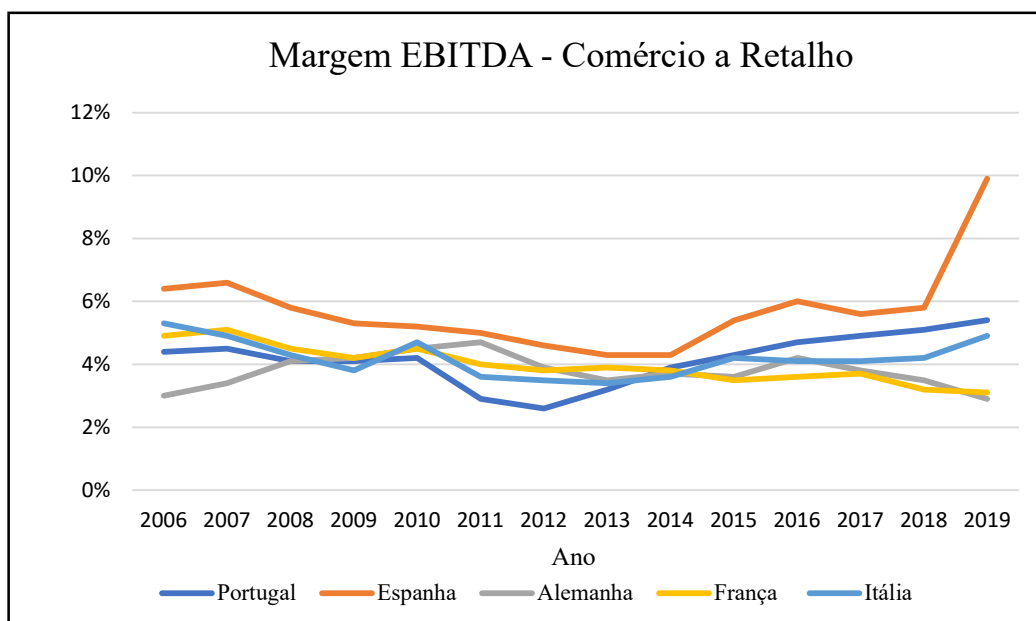
Portugal contrariamente ao mercado total apresenta uma tendência de declínio até 2008, sendo suavizada até 2010, mas após este período apresenta uma queda significativa, passando a apresentar valores negativos, -4% em 2011, -5,80% em 2012 e -0,90% em 2013 tal facto também se verificou no mercado total (Gráfico 6.9) em 2012 com -1,60%. Após 2012 Portugal inicia um período de recuperação que se mantém até 2018 (11,10%),

ultrapassando a França após 2015 e a Alemanha em 2018. Terminando 2019 em queda com tendência de aproximação à Alemanha.

### 6.2.3.3. Margem EBITDA

A nível de margem EBITDA no segmento do comércio a retalho (Gráfico 6.21) a Espanha lidera este indicador em toda a análise, atingindo o seu valor mais baixo em 2014 com 4,3% e o mais alto em 2019 com 10%. Lidera neste segmento, mas analogamente ao mercado total apresenta pior performance, segue a mesma tendência, mas apresenta valores inferiores, tal como também acontece com a maioria dos países.

**Gráfico 6.21 - Margem EBITDA no Comércio a Retalho**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A Alemanha é o país que inicia a análise com pior margem EBITDA, tendo crescido até 2008 igualando Portugal com 4,10% e assemelhando-se à Itália com 4,30% e com a França que apresentava 4,50% de RCP, continuando a crescer até 2011, quase igualando a Espanha. Após esse ano retoma o declínio até 2015, coincidindo em 2013 com a Itália e França. Em 2016 tem um ligeiro pico com cerca de 4,20%, mas novamente volta à

tendência de declínio, terminando a análise com cerca de 3% valor idêntico ao da França. A Alemanha neste segmento desde 2012 apresenta a mesma tendência que a constante no mercado total embora após 2014 seja o país que apresenta pior indicador, tal como acontecia no início da análise.

A França apresenta crescimento até 2007 que se retrai até 2009 juntamente com a Itália, recuperando ligeiramente em 2010, mas novamente volta ao declínio que se mantém até 2019. Terminando o estudo com valores ligeiramente superiores aos verificados na Alemanha e não mostrando muita divergência para o apresentado no mercado total.

A Itália mostra declínio até 2009 situando-se nos 3,80%, recuperando em 2010 para os 4,70%, mas volta a retrair-se em 2011 mantendo essa tendência até 2013 (3,40%) iniciando após esse ano um percurso de expansão, facto também verificado no mercado total, mas que é mais evidente de 2018 para 2019 a apresentar valores de 4,20% e 4,90% respetivamente.

Portugal contrariamente ao verificado no mercado total, em que na maioria dos anos se destaca exceto em 2011, 2014 e a partir de 2018, no segmento do comércio a retalho cresce de forma ligeira até 2007, retraindo-se em 2008, momento em que iguala a Alemanha e Itália, continuando constante até 2010, apresentando de 2010 a 2013 a pior margem EBITDA da amostra, sentindo com maior força a recessão vivida, após 2012 retoma um percurso de crescimento até 2019. Quando comparado ao mercado total (Gráfico 6.9) Portugal é o país que mais se destaca pela negativa, pois, da melhor margem EBITDA verificada a maioria dos anos no mercado total passa para o país que apresenta pior indicador em grande parte do estudo no segmento do comércio a retalho.

#### ***6.2.3.5. Custo dos Financiamentos Obtidos***

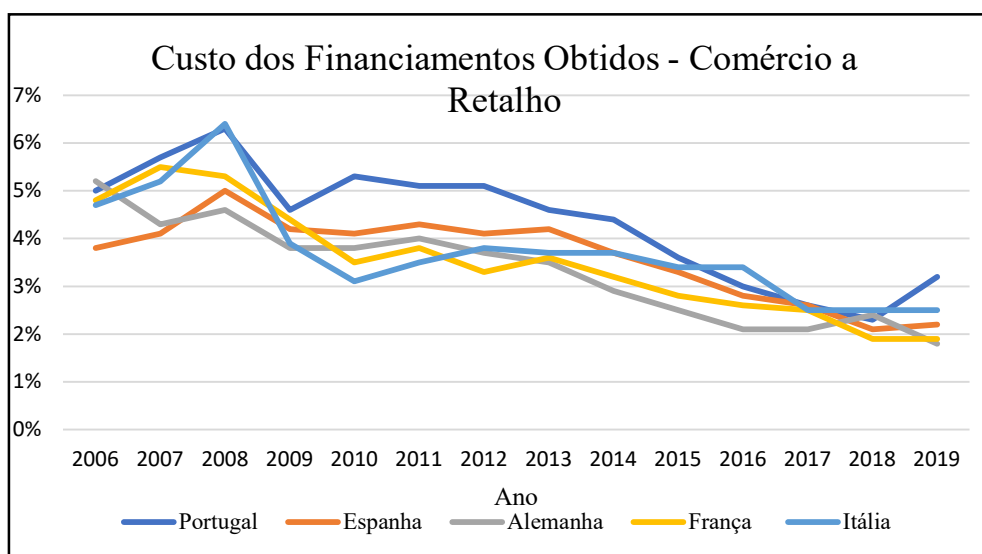
No segmento do comércio a retalho tal como também já acontecia a maior parte do tempo no mercado total (Gráfico 6.14) Portugal é o país que apresenta este tipo de custos mais elevados.

Em 2008, exceto a França, todos os países apresentam um pico bastante saliente, mas com maior destaque para a Itália com 6,40% e Portugal com 6,30%. Após este ano todos

os países decrescem este tipo de custos, mas Portugal continua a apresentar valores muito superiores aos apurados nos restantes países até 2015 (3,60%). Até 2017 segue em linha com os outros países, mas após 2018 inicia novo período de crescimento, terminando a análise com o valor mais alto comparativamente aos outros países (3,20%).

A Itália após apresentar o valor mais elevado em 2008 passa para o valor mais baixo verificado em 2010 com 3,10% e 2011 com 3,50%. Crescendo em 2012 acima da França e Alemanha, coincidindo em 2014 com a Espanha com 3,70%. Em 2016 atinge novamente o valor mais elevado quando comparados com os restantes países, 3,40%, sendo superior ao verificado por Portugal (3%), de 2017 a 2019 estagnou neste indicador apresentando nos 3 anos um rácio de 2,50%.

**Gráfico 6.22 - Custo dos Financiamentos Obtidos no Comércio a Retalho**



**Fonte:** Elaboração própria com base em informação da CBBP

A Espanha é o país que apresenta menor indicador a nível de custos dos financiamentos obtidos até 2007 (4,10%), ultrapassando em 2008 a Alemanha. De 2010 a 2014 é o país que apresenta os custos dos financiamentos obtidos mais altos a seguir a Portugal, mas decresce-os até 2018 (2,10%) estabilizando em 2019.

França apresenta o seu pico e o valor dos custos dos financiamentos obtidos mais altos em 2007 com 5,50%, a partir desse ano apresentaram sempre decréscimo sendo em 2012 com 3,30% e em 2018 com 1,90% o país que apresenta os custos dos financiamentos obtidos mais baixos.

Contrariamente aos restantes países a Alemanha decresce estes custos até 2007 (4,30%), em 2008 com 4,60% e 2009 com 3,80% é o país que tem os custos dos financiamentos obtidos mais baixos, tal como também acontece de 2013 a 2017 e volta a acontecer em 2019 com 1,80%, o valor mais baixo constante em todo o estudo. A Alemanha para o segmento do comércio a retalho comparativamente ao mercado total apresenta um menor custo com os financiamentos obtidos, o que é um aspeto positivo.

### **Aspetos a reter - Comércio a Retalho de Produtos Farmacêuticos**

#### **➤ Autonomia Financeira**

O país que mostra ser mais autónomo financeiramente é a Espanha, precedida da França e da Alemanha. Com menor autonomia financeira apresenta-se Portugal e Itália que seguem uma trajetória em linha no decorrer do estudo.

No final do estudo todos os países tendem a convergir para o mesmo nível de autonomia financeira, exceto a Espanha que se afasta com algum destaque dos restantes países.

#### **➤ RCP**

O país que maior RCP mostra é a Alemanha até 2017, com um grande cume em 2008, mas após 2016 entra em decadência e termina a análise com a terceira melhor RCP. A seguir à Alemanha os países que melhor RCP mostram são a Espanha e a França, que cresceram em simultâneo em 2007, tendo a França crescido até 2014 e a Espanha apresentando algum decréscimo até essa data, após esse período inicia uma fase de crescimento que de 2018 para 2019 é bastante forte, praticamente triplica este rácio e a França continua o ciclo de declínio, terminando a análise a evidenciar o pior indicador.

A Itália é o país que a maioria dos anos tem pior RCP exceto de 2011 a 2012, pois, Portugal apresenta nesse período pior indicador, exibindo valores negativos até 2013, tal

como a Itália mostra de 2011 a 2014. Portugal inicia um ciclo de crescimento que faz com que termine a análise com o segundo melhor indicador.

➤ **Margem EBITDA**

A Espanha continua a apresentar a liderança também neste indicador apresentando igualmente um enorme boom após 2018.

Até 2008 a França, a Itália e Portugal apresentam valores muito idênticos, enquanto a Alemanha tem um enorme crescimento e em 2008 se junta a elas e seguem em linha. Após 2010 Portugal tem um decréscimo que se mantém até 2012, sendo o país que de 2010 a 2013 pior performance apresenta. Em 2014 todos os países se juntam exceto a Espanha, mas mostra uma tendência de aproximação. Portugal cresce neste rácio terminando o estudo com o segundo melhor indicador a seguir à Espanha, apresentando-se com terceiro melhor indicador a Itália. Em contrapartida a Alemanha e a França após 2014 entram num ciclo de declínio terminando a análise com o pior indicador.

➤ **Custo dos Financiamentos Obtidos**

Todos os países têm o seu pico em 2008 exceto a França que o apresenta em 2007, entrando em declínio após esse ano. Portugal e Itália apresentam em 2008 o valor mais elevado, 6,30% e 6,40% respetivamente. A Itália entra em declínio e em 2010 apresenta o custo dos financiamentos obtidos mais baixos com 3,10%, apresentando algum crescimento até 2012, mas volta a entrar em declínio e apenas estabiliza em 2017. Portugal após o seu pico em 2008 tem um declínio significativo em 2009, mas continua a ser o país com o maior rácio, continuando a apresentá-lo até 2015 sendo ultrapassado em 2016 pela Itália. No período de 2017 a 2018 todos os países tendem a assemelhar-se, voltando novamente Portugal a ter um enorme crescimento em 2019, apresentando os custos dos financiamentos obtidos mais altos.



### 6.3. Desempenho e performance no período de 2006 a 2019

O setor farmacêutico é associado a um setor altamente competitivo e que apresenta ganhos apelativos, mas tal como todos os setores este também tem passado por altos e baixos ao longo dos tempos, tem vivido períodos cíclicos que requerem mudança e adaptação ao mundo real.

Nos últimos anos a economia da Zona Euro tem sentido algumas perturbações provocando ambientes favoráveis e desfavoráveis destacando-se em especial dois períodos mais críticos, a recessão de 2009 que provocou uma enorme quebra no comércio mundial e a recessão de 2011-2012 provocada pela crise da dívida soberana. Pela informação tratada neste capítulo conseguimos tirar algumas ilações sobre o desempenho e a performance do setor farmacêutico de 2006 a 2019, tanto para Portugal como para 4 das maiores economias da Zona Euro, Alemanha, França, Espanha e Itália.

De seguida vão ser expostos sucintamente os aspetos que se notaram mais relevantes no decorrer do estudo feito anteriormente.

A nível de **Autonomia Financeira** verifica-se:

- ❖ Em Portugal tanto no mercado total como no setor farmacêutico o segmento da indústria farmacêutica foi quem apresentou este indicador mais elevado exceto em 2019 que é ultrapassada pelo comércio a retalho. O rácio mais baixo de autonomia financeira verifica-se no mercado total exceto em 2010 e 2011 momento que que está coincidente com o segmento do comércio por grosso. É notório tanto no setor farmacêutico como no mercado total que existiu uma diminuição deste índice de 2008 a 2011, coincidindo com a recessão provocada pela crise da dívida soberana, pelo que se pode concluir que o mercado foi gravemente afetado por esta. Constatando-se também que nesse período as empresas ficaram mais dependentes de capital alheio, aumentando nesse período os seus financiamentos obtidos.
- ❖ A nível de comparação europeia no mercado total todos os países apresentam uma autonomia financeira muito em linha, exceto a Espanha que se distancia dos restantes países em todos os anos analisados, em 2019 praticamente atinge um rácio de 50% enquanto os restantes países apresentam valores a rondar os 35%.

A Espanha continua a liderar este indicador em todo o setor farmacêutico com maior destaque após o ano de 2017, com algum distanciamento para os restantes países em estudo. A indústria farmacêutica apresenta dois picos, um em 2011 com 59,20% e outro em 2019 com 62,40% de autonomia financeira. Neste segmento a Itália é o país que apresenta os menores níveis de autonomia financeira, mas após 2012 recupera e em 2017 e 2018 iguala os níveis da Espanha.

No segmento do comércio por grosso todos os países se encontram em crescimento desde 2006, embora a Itália apresente o menor nível de autonomia financeira e no segmento do comércio a retalho apresenta-o em linha com Portugal.

No segmento do comércio a retalho após 2017 todos os países tendem a convergir para o mesmo nível de autonomia financeira exceto a Espanha que se afasta. Comparativamente ao mercado total o setor farmacêutico para os países estudados apresenta maiores níveis de autonomia financeira.

Analisando a **RCP** constata-se:

❖ Em Portugal o segmento da indústria farmacêutica no geral apresenta o indicador de RCP mais alto, exceto de 2008 a 2010 que é o comércio por grosso e após 2016 momento em que diminui a sua RCP, inclusive em 2018 decresce abaixo do mercado total. Verifica-se que o mercado total é o que apresenta pior indicador em praticamente todo o estudo.

Aferimos que no período de 2010 a 2012 todos os segmentos baixaram significativamente a sua RCP com maior incidência no mercado total e no comércio a retalho, apresentando ambos rendibilidade negativa em 2012, mas o segmento da indústria farmacêutica contrariou a tendência e aumentou a sua RCP. Concluindo-se que a RCP no setor farmacêutico é bastante superior à verificada no mercado total. Constatando-se também que após 2016 todos os setores e mercado total tendem a convergir para valores entre os 6% e os 11%.

❖ A nível europeu no mercado total até 2014 a França e a Alemanha eram os países que apresentam maior RCP, mas de 2014 a 2018 é a França que se evidencia e em 2019 a Espanha.

No setor farmacêutico é a Alemanha que apresenta maior RCP até 2017, mas no segmento da indústria só acontece até 2015, com exceção de 2012, que teve uma queda abrupta passando para pior RCP juntamente com Portugal. No segmento da indústria farmacêutica a partir de 2015 e até 2018 a França é que apresenta a melhor RCP, mas em 2019, tal como também acontecia no início do estudo, a Espanha é que apresenta maior índice.

No segmento do comércio a retalho e no segmento do comércio por grosso após 2017 quem se evidencia com melhor RCP é a Espanha, com crescimentos muito elevados. Tal como verificado na autonomia financeira, a maior parte do tempo é a Itália que apresenta pior RCP e em alguns períodos Portugal. Neste indicador Portugal é o país que apresenta pior RCP em 2011 e 2012, apresentando RCP negativa no mercado total e no segmento do comércio a retalho, demonstrando que a crise da dívida soberana afetou a economia portuguesa de forma muito intensa.

Quando analisada a **Margem EBITDA** comprova-se:

- ❖ Em Portugal neste indicador o segmento da indústria farmacêutica também é o que apresenta melhor performance com bastante distanciamento para os restantes segmentos e mercado total, exceto em 2010 que é ligeiramente ultrapassada pelo mercado total. Após este segmento o que melhor performance mostra é o mercado total seguido do segmento do comércio a retalho e com pior desempenho temos o comércio por grosso. Nesta rubrica verifica-se que cada segmento se apresenta paralelo aos restantes nunca se cruzam, exceto o mercado total e o segmento da indústria farmacêutica em 2010, estando o segmento do comércio por grosso e o segmento do comércio a retalho sempre abaixo do mercado total. Pelo que se pode constatar que no geral o mercado total apresenta melhor margem EBITDA que a constante no setor farmacêutico, exceto no segmento da indústria que se encontra acima deste em todos os anos exceto em 2010.
- ❖ Quando feita uma análise à margem EBITDA a nível europeu no mercado total, a maioria dos anos até 2018 é Portugal quem apresenta a margem mais elevada com bastante evidência no ano de 2010. Após 2011 a Espanha tende a aproximar-se da

margem apresentada em Portugal, mas só a consegue ultrapassar após 2018 obtendo a partir desse período a melhor margem EBITDA. Os restantes países não apresentam margens muito díspares.

Dentro do setor, na indústria farmacêutica a Alemanha é quem apresenta melhor margem EBITDA exceto em 2012, 2014 e a partir de 2017 inclusive. Em 2012, 2014 e a partir de 2018 a Espanha apresenta maior performance neste indicador e em 2017 é Portugal que se destaca. Tanto no comércio a retalho como no comércio por grosso é a Espanha que melhor indicador apresenta, exceto no segmento do comércio por grosso de 2006 a 2010, pois, nesse período é Portugal que apresenta a maior margem. Para este indicador dentro do setor farmacêutico quem apresenta no geral pior performance é a França com maior clareza no segmento da indústria farmacêutica.

Analizados os **Custos dos Financiamentos** obtidos na França, Espanha, Alemanha, Itália e Portugal consta-se que:

- ❖ O mercado total apresenta uma dinâmica mais constante e homogénea que a existente no setor farmacêutico. Tanto o mercado total como o segmento do comércio por grosso têm os maiores níveis de custos com financiamentos obtidos em 2008.
- ❖ Na indústria farmacêutica até 2009 este tipo de custos tinha pesos semelhantes em todos os países exceto na França que em 2008 teve um enorme pico. Após 2009 o país que mais cresce e de forma bastante intensa neste indicador é Portugal, com um enorme pico em 2011, atingindo um índice de 7,8%, o valor mais alto constante em todo o setor e mercado total. O país que inicia e termina o estudo com este tipo de custos mais baixos é a Espanha, mas de 2011 a 2017 foi a França que os apresentou mais reduzidos.
- ❖ No comércio por grosso todos os países se assemelham na tendência apresentada, em 2008 todos apresentam um cume e a partir daí entram em declínio exceto Portugal que volta a apresentar um novo pico em 2012. A Alemanha é o país que menor peso tem com este tipo de custos, tal como também acontece no comércio a retalho até 2008.

- ❖ No segmento do comércio a retalho todos os países têm o seu pico em 2008 exceto a França que o atinge em 2007, entrando em declínio após esse ano. Portugal e Itália apresentam em 2008 o valor mais elevado, 6,30% e 6,40% respetivamente. A Itália entra em declínio e em 2010 apresenta os custos dos financiamentos obtidos mais baixos com 3,10%, estabilizando neste indicador após 2017. Portugal após o seu pico em 2008 tem um declínio significativo em 2009, mas continua a ser o país com maior indicador, exceto em 2016 que é ultrapassado pela Itália com 3,40%, em 2018 todos os países tendem a assemelhar-se, mas em 2019 Portugal apresenta o custo dos financiamentos obtidos mais elevado com 3,20%.

## 7. Conclusão

Nos últimos 14 anos a economia passou por alguns momentos de maior crescimento e outros de menor expansão motivados por ambiente de crescentes tensões comerciais entre blocos económicos e financeiros, de instabilidade política em algumas regiões e de incertezas tendo atingido um topo em meados de 2018, iniciando o crescimento mundial um período de menor expansão, com a redução da atividade da indústria transformadora e do investimento.

Pelo estudo feito ao setor farmacêutico em Portugal de 2006 a 2019 constata-se que a nível de rendibilidade é notório o desempenho do segmento da indústria farmacêutica, pois apresenta os valores mais elevados neste indicador em todos os anos, com um valor médio de rendibilidade superior a 12,75%, exceto em 2009 momento em que o comércio por grosso se destaca com 18,17% de RCP, obtendo nesse ano uma rendibilidade média de 12% enquanto o segmento da indústria farmacêutica decresce para níveis de 10,70%. Com o decorrer do tempo nota-se que o segmento da indústria está a recuar a nível de rendibilidade e o comércio a retalho a melhorar a performance. No início do estudo a indústria farmacêutica apresentava valores médios de 12,95% e no final do estudo, em 2019, apresenta uma média de 12,21% e o segmento do comércio a retalho inicia a análise com valores médios de 10,49% e termina a apresentar uma rendibilidade média de 10,68%.

Analisando o indicador de autonomia financeira também se verifica que o segmento da indústria farmacêutica é o que apresenta valores mais elevados quando comparado com os restantes segmentos e mercado total, pois apresenta até 2018 valores sempre superiores exceto em 2019 que é ultrapassada pelo segmento do comércio a retalho. A indústria farmacêutica no decorrer do estudo apresenta uma autonomia financeira média de 43,40%, o comércio a retalho de 40,42%, o comércio por grosso de 36,85% e o mercado total de 30,89%. Concluindo-se também que quem apresenta uma menor autonomia financeira é o mercado total, mas dentro do setor farmacêutico é o segmento do comércio por grosso, mas os valores com que iniciaram o estudo tendencialmente aproximam-se dos valores com que o terminam, cerca de 40%. Sendo notória uma

diminuição deste indicador no intervalo de 2008 a 2011, pelo que está em conformidade com o aumento dos financiamentos obtidos nesse período, apenas no segmento da indústria farmacêutica esse facto se observou em 2012 com uma autonomia financeira de 37,72% e com 36,24% no indicador dos financiamentos obtidos em função do ativo. Levando-nos a aferir que o setor farmacêutico neste período a nível de estrutura de capital ficou mais dependente de capital alheio que o verificado até então.

Fazendo uma comparação entre o setor farmacêutico português e o mercado total português de 2006 a 2019 constata-se que a nível de rendibilidade o setor farmacêutico apresenta melhor performance que a verificada no mercado total, com especial destaque para o segmento da indústria farmacêutica. O mercado total em 2012 apresenta uma RCP negativa, -1,60%, o que significa destruição de valor, para este facto entre outros aspetos contribui a solicitação de ajuda financeira externa, que provocou altas taxas de juros e uma elevada carga fiscal, tanto de impostos diretos como indiretos.

Atestou-se que o setor farmacêutico sentiu com maior intensidade a recessão de 2011-2012 provocada pela crise da dívida soberana comparativamente ao mercado total. Apenas no indicador margem EBITDA o mercado total deixa de ter pior performance, passando a apresentar o segundo melhor indicador a seguir à indústria farmacêutica, atingindo mesmo a melhor performance em 2010 com um indicador de 11,56%. De salientar que no indicador margem EBITDA verificaram-se valores médios no segmento da indústria de 15,26%, no mercado total de 9,99%, no segmento do comércio a retalho de 8,02% e no segmento do comércio por grosso de 5,02%.

O setor farmacêutico apresenta níveis de rendibilidade mais apetecíveis que o mercado total, evidenciando-se de forma bem clara o segmento da indústria farmacêutica enquanto os outros 2 segmentos apresentam uma tendência de assemelhação ao mercado total, sendo esse facto mais evidente de 2010 a 2014.

As empresas do setor farmacêutico são mais autónomas financeiramente que as do mercado total, pois o mercado total é o que apresenta um menor indicador de autonomia financeira verificando-se também que está mais dependente de capital alheio que o setor farmacêutico para o desempenho da sua atividade.

Tal como também referido anteriormente verifica-se um decréscimo de autonomia financeira no período de 2008 a 2011 tanto no setor como no mercado total, aferindo que este indicador foi gravemente afetado pela recessão provocada pela crise da dívida soberana. Pelo que se pode constatar que nesse período as empresas diminuíram os seus capitais próprios ficando mais dependentes de capital alheio, aumentando nesse período os financiamentos obtidos tanto no setor como no mercado total. Mas é mais notório o aumento dos financiamentos obtidos no mercado total, apresentando em 2012 um indicador de mais de 40% de financiamentos obtidos em função do ativo e cerca de 60% em função do passivo.

A nível internacional, comparando Portugal a 4 das maiores economias da EU27, Alemanha, França, Espanha e Itália para os 3 segmentos do setor farmacêutico avaliou-se que a nível de rentabilidade a Alemanha se destaca dos restantes países com uma média de cerca de 13,23% enquanto os restantes países apresentam médias inferiores, a Espanha apresenta 11,34%, a França 9,53%, Portugal 7,88% e Itália cerca de metade da Alemanha, 6,94%. Relativamente à rentabilidade é de salientar que após 2017 a Espanha se destaca ultrapassando os níveis da Alemanha, pois em 2018 tem um enorme crescimento na sua margem EBITDA propagando-se para 2019, em especial no segmento da indústria e do comércio a retalho.

Tal como também foi evidenciado o país que apresenta uma média mais baixa a nível de rentabilidade é a Itália, mas de 2011 a 2012 o país que pior performance mostra nesse indicador é Portugal, pois obtém a sua pior rentabilidade e a mais baixa verificada no estudo, mostrando que sentiu com muita força os efeitos provocados pela crise da dívida soberana. De notar que no comércio a retalho Portugal é gravemente afetado pela crise financeira que eclodiu em 2007, tendo atingindo uma RCP negativa de 2011 a 2013 com valores de -4%, -5,8% e -0,90% respetivamente. Significando que as empresas portuguesas em geral nesse período apresentaram destruição de valor e não criação de valor como é expectável que aconteça.

Quando analisado os níveis de autonomia financeira é a Espanha que apresenta os valores mais elevados nos 3 segmentos do setor farmacêutico exceto no início da análise, em 2006, no segmento da indústria farmacêutica, pois era a França que mostrava um



indicador mais alto com 64,40%. Também existe uma evidência que após 2017 a Espanha aumenta neste indicador em todo o setor, pois passa de um valor médio de 48,23% em 2018 para 51,87% em 2019. Em contrapartida o país que menor autonomia financeira apresenta é a Itália. De referir que no segmento do comércio por grosso todos os países se encontram em crescimento desde 2006 e no segmento do comércio a retalho após 2017 todos os países tendem a convergir para o mesmo nível de autonomia financeira exceto a Espanha que se afasta. Comparativamente ao mercado total o setor farmacêutico para os países estudados apresenta maiores níveis de autonomia financeira, pelo que se consegue inferir que as empresas pertencentes ao setor farmacêutico apresentam uma estrutura de capital mais sólida e com menos dependência de fontes de financiamento externas.

Examinando o custo com os financiamentos obtidos estes têm algum peso em todos os países, mas com maior relevância em Portugal, pois a maioria dos anos em estudo é o país que apresenta este indicador mais alto destacando-se 2 períodos, 2008 e 2011. Em 2008 apresenta o valor mais elevado a nível de custos de capital alheio com 7,50% no segmento do comércio por grosso e de 6,30% no segmento do comércio a retalho, mas em 2011 obtém um valor histórico no segmento da indústria farmacêutica com 7,80%, o valor mais alto observado no estudo tanto no setor como no mercado total. O país que em grande parte da análise apresenta este indicador mais baixo é a Alemanha com destaque no segmento do comércio por grosso com uma média de 2,86%, mas é em 2019 no segmento do retalho que obtém o seu valor mais baixo, 1,80%. O valor mais baixo mostrado em toda a análise é alcançado pela Espanha em 2018 no segmento da indústria farmacêutica com 1,30%.

Neste indicador o mercado total apresenta uma dinâmica mais constante e homogênea que a existente no setor farmacêutico. Tanto o mercado total como o segmento do comércio por grosso tem os maiores níveis de custos com financiamentos obtidos em 2008 com 6,20% na Itália e 7,50% em Portugal respetivamente, coincidindo com o período da crise financeira iniciada em 2007, ficando neste ano as empresas com maiores encargos relativamente os custos dos financiamentos obtidos para fazerem face aos seus investimentos.

Pela análise até aqui efetuada, torna-se bastante evidente que as empresas do setor farmacêutico a nível europeu são mais rentáveis que as portuguesas exceto a Itália. O país que apresenta piores níveis de rentabilidade é a Itália exceto de 2011 a 2012, tendo neste período Portugal atingindo os piores índices obtendo mesmo RCP negativas no comércio por grosso, não sendo este um indicador positivo, mas tem refletidas as dificuldades sentida nesse período despoletadas pela ajuda externa em 2011. O país que maior nível de rentabilidade mostra até 2017 é a Alemanha, após esse período é procedida pela Espanha, tendo existido alterações políticas em 2018 na Espanha que a possa ter despoletado para um ótimo desempenho.

A Espanha é o país que apresenta uma estrutura de capital mais sólida e até 2015 a menos sólida era evidenciada pela Itália.

A nível de custo dos financiamentos obtidos até 2007 era a França que demonstrava este tipo de custos mais altos com 7% no comércio por grosso, mas após essa data passou a ser Portugal a ter maior peso, apresentando em 2011 um valor histórico de 7,80% no segmento da indústria farmacêutica. Em 2019 as empresas portuguesas apresentam níveis de endividamentos bastante inferior ao verificado em plena crise financeira iniciada em 2007, oferecendo maior confiança sobre a sua capacidade de resistir a eventuais choques macroeconómicos.

Com este estudo conseguimos concluir que o setor farmacêutico apresenta maiores níveis de rentabilidade que o mercado total, tanto em Portugal como nos restantes países analisados com maior destaque para o segmento da indústria farmacêutica, tal como também se verifica que o setor farmacêutico tem uma estrutura de capital mais sólida que a verificada no mercado total.

## 8. Bibliografia

- Agostinho, C. M., & Canadas, N. M. (setembro de 2010). O free cash flow, o governo das sociedades e a responsabilidade social - Uma análise no contexto das empresas cotadas na Euronext. *XXXIV Encontro da ANPAD*.
- Ahmad, A., Bilal, P., & Khan, I. (2019). The Resilience of Central Bank Interest Rate on the Association of Financial Leverage and Firm Performance. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 12(1).
- Akkari, A. C., Munhoz, I. P., Tomioka, J., Santos, N. M., & Santos, R. F. (abril-junho de 2016). Pharmaceutical innovation: differences between Europe, USA and 'pharmerging' countries. (L. F. Paulillo, Ed.) *Gestão e Produção*, 23(2), pp. 364-380.
- Alaoui, A. O., Bacha, O. I., Masih, M., & Asutay, M. (2017). Leverage versus volatility: Evidence from the capital structure of European firms. *Economic Modelling*, 145-160.
- Albuquerque, F. d., Marcelino, M., & Lima, M. (2015). O risco: definição e um breve enquadramento histórico. *Revisores e Auditores - Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas*(68).
- Albuquerque, F., Esteves, P. S., & Magalhães, C. (julho de 2018). Indicadores da situação financeira das empresas portuguesas: São a dimensão, a idade e o setor relevantes? *Banco de Portugal*, pp. 61-85.
- Alexandre, F., Martins, I. G., Andrade, J. S., Castro, P. R., & Bação, P. (2009). *A crise financeira Internacional*. (I. d. Coimbra, Ed.) Coimbra.
- Almeida, L. (Maio de 2021). Estrutura de Capital das PME da Indústria Transformadora Alimentar. *Newsletter*(24), pp. 10-30.
- Almeida, L. M. (Julho de 2016). Estrutura de Capital das PME da Indústria Transformadora Alimentar. *Dissertação* .

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- André, M. S. (2012). *O Modelo de Negócio da Indústria Farmacêutica - Tempos de Mudança*. Projeto de Mestrado em Gestão, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Apifarma, A. (Dezembro de 2014). *A Indústria Farmacêutica em Portugal - Saber Investir, Saber Inovar 75 Anos* (1 ed.). Lisboa.
- Apifarma, A. P. (2018). *A Indústria Farmacêutica em Números. 2018*.
- Apifarma, A. P. (Outubro de 2018). Perspectiva Holística Sobre o Valor dos Medicamentos em Portugal. *Apifarma*.
- Apifarma, A. P. (2020). *Indústria Farmacêutica em Portugal*. Obtido de Apifarma: <https://www.apifarma.pt/conhecimento/indicadores/industria-farmacutica-em-portugal/>
- Barreto, A. I. (2013). *O que motiva as equipas de vendas na indústria farmacêutica - O caso Roche*. Projeto de Mestrado em Gestão, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Borges, A., Rodrigues, A., & Morgado, J. (2007). *Contabilidade e Finanças Para a Gestão*. (3, Ed.) Lisboa: Áreas Editora.
- BPstat, B. d. (25 de outubro de 2021). *A autonomia financeira é um indicador da capitalização das empresas*. Obtido de BPstat (bportugal.pt): <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/sabia-que/1372>
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). *Princípios de Finanças Corporativas* (10 ed.). (C. R. Paschoa, Trad.) São Paulo, Brasil: AMGH Editora Ltda.
- Breia, A. (Maio de 2014). Auditoria versus Análise Financeira. *Newsletter* 8(8), pp. 11-15.
- Breia, A. (Março de 2014). Condicionantes e limitações da informação contabilística em termos de análise financeira. *Newshttter* 7, pp. 16-19.

- Breia, A. (Janeiro de 2014). O rácio de Solvabilidade da banca e a crise da dívida soberana. *Newslwtter* 6, pp. 5-7.
- Breia, A. F., Mata, M. N., & Pereira, V. M. (2014). *Análise Económica e Financeira (Aspetos Teóricos e Casos Práticos)*. (L. Letras e Conceitos, Ed.) Rei dos Livros.
- Cabrita, A. M. (2012). *Os 4P'S na Indústria Farmacêutica – O Caso da Genéricos Portugueses*. Projeto de Mestrado em Gestão, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Choi, J., & Richardson, M. (2016). The volatility of a firm's assets and the leverage effect. *Journal of Financial Economics*, 254-277.
- Costantini, P. (2006). The PE and the Equivalence principle: asset multiple and relative return. Em P. Costantini, *Cash return on capital invested: ten years of investment analysis with the CROCI economic profit model* (pp. 23-49). Elsevier Science & Technology.
- Danis, A., Rettl, D. A., & Whited, T. M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal of Financial Economics*(114), 424-443.
- Eckbo, B., & Norli, Ø. (2005). Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns. *Journal of Corporate Finance* 11, 1-35.
- Eichengreen, B. (October de 2008). Origins and Responses to the Crisis. *University of California*.
- Europeias, J. O. (28 de Novembro de 2001). Diretiva 2001/83/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6 de Novembro de 2001. *Jornal Oficial das Comunidades Europeias*(311).
- Eurosistema, B. C. (2010). Boletim Mensal - Dezembro.
- Eurosistema, B. C. (Dezembro de 2010). Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area.
- Eurosistema, B. C. (Dezembro de 2011). Projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do eurosistema.

Eurosistema, B. C. (junho de 2011). Projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do eurosistema.

Eurosistema, B. C. (6 de Dezembro de 2012). Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area.

Eurosistema, B. C. (Dezembro de 2013). Projecções macroeconómicas de Dezembro de 2013 para a área do euro elaboradas por especialistas do eurosistema.

Eurosistema, B. C. (2018). Boletim Económico. (8).

Eurosistema, B. C. (Dezembro de 2018). Projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do eurosistema - dezembro 2018.

Eurosistema, B. C. (2019). Boletim Económico. (8).

Eurosistema, B. C. (Dezembro de 2019). Projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do eurosistema.

Eurosistema, B. C. (2020). Boletim Económico. (8).

Eurosistema, B. C. (Março de 2020). Projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE.

Eurosistema, B. C. (Dezembro de 2020). Projecções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do eurosistema.

Eurosistema, B. d. (2010). Boletim Económico - Inverno 2010. *16*(4).

Eurosistema, B. d. (2010). Boletim Estatístico | Statistical Bulletin | 12 | 2010.

Eurosistema, B. d. (2011). Boletim Económico - Inverno 2011. *17*(4).

Eurosistema, B. d. (2011). Boletim Económico - Primavera 2011. *17*(1).

Eurosistema, B. d. (2011). Boletim Estatístico | Statistical Bulletin | 12|2011.

Eurosistema, B. d. (2011). Relatório de Estabilidade Financeira - Maio 2011.

Eurosistema, B. d. (abril de 2011). Relatório do Conselho de Administração. *A Economia Portuguesa em 2011*.

Eurosistema, B. d. (2012). Boletim Económico - Inverno 2012. *18*(4).

Eurosistema, B. d. (2012). Boletim Económico - Primavera 2012. 18(1).

Eurosistema, B. d. (2012). Boletim Estatístico | Statistical Bulletin | 12|2012.

Eurosistema, B. d. (2013). Boletim Económico - Inverno 2013. 19(4).

Eurosistema, B. d. (2013). Boletim Económico - Primavera 2013. 19(1).

Eurosistema, B. d. (2014). Boletim Económico - Abril 2014.

Eurosistema, B. d. (2014). Boletim Económico - Dezembro 2014.

Eurosistema, B. d. (2015). Boletim Económico - Dezembro 2015.

Eurosistema, B. d. (2015). Boletim Económico - Maio 2015.

Eurosistema, B. d. (2016). Boletim Económico - Dezembro 2016.

Eurosistema, B. d. (2016). Boletim Económico - Maio 2016.

Eurosistema, B. d. (2017). Boletim Económico - Dezembro 2017.

Eurosistema, B. d. (2017). Boletim Económico \_ Maio 2017.

Eurosistema, B. d. (7 de Março de 2018). Análise das empresas do setor farmacêutico 2012-2016. *Nota de Informação Estatística*(25).

Eurosistema, B. d. (2018). Boletim Económico - Dezembro 2018.

Eurosistema, B. d. (2018). Boletim Económico - Maio 2018.

Eurosistema, B. d. (2019). Boletim Económico - Maio de 2019. *A economia portuguesa em 2018*.

Eurosistema, B. d. (2019). Boletim Económico - Dezembro 2019.

Eurosistema, B. d. (2019). Boletim Económico - Março 2019.

Eurosistema, B. d. (2020). Boletim Económico - Maio 2020. *A Economia Portuguesa em 2019*.

Eurosistema, B. d. (2020). Boletim Económico - Março 2020.

Eurosistema, B. d. (s.d.). Quadros do Setor. *Central de Balanços do Banco de Portugal*.  
Obtido de <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>

- Eurosystem, E. C. (2021). *Economic and monetary developments - Economic Bulletin*. European Central Bank, Alemanha. Obtido de <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/index.en.html>
- Fernandes, M. d., & Meireles, M. (Maio-Agosto de 2013). *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(20), pp. 75-95.
- Ferreira, M. P., Reis, N. R., & Santos, J. C. (2011). *A indústria farmacêutica e a Bial - Caso de Estudo N°10*. Instituto Politécnico de Leiria - IPL, GlobADVANTAGE – Center of Research in International Business & Strategy, Leiria.
- Filipe, M. C. (Abril de 2018). Sobre-Endividamento: Impacto na Rentabilidade e Sustentabilidade das Empresas. *Newsletter 21*, pp. 8-20.
- Gimenes, R. M. (setembro de 2018). A Teoria Tradicional e o Modelo de Franco Modigliani e Merton Miller: Uma Abordagem Crítica. *UFGD - Universidade Federal da Grande Dourados*.
- Gonçalves, S. d. (março de 2011). Fraude de Relato Financeiro - Procedimentos de auditoria em resposta aos riscos avaliados de distorção material das demonstrações financeiras em virtude do reconhecimento inadequado do réditio (ISA 240, NCRF 20). *Revisores e Auditores (OROC)*(52), pp. 12-21.
- Gonçalves, T. J., Silva, A. R., & Junior, P. B. (23 de 12 de 2017). A forma de financiamento das companhias abertas sob o pressuposto do Pecking Order Theory e Trade off Theory. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(1), 101-118.
- Guedelha, D. (janeiro de 2018). *Pharmaceutical Cluster in Portugal and Michael Porter Diamond Theory*. Business Case Study, University of St. Gallen .
- Guerard, J. B., & Schwartz, E. (2007). *Quantitative Corporate Finance*. New York: Media, Springer Science+Business.
- INE, I. N. (2020). Estatísticas Demográficas 2019. (I. Instituto Nacional de Estatística, Ed.) *Estatísticas Oficiais*, pp. 17-34,57-85,157-166.



- Iskrev, N., Lourenço, R., & Soares, C. (2021). Indicadores de orientação de política monetária e de condições financeiras: um resumo. Em B. d. Portugal, *Revista de Estudos Economicos* (Vol. VII, pp. 1-44). Lisboa.
- Jensen, M. C. (maio de 1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jorge, S. M., & Armada, M. J. (2000). Uma Revisão das Teorias Sobre a Estrutura de Capitais das Empresas. *Estudos de Gestão - Portuguese Journal of Management Studies*, 1.
- Laborda, R., & Olmo, J. (2020). Optimal portfolio choices using financial leverage. *Bulletin of Economic Research*, 146-166.
- Lilaia, P. M. (2010). *Plano de Negócios “Absolutis” Empresa Farmacêutica de Medicamentos Genéricos*. Projeto de Mestrado em Gestão de Empresas, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Marsh, B., Rodziewicz, D., & Chelluri, K. (2020). Corporate Leverage and Investment. *Federal Reserve Bank of Kansas City - Economic Review*, 105(1), pp. 37-55.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (Junho de 1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, XLVIII(3), 261-297.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. (s.d.). Still Searching for Optimal Capital Structure.
- Nhung, L. T., & Okuda, H. (2015). Effects of state ownership on companies' capital structure and profitability: Estimation analysis before and after the Lehman Shock. *Jornal of Asian Economics*(38), 64-78.
- Nunes, P. (13 de março de 2019). *Alavanca Financeira (ou Leverage Financeiro)*. Obtido de [Knoow.net](https://knoow.net) Enciclopédia Temática: <https://knoow.net/cienciaeconempr/gestao/alavanca-financeira/>

- Padoveze, C. L. (2020). *Mitos e Lendas em Finanças: A "maldição" do EBITDA*. (M. Pace, Ed.) São Paulo, Brasil: Almedina.
- Pereira, A., & Vaz, Â. (Dezembro de 2017). O papel de auditoria no processo de compra e venda na manipulação de resultados. *Contabilista (OCC)*(213), pp. 36-39.
- Pereira, M. I. (2017). *Desenvolvimento de Conhecimento na Indústria Farmacêutica Portuguesa: Estratégias e desempenhos no caso Bluepharma*. Mestre em Economia Monetária e Financeira, ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa, Departamento de Economia Política, Lisboa.
- Pereira, R. I. (2012). *As Empresas do Setor Farmacêutico: Uma Análise Económico e Empresarial*. Trabalho Final de Mestrado - Dissertação, Universidade Técnica de Lisboa, ISEG - Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa.
- Pettit, J. (2007). *Strategic Corporate Finance: Applications in Valuation and Capital Structure*. John Wiley & Sons, Inc.
- Queirós, S. I. (2011). *Aspetos económicos do sector das farmácias: Uma análise da evolução dos últimos 5 anos*. Mestrado em Economia e Política da Saúde , Universidade do Minho, Escola de Economia e Gestão, Braga.
- Querido, J. (Janeiro de 2013). Portugal: Endividamento público versus endividamento privado - Tendências recentes no enquadramento da crise financeira. *Newsletter 1*, pp. 5-8.
- Rodrigues, N., & Albuquerque, F. (2015). Um enquadramento nacional e internacional dos conceitos relacionados com a informação financeira. *Revisores e Auditores - Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas*(71), pp. 38-49.
- Santos, A. (Junho de 2019). O mecanismo de alerta precoce quanto à situação económica e financeira das empresas. *Contabilista (OCC)*(231), pp. 61-63.
- Santos, B. A., & Simões, J. M. (Janeiro de 2019). A análise económico-financeira como instrumento de suporte para a previsão das insolvências. *Contabilista (OCC)*(226), pp. 64-65.

- Santos, J. A., Cruz, V. L., Santos, R. R., & Leone, R. J. (2018). Análise das Estratégias de Ganho de Margem Bruta em uma Distribuidora de Medicamentos. *Exacta – EP*, 16(2), pp. 169-185.
- Scherer, F. (2000). *Handbook of Health Economics* (Vol. 1). Elsevier.
- Silva, E. S. (Abril de 2018). Análise económico-financeira através dos rácios. *Contabilista (OCC)*(217), pp. 50-51.
- Silva, E. S. (Novembro de 2018). O papel do auditor financeiro. *Contabilista (OCC)*(224), pp. 66-68.
- Sujoko. (Junho de 2007). Teori Struktur Modal : Sebuah Survei. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 3(2), 135-146.
- Teixeira, C. A. (2016). Estrutura de Capital e a Remuneração dos Administradores Executivos em Portugal. *Dissertação FEP*.
- Vieira, J. M. (2020). *Fatores Determinantes da Internacionalização no Setor Farmacêutico Português, Produtor e Exportador de Produtos Farmacêuticos*. Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas, ISLA - Instituto Superior de Gestão e Administração de Santarém , Santarém.
- Wrona, T., & Trąpczyński, P. (4 de Agosto de 2012). Re-explaining international entry modes - Interaction and moderating effects on entry modes of pharmaceutical companies into transition economies. *European Management Journal* , 30, 295-315.