

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

I S C A L  260

O EVA, MVA, CVA E CFROI COMO
CRIAÇÃO DE VALOR - ESTUDO DE
CASO DA CORTICEIRA AMORIM
SGPS, S.A.

Cláudia Ventura Santiago

Lisboa, janeiro de 2023

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

O EVA, MVA, CVA E CFROI COMO
CRIAÇÃO DE VALOR - ESTUDO DE
CASO DA CORTICEIRA AMORIM
SGPS, S.A.

Cláudia Ventura Santiago

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e Avaliação de Desempenho, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Marina Antunes.

Constituição do Júri:

Presidente – Prof.^a Doutora Maria do Rosário Teixeira Justino

Arguente – Prof.^a Doutora Tânia Saraiva

Vogal – Prof.^a Doutora Marina Antunes

Lisboa, janeiro de 2023

Agradecimentos

A presente dissertação foi um trabalho longo, moroso e solitário, no entanto, a sua concretização só foi possível graças a um conjunto de pessoas que tive ao meu redor, que das mais diversas formas me impeliram a avançar, e às quais quero expressar o meu agradecimento:

À Professora Doutora Marina Antunes, quero agradecer pela pronta aceitação na orientação deste trabalho, apoio, sugestões e disponibilidade demonstrada ao longo do mesmo.

Ao meu namorado, que me ouviu e apoiou quando este trabalho se tornava difícil, por todo o amor, força e motivação.

Com um carinho muito especial, agradeço à minha Mãe e ao meu Pai, pelo sempre constante amor, apoio incondicional, admiração e incentivo que demonstraram, sem os quais este caminho seria árduo de percorrer e porque apesar de todas as dificuldades nunca deixámos de acreditar.

Resumo

Dada a importância que a Gestão Baseada no Valor (GBV) tem vindo a ganhar no contexto empresarial com o conceito de criação de valor, é cada vez mais importante as empresas efetuarem uma gestão eficiente dos recursos tendo em conta a avaliação da *performance* e da criação de valor. Neste sentido, a criação de valor levou à adoção de sistemas de GBV e a novas métricas de avaliação que permitem a obtenção de novos e mais adequados dados sobre o desempenho atual e futuro da empresa.

O objetivo principal desta investigação é analisar a criação de valor para os acionistas, a *performance* da empresa e a relação com alguns indicadores como o *Economic Value Added* (EVA), o *Market Value Added* (MVA), o *Cash Value Added* (CVA) e o *Cash Flow Return on Investment* (CFROI), como medidas de desempenho. Neste sentido, foi efetuado um estudo de caso que incide sobre uma empresa do setor da cortiça português, a Corticeira Amorim SGPS, S.A., cujo horizonte temporal é entre 2017-2021. Para isso, escolheu-se o estudo de caso como metodologia de investigação, sendo os dados obtidos através dos relatórios e contas consolidados da empresa.

De acordo com o estudo realizado, é possível concluir que no período analisado, a Corticeira Amorim SGPS, S.A. obteve sempre resultados positivos e consequentemente criação de valor, demonstrando que os *stakeholders* podem continuar a investir uma vez que trouxe valor para os mesmos. Além disso, o CVA apresentou-se como uma métrica que melhor traduz a análise do valor da empresa.

Palavras-Chave: Gestão baseada no valor; Criação de valor; Avaliação de *performance* empresarial; Indicadores de desempenho.

Abstract

Given the importance that Value-Based Management (GBV) has been gaining in the business context with the concept of value creation, it is increasingly important for companies to manage resources efficiently, considering the evaluation of performance and value creation. In this sense, the creation of value has led to the adoption of GBV systems and new evaluation metrics that allow obtaining new and more adequate data on the current and future performance of the company.

The main objective of this research is to analyze the creation of value for shareholders, the company performance and the relationship with some indicators such as *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)*, *Cash Value Added (CVA)* and *Cash Flow Return on Investment (CFROI)*, as performance measures. In this sense, a case study was carried out that focuses on a company in the portuguese cork sector, Corticeira Amorim SGPS, S.A., whose time horizon will be between 2017-2021. For this, the case study was chosen as a research methodology, with the data being obtained through the company's consolidated reports and accounts.

According to the study carried out, it is possible to conclude that in the analyzed period, Corticeira Amorim SGPS, S.A. always obtained positive results and consequently created value, demonstrating that stakeholders can continue to invest once it has brought value to them. In addition, CVA presented itself as a metric that best translates the analysis of the company's value.

Keywords: Value-based management; Value creation; Business performance assessment; Performance indicators.

Índice

Índice de Tabelas	x
Índice de Quadros	xi
Lista de Siglas.....	xii
1. Introdução.....	1
1.1. Relevância do tema	1
1.2. Objeto da Investigação	2
1.3. Objetivo da Investigação.....	3
1.4. Estrutura da Investigação	4
2. Enquadramento teórico	5
2.1. Gestão baseada no Valor (GBV)	5
2.2. Criação de Valor	8
2.3. Fatores determinantes de valor (<i>Value Drivers</i>).....	11
2.4. Avaliação da <i>performance</i> empresarial.....	12
2.5. Modelo Contabilístico versus Modelo <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF).....	14
3. Indicadores de desempenho baseados no valor	18
3.1. Economic Value Added (EVA).....	18
3.1.1. Vantagens do EVA	20
3.1.2. Desvantagens do EVA.....	21
3.1.3. Ajustamentos Contabilísticos do EVA	22
3.2. Cash Value Added (CVA).....	23
3.2.1. Vantagens do CVA	24
3.2.2. Desvantagens do CVA.....	25
3.3. Market Value Added (MVA)	25
3.3.1. Vantagens do MVA	28
3.3.2. Desvantagens do MVA.....	28

3.3.3.	Relação do MVA com o EVA.....	29
3.4.	Cash Flow Return on Investment (CFROI).....	29
3.4.1.	Vantagens do CFROI.....	33
3.4.2.	Desvantagens do CFROI.....	33
3.5.	Custo de Capital.....	33
3.5.1.	Custo de capital alheio	34
3.5.2.	Custo de capital próprio	35
3.6.	Estudos relacionados com a temática estudada	37
4.	Corticeira Amorim SGPS, S.A.....	39
4.1.	Setor da cortiça	39
4.2.	Caraterização da empresa estudada	42
4.3.	Estratégia e Modelo de Gestão	43
4.3.1.	Missão, Visão e Valores.....	43
4.3.2.	Modelo de Governo	43
4.3.3.	Modelo de Negócio.....	44
4.3.4.	Estratégia Empresarial	45
5.	Estudo Empírico	47
5.1.	Metodologia da investigação.....	47
5.2.	Questões e hipóteses de estudo.....	48
5.3.	Demonstração dos cálculos dos indicadores escolhidos	49
5.3.1.	EVA	49
5.3.2.	CVA.....	52
5.3.3.	MVA	53
5.3.4.	CFROI.....	55
5.4.	Análise e interpretação dos resultados	59
6.	Conclusão	65

6.1. Principais conclusões da investigação	65
6.2. Limitações da investigação	67
6.3. Sugestões para futuras investigações	67
7. Referências Bibliográficas	68
APÊNDICES	72
APÊNDICE 1: DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DA POSIÇÃO FINANCEIRA	72
APÊNDICE 2: DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DE RESULTADOS POR NATUREZAS	74
APÊNDICE 3: DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DOS FLUXOS DE CAIXA ...	75
APÊNDICE 4: CÁLCULO DO BETA.....	77
APÊNDICE 5: FUNDO DE MANEIO NECESSÁRIO.	78

Índice de Tabelas

Tabela 4.1: Produção de cortiça por país.	39
Tabela 4.2: Exportações mundiais de cortiça 2020.	40
Tabela 4.3: Área de montado de sobre.	40
Tabela 4.4: Importações Mundiais de Cortiça 2020.	41
Tabela 5.1: Cálculo do NOPAT.	49
Tabela 5.2: Cálculo do Capital Investido.	49
Tabela 5.3: Modelo CAPM.	50
Tabela 5.4: Taxa de imposto efetiva.	51
Tabela 5.5: Cálculo do WACC.	51
Tabela 5.6: Cálculo do EVA.	51
Tabela 5.7: Depreciação Económica (N=20 e N=50).	52
Tabela 5.8: Cálculo do CVA.	53
Tabela 5.9: Cálculo do valor de mercado total.	54
Tabela 5.10: Cálculo do MVA.	54
Tabela 5.11: Vida útil estimada dos Ativos.	55
Tabela 5.12: <i>Gross Cash Flow</i>	56
Tabela 5.13: Capital Investido Ajustado.	56
Tabela 5.14: Função <i>time-value-money</i>	57
Tabela 5.15: Ativos não depreciáveis.	57
Tabela 5.16: Cálculo do CFROI.	58
Tabela 5.17: <i>Spread CFROI e CFROI ratio</i>	58

Índice de Quadros

Quadro 2.1: O modelo contabilístico e o modelo DCF.	15
---	----

Índice de Figuras

Figura 2.1: Construção de um ciclo sustentável de criação de valor.....	8
Figura 4.1: Modelo de Governo da Corticeira Amorim.	44
Figura 4.2: Modelo de Gestão da Corticeira Amorim.	45
Figura 5.1: Evolução do EVA.	52
Figura 5.2: Evolução do CVA.	53
Figura 5.3: Evolução do MVA.	55

Lista de Siglas

AE - Amortização económica

AEVA - *Adjusted Economic Value Added*

AM - Amortização Contabilística

APCOR - Associação Portuguesa de Cortiça

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CI - Capital Investido

CFROI - *Cash Flow Return on Investment*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

COE – Custo do Capital Próprio

CVA - *Cash Value Added*

DCF - *Discounted Cash Flow*

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EBV - *Economic Book Value*

EM - *Economic Margin*

EP – *Economic Profit*

EPS – *Earnings per Share*

EVA - *Economic Value Added*

GBV - Gestão Baseada no Valor

IDI – Investigação, Desenvolvimento e Inovação

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IPCG - Instituto Português de Corporate Governance

KPI - *Key Performance Indicator*

LIFO - *Last-In-First-Out*

MVA - *Market Value Added*

MCVA - *Market Cash Value Added (MCVA)*

NCR - *Net cash receipts*

NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes*

OCF - *Operating Cash Flow*

OCFD - *Operating Cash Flow Demand*

ODS - *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável*

PER – *Price Earnings Ratio*

PSI - *Portuguese Stock Index*

REVA - *Refined Economic Value Added*

RF – *Taxa de juro sem risco*

RM – *Valor esperado da rendibilidade do mercado*

ROA - *Return on Assets*

ROC - *Return on Capital*

ROE - *Return on Equity*

ROI - *Return on Investment*

RONA - *Return on Net Assets*

SVA - *Shareholder Value Added*

TBR - *Total Business Return*

TSR - *Total Shareholders Return*

TIR - *Taxa Interna de Rendibilidade*

VAB - *Valor Acrescentado Bruto*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

1. Introdução

O meio envolvente empresarial tem sofrido profundas mudanças devido a fenómenos como a crescente desregulamentação, a globalização da economia, a inovação tecnológica, a maior seletividade e maiores níveis de exigência. Neste contexto surge o conceito de gestão baseada no valor (GBV), que começou a ser apenas utilizado recentemente, com o propósito de gerir a empresa em direção ao objetivo de criar valor para o acionista e reorientar a gestão para a criação de valor.

O conceito de criação de valor para o acionista surge como uma variável crítica de sucesso empresarial e como objetivo principal da organização, entendido como uma consequência da satisfação de todos os *stakeholders*, tais como clientes, empregados, gestores, fornecedores, a comunidade local e a administração pública. No entanto, a criação de valor não parte apenas pela definição do objetivo da empresa, é necessário a implementação de uma estratégia que esteja definida em função dos seus fatores determinantes de valor.

Num sistema GBV as métricas de desempenho fornecem informações sobre o desempenho atual e futuro da empresa, ajudando no apoio à tomada de decisões estratégicas e operacionais com o intuito de melhorar e alinhar o comportamento da gestão com os objetivos dos acionistas. Neste sentido a avaliação da *performance* está centrada na capacidade de criação de valor das empresas para os acionistas.

As métricas tradicionais são orientadas para o lucro e deixaram de estar atualizadas face aos desafios atuais, sendo que as suas limitações são uma razão para o surgimento de conceitos como indicadores-chave baseados no valor, dos quais existe atualmente um conjunto amplo e que apresentam algumas semelhanças entre si. Neste sentido, as novas métricas GBV vieram substituir com sucesso as métricas tradicionais utilizadas na contabilidade para medir o desempenho.

1.1. Relevância do tema

De acordo com os dados do Anuário de Cortiça 2020 divulgados pela Associação Portuguesa de Cortiça (APCOR), Portugal é líder mundial na produção e exportação de cortiça, sendo o maior produtor com 46% da produção mundial e no que diz respeito à exportação detém uma cota de 62,1%, além de que o sobreiro no nosso país representa aproximadamente 34% da área mundial.

O setor da cortiça é importante não só em termos económicos e históricos, mas também em sustentabilidade ambiental com uma indústria consolidada alicerçada no crescimento da procura do seu principal mercado de destino, o vinho, bem como a diversidade de produtos e aplicações que vão desde a utilização industrial até a objetos decorativos.

Considerando as fortes capacidades de crescimento do setor da cortiça em Portugal, em atividade e valor, e face ao ambiente altamente dinâmico e competitivo que caracteriza o mundo empresarial na atualidade, torna-se cada vez mais importante que as empresas deste setor tenham em conta a avaliação da sua *performance*, aliando a possibilidade de geração de riqueza aos investidores e demais interesses dos seus *stakeholders*.

Sendo assim a relevância deste trabalho torna-se evidente, ao procurar comprovar se as práticas de GBV utilizadas pela empresa que é objeto deste estudo, podem contribuir para que as empresas possam explorar com êxito as potencialidades dos modelos de gestão baseados especificamente na criação de valor, melhorando a sua *performance* global, criando vantagens competitivas de longo prazo e obter informação importante para o investidor no sentido de melhor comparar a atratividade de possíveis investimentos.

A GBV foca-se no porquê e em como mudar a sua cultura, e com base nas novas métricas de avaliação da *performance*, aborda o conceito de criação ou destruição de valor que se tem tornado o objetivo principal das empresas que procuram maximizar o lucro. É um sistema que fornece informações para garantir, gerir, medir e monitorizar e para que seja obtida a maximização da criação de valor, permitindo ainda alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas, melhorar a comunicação interna e a alocação de recursos, definir prioridades e uma melhor tomada de decisão. Neste sentido e tendo em conta que começam a existir empresas a valorizar o seu desempenho através da avaliação de alguns indicadores recentes que analisam a criação de valor, no entanto ainda com poucos estudos nesta matéria, este estudo pretende ser um contributo para os resultados conhecidos na literatura sobre a utilização das métricas de avaliação da *performance*, através da análise de uma empresa no setor da cortiça.

1.2. Objeto da Investigação

O objeto de estudo incide sobre a empresa Corticeira Amorim SGPS, S.A., através da avaliação da criação de valor, com um horizonte temporal de cinco anos, de 2017 a 2021, de modo a obter informação importante para o investidor no sentido de melhor comparar a

atratividade de possíveis investimentos. A Corticeira Amorim SGPS, S.A., cotada no índice do PSI-20 português, é líder mundial no setor da cortiça bem como é a empresa portuguesa mais internacional pelo seu nível de exportação.

1.3. Objetivo da Investigação

A criação de valor para acionistas, *stakeholders*, clientes, colaboradores, gestores, fornecedores, comunidade local e administração pública com a *performance* da empresa tornou-se o objetivo principal das empresas, face à abertura de mercado, à globalização, ao mercado competitivo e ao desenvolvimento profissional. Além disso, a criação e valor é uma medida mais completa e apresenta uma visão de longo prazo associada à continuidade da empresa. As métricas tradicionais deixaram de estar atualizadas face aos desafios atuais, e devido às suas limitações surgiram novas métricas baseadas no conceito de GBV, que permitem melhorar a avaliação de desempenho da empresa e conseqüentemente uma melhor gestão da mesma.

O objetivo geral desta investigação é analisar a criação de valor através da avaliação de alguns indicadores como medidas de desempenho associadas à criação de valor, de acordo com a empresa e o horizonte temporal estudado. Nesse sentido, pretende-se realizar um estudo empírico com as métricas EVA, MVA, CVA e CFROI, pela relevância que estas apresentam, de modo a compreender a sua relação com a empresa e a sua capacidade de avaliação de desempenho. E obter informação importante para o investidor no sentido de melhor comparar a atratividade de possíveis investimentos.

Como objetivos específicos, à semelhança de outros estudos, pretende-se perceber melhor qual a relação destes indicadores com a empresa, analisar se houve criação ou destruição de valor e comparar a análise dos resultados obtidos, bem como da *performance* da empresa, com as hipóteses de estudo colocadas.

Além disso, a criação de valor não parte apenas pela definição dos objetivos da empresa, é necessário a implementação de uma estratégia que esteja definida em função dos seus fatores determinantes de valor, de modo a demonstrar que se as métricas estiverem alinhadas com a estratégia da empresa, o sucesso será maior.

1.4. Estrutura da Investigação

A investigação presente nesta dissertação de mestrado divide-se em seis capítulos. No primeiro capítulo é elaborada a introdução, bem como a relevância do tema escolhido e os objetivos.

No segundo capítulo é efetuada a revisão de literatura com uma pesquisa bibliográfica aprofundada e análise de alguns conceitos teóricos e de estudos científicos que suportam o tema em estudo, nomeadamente a GBV, a gestão e a criação de valor.

No terceiro capítulo são analisados os indicadores de criação de valor escolhidos para esta investigação, tal como o EVA, o MVA, o CVA e o CFROI, apresentando as suas principais características, vantagens e desvantagens.

No quarto capítulo é recolhida informação acerca do setor da cortiça e da empresa escolhida como objeto deste estudo, bem como da sua estratégia e modelo de negócio.

O quinto capítulo é dedicado ao estudo empírico, onde é apresentada a metodologia de investigação, os cálculos relativamente aos indicadores escolhidos, as hipóteses de estudo e por fim, é feita a análise dos dados recolhidos.

Para terminar, no sexto capítulo, apresentam-se as principais conclusões dos dados obtidos, bem como as limitações e sugestões para futuras investigações.

2. Enquadramento teórico

Este capítulo apresenta a revisão de literatura e procura proporcionar conhecimentos sobre o tema da investigação, abordando conceitos como a gestão baseada no valor, criação de valor, *value drivers*, avaliação da *performance*, modelo contabilístico e modelo *discounted cash-flow* (DCF).

2.1. Gestão baseada no Valor (GBV)

“The principle that the fundamental objective of the business corporation is to increase the value of its shareholders’ investment is widely accepted.” (Rappaport, 1986, p. 1).

O meio envolvente empresarial tem sofrido profundas mudanças provocadas por fenómenos como a crescente desregulamentação e globalização da economia, a inovação tecnológica, a maior seletividade e maiores níveis de exigência, resultando em níveis de incerteza e de risco mais elevados (Pereira, 2014), conduzindo a que as empresas se reorganizassem a nível do ambiente empresarial.

O conceito de GBV começou a ser utilizado desde a década de 90 onde muitas empresas se voltaram para esta metodologia de gestão com o propósito de gerir a empresa em direção ao objetivo principal de criar valor para o acionista (Mella e Pellicelli, 2008). Nas últimas duas décadas do século XX testemunharam-se mudanças dramáticas na forma como era feita a gestão das empresas e a fonte dessa mudança foi o ressurgimento do poder do acionista e a consequente reorientação da gestão para a criação de valor (Martin e Petty, 2000).

O conceito de valor residual surge no fim do século XIX, com Alfred Marshal, um dos fundadores da economia neoclássica, sendo visto como um resultado residual acumulado pelo proprietário da empresa, um retorno do investimento do seu capital e as dificuldades que detém do seu poder empresarial de planeamento, supervisão e controlo (Whitaker, 1988). Durante muitos anos, o valor residual foi utilizado pelas empresas para descrever a criação de valor face às expectativas de retorno dos investidores, no entanto é na década de 90 que este conceito volta a ganhar importância pela empresa Stern Stewart & Co, na introdução do indicador EVA.

A ideia de valor para o acionista popularizada por Alfred Rappaport, no seu livro em 1986, foi correntemente aceite pelas empresas que procuram atender às necessidades dos acionistas, tornando a priorizar a criação de valor para os mesmos (Holler, 2009).

Segundo Arnold e Davies (2000), a GBV é uma abordagem de gestão na qual o objetivo principal é a maximização do valor do acionista a longo prazo. O objetivo de uma empresa, os seus sistemas, as estratégias, os processos, as técnicas analíticas, as medidas de desempenho e a cultura têm como objetivo orientar a maximização do valor do acionista.

Para Copeland, Koller e Murrin (2000) a GBV é muito diferente dos métodos de gestão usados na década de 60. Os gestores são incentivados a usar métricas de desempenho baseadas no valor de forma a tomarem melhores decisões, através da gestão do balanço, da demonstração de resultados e do equilíbrio das perspectivas a curto e longo prazo.

A pressão do mercado provocou uma mudança na gestão das empresas. Além disso, Neto (2014) refere que a maximização de valor por parte dos acionistas como objetivo principal das empresas surgiu através de vários fatores como a abertura de mercado, a globalização, o mercado competitivo e o desenvolvimento profissional.

Para continuar a agregar valor, as empresas devem estar constantemente a monitorizar o mercado, estar atentas a alterações e aproveitar as mudanças da procura e do comportamento dos consumidores.

A GBV tem vindo a ganhar importância no meio empresarial e académico, considerando a maximização da criação de valor como um dos principais objetivos das empresas, que avaliavam a sua *performance* empresarial através de indicadores tradicionais, que são baseados em informação meramente contabilística, numa gestão a curto prazo, não refletem o risco financeiro e não garantem a criação de valor a longo prazo para os acionistas e por isso são incapazes de captar corretamente o desempenho económico da empresa, no entanto, apesar de serem dos indicadores mais utilizados por parte das empresas, apresentam também algumas distorções que podem afetar a criação de valor (Neto, 2014).

O surgimento do conceito de criação de valor levou à adoção de sistemas de GBV e a novas métricas de avaliação que permitem a obtenção de novos e mais adequados dados para a tomada de decisões estratégicas e operacionais focadas nos fatores determinantes do valor da empresa, denominados de *value drivers*, que permitem o estudo de toda a cadeia de resultados, que acrescentam valor para a empresa, bem como as áreas responsáveis pelas várias decisões e identificam pontos fortes e fracos. Apresentam também uma visão a longo prazo que está relacionada com a continuidade e a capacidade competitiva da empresa (Neto, 2014).

Quando a GBV tem um bom funcionamento na empresa, orienta as decisões da mesma acerca da criação de valor, através de indicadores e de fatores determinantes de valor, detendo uma estrutura genérica que funciona em todas as empresas e uma abordagem específica que é individual para cada uma, ou seja, os fatores determinantes de valor, fornecem uma melhor tomada de decisão em todos os níveis com as informações e incentivos corretos para a melhor decisão da criação de valor (Koller, 1994).

Toda a estrutura da empresa é direcionada para o mesmo objetivo, através da integração dos colaboradores de todos os níveis hierárquicos e funções organizacionais da empresa, uma vez que o valor para o acionista é criado ou destruído em toda a organização. Assim sendo, a adoção da GBV requer foco na criação de valor em todos os níveis (Holler, 2009; Neto, 2014).

As empresas procedem à implementação de sistemas de GBV, e estes sistemas têm como objetivo alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas, para que as decisões não sejam tomadas apenas em prol do interesse do gestor, mas também do interesse dos acionistas, tal como é referido na teoria da agência que procura eliminar estes conflitos (Pereira, 2014). A teoria da agência foi proposta por Berle e Means em 1932 e mais tarde aprofundada por Jensen e Meckling em 1976, e procura compreender os problemas fundamentais que surgem quando a relação entre o gestor e os acionistas não está em sintonia, nomeadamente em relação ao risco, objetivos e funções distintas na empresa (Campos e Costa, 2018).

A GBV procura aumentar o valor do capital próprio (Rapaport, 1986), considerando que o objetivo principal da empresa é gerar lucros que excedam o custo de capital, baseando-se na ideia de que o acionista deve beneficiar de um retorno adequado ao seu capital em troca da sua exposição ao risco financeiro (Faupe, 2015).

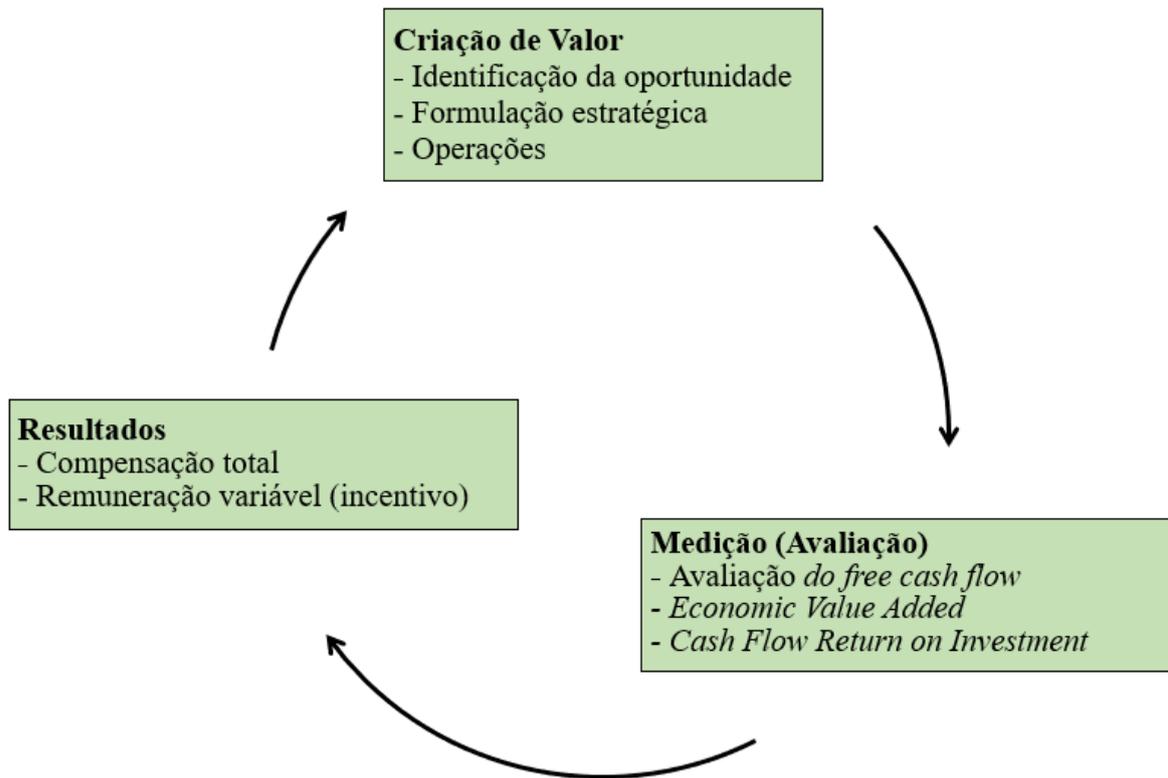


Figura 2.1: Construção de um ciclo sustentável de criação de valor.

Fonte: Adaptado de Martin e Petty (2000).

Martin e Petty (2000) referem os principais elementos de um sistema GBV projetado para construir um ciclo sustentável de criação de valor, que é realizado ao longo do tempo como resultado de um ciclo contínuo de decisões estratégicas e operacionais, conforme se pode observar na Figura 2.1. O ponto de partida sobre o qual se baseiam os sistemas GBV é que para sustentar o processo de criação de valor, o desempenho da gestão deve ser realizado através de um conjunto de métricas que podem ser ligadas diretamente à criação de valor. Deste modo, a GBV é mais do que um sistema de medição de desempenho que para ser bem-sucedido é necessário vincular o desempenho à remuneração e medir e recompensar as atividades que criam valor para o acionista.

2.2. Criação de Valor

O conceito de criação de valor para o acionista surge como uma variável crítica do sucesso empresarial e como objetivo principal da organização, entendido como uma consequência da satisfação de todos os *stakeholders*, tais como clientes, empregados, gestores, fornecedores, a comunidade local e a administração pública (Carvalho, 2008).

Segundo Rodrigues, Morais e Cunha (2016, p.39), o «processo de criação de valor é o processo de aumento, diminuição e transformação dos elementos definidos como capitais de acordo com a visão, missão, valores e capitais da organização».

Para Copeland *et al.* (2000) o foco na criação de valor para o acionista beneficia não só os acionistas, mas também a economia e os outros *stakeholders*.

Young e O'Byrne (2001) defendem que existe a ideia de que a criação de valor para os acionistas deve ser a principal prioridade na gestão da empresa, sendo muitas vezes criticada por ignorar funcionários, fornecedores, clientes, meio ambiente e a comunidade local. No entanto, se a empresa detiver uma boa reputação na qualidade de produtos e serviços, na capacidade de atrair, desenvolver e reter clientes e responsabilidade estas tendem a superar as médias do mercado, mostrando que criam valor para os acionistas.

A criação de valor não parte apenas pela definição do objetivo principal da empresa, é necessário a implementação de uma estratégia que esteja definida em função dos seus fatores determinantes de valor. Face às mudanças que estão sempre a surgir no ambiente empresarial, as empresas têm de estar atentas ao meio envolvente, aos concorrentes e ao posicionamento estratégico da empresa (Carvalho, 2008). Segundo Rappaport (2007), a análise estratégica da empresa é dividida entre a formulação da estratégia e a avaliação da estratégia. A formulação passa pela análise da atração do setor e da posição da empresa, e a avaliação da estratégia determina o valor acrescentado para o acionista. Para que a estratégia tenha sucesso e seja bem-sucedida é necessária uma análise completa tanto para a formulação como para a avaliação das estratégias.

Segundo Rappaport (1998), a abordagem de valor para o acionista estima o valor económico de um investimento descontando os *cash flows* previstos pelo custo de capital. Para Pike e Neale (1999), o valor da empresa depende dos *cash flows* gerados pelas suas operações, nomeadamente, o seu tamanho, tempo e risco e o custo de capital da empresa.

Para Damodaran (2004, p. 643), «[o] valor de uma empresa é o valor presente dos fluxos de caixa esperados tanto dos ativos já instalados quanto do crescimento futuro, descontados ao custo de capital. Para uma medida criar valor, ela deve ter um ou mais dos seguintes resultados:

- Aumentar os fluxos de caixa gerados pelos investimentos atuais.
- Aumentar a taxa de crescimento esperada nos lucros.

- Aumentar a duração do período de alto crescimento.
- Reduzir o custo de capital que é aplicado para descontar os fluxos de caixa.»

Quando os objetivos e as estratégias financeiras numa empresa estão bem definidos, a procura por novas oportunidades de investimento e de financiamento para a empresa é mais focada e económica (Pike e Neale, 1999). Segundo Neto (2014, p. 173),

[a] riqueza económica é gerada sempre que o retorno de um investimento for capaz de produzir um retorno maior que a remuneração mínima exigida (custo de oportunidade) calculada para o investimento, agregando valor (riqueza económica) ao negócio; se a taxa de retorno apurada for igual ao custo de oportunidade, o capital investido é remunerado de acordo com as expectativas mínimas de ganhos definidas pelos investidores, não ocorrendo criação de valor económico; quando inferior, o investidor destruiu riqueza económica, valendo seu investimento menos que o capital que foi investido nele, deixando a decisão de investimento de ser atraente.

A gestão orientada para o valor procura quantificar o valor da empresa, bem como avaliar o desempenho corporativo através da utilização de indicadores de valor (Berzakova, Bartosova e Kicova, 2015).

As empresas devem considerar os indicadores de criação de valor e o sistema de avaliação de desempenho, com o propósito de facilitar a sua gestão na identificação e desenvolvimento de estratégias (Carvalho, 2008). Ou seja, a criação de valor, através da identificação de *value drivers*, permite a definição de estratégias orientadas para as variáveis com maior impacto na criação de valor (Galvão, 2017).

No entanto, nem todas as decisões levam ao aumento da criação de valor da empresa, as estratégias devem produzir um retorno suficiente para remunerar o custo de oportunidade de capital. A distribuição de dividendos com base no lucro contabilístico cria a falsa impressão de que a empresa tem um melhor desempenho, contudo pode ser vantajosa para a empresa quando não existem oportunidades de investimento de lucro a uma taxa de retorno, pelo menos, igual à dos acionistas em alturas diferentes (Neto, 2014).

A criação de valor para o acionista da empresa é igual ao retorno total das ações, ou seja, dividendos e valorização do preço das ações, ajustados por mudanças na estrutura de capital e a emissão de ações. Para gerir a criação de valor para o acionista, o conceito de GBV utiliza *value drivers* que vinculam o objetivo estratégico corporativo da maximização do valor para o acionista a qualquer decisão de gestão (Holler, 2009).

De acordo com Neto (2014), a criação de valor ocorre com a adoção de estratégias financeiras eficientes e capacidades diferenciadoras. As capacidades diferenciadoras são vistas como as estratégias adotadas pelas empresas que permite atuarem de forma diferenciada em relação aos seus concorrentes, assumindo uma vantagem competitiva e de maior criação de valor. O objetivo de uma capacidade diferenciadora é permitir que a empresa tenha um retorno esperado superior ao custo de oportunidade do capital investido. O desempenho da empresa no passado não garante que a empresa terá sucesso no futuro, no entanto a contínua adoção de estratégias diferenciadoras e adaptadas aos objetivos atuais permite à empresa ter uma vantagem competitiva e ter sucesso (Neto, 2014).

2.3. Fatores determinantes de valor (*Value Drivers*)

Os indicadores de desempenho, também denominados de *key performance indicator* (KPI) servem para medir o desempenho da empresa e avaliar se os objetivos estão a ser atingidos. Segundo Carvalho (2008, p. 51), a principal função destes indicadores é «ajudar a gestão a identificar sucessos e fracassos, desenvolver ações corretivas de forma a fortalecer o sucesso da empresa». A GBV utiliza os *value drivers* que vinculam o objetivo estratégico de maximização da criação de valor para o acionista (Holler, 2009).

Segundo Caldeira (2005, citado por Carvalho, 2008, p. 51-52)¹, os *value drivers* são definidos como «fatores mensuráveis, financeiros e não financeiros que influenciam a criação de valor», variam ao longo do tempo, devem ser identificados e hierarquizados e são diferentes para cada empresa. Estes permitem prever e avaliar os resultados das estratégias e assim fornecer uma vantagem competitiva para a empresa.

Os *value drivers* podem ser financeiros e não financeiros: os financeiros são de caráter histórico e avaliam o desempenho depois de ter ocorrido; os não financeiros têm a capacidade de prever e indicar o valor que está a ser criado ou destruído antes de ter ocorrido (Rodrigues *et al.*, 2016).

Os *value drivers* exigem muitas vezes o uso de indicadores de natureza não financeira, que são estabelecidos através das capacidades diferenciadoras e que devem ser complementados com os indicadores financeiros. Estes indicadores exigem uma maior complexidade tecnológica por parte da empresa e procuram demonstrar a sua eficiência (Neto, 2014).

¹ Tradução de Caldeira (2005) para a expressão *value drivers* de Rappaport (1986, 1998).

As empresas devem-se preocupar tanto com a forma como o negócio atinge os seus resultados financeiros, quanto com o cumprimento dos seus objetivos financeiros. Os *value drivers* são medidas financeiras de médio a longo prazo, que através da sua monitorização permitem evitar o sacrifício de valor a longo prazo causado por resultados financeiros de curto prazo e assim identificar as oportunidades de valor nas respetivas áreas (Copeland *et al.*, 2000).

Depois de determinados os *value drivers*, as empresas têm uma maior capacidade de compreensão de como o valor é criado e como é que este pode ser maximizado, possibilitando priorizar esses fatores e determinar onde é que os recursos devem ser aplicados (Copeland *et al.*, 2000). Segundo os mesmos autores, a avaliação de desempenho das empresas é um ponto crucial pois é aqui que as métricas de valor, os *value drivers* e os objetivos se devem traduzir em ações e em tomadas de decisão.

2.4. Avaliação da *performance* empresarial

Segundo Teixeira (2016, p. 2), «quer a avaliação de desempenho financeiro, quer a avaliação do valor criado, assumem importância decisiva na gestão das organizações, tendo em vista o seu desenvolvimento e sustentabilidade».

De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2010), a gestão de desempenho da empresa é o fator mais importante para a criação de valor. Para Drucker (2008), o desempenho é a capacidade consistente da empresa em produzir resultados durante períodos prolongados em diversas tarefas.

A avaliação da *performance* da empresa está atualmente centrada na capacidade de criação de valor das empresas para os acionistas. A utilização de indicadores financeiros e não financeiros permitem analisar áreas que são importantes para o êxito das empresas, sendo que a análise de desempenho pode ser um fator determinante na medida em que permite monitorizar e acompanhar os mercados que estão em constante mudança (Martins e Teixeira, 2015). O sucesso da empresa é medido em função da capacidade de criar valor num determinado horizonte temporal.

O principal de um sistema GBV são as métricas de desempenho, que quantificam a criação de valor da empresa. Estas métricas funcionam como apoio à tomada de decisões estratégicas e operacionais com o intuito de melhorar e alinhar o comportamento da gestão com os objetivos dos acionistas. De destacar que a adoção de um indicador de desempenho eficaz

pode ter um impacto significativo na tomada de decisão e no valor para o acionista. É também importante que as medidas de desempenho de curto prazo sejam consistentes com as medidas já estabelecidas no processo de planeamento da maximização da criação de valor a longo prazo (Holler, 2009).

As métricas de desempenho fornecem informações sobre o desempenho atual e futuro da empresa, no entanto para isso necessitam dos mecanismos certos e sem os quais o sistema de medição de desempenho é inútil (Koller *et al.*, 2010). Além disso, o resultado de um planeamento estratégico bem-sucedido representa a capacidade de assumir um risco maior com o objetivo de melhorar o desempenho empresarial (Drucker, 2008).

O desempenho histórico representa um ponto de partida no desenvolvimento de previsões, estas são feitas para cada *value driver* e depois comparadas ao desempenho mais recente da empresa (Holler, 2009). O histórico apresentado nas demonstrações financeiras contém um conjunto de informações que podem ser utilizadas no processo de avaliação da empresa, permitindo prever os *free cash flow* e o desempenho financeiro futuro (Titman e Martin, 2016).

Na década de 80, a avaliação dos sistemas de desempenho resultava em consequências de curto prazo e com impacto negativo na empresa. No início dos anos 90 surgiram medidas, como o *balanced scorecard*, que vinham mostrar outras formas de abordar os problemas já identificados. Mais recentemente, começaram a surgir análises empíricas e teóricas que propunham melhorar o sistema de avaliação de desempenho (Neely, 2005).

Os sistemas de gestão de desempenho permitem que a empresa veja claramente qual é o impacto das decisões efetuadas na criação de valor e incluem planos estratégicos de longo prazo, orçamentos de curto prazo, sistemas de orçamento do capital, relatórios e análises de desempenho e estruturas de remuneração, e para que haja uma criação de valor bem-sucedida é necessário que todos estes componentes estejam alinhados (Koller *et al.*, 2010).

Os autores Koller *et al.* (2010) abordam a gestão de desempenho através de duas perspetivas: analítica, que refere a importância da empresa se focar primeiro no uso dos indicadores corretos, com o sentido de entender a sua capacidade de criar valor a longo prazo; e organizacional, referindo-se aos processos necessários para apoiar uma gestão eficaz do desempenho.

De acordo com Brealey, Myers e Allen (2013, p. 673), «[o]s gestores utilizam demonstrativos financeiros para monitorar o desempenho das suas próprias empresas, para

os ajudarem a compreender as políticas de um concorrente ou verificar a saúde financeira dos clientes».

A importância do planeamento da empresa a longo prazo vem permitir aos gestores determinar objetivos mais adequados e uma análise mais detalhada do desempenho da empresa, prevenindo a mesma de imprevistos que possam surgir (Brealey *et al.*, 2013).

2.5. Modelo Contabilístico versus Modelo *Discounted Cash Flow* (DCF)

Segundo Martin e Petty (2000) existem dois modelos competitivos que têm sido usados para medir a criação de valor para o acionista: o modelo contabilístico e o modelo de *cash flows* descontados.

O modelo contabilístico relaciona os preços das ações no mercado com a capitalização dos *earnings per share* (EPS), resultando no múltiplo *price/ earnings ratio* (P/E) (Martin e Petty, 2000).

De acordo com Martin *et al.* (2009), o modelo DCF inclui as expectativas dos investidores de *cash flows* futuros, bem como o custo de oportunidade dos recursos ao determinar o valor do património da empresa. Consoante Holler (2009) este modelo é baseado nos *free cash flows* que representam o valor gerado através das operações e investimentos da empresa. Neste sentido, é assente nas expectativas e não nos resultados contabilísticos.

Segundo Holler (2009) o modelo DCF determina o valor de mercado da empresa e, por conseguinte, o valor para o acionista. A abordagem DCF é assente no conceito simples de que um investimento agrega valor se gerar um retorno sobre o investimento acima do retorno que pode ser obtido em investimentos de risco semelhante, ou seja, para um determinado nível de lucro, uma empresa com um maior retorno sobre o investimento irá investir menos capital no negócio e, por sua vez, gerará maiores *cash flows* e maior valor (Copeland *et al.*, 2000).

O modelo DCF envolve um processo de três etapas: primeiro, a previsão do valor e do momento do recebimento/pagamento antecipado dos *cash flows* futuros; segundo, a determinação da taxa de desconto para os *cash flows* futuros; e por fim, o processo de descontar os *cash flows* futuros de volta ao presente (Titman e Martin, 2016).

O Quadro 2.1. identifica os elementos essenciais de ambos os modelos sobre a criação de valor.

Quadro 2.1: O modelo contabilístico e o modelo DCF.

	Modelo Contabilístico	Modelo DCF
Valor das ações	$\text{Price / earnings ratio}$ * $\text{Earnings per share}$	Valor atual dos <i>cash flows</i> futuros
Value Drivers	Os determinantes dos resultados e o <i>Price / earnings ratio</i>	Os determinantes dos <i>cash flows</i> futuros e o custo de oportunidade do capital

Fonte: Adaptado de Martin e Petty (2000).

De acordo com Martin e Petty (2000), as métricas contabilísticas apresentam algumas limitações, nomeadamente: o lucro contabilístico é diferente dos *cash flows*; os resultados contabilísticos não refletem o risco; os resultados contabilísticos não incluem custo de oportunidade do capital próprio; as práticas contabilísticas variam de empresa para empresa; e os resultados contabilísticos não consideram o valor do dinheiro no tempo.

As métricas contabilísticas ganharam importância após a Segunda Guerra Mundial na gestão de empresas com múltiplos produtos (Holler, 2009). Nas décadas de 80 e 90, surgiu um grande interesse nas métricas baseadas no valor por parte dos acionistas, com o objetivo de evitar o problema da agência. Para muitas empresas, as novas métricas da GBV vieram substituir e com sucesso as métricas tradicionais utilizadas na contabilidade para medir o desempenho (Martin *et al.*, 2009).

O valor de mercado de uma empresa é determinado através de *cash flows* e não através de lucros, e também pelo tempo e risco dos *cash flows* esperados. Os *cash flows* apenas funcionam como criação de valor quando são considerados ao longo da vida da empresa, ou seja, a longo prazo (Holler, 2009).

As empresas têm por hábito utilizar o lucro como o principal *value driver* para avaliar o desempenho do capital existente, no entanto, o facto de maximizar o lucro e o seu crescimento não significa que maximiza também o valor das ações, sendo que o valor das ações representa, não só o valor atual, mas todos os fluxos financeiros futuros. Os modelos GBV procuram resolver este problema através do uso de indicadores de desempenho baseadas nos *cash flows* futuros descontados (Martin e Petty, 2000).

Embora as métricas tradicionais sejam comuns na avaliação do desempenho financeiro, do ponto de vista do valor estas são insuficientes e não refletem a criação de valor para os acionistas (Holler, 2009).

As métricas tradicionais são orientadas para o lucro e deixaram de estar atualizadas face aos desafios atuais, sendo que as suas limitações neste contexto têm sido objeto de críticas há algum tempo. Estas limitações são uma razão para o surgimento de conceitos como indicadores-chave baseados no valor, dos quais existe atualmente um conjunto amplo e apresentam algumas semelhanças entre si. Dada a variedade de diferentes conceitos de indicadores baseados no valor que surgiram, estes provocaram alguma confusão na sua interpretação (Faupel, 2015).

Como indicadores tradicionais as empresas têm à sua disposição, para avaliação do seu desempenho, o EPS, indicador utilizado na análise do lucro para medir a rentabilidade por ação num determinado período, o *Price Earnings Ratio* (PER), método mais utilizado para determinar se as ações estão a ser avaliadas corretamente, o *Return on Investment* (ROI), uma taxa de rentabilidade do investimento e utilizada como medida de desempenho para avaliar a eficiência e medir a capacidade de retorno de um ou mais investimentos e o *Return on Equity* (ROE), indicador que se refere à capacidade da empresa de agregar valor através da utilização dos seus próprios recursos. Além disso, para o cálculo do ROI existem outras formas, tal como o *Return on Assets* (ROA) que fornece informação sobre se a empresa é rentável face aos seus ativos, o *Return on Net Assets* (RONA), medida de desempenho que mostra se a empresa está a implementar corretamente os ativos de forma a gerar maior valor e o *Return on Capital* (ROC), medida que avalia o lucro e o potencial da criação de valor da empresa em relação ao capital investido pelos acionistas.

Existem atualmente um conjunto de novas medidas de avaliação de desempenho baseadas no valor, tal como: o *Total Shareholders Return* (TSR), medida de desempenho financeiro que indica o valor total que um investidor obtém de um investimento; o *Total Business Return* (TBR), a taxa real de retorno de um ou mais investimentos num determinado período de avaliação; o *Shareholder Value Added* (SVA), medida de resultados operacionais que a empresa produziu além dos seus custos de financiamento ou custo de capital; o EVA, o MVA, o *Adjusted Economic Value Added* (AEVA), a diferença entre o valor criado e valor evidenciado pelo EVA num contexto de inflação; o *Refined Economic Value Added* (REVA), é um indicador complementar a EVA, no entanto mais adequado para a avaliação de desempenho e para a realização de sistemas de incentivos para os níveis superiores das

organizações; o CVA, o *Market Cash Value Added* (MCVA), incorpora o valor atual dos CVA's futuros e está para o CVA da mesma forma que o MVA está para o EVA; o CFROI, o *Spread CFROI*, o *CFROI ratio* e o *Economic Margin* (EM), avalia a *performance* da empresa e o valor criado ou destruído numa perspetiva económica.

Os indicadores baseados no valor, dada a informação que é possível obter com estes, permitem melhorar a ligação entre a remuneração dos gestores e os benefícios obtidos pelos acionistas. Assim sendo, alguns indicadores foram caracterizados apenas sucintamente pelo facto de serem indicadores da GBV e não serão abordados de forma exaustiva dado que de seguida serão caracterizados de forma mais completa os indicadores que são objeto de estudo desta investigação, nomeadamente o EVA, o MVA, o CVA e o CFROI.

3. Indicadores de desempenho baseados no valor

Neste capítulo abordam-se os indicadores baseados no valor, nomeadamente o EVA, o MVA, o CVA e o CFROI que são objeto de estudo desta investigação. Aborda também a forma como se calcula o custo do capital, sendo que é uma variável essencial para avaliar o desempenho da empresa.

3.1. Economic Value Added (EVA)

Na década de 80 as empresas começaram a adotar medidas alternativas de desempenho para lidar com as distorções associadas à tendência do acréscimo de EPS (Koller *et al.*, 2010). Surge então na década de 90 a adoção pelo EVA (Young e O'Byrne, 2001).

O EVA foi desenvolvido pela *Stern Stewart & Co.* e é uma medida de avaliação da *performance* que mede a criação ou destruição de valor a cada ano e permite conhecer o verdadeiro valor da empresa (Holler, 2009). É a medida mais divulgada e utilizada pelas empresas na avaliação do valor económico e para muitos autores não é mais do que a redenominação do resultado residual. Este conceito tornou-se amplamente aceite tanto na teoria da gestão tanto quanto na sua prática (Faupel, 2015).

Segundo Stewart (1991, citado por Carvalho, 2008)², o EVA é a melhor métrica de acordo com a teoria do valor, para a avaliação de desempenho dos gestores e para a fixação dos sistemas de compensação.

De acordo com Young e O'Byrne (2001), o EVA é semelhante às medidas contabilísticas tradicionais de lucro, mas com uma diferença importante, o EVA considera o custo total do capital. No entanto, o resultado líquido apresentado nas demonstrações financeiras considera apenas o tipo de custo de capital mais visível, ou seja, os juros, ignorando o custo do capital próprio.

O que distingue o EVA das métricas tradicionais é o facto de este poder ser utilizado tanto para o passado como para o futuro, pois permite um ajuste e conversão mais detalhado e completo dos dados contabilísticos (Petravičius e Tamošiūniene, 2008).

Este indicador baseia-se na ideia do retorno sobre os investimentos, ou seja, as receitas devem ser capazes de cobrir não só os custos operacionais, mas também os custos de capital.

² Stewart, G. B. (1991) *The Quest for Value: a Guide for Senior Managers*. New York: HarperCollins.

Além disso, sem a perspectiva dos resultados económicos não pode haver criação de valor para os acionistas (Young e O’Byrne, 2001). De acordo com o EVA, uma empresa pode aumentar a criação de valor através do aumento da taxa de retorno obtida sobre o capital investido, do investimento adicional de capital em projetos que fornecem maior retorno do que custo de oportunidade do novo capital e da liquidação do capital em operações que não obtêm retornos compensatórios para a empresa (Martin *et al.*, 2009; Martin e Petty, 2000).

A criação de valor depende da capacidade da empresa de gerar *cash flows* positivos. O EVA é mais do que um sistema de medição de desempenho, é um instrumento utilizado para mudar o comportamento da gestão, no entanto, a implementação de princípios baseados no valor requerem a aceitação e compreensão por todos os membros da empresa (Young e O’Byrne, 2001).

Este indicador não contribui apenas para a medição do comportamento de criação de valor no início do processo de alocação de capital, mas promove também a criação de valor nas fases de implementação e de acompanhamento (Young e O’Byrne, 2001). Permite ainda medir a produtividade de todos os fatores de produção e identificar quais produtos, serviços, operações ou atividades apresentam produtividade e agregam valor (Drucker, 2008).

Existem diversas razões pelo qual as empresas adotam um sistema de gestão baseado no EVA, principalmente o facto de ser uma métrica que cria consciência para o custo de capital próprio, realinhando as funções corporativas e conduzindo a uma cultura baseada no valor (Holler, 2009). Afirmar que o EVA é apenas um número é errado, se este for usado como uma medida financeira poucos dos benefícios do indicador são utilizados. Assim, o objetivo é utilizar o EVA como uma ferramenta essencial na utilização de capital e de incentivos, em vez de apenas uma ferramenta de análise financeira (Martin e Petty, 2000).

Para muitos autores, o EVA é apenas uma medida nova e aprimorada do *Economic Profit* (EP). Os proponentes do EVA efetuam ajustes adicionais nas demonstrações financeiras com o objetivo de refletir melhor os dados económicos (Martin *et al.*, 2009; Martin e Petty, 2000).

O EVA pode ser calculado através de duas formas:

$$EVA = NOPAT - (WACC * CI) \quad (3.1)$$

Em que:

NOPAT- *Net Operating Profit After Taxes* (resultado operacional líquido após impostos)

WACC- *Weighted Average Cost of Capital* (custo médio ponderado do capital)

CI- Capital Investido

Ou pondo em evidência o chamado EVA *spread* (diferencial entre a taxa de retorno do investimento e a taxa de custo de capital).

$$EVA = (ROI - WACC) * CI \quad (3.2)$$

Em que:

ROI- *Return on Investment*

WACC- *Weighted Average Cost of Capital* (custo médio ponderado do capital)

CI- Capital Investido

O EVA depende de três elementos, o NOPAT, o CI e o WACC. O NOPAT representa os resultados derivados das operações da empresa após impostos, antes dos custos de financiamento e dos lançamentos não contabilísticos. O CI inclui os ativos operacionais e os ajustes equivalentes. O WACC representa o retorno mínimo aceitável do investimento, ou seja, uma taxa que é estimada com base no custo de mercado da dívida e do património. A estimativa do WACC é baseada no custo de mercado da dívida após impostos, ou seja, o custo de oportunidade de capital próprio (Holler, 2009).

3.1.1. Vantagens do EVA

Face às métricas contabilísticas de desempenho, o EVA, o EP e outros indicadores do resultado residual mostram ser mais eficazes na medição do lucro e respetivo crescimento. Quando uma empresa não consegue obter um EVA positivo, significa que os ativos dessa empresa não estão corretamente alocados e não estão a criar valor (Brealey *et al.*, 2013).

A abordagem do EVA tem uma característica distintiva pois permite a inclusão de preços de mercado de capital através do MVA que serve para fornecer uma comparação baseada na avaliação de mercado. Além disso, também difere do CFROI ao permitir um ajuste e uma conversão mais detalhada e completa dos dados contabilísticos (Petravičius e Tamošiūniene, 2008).

Uma das qualidades deste indicador é que é simples e de fácil entendimento para todos o poderem aplicar (Stern, Shiely e Ross, 2001). Além disso, o EVA torna acessível a teoria financeira para que todos os gestores, incluindo os que não dispõem de formação ou experiência em contabilidade ou finanças, possam incorporar essas informações na forma como gerem os seus negócios (Young e O'Byrne, 2001).

O EVA distingue-se dos outros indicadores por não estar relacionado aos princípios contabilísticos geralmente aceites, essa diferença oferece a principal vantagem e é por essa razão que o EP e o CVA são mais fáceis de calcular que o EVA (Young e O'Byrne, 2001).

Outra vantagem do EVA é a sua capacidade de adaptação, não é apenas um sistema de medição para uma empresa como um todo, pode ser facilmente dividido por unidades de negócio, ou seja, pode ser utilizado onde quer que haja alocação de receitas, custos e capital investido (Stern *et al*, 2001).

3.1.2. Desvantagens do EVA

Como qualquer outra medida GBV, o EVA induz a erros potenciais na estimativa do custo do capital próprio, especialmente na estimativa do beta e dos riscos futuros. Além disso, o EVA não incorpora ativos intangíveis como o *brand equity* e os recursos humanos, no entanto, deixa a impressão de que se pode ajustar a qualquer distorção contabilística (Holler, 2009).

O EVA apresenta algumas fragilidades, tal como o facto de não se ajustar às variações do ciclo de negócios e é menos apropriado para indústrias de menor capital, nomeadamente em empresas comerciais que prestam serviços baseados no capital humano (Holler, 2009).

Além disso, também não aborda os encargos não monetários, excluindo impostos não monetários como o aumento de reservas e a amortização de juros, sendo impostos hipotéticos baseados em *cash* que excluem os subsídios fiscais induzidos pelos impostos diferidos. Contrariamente, o NOPAT não exclui despesas de depreciação não monetárias. A depreciação é deduzida para cobrir os custos previsíveis do uso de ativos ao longo a sua vida útil. Da mesma forma, o CI subtrai a depreciação acumulada, enquanto adiciona outros encargos de *cash* não cumulativos, como a amortização dos juros e inclui equivalentes do património que refletem o *economic book value* (EBV) de todo o *cash* investido em atividades de negócio fundamentais (Holler, 2009).

O EVA apresenta alguns problemas (Pike e Neale, 1999):

- Poucas empresas possuem os recursos necessários para calcular o EVA;
- Baseia-se no valor contabilístico e não nos valores de mercado;
- Apoia-se numa forma justa e confiável de alocar as despesas compartilhadas entre as unidades de negócio;
- É difícil identificar o custo de capital nas unidades de negócio individuais; e

- Pode ser disfuncional se os gestores forem pagos de acordo com o EVA, no caso de serem de curto prazo.

Todavia, as deficiências do EVA como medida de valor adicionado são idênticas às que foram definidas para o lucro residual, nomeadamente o EBV pode ser uma estimativa melhor do CI na empresa do que o valor contabilístico (Rappaport, 1998).

3.1.3. Ajustamentos Contabilísticos do EVA

As distorções contabilísticas são difíceis de serem extintas. O EVA ajusta o valor contabilístico para o EBV adicionando de volta os equivalentes do património como as reservas fiscais e de garantia, sendo que o objetivo destes ajustes é obter uma melhor aproximação de todo o capital investido na empresa (Rappaport, 1998).

De acordo com Young e O'Byrne (2001), os ajustes contabilísticos do EVA são projetados para:

- Reverter o enviesamento nos princípios contabilísticos geralmente aceites que exige da contabilidade esforços bem-sucedidos;
- Tornar o retorno contabilístico sobre o capital uma melhor *proxy* para a taxa de retorno económico para amortização e depreciação, substituindo o fundo de amortização e depreciação económica para amortização e depreciação pelo método linear;
- Aumentar a responsabilidade pelos fundos dos acionistas eliminando o agrupamento da contabilidade de juros;
- Limitar a capacidade da empresa de gerir os lucros;
- Eliminar os encargos não monetários, como a amortização de juros; e
- Tornar o EVA numa medida melhor do valor de mercado à capitalização da reestruturação e outros encargos especiais.

O NOPAT pode ser ajustado para expressar melhor os resultados financeiros. Os ajustes mais comuns são o aumento do imposto diferido, da reserva Last-In-First-Out (LIFO), da amortização acumulada de juros, do incumprimento e outras reservas, e o aumento de ativos intangíveis capitalizados (Petraavičius e Tamošiūniene, 2008).

Calcular o EVA não é diferente de calcular os resultados económicos, são os ajustes efetuados no cálculo do EVA que o tornam único. Segundo a *Stern Stewart & Co.*, esses ajustes são denominados de equivalência patrimonial e são feitos com o propósito de

converter o NOPAT e o capital de um valor contabilístico num EBV. Stern Stewart refere que existem cerca de 160 possíveis equivalências de capital para uma empresa em particular, sendo que são cinco a quinze os ajustes mais típicos (Martin *et al.*, 2009; Martin e Petty, 2000).

De acordo com Martin e Petty (2000), existem apenas três razões para efetuar ajustes para converter de acréscimo para a contabilidade de caixa, para capitalizar as despesas de construção de mercado que foram gastas no passado e para remover perdas ou ganhos incomuns cumulativos após impostos, no entanto, estas não nos dizem se o ajuste deve ser efetuado. A *Stern Stewart & Co.* recomenda apenas ajustes quando: o ajuste é material; os dados estão disponíveis a um custo razoável; o ajuste é compreensível pelos funcionários usando o EVA; o ajuste pode ser efetivamente comunicado ao mercado; e o ajuste é replicável por outra parte.

3.2. Cash Value Added (CVA)

Segundo Young e O'Byrne (2001) o CVA é uma medida alternativa de lucro residual projetada para gerar um valor de lucro ainda mais próximo do *cash flow* do que os valores do EVA ajustados, enquanto retém a vantagem do EVA de contabilizar todos os custos de capital.

Esta medida de desempenho foi introduzida pela *Boston Consulting Group* como uma alternativa ao EVA e é uma medida de resultado residual baseada nos *cash flows* ajustada pela inflação e depreciação.

De acordo com Petravičius e Tamošiūniene (2008) e Holler (2009), além do grupo *Boston Consulting Group*, existem outras perspetivas pelo qual o CVA pode ser abordado, tais como as da *Holt Value Associates* e de *Frederik Weissenrieder Consulting*.

De acordo com Ottosson e Weissenrieder (1996) o CVA apenas inclui rubricas de *cash*, tais como, o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), a movimentação de capital alheio e investimentos não estratégicos. Sendo que estas três rubricas representam o *Operating Cash Flow* (OCF) que mais tarde é comparado com o *Operating Cash Flow Demand* (OCFD). O OCFD representa o *cash flow* necessário para responder às necessidades financeiras dos investidores nos investimentos estratégicos da empresa, ou seja, o custo de capital.

O índice CVA é a diferença entre o OCF e o OCFD. A maioria dos investimentos estratégicos terá um índice CVA superior a 1,0 quando são mais competitivos, ou seja, no início da sua vida económica. Com o tempo, o índice começará a diminuir e, quando a vida económica dos ativos estiver quase no fim, a capacidade de criação de *cash* será muito baixa, resultando num índice não favorável à empresa (Ottosso e Weissenrieder, 1996; Carvalho, 2014).

O CVA, contrariamente a outros indicadores, em vez de medir o custo de oportunidade do capital dos investidores em percentagem, utiliza o custo em termos de *cash*. Além disso, apresenta uma boa estimativa do *cash flow* gerado acima ou abaixo das expectativas dos investidores para um período (Ottosso e Weissenrieder, 1996).

O CVA pode ser calculado da seguinte forma:

$$CVA = NOPAT + Am - AE - (CI * WACC) \quad (3.3)$$

Em que:

NOPAT – *Net Operating Profit After Taxes* (resultado operacional após impostos ajustados)

Am – Amortizações Contabilísticas

AE – Amortizações Económicas

CI – Capital Investido

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

A utilização do CVA, como medida de desempenho, disponibiliza aos gestores uma ferramenta para melhorar continuamente a compreensão da ligação entre o desempenho financeiro e os negócios subjacentes (Ottosso e Weissenrieder, 1996).

3.2.1. Vantagens do CVA

O CVA apresenta como vantagem o facto de evitar os enviesamentos presentes no EVA, motivados pelos novos investimentos, que permitem ultrapassar a distorção existente no EVA, o qual ao calcular o efeito das depreciações, induz a aumentos do valor do EVA. Segundo a *Boston Consulting Group* esta métrica apresenta ser uma melhoria em relação ao EVA pelo facto do CVA se basear em *cash flows* e não no lucro (Martin e Petty, 2000).

De acordo com Young e O'Byrne (2001) o CVA é proposto como uma métrica de desempenho que combina as qualidades das medidas de valor residual, como o EVA com os *cash flows*.

Além disso, nesta métrica o NOPAT não inclui encargos de depreciação ou amortização e o CI é reportado bruto e não líquido de depreciações. Uma das vantagens do CVA face ao EVA, é que ao adicionar de volta a depreciação ao resultado líquido, não apenas o CVA produz uma medida de valor residual mais próxima do *cash flow*, mas também elimina a influência das políticas de depreciação (Young e O'Byrne, 2001).

3.2.2. Desvantagens do CVA

É possível considerar como desvantagem, o facto do CVA não considerar a depreciação económica no cálculo do lucro.

Um dos objetivos do CVA é remover os acréscimos contabilísticos. Embora a reversão de acréscimos produza números mais próximos dos *cash flows* reais, também pode remover do lucro informações que os mercados de capitais consideram úteis para a previsão de lucros e de *cash flows* (Young e O'Byrne, 2001).

Uma das desvantagens do CVA é que este cria a ilusão de que o importante nos mercados é o *cash flow*, então as empresas devem basear-se nos sistemas de medição de desempenho de *cash flows*. De acordo com Young e O'Byrne (2001), outra desvantagem é que o CVA como medida de desempenho elimina as provisões contabilísticas.

3.3. Market Value Added (MVA)

Este indicador foi desenvolvido pela *Stern Stewart & Co.* e é uma evolução do conceito do EVA. O MVA vem ultrapassar uma insuficiência do EVA, no sentido em que este não dá indicações acerca das expetativas futuras e os investidores não analisam as empresas com base no passado, mas sim com base nas expetativas de ganhos no futuro. Assim, o MVA é uma avaliação do futuro, ou seja, é calculado com base nas expetativas de mercado demonstrando quanto valor para os acionistas se criou ou destruiu (Holler, 2009). Além disso, segundo o Yusbardini (2017) este indicador pode ser considerado como uma medida de desempenho de mercado do sucesso da empresa.

Esta métrica é uma medida alternativa de desempenho baseada no mercado que ganhou popularidade, especialmente com a publicação dos *rankings* do MVA do consultor

financeiro Stern Stewart na revista *Fortune* dos EUA e noutras publicações financeiras feitas por todo o mundo (Copeland *et al.*, 2000).

De acordo com Neto (2014) o MVA reflete a capacidade de criação de valor para os acionistas através da possibilidade da empresa de gerar resultados superiores ao custo de oportunidade, nomeadamente a criação de valor reflete-se no valor de mercado. O valor de mercado representa o valor da empresa, ou seja, a soma do valor de mercado de todos os direitos de capital detidos de uma empresa pelos mercados de capitais num determinado período e pode ser estimado descontando os *cash flows* futuros às taxas de juros em vigor (Young e O'Byrne, 2001).

Os acionistas agregam valor com base no desempenho económico favorável, criando expectativas da valorização do CI. Esta métrica é então utilizada como uma medida de avaliação do desempenho económico da empresa, que reflete o sucesso da empresa nas suas decisões financeiras. Designadamente, a maximização da criação de valor é o objetivo principal de qualquer empresa no que toca à preocupação do bem-estar económico dos seus acionistas (Neto, 2014).

O MVA aborda conceitos como a taxa de retorno e a avaliação do mercado do custo de capital, sendo que as empresas que obtêm taxas de retorno superiores aos seus custos criam valor para os acionistas, e pelo contrário as empresas que não conseguem obter taxas de retorno superiores destroem valor (Martin e Petty, 2000).

No que toca ao resultado do MVA quanto maior este for maior será a criação de valor, de outro modo um MVA negativo significa que o valor dos investimentos efetuados é inferior ao CI nas empresas pelo mercado de capitais e como consequência ocorre destruição de valor (Young e O'Byrne, 2001).

Os gestores procuram maximizar o MVA atual com a total confiança de que o retorno em excesso está a ser maximizado também. Nomeadamente, se a maximização do MVA for definida como um objetivo para uma proposta de investimento ou estratégia num determinado período e não como um objetivo de longo prazo equivale à maximização do excesso de retorno (Young e O'Byrne, 2001).

Ao analisar o MVA é perceptível que o crescimento por si só não cria valor. A empresa pode crescer, mas o crescimento não cria necessariamente valor, apenas cria valor quando o resultado operacional é superior ao custo total do capital investido. Ora, no momento de

escolha da estratégia adequada é selecionada a que proporcionar o maior MVA atual (Young e O'Byrne, 2001).

De acordo com Neto (2014), o objetivo da empresa não é maximizar a criação de MVA, mas sim maximizar a criação de valor para os acionistas. Este objetivo beneficia os acionistas, mas também ajuda a garantir que recursos escassos sejam alocados de forma eficiente, beneficiando a economia (Petračiūnas e Tamošiūniene, 2008).

O valor presente de todos os resultados económicos futuros é igual ao que Stern Stewart chama de MVA para a empresa. É de ressaltar que o MVA é usado para classificar o desempenho da empresa e divulgado na imprensa financeira popular, além disso, não é calculado como o valor presente dos resultados económicos futuros esperados (Titman e Martin, 2016).

O conceito equivalente ao MVA é o *goodwill*, no entanto este considera o valor da reposição dos investimentos, já o MVA considera a criação de valor pelo resultado contabilístico dos ativos, conforme está nas demonstrações financeiras (Neto, 2014).

A diferença entre o MVA e o *goodwill* é a dimensão do capital investido, ou seja, se este foi avaliado a preço histórico corrigido, a preço de reposição, etc. Dada a dificuldade em mensurar valores para o cálculo do MVA utiliza-se o valor histórico (Neto, 2014).

Segundo Neto (2014), o MVA reflete a expressão monetária do valor gerado para os proprietários de capital determinado pela capacidade operacional da empresa em produzir resultados superiores ao seu custo de oportunidade. O MVA inclui o património líquido e o endividamento e pode ser calculado da seguinte forma:

$$MVA = Valor\ de\ mercado - Capital \quad (3.4)$$

O MVA é o prémio que o mercado concede a uma empresa além do dinheiro que os *stakeholders* investiram, com base nas expectativas do mercado em relação aos EVA's futuros (MVA intrínseco). Como o EVA é uma forma modificada do resultado residual, é possível concluir que o MVA é igual ao valor presente de todos os EVA's futuros (Martin e Petty, 2000).

$$MVA = Valor\ atual\ dos\ EVA's\ futuros \quad (3.5)$$

Ao conjugar as duas perspetivas da definição do MVA, temos:

$$Valor\ de\ mercado = Capital + Valor\ atual\ dos\ EVA's\ futuros \quad (3.6)$$

3.3.1. Vantagens do MVA

Para Ehrbar (1999) o MVA é considerado uma das melhores medidas para avaliar o desempenho da empresa, considerando que permite confirmar a eficácia dos gestores na alocação correta de escassos recursos. É uma medida ajustada automaticamente ao risco, na medida em que os valores de mercado incluem a análise dos investidores no que respeita ao risco e pode ser utilizada em diferentes setores e países. Além disso, reflete a forma como a gestão posicionou a empresa, numa ótica de longo prazo, uma vez que os valores de mercado agregam o valor atual dos pagamentos esperados a longo prazo.

O MVA torna as empresas mais atraentes para potenciais investidores, nomeadamente um MVA alto mostra que uma organização está saudável e bem-sucedida, demonstrando uma elevada probabilidade de gerar retornos significativos. Um MVA alto apresenta uma maior probabilidade de prosperar e de gerar valor suficiente para continuar a atrair investidores, permitindo expandir as suas operações, obter mais lucro e continuar à frente dos seus concorrentes (Corporate Finance Institute, 2022).

3.3.2. Desvantagens do MVA

Young e O'Byrne (2001) definem o MVA como um indicador pontual, que mede a diferença entre o valor de mercado e o capital investido num determinado período. No entanto apresenta alguma dificuldade no cálculo em alguns segmentos da empresa, nomeadamente, no âmbito da divisão, linhas de produção, departamentos ou qualquer outra parte da empresa (Neto, 2014).

Uma das limitações do MVA é que esta medida não considera o custo de oportunidade do investimento envolvido na empresa no passado, e também não considera os rendimentos pagos aos acionistas no passado (Neto, 2014).

O MVA e a relação com o mercado apresentam problemas de definição e de mensuração porque utilizam dados contabilísticos (Copeland *et al.*, 2000).

Devido à falha do MVA em ajustar o custo de oportunidade do capital investido ou os retornos que os acionistas podem obter na distribuição de capital, não é a referência correta para medir o desempenho e por isso não é apropriado definir a maximização do MVA como objetivo, apenas o retorno excedente satisfaz esse critério (Young e O'Byrne, 2001).

3.3.3. Relação do MVA com o EVA

O EVA impossibilita a percepção dos investidores sobre a capacidade da empresa de gerar EVA's positivos no futuro. Neste sentido é necessário adicionar o MVA para determinar como os mercados avaliam as perspectivas de uma empresa para gerar esses EVA's futuros (Martin e Petty, 2000).

Além disso, o MVA sob um conjunto restritivo de pressupostos pode ser utilizado para igualar o retorno excedente. Se todos os EVA's positivos forem tratados como distribuição de capital investido e todos os EVA's negativos como contribuições ao capital, no fim o MVA será igual ao retorno excedente (Young e O'Byrne, 2001).

Existem dois cenários possíveis que podem ocorrer, o valor de mercado do capital é superior ao capital investido ou o valor de mercado é inferior ao capital investido. No primeiro cenário, os investidores acreditam que a empresa ganhará mais do que o custo de capital da empresa e como resultado atribuem um valor superior ao capital investido, no segundo cenário os investidores não acreditam que a empresa obtenha a taxa de retorno exigida (Martin e Petty, 2000).

A empresa cria valor para os acionistas cada vez que implementa projetos que apresentam valores positivos. O MVA, ao contrário do EVA, está vinculado à capacidade futura da empresa de agregar valor (Neto, 2014).

3.4. Cash Flow Return on Investment (CFROI)

O *Return on Investment* (ROI) representa uma taxa de rentabilidade do investimento e é utilizada como medida de desempenho para avaliar a eficiência e medir a capacidade de retorno de um ou mais investimentos. É um dos indicadores mais utilizados na avaliação da *performance* empresarial, nomeadamente em divisões, departamentos e unidades de negócio, como uma medida do desempenho dos respetivos gestores.

No início da década de 70 surge uma medida transversal do ROI ajustada à inflação que ficou conhecida como CFROI. O CFROI foi originalmente desenvolvido para auxiliar na previsão do ROI em investimentos incrementais. O ROI aplica-se a todos os ativos operacionais, independentemente de como estes são financiados, por dívida ou património. Assim, o *cash flow* relevante para a métrica CFROI é aquele disponível tanto para os

proprietários de capital quanto para os detentores de dívidas da empresa, e o valor garantido calculado a partir do CFROI é o valor total da empresa (Madden, 1999).

O CFROI foi desenvolvido em conjunto pela *HoltValue Associates* e pela *Boston Consulting Group* e representa uma taxa interna de retorno ajustada pela inflação com base nos fluxos de caixa (Young e O'Byrne, 2001; Holler, 2009).

A *Boston Consulting Group* define o CFROI como um *cash flow* sustentável que uma empresa é capaz de gerar num determinado período a uma determinada percentagem do capital investido nos ativos da empresa (Martin e Petty, 2000).

Segundo Neto (2014), o CFROI é uma medida económica de desempenho operacional que tem como objetivo mostrar a taxa média implícita de retorno de um investimento, baseada no regime de caixa.

O CFROI é uma taxa de retorno e não é expresso em termos monetários como o EVA, sendo que compara os *cash flows* ajustados pela inflação após os impostos para os investidores com o investimento bruto em *cash* ajustado pela inflação. Este indicador é um grande concorrente do EVA (Young e O'Byrne, 2001).

Segundo Young e O'Byrne (2001), os defensores do CFROI acreditam que este indicador fornece melhores estimativas do valor de mercado e que pode ajudar os investidores a identificar ações sobrevalorizadas e subavaliadas, bem como a calcular o retorno total do negócio. Neste sentido, o CFROI é uma medida de desempenho diretamente ligada ao retorno para os acionistas.

Os avanços nesta métrica procuram demonstrar empiricamente que trazem uma melhor compreensão da ligação entre o desempenho das empresas e as avaliações do mercado de ações. Portanto, esta métrica permite medir o desempenho, prever os *cash flows* e valorizá-los (Madden, 1999).

O CFROI é calculado da mesma forma que a taxa interna de rentabilidade (TIR), no entanto este é baseado nos *cash flows* e, portanto, vai ainda mais longe do que os cálculos do EVA (Young e O'Byrne, 2001).

Para evitar a subjetividade da previsão, o CFROI assume um *cash flow* fixo por um número fixo de períodos, ou seja, a vida útil estimada do ativo da empresa. Para calcular o CFROI, são necessários três componentes, tais como o investimento inicial, o *cash flow* anual e o valor residual (Koller *et al.*, 2010).

De acordo com Madden (1999) o cálculo do CFROI requer quatro *inputs* principais, no entanto para Martin e Petty (2000), o seu cálculo envolve cinco etapas, nomeadamente:

1. Estimar a vida útil dos ativos da empresa;
2. Calcular os fluxos de tesouraria (*gross cash flow*) ajustados à inflação anual que deverão ser recebidos ao longo da vida dos ativos da empresa;
3. Calcular o capital investido ajustado (*gross cash investment*) ajustado à inflação da empresa;
4. Determinar valor dos ativos não depreciáveis (*non depreciating assets*) ajustado à inflação da empresa;
5. Determinar o CFROI, quer pelo método de vários períodos (TIR) quer através do cálculo de um período único.

O *spread* CFROI trata-se de uma TIR que engloba o período vida durante o qual os *cash flows* ajustados são gerados pelos investimentos e que é comparada com o WACC corrigido da inflação. Além disso, representa a diferença entre CFROI e WACC e para que o desempenho seja bom é necessário aplicar o $\text{spread CFROI} > 0$ (Ďurišová, Tokarčíková, Virlanuta e Chodasová, 2019).

De acordo com Damodaran (2004, p. 668), «uma empresa pode aumentar seu *spread* entre o CFROI e o custo de capital, e ainda perder valor, se o efeito do valor presente de ter um custo de capital mais alto dominar o CFROI mais alto. Portanto, um aumento no CFROI em geral não indica, em si, que o valor da empresa aumentou, visto que isso pode ter ocorrido à custa de um crescimento mais baixo e/ou risco mais alto.»

A TIR é uma taxa de desconto que iguala o custo de um investimento com os *net cash receipts* (NCR) subsequentes ao longo de vários anos resultantes do investimento (Madden, 1999). É possível verificar uma diferença importante entre CFROI e TIR, o CFROI é calculado exatamente da mesma forma que a TIR, mas os *cash flows* em questão não são projetados, mas reais e a TIR está voltada para o futuro na medida em que mede o retorno esperado do *cash flow* de um potencial investimento (Young e O'Byrne, 2001). Ao contrário da aproximação do período único do CFROI, a TIR abrange vários períodos e, conseqüentemente, reflete os retornos médios de todos os projetos existentes num determinado período. Assim como qualquer uma das medidas de retorno anteriores, o CFROI não integra uma taxa mínima (Holler, 2009).

Este indicador foi desenvolvido com o propósito de minimizar as distorções contabilísticas na medição do desempenho económico das empresas, especialmente as distorções relacionadas à inflação (Madden, 1999).

Esta métrica não é, por si só, uma medida de valor de mercado ou retorno do investidor, é o elemento central de uma abordagem distinta para a avaliação, para a medição de desempenho e para o sistema de incentivos (Young e O'Byrne, 2001).

O CFROI é calculado anualmente e comparado a um custo de capital ajustado pela inflação para determinar se a empresa obteve retorno superior ao custo de capital e se criou valor para os acionistas. Neste sentido, possui uma importante semelhança com o EVA, pois ambas as medidas pressupõem que a empresa cria valor ao obter retorno sobre o capital investido maior do que o custo do capital (Young e O'Byrne, 2001).

No modelo da *HoltValue Associates*, a taxa de desconto de uma empresa é determinada pela taxa de mercado mais um diferencial de risco específico da empresa. O diferencial de risco de uma empresa é uma função do tamanho da empresa e da alavancagem financeira. A base empírica desses diferenciais de risco é consistente com os procedimentos do modelo CFROI da *HoltValue Associates* para prever os NCR. São três as variáveis que determinam a taxa de desconto específica da empresa do modelo CFROI, tais como, a taxa de mercado, o tamanho da empresa e a alavancagem da empresa (Madden, 1999).

A taxa de mercado é estimada com base nos elementos previsionais de um agregado de empresas com valores de mercado conhecidos e é calculada da seguinte forma:

$$\sum \frac{\text{Valores de mercado da Dívida + Capital Próprio}}{\text{Cash Flows previsionais}} = \frac{1}{1 + \text{Taxa de desconto de mercado}} \quad (3.7)$$

Os utilizadores do modelo de avaliação DCF geralmente utilizam uma taxa de desconto do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) que é independente do método utilizado para prever o NCR. O valor garantido da empresa é impulsionado através da previsão de NCR que é convertido em valor presente pelo uso da taxa de desconto dos investidores (Madden, 1999).

Os NCR's podem ser calculados da seguinte forma:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{NCR's}}{1 + \text{Taxa de desconto implícita da empresa}} \quad (3.8)$$

Na prática o modelo CFROI permite que os utilizadores consigam de forma mais fácil e eficaz elaborar uma avaliação de desempenho de problemas complexos (Madden, 1999).

3.4.1. Vantagens do CFROI

Uma vantagem do CFROI é que este é expresso em percentagem, embora pareça comum, muitos gestores consideram que as medidas de percentagem são mais descritivas do que as medidas monetárias como o EVA, especialmente ao comparar empresas, divisões e investimentos diferentes (Young e O'Byrne, 2001).

Outra vantagem significativa desta métrica é que o historial das empresas e as taxas de crescimento dos ativos reais fornecem uma exibição visual do desempenho passado que corresponde exatamente aos principais impulsionadores do desempenho previsto para o futuro. No entanto, não quer dizer que o futuro deva ser parecido com o passado, pelo contrário, se a previsão é que o desempenho das empresas estabelecidas for substancialmente melhorado, os planos de negócio devem ser reformulados. Neste sentido, quanto melhor se entende o passado, mais bem preparada a empresa se encontra para lidar com o futuro (Madden, 1999).

A *Boston Consulting Group* cita três vantagens principais do CFROI, tais como: converte os lucros contabilísticos em *cash flows*; utiliza o total de caixa investido no negócio para produzir *cash flows* em vez de valores contabilísticos depreciados; e reconhece a vida durante a qual os ativos produzirão os *cash flows* (Martin e Petty, 2000).

3.4.2. Desvantagens do CFROI

O CFROI como taxa de rendibilidade é calculado da mesma forma que a TIR e apesar de não ser interpretado da mesma maneira apresenta os mesmos problemas, nomeadamente o facto de ser impossível de calcular quando os *cash flows* são negativos. Além disso, o seu cálculo é um processo que necessita de muitos ajustamentos contabilísticos. Para Young e O'Byrne (2001) contrariamente ao EVA, que fornece um elevado grau de flexibilidade sobre os ajustes contabilísticos a efetuar, o CFROI requer um conjunto abrangente de ajustes, sendo que alguns são difíceis e complexos de entender para os gestores. Além disso, não permite a comparação entre projetos de dimensões e períodos de vida útil diferentes.

3.5. Custo de Capital

O custo de capital surge como uma variável importante para avaliar o desempenho da empresa. De acordo com Young e O'Byrne (2001), o custo de capital é baseado nos retornos

esperados e não nos retornos históricos, sendo um custo de oportunidade que reflete os retornos que os investidores esperam de outros investimentos com risco semelhante.

Para Neto (2014, p. 99) o custo de capital «refere-se ao retorno da melhor alternativa financeira disponível no mercado a que um investidor renunciou, para aplicar seus recursos em outra».

O risco é um fator importante para perceber o custo de capital e como este é calculado. Para um investidor é mais arriscado investir em ações do que realizar empréstimos, e por isso o custo de capital inclui um prémio de risco sobre a taxa que a empresa paga aos seus credores (Young e O'Byrne, 2001). Quanto maior o risco maior será o prémio e consequentemente maior será a taxa de retorno exigida pelos acionistas (Neto, 2014).

O custo de capital depende não só do custo de capital alheio e do custo de capital próprio, mas também da percentagem que cada um tem na estrutura de capital da empresa. Esta relação é integrada no custo médio ponderado de capital da empresa, conhecido como WACC (Young e O'Byrne, 2001) e é calculado da seguinte forma:

$$WACC = \frac{D}{D+E} * r_D * (1 - T_c) + \frac{E}{D+E} * r_E \quad (3.9)$$

Em que:

D – Capital Alheio (*debt*)

E – Capital Próprio (*equity*)

r_D – Custo do capital alheio

r_E – Custo do capital próprio

T_c – Taxa de imposto sobre o rendimento

De acordo com a fórmula (3.9) para calcular o custo de capital é necessário determinar o custo de capital alheio e o custo de capital próprio. O custo de capital próprio é mais difícil de determinar em relação ao custo de capital alheio, dado que não pode ser observado diretamente no mercado.

3.5.1. Custo de capital alheio

De acordo com Neto (2014, p. 463) o custo de capital alheio é definido como «um custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala, em determinado momento, os vários desembolsos previstos de capital e de juros».

O custo de capital alheio apresenta menos risco face ao capital próprio, e é obtido através de informações históricas disponibilizadas pelas demonstrações financeiras da empresa (Neto, 2014).

De acordo com Rappaport (1998) para determinar o custo de capital alheio a taxa relevante é a taxa a longo prazo pois as taxas de curto prazo não incorporam a inflação a longo prazo. Além disso, as taxas de juro sobre a dívida a longo prazo incluem o custo esperado dos empréstimos.

3.5.2. Custo de capital próprio

O custo do capital próprio é o retorno que os investidores exigem para fazer um investimento de capital na empresa (Young e O'Byrne, 2001).

Contrariamente ao custo de capital alheio em que exige uma taxa específica para o uso de capital, o custo de capital próprio não exige uma taxa específica de retorno. No entanto, existe uma taxa implícita de retorno que é necessária para atrair os acionistas a comprar e manter ações (Rappaport, 1998).

O custo de capital próprio é determinado pela adição da taxa de juro sem risco e de um prémio de risco.

3.5.2.1. *Capital asset pricing model (CAPM)*

Segundo Neto (2014, p. 468) o modelo CAPM apresenta uma «relação linear entre o retorno de um ativo e o retorno do mercado». Este modelo foi desenvolvido por William Sharpe da Universidade de Stanford e John Lintner da Universidade de Harvard e é baseado nas expectativas dos acionistas e não em valores históricos. No entanto, as expectativas apenas podem ser estimadas através do comportamento dos acionistas no mercado (Young e O'Byrne, 2001).

De forma a determinar o custo de capital próprio utiliza-se a seguinte fórmula:

$$CoE = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (3.10)$$

Em que:

CoE – Custo de capital próprio

R_f – Taxa de juro sem risco

β – Coeficiente beta

R_m – Valor esperado da rendibilidade do mercado

$(R_m - R_f)$ – Prémio de risco de mercado

O beta mede a volatilidade do preço das ações de uma empresa face ao mercado de ações, e reflete o risco de mercado. Neste modelo, o risco de mercado é denominado de risco sistemático e o risco específico é denominado de risco não sistemático, ou seja, quanto maior for o risco sistemático maior será o retorno esperado, já o risco não sistemático não emite remuneração. O beta é uma medida de risco sistemático (Young e O’Byrne, 2001).

O beta é medido pela relação entre a covariância entre o retorno da ação e do mercado e a variância do retorno da carteira de mercado, conforme a fórmula:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (3.11)$$

β_i – Beta do ativo ou projeto i

$Cov(R_i, R_m)$ – Covariância entre o retorno de i (R_i) e o retorno esperado de mercado (R_m)

$Var(R_m)$ – Variância do retorno esperado de mercado

Quando o valor do beta é superior a um significa que o preço das ações da empresa tem tendência a ser mais volátil que o mercado de ações como um todo, já quando o beta é inferior a um ocorre o inverso. Além disso, quanto maior o valor do beta maior será o prémio de risco, e quanto maior o prémio de risco maior será o custo de capital próprio (Young e O’Byrne, 2001).

Para estimar a taxa de juro sem risco podem ser utilizadas as taxas de juro das obrigações do tesouro e também as *Bond Yields* nominais a 10 anos.

De acordo com Damodaran (2004, p. 153), o prémio de risco de mercado «inclui todos os ativos de risco no mercado, em vez de investir em um ativo sem risco».

O retorno esperado de um ativo com risco é igual ao retorno de um ativo sem risco somando um prémio de risco. Este prémio equivale a um prémio de risco de mercado que representa o preço pago pelo mercado de ações a todos os acionistas, ajustados pelo beta, representando o fator de risco da empresa (Young e O’Byrne, 2001).

3.6. Estudos relacionados com a temática estudada

De acordo com Pellicelli (2020), a criação de valor nos últimos anos tem-se tornado no objetivo principal das empresas e apesar de haver uma ideia de que este não pode ser o primeiro objetivo da empresa pelo facto de muitas vezes os interesses entre o gestor e o acionista serem ignorados, é necessário que as empresas consigam ter um equilíbrio entre os interessados e os recursos investidos.

Os autores Teixeira e Amaro (2013) referem a necessidade das empresas escolherem os indicadores mais adequados para medir o seu desempenho e a sua capacidade de criação e valor para os acionistas a apontam, considerando as alterações que o meio empresarial tem sofrido, no estudo que realizaram ao grupo Galp Energia de 2005 a 2010, permitiu-lhes constatar que as métricas contabilísticas são mais acessíveis, mas, no entanto, não avaliam a criação de valor. Além disso, a análise dos indicadores EVA, MVA, CVA e CFROI no estudo demonstra uma mais-valia para avaliar o desempenho financeiro e a criação de valor, dando ênfase ao WACC que permite conhecer o custo financeiro da atividade.

No estudo realizado por Krauter e Sousa (2007) sobre o petróleo brasileiro, a Petrobrás de 2000 a 2004, o objetivo dos autores era comparar as medidas de desempenho financeiro mais citadas na literatura, baseadas na criação de valor, concluíram que os resultados obtidos pelos indicadores apresentam comportamentos diferentes e enfatiza a necessidade do gestor de conhecer os pontos fortes e fracos de cada um.

Ainda Martins e Teixeira (2015) analisaram a criação de valor com foco no indicador EVA e a sua capacidade de criação de valor, concluindo que resultados positivos não significam necessariamente criação de valor.

De acordo com Sharma e Kumar (2010), o seu estudo aborda o EVA de 1994 a 2008 e concluíram que os estudos realizados até ao momento sobre o EVA utilizavam dados para analisar períodos curtos e por isso os autores sugerem para pesquisas futuras estudar períodos mais longos de forma a validar o conceito do EVA.

O autor Carvalho (2014) procurou demonstrar que o CVA tem maior poder explicativo na criação de valor, através da utilização de 7 empresas cotadas em bolsa num período de 2009 a 2012, constatando que face ao EVA o CVA mostrou ser mais eficiente pelo facto de este evitar os enviesamentos presentes no EVA.

Bukvic (2016) aborda o EVA e o CVA como medidas importantes para a tomada de decisões e para a maximização da criação de valor para os acionistas, analisando as suas vantagens e desvantagens. O autor defende que estes indicadores têm um efeito importante na gestão de recursos, nomeadamente pela escolha de uma estratégia adequada que permite maximizar o valor através dos recursos investidos.

A autora Pereira (2014) realizou um estudo sobre o grupo Galp Energia, cotada em bolsa e procurou analisar a relação do EVA como medida de desempenho associada à *performance* da empresa e ainda faz referência à possível correlação entre EVA e MVA, concluindo que o EVA apresenta um maior poder explicativo face às métricas tradicionais.

Os autores Petravičius e Tamošiūnienė (2008) abordam as formas pelo qual pode ocorrer criação ou destruição de valor numa empresa e como calcular o custo de capital para medir o custo de oportunidade de investimento, através dos indicadores EVA, MVA, CVA e CFROI. No seu estudo concluem que os métodos de gestão baseado no valor procuram maximizar a criação de valor e que os indicadores são importantes para analisar adequadamente a empresa e perceber se os seus ativos estão a ser corretamente alocados.

Cardoso (2013) analisou o EVA, CFROI, REVA e CVA, no setor das telecomunicações, face à relevância que apresentam, no entanto, os resultados do estudo não evidenciam a superioridade das medidas de desempenho que seria de esperar face às métricas tradicionais.

Em muito dos estudos consultados verificou-se que uso das métricas de avaliação da gestão baseada no valor, nomeadamente o EVA, MVA, CVA e CFROI, são favoráveis para as empresas auxiliando na análise das mesmas para que estas possam ter um maior conhecimento sobre a sua capacidade de criação e valor e assim determinar objetivos mais adequados bem como complementar a sua gestão de forma a serem mais eficazes, eficientes e maximizar a criação de valor para os acionistas.

4. Corticeira Amorim SGPS, S.A

Este capítulo apresenta informação relativamente ao setor da cortiça em Portugal e no mundo, apresenta também informação acerca da empresa de estudo desta investigação, bem como a sua estratégia e o modelo de gestão.

4.1. Setor da cortiça

A cortiça é um dos produtos naturais mais característicos de Portugal e apreciados internacionalmente, com mais de três séculos de história o setor da cortiça assume um papel muito importante na economia portuguesa principalmente porque é um produto que coloca Portugal na primeira posição a nível mundial relativamente à produção da matéria-prima, produção industrial e exportação.

O setor da cortiça em Portugal tem vindo a contribuir muito positivamente para o desenvolvimento, crescimento e competitividade da economia portuguesa. De acordo com os dados do Anuário de Cortiça 2020 divulgados pela APCOR, Portugal é líder mundial na produção e exportação de cortiça, sendo o maior produtor com 46% da produção mundial (Tabela 4.1) e no que diz respeito à exportação detém uma cota de 62,1% (Tabela 4.2) sendo França, Estados Unidos e Espanha são os principais mercados de destino das exportações portuguesas.

Tabela 4.1: Produção de cortiça por país.

País	Produção anual média (toneladas)	Percentagem
Portugal	85.145	46%
Espanha	61.504	33%
Marrocos	11.686	6%
Argélia	9.915	5%
Tunísia	6.962	4%
Itália	6.161	3%
França	5.200	3%
Total	186.573	100%

Fonte: APCOR (2020).

Tabela 4.2: Exportações mundiais de cortiça 2020.

Países Exportadores	Milhões €	Quota do País (%)
Portugal	1 016,1	62,1%
Espanha	269,0	18,1%
França	88,9	5,4%
Itália	37,3	2,3%
Alemanha	27,4	1,7%
China	24,8	1,5%
EUA	17,0	1,0%
Chile	15,9	1,0%
Dinamarca	12,0	0,7%
Marrocos	11,8	0,7%
Total 10 países	1 547,2	94,6%
Total Mundial	1 635,3	100,0%

Fonte: APCOR (2020).

O montado de sobreiro ocupa uma área mundial de 2.123 mil hectares, no nosso país o sobreiro é a segunda espécie florestal dominante e representa aproximadamente 34% da área mundial (Tabela 4.3).

Tabela 4.3: Área de montado de sobreiro.

País	Área (mil hectares - há)	Percentagem
Portugal	720	34%
Espanha	574	27%
Marrocos	383	18%
Argélia	230	11%
Tunísia	86	4%
França	65	3%
Itália	65	3%
Total	2.123	100%

Fonte: APCOR (2020).

As principais atividades do setor são a extração, a transformação e a comercialização da cortiça. O setor é composto maioritariamente por Pequenas e Médias Empresas, tendo maior incidência, a nível nacional, na zona norte do país, mais especificamente na área do Porto. Atualmente, existem 640 empresas a operar em Portugal, que produzem cerca de 40 milhões de rolhas por dia e que empregam 8.343 trabalhadores.

Portugal é o terceiro maior importador mundial de cortiça que utiliza para transformação e posterior exportação sob a forma de produtos de consumo final, com uma quota de 11% e 183 milhões de euros (Tabela 4.4).

Tabela 4.4: Importações Mundiais de Cortiça 2020.

Países Importadores	Milhões €	Quota do País (%)
França	256,7	15,4%
EUA	254,4	15,3%
Portugal	183,0	11,0%
Itália	166,0	10,0%
Espanha	147,9	8,9%
Alemanha	101,1	6,1%
Arábia Saudita	45,9	2,8%
Chile	40,2	2,4%
México	36,5	2,2%
Federação Russa	36,0	2,2%
Total 10 países	1 267,6	76,1%
Total Mundial	1 664,8	100,0%

Fonte: APCOR (2020).

De acordo com a APCOR (2020, p. 23), «a floresta portuguesa, além do incontornável valor ambiental, possui uma inegável relevância económica e social, ao representar, em 2018:

- 10.049 empresas, ou seja, 0,79% do total das empresas em Portugal;
- 75.324 colaboradores, ou seja, 1,86% do total dos trabalhadores em Portugal;
- 10 mil milhões de euros do volume de negócios, ou seja, 5% do Produto Interno Bruto e 11,30% do total da indústria transformadora;
- 2,5 milhões de euros do Valor Acrescentado Bruto (VAB), ou seja, 1,25% do Produto Interno Bruto;
- 9,97% das exportações nacionais, em 2019;
- a cortiça representa 6,4% do nr.º de empresas do setor florestal, 11% do nr.º de pessoas ao serviço e 10,6% do volume de negócios.»

Apesar da atividade do setor da cortiça estar centrado na produção de rolhas, principalmente pela forte ligação à cultura vitivinícola, tem-se verificado um forte investimento em Investigação e Desenvolvimento (I&D) e estratégias em inovação que para além de potenciar a otimização e desenvolvimento dos processos de produção e transformação também conduziram ao desenvolvimento de novos produtos, redução do impacto ambiental e valorização dos seus resíduos.

O setor da cortiça tem uma importante relevância não só em termos económicos e históricos, mas também em sustentabilidade ambiental com uma indústria consolidada alicerçada no crescimento da procura do seu principal mercado de destino, o vinho, bem como a

diversidade de produtos e aplicações que vão desde a utilização industrial até a objetos decorativos.

4.2. Caracterização da empresa estudada

A atividade da Corticeira Amorim iniciou em 1870, quando António Alves de Amorim criou uma pequena unidade de produção manual de rolhas de cortiça, no Cais de Vila Nova de Gaia. Quase quatro décadas mais tarde a produção foi alargada a mais uma unidade de produção, o mercado internacional estava em crescimento e a cortiça assumia um papel importante, obrigatória nos vinhos de elevada qualidade.

Em 1922 nasce a primeira empresa do grupo, a Amorim & Irmãos tornando-se uma referência da indústria corticeira nacional. Nos anos seguintes começam a ser dados os primeiros passos para a integração de processos de produção em fases distintas, separando a produção de matéria-prima e a produção de rolhas e em 1963 é criada a Corticeira Amorim, unidade industrial vocacionada para a produção de granulados e aglomerados de cortiça com o objetivo de transformar 70% dos desperdícios produzidos pela Amorim & Irmãos.

Em 1988, foi lançada uma oferta pública de venda de ações, na bolsa de valores de Lisboa, através das quatro empresas do grupo de maior dimensão, representativas do seu capital social. Por conseguinte, a Corticeira Amorim está cotada na bolsa de valores de Lisboa (Euronext Lisboa) fazendo parte do PSI-20 português, com um capital social de 133 milhões de euros.

A Corticeira Amorim SGPS, S.A. é líder mundial no setor da cortiça bem como a empresa portuguesa mais internacional pelo seu nível de exportação, realizou em 2021, 838 milhões de euros em vendas consolidadas, das quais 93% foram realizadas fora de Portugal.

Com mais de 150 anos a operar na indústria da cortiça, encontra-se estruturada em unidades de negócio, como matérias-primas, rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos e conta atualmente com um universo composto por 56 empresas de distribuição, 17 unidades industriais, 10 unidades de preparação de matéria-prima e 12 *joint-venture*, empregando mais de 4.400 colaboradores (Corticeira Amorim SGPS, S.A., 2021b).

Além disso apresenta nos dias de hoje uma grande diversificação dos seus negócios para áreas tão distintas como as telecomunicações, o turismo, o imobiliário ou o financeiro. Com uma forte aposta em estratégias de negócio orientadas para o investimento contínuo em I&D, bem como por práticas de desenvolvimento sustentável que promovem o equilíbrio entre

gestão ambiental, económica e social, que fazem da Corticeira Amorim uma das empresas mais sustentáveis do mundo.

4.3. Estratégia e Modelo de Gestão

4.3.1. Missão, Visão e Valores

Segundo a Corticeira Amorim SGPS, S.A. (2021b):

- Missão: acrescentar valor à cortiça, de forma competitiva, diferenciada e inovadora, em perfeita harmonia com a natureza.
- Visão: ser uma empresa sustentável, remunerando adequadamente o capital investido, na promoção da equidade social e da salvaguarda ambiental e com fatores de diferenciação a nível do produto e do serviço.
- Valores: orgulho, ambição, sobriedade, atitude.

4.3.2. Modelo de Governo

A empresa adota uma estrutura de governo societário de tipo anglo-saxónico, composto por um Conselho de Administração e uma Comissão Executiva, como órgãos de administração e gestão, que inclui uma Comissão de Auditoria, bem como uma dupla fiscalização por essa mesma Comissão (fiscalização/supervisão) e pelo Revisor Oficial de Contas (fiscalização financeira), como se pode observar na Figura 4.1.

De acordo com o Governo Societário, a Corticeira Amorim está sujeita às disposições da lei vigente em Portugal, nomeadamente ao estipulado no Código das Sociedades Comerciais, no Código dos Valores Mobiliários, nos Regulamentos emanados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e aos seus próprios Estatutos Sociais, incluindo também o Código de Governo Societário emanado pelo Instituto Português de Corporate Governance (IPCG), edição de 2018 com a revisão de 2020, e que, mesmo sendo apenas um quadro recomendatório, constitui um importante referencial de boas práticas (Corticeira Amorim SGPS, S.A., 2021b).

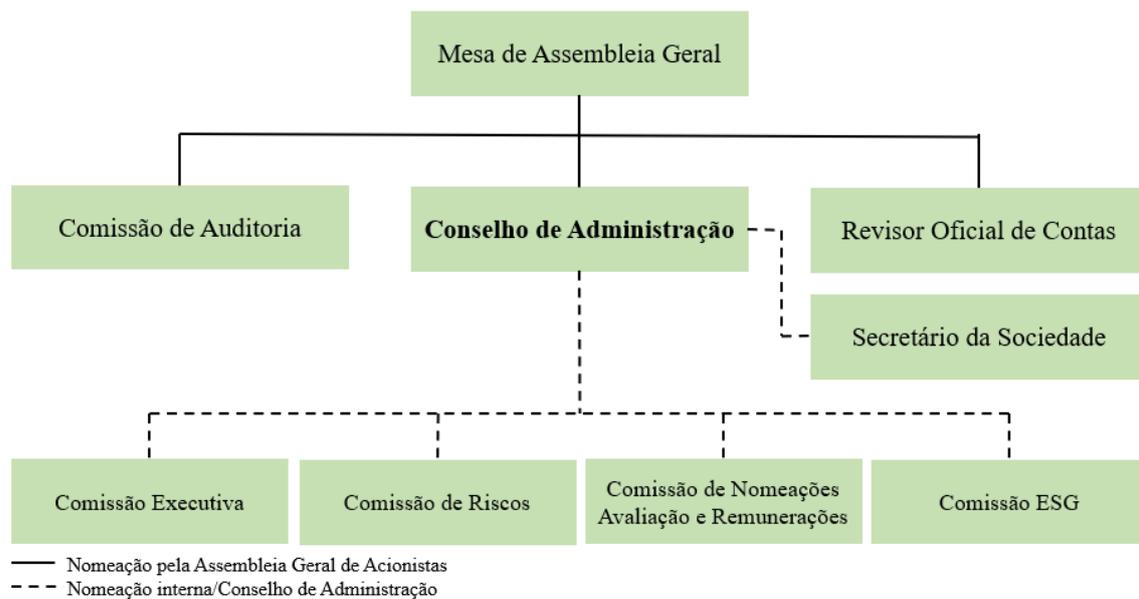


Figura 4.1: Modelo de Governo da Corticeira Amorim.

Fonte: Adaptado de Corticeira Amorim SGPS, S.A. (2021a).

4.3.3. Modelo de Negócio

A cortiça é a principal matéria-prima da empresa e o seu modelo de negócio engloba todas as fases de produção, desde a compra de matéria-prima, passando pelas operações, pela distribuição e pela comercialização de diversos produtos de cortiça. A Corticeira Amorim encontra-se organizada em cinco Unidades de Negócio: matérias-primas, rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos, como se pode observar na Figura 4.2.

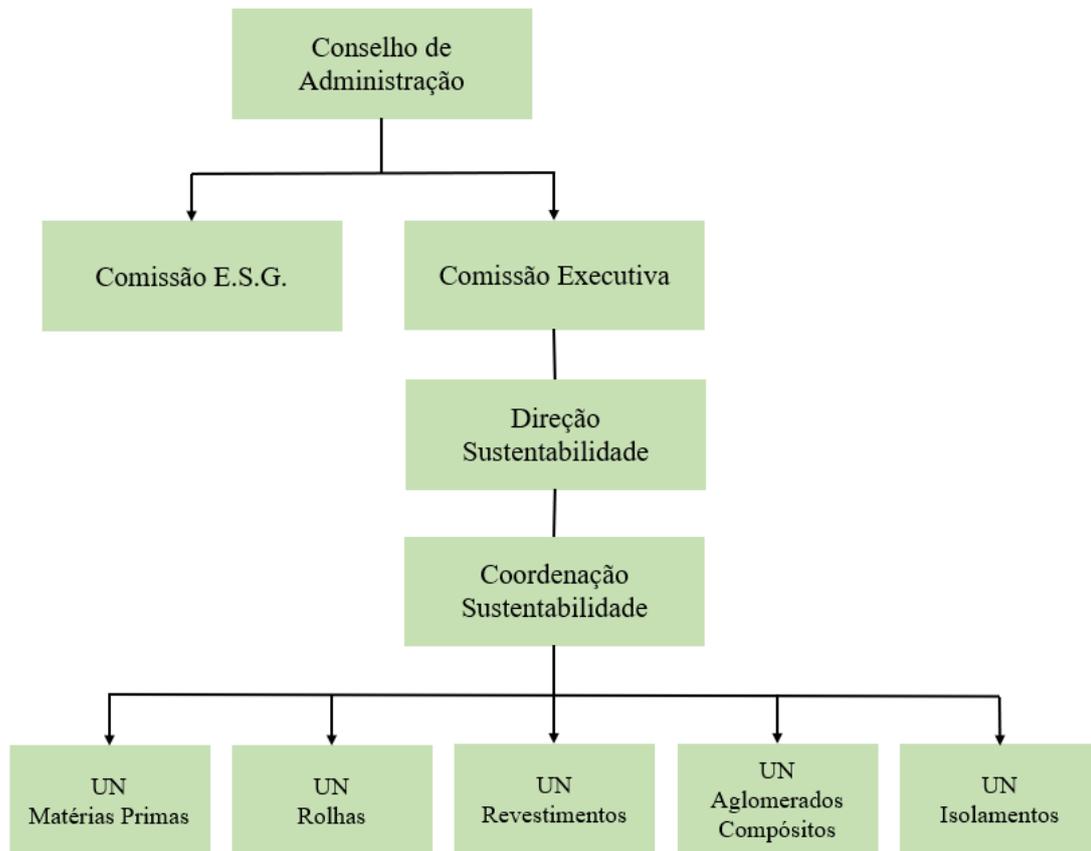


Figura 4.2: Modelo de Gestão da Corticeira Amorim.

Fonte: Adaptado de Corticeira Amorim SGPS, S.A. (2021c).

A sustentabilidade é uma das suas maiores prioridades e orgulha-se do seu contributo positivo para a regulação do clima, a empresa aplica os princípios da economia circular: 100% de aproveitamento da cortiça; programas de reciclagem; redução de resíduos; utilização de energia renovável (biomassa), bem como o prolongamento da vida dos materiais e a regeneração dos sistemas naturais.

Nos dias de hoje, as organizações têm conhecimento acerca dos fatores que contribuem para o seu sucesso e para a Corticeira Amorim são a visão empreendedora, a responsabilidade e o rigor, a criatividade e a inovação, que seguem um conjunto de regulamentos internos e políticas que permitem alinhar o interesse de todos os *stakeholders*, promovendo uma gestão equilibrada e sustentável e a criação de valor a longo prazo para o grupo.

4.3.4. Estratégia Empresarial

A estratégia da Corticeira Amorim associada ao desenvolvimento sustentável está alinhada com a missão e os valores da empresa, com as preocupações económicas, ambientais e

sociais, com o seu compromisso perante os *stakeholders* e com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) das Nações Unidas.

A estratégia empresarial da Corticeira Amorim apresenta quatro bases fundamentais da sustentabilidade, nomeadamente:

- A transparência e a responsabilidade;
- As características ambientais do produto e do montado;
- O desenvolvimento, a segurança e o bem-estar das pessoas; e
- O investimento em Investigação, Desenvolvimento e Inovação (IDI) e o incremento do desempenho económico.

A IDI é um pilar estratégico fundamental na liderança da Corticeira Amorim nos diversos segmentos da sua atividade, pois permite a todas as unidades de negócio responder de forma competente aos desafios de cada segmento. Além disso, a atividade de IDI é contínua, isto quer dizer que parte das características naturais da cortiça e do seu potencial, em que o seu desafio é desenvolver novas aplicações, sejam capazes de criar valor.

Segundo a Corticeira Amorim SGPS, S.A. (2021b), «[e]m 2018, a Corticeira Amorim alinhou os objetivos da empresa com os ODS e lançou as bases para o programa Sustentável por natureza que estabelece a ambição até 2030». Os objetivos da organização focam-se na ética e integridade, na cadeia de valor, no montado, nas alterações climáticas, na economia circular, nos produtos verdes, no desenvolvimento, na segurança, saúde e bem-estar, na comunidade/sociedade e na inovação. Além disso, procura promover a transparência e a responsabilidade, as características ambientais do produto e do montado, e a IDI e alavancar o desempenho económico.

Para 2030, a Corticeira Amorim procura definir objetivos para os principais impactos e monitorizar a sua evolução, ouvir os *stakeholders* de modo a mapear as tendências que influenciam os negócios e traçar linhas ligadas às expectativas dos *stakeholders* e com resposta às tendências (Corticeira Amorim SGPS, S.A., 2021b). Ao nível do seu programa Sustentável por Natureza, os objetivos quantitativos são: zero pegada de carbono; 100% de eletricidade de fontes renováveis; zero impacto no *packaging*; 100% da taxa de valorização de resíduos; e zero discriminação.

5. Estudo Empírico

Neste capítulo serão apresentados os cálculos efetuados e que irão servir de base ao estudo empírico, bem como algumas fórmulas para o cálculo dos indicadores em estudo. Posteriormente será desenvolvida a análise das hipóteses de estudo e dos dados recolhidos, com o objetivo de analisar a criação de valor, no período de 2017 a 2021.

5.1. Metodologia da investigação

Nesta dissertação de mestrado é utilizada a metodologia de investigação de estudo de caso, aplicado a uma empresa no setor da cortiça, a Corticeira Amorim SGPS, S.A., tendo em conta a informação necessária para efetuar a análise da empresa, nomeadamente, relatórios e contas anuais consolidadas, respeitantes ao período de 2017 a 2021.

Yin e Grassi (2005) define estudo de caso como uma estratégia de pesquisa que abrange desde o planeamento, às técnicas de recolha de dados e às abordagens específicas à análise dos mesmos. Neste sentido a escolha do estudo de caso como metodologia de investigação é particularmente apropriada considerando que irá permitir compreender, explorar, descrever e avaliar em simultâneo os vários fatores envolvidos face ao objeto de estudo.

Além disso, o estudo de caso apresenta algumas vantagens, nomeadamente o facto de se utilizar o mesmo método em áreas diferentes, para explorar contextos diferentes e atuais, permitindo também ao investigador a possibilidade de se focar num caso específico, relacionando a teoria à prática, obtendo uma melhor perceção do mesmo.

Também são apresentadas hipóteses de estudo e de acordo com Marconi e Lakatos (2010, citado por Sarmiento, 2014, p. 14)³ são definidas como «respostas possíveis e provisórias, apresentando um carácter explicativo e preditivo, compatível com o conhecimento científico, sendo passíveis de ser confirmadas ou refutadas com o desenvolvimento da investigação, para o problema, dando resposta às perguntas derivadas e também à pergunta de partida da investigação».

As técnicas de recolha de dados são fundamentalmente a análise de documentos, através das demonstrações financeiras consolidadas, relativamente ao horizonte temporal escolhido, que

³ Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2010). *Fundamentos de Metodologia Científica* (7ª ed.). São Paulo: Atlas.

servem de base para o cálculo dos indicadores de gestão, permitindo aplicar os dados e realizar uma análise aprofundada.

5.2. Questões e hipóteses de estudo

De forma a responder ao objetivo definido, a presente investigação procura dar resposta às seguintes questões:

- Serão as métricas baseadas no valor vantajosas para a análise da criação de valor na empresa?
- A utilização de um conjunto de métricas, e não apenas uma, permite obter melhores resultados para a empresa?
- Ocorreu criação ou destruição de valor na empresa?

Neste sentido, foram definidas as seguintes hipóteses de estudo:

Hipótese 1: O CVA é uma métrica que se revela mais eficiente, na evidência de criação de valor da empresa, do que o indicador EVA.

Hipótese 2: O EVA e o MVA estão fortemente relacionados.

Hipótese 3: O volume de vendas da empresa estudada tem relação com a criação de valor determinada pelos indicadores estudados, nomeadamente o EVA, o CVA, o MVA e o CFROI.

Hipótese 3a: O volume de vendas da empresa estudada tem relação com a criação de valor determinada pelo EVA.

Hipótese 3b: O volume de vendas da empresa estudada tem relação com a criação de valor determinada pelo CVA.

Hipótese 3c: O volume de vendas da empresa estudada tem relação com a criação de valor determinada pelo MVA.

Hipótese 3d: O volume de vendas da empresa estudada tem relação com a criação de valor determinada pelo CFROI.

5.3. Demonstração dos cálculos dos indicadores escolhidos

5.3.1. EVA

O NOPAT corresponde ao resultado operacional obtido das demonstrações financeiras das empresas deduzido do imposto sobre os resultados. Este valor foi retirado da Demonstração Consolidada de Resultados por Natureza e tem como rubrica «Resultado líquido», conforme se observa na Tabela 5.1.

Tabela 5.1: Cálculo do NOPAT.

	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT (milhares de euros)	76.577	82.608	79.461	68.610	83.037

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 5.2 representa o CI e este foi calculado de acordo com os dados de cada período em análise e de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Capital Investido} = \text{Capital Próprio} + \text{Passivo Não Corrente} + \text{Passivo Corrente (Empréstimos)} \quad (5.1)$$

Tabela 5.2: Cálculo do Capital Investido.

	2017	2018	2019	2020	2021
Capital Próprio	459.990	498.234	539.543	576.656	623.282
Passivo não corrente	133.375	122.205	138.229	169.615	159.140
Passivo corrente (Empréstimos)	61.695	121.200	124.108	88.791	70.103
Capital Investido (milhares de euros)	655.060	741.639	801.880	835.062	852.525

Fonte: Elaboração própria.

Para obter o valor do WACC utilizou-se o modelo CAPM que assenta em três variáveis: beta, R_m e R_f , conforme é apresentado na fórmula (3.9). Para calcular o valor do beta procurou-se conhecer o valor da cotação para todos os meses do ano de 2017 a 2021, para a Corticeira Amorim SGPS, S.A. e essa informação foi obtida através do *site* <https://live.euronext.com/pt> e para o PSI-20 foi obtido através do *site* <https://pt.investing.com/>. De seguida calculou-se a variação da seguinte forma:

$$\text{Variação de Janeiro} = \frac{\text{Cotação de Fevereiro}}{\text{Cotação de Janeiro} - 1} \quad (5.2)$$

Após todas as variações terem sido calculadas, efetuou-se o somatório de todas as variações, utilizando a fórmula VAR.P do excel, obtendo-se assim a variação de cada empresa, e posteriormente calculou-se a covariância de cada empresa, utilizando-se a fórmula COVARIÂNCIA.P do excel. O beta foi determinado através da relação entre cotação e respetiva variação, conforme se pode observar no Apêndice 4.

O valor do R_m é o valor da última cotação de dezembro de cada ano e foi retirado do *site* da Corticeira Amorim SGPS, S.A.. Para obter o valor do R_f foi necessário consultar o *site* pordata.pt e obter a taxa de rendibilidade do ativo sem risco a 10 anos, sendo que as obrigações do tesouro, são utilizadas como referência para as taxas de juro sem risco. O prémio de risco de mercado é dado pela diferença entre R_m e R_f . Por fim, o custo de capital próprio é calculado através da fórmula (3.10), como se pode observar na Tabela 5.3.

Tabela 5.3: Modelo CAPM.

	2017	2018	2019	2020	2021
Coeficiente beta (β)	0,16	0,33	0,19	0,58	0,38
Taxa de juro sem risco (R_f)	3,10%	1,80%	0,80%	0,40%	0,30%
Valor esperado da rendibilidade do mercado (R_m)	10,30%	9,00%	11,30%	11,60%	11,28%
Prémio de risco de mercado ($R_m - R_f$)	7,20%	7,20%	10,50%	11,20%	10,98%
CoE (K_e)	4,23%	4,21%	2,84%	6,87%	4,50%

Fonte: Elaboração própria.

Para o WACC foi necessário determinar o total do capital próprio e alheio. O capital próprio foi retirado da Demonstração Consolidada da Posição Financeira da rubrica «Total do Capital Próprio», já o total do capital alheio resulta do total do passivo. Para determinar a taxa de custo de capital alheio, foi efetuada a divisão entre os juros suportados, que correspondem à rubrica «Gastos financeiros» da Demonstração Consolidada de Resultados por Naturezas, e o total do capital alheio.

De seguida obteve-se a taxa de imposto efetiva para cada ano, calculada através da divisão entre a rubrica «resultados antes de impostos» e «imposto sobre os resultados» da Demonstração Consolidada de Resultados por Naturezas, conforme Tabela 5.4.

Tabela 5.4: Taxa de imposto efetiva.

	2017	2018	2019	2020	2021
Resultados antes de impostos	100.840	102.001	91.412	80.112	101.459
Imposto sobre os resultados	24.263	19.393	11.951	11.502	18.422
Taxa de Imposto Efetiva	24,1%	19,0%	13,1%	14,4%	18,2%

Fonte: Elaboração própria.

Após a obtenção de todos os dados é possível calcular o WACC, conforme a Tabela 5.5.

Tabela 5.5: Cálculo do WACC.

	2017	2018	2019	2020	2021
Total do Capital Próprio	459.990	498.234	539.543	576.656	623.282
Total do Capital Alheio	409.416	467.840	454.609	429.029	458.006
Total do Capital Próprio e Capital Alheio	869.406	966.074	994.152	1.005.685	1.081.288
Taxa de Imposto Efetiva	24%	19%	13%	14%	18%
Taxa de Custo do Capital Próprio (Ke)	4,23%	4,21%	2,84%	6,87%	4,50%
Taxa de Custo do Capital Alheio (Kd)	0,36%	0,76%	0,48%	0,55%	0,37%
WACC	2,37%	2,47%	1,73%	4,14%	2,72%

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, de acordo com a Tabela 5.6, o EVA foi calculado tendo em conta a fórmula (3.1) anteriormente apresentada no ponto 3.1 e é possível observar a sua evolução através da Figura 5.1.

Tabela 5.6: Cálculo do EVA.

	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	76.577	82.608	79.461	68.610	83.037
WACC	2,37%	2,47%	1,73%	4,14%	2,72%
CI	655.060	741.639	801.880	835.062	852.525
EVA (milhares de euros)	61.060	64.313	65.587	34.039	59.843

Fonte: Elaboração própria.



Figura 5.1: Evolução do EVA.

Fonte: Elaboração própria.

5.3.2. CVA

Conforme foi visto no ponto 3.2, o NOPAT não inclui encargos de depreciação ou amortização e por isso foi considerado o valor do EBITDA, para o CI foi considerado o passivo não corrente, ou seja, o capital alheio.

Para o cálculo da amortização contabilística foi considerada a rubrica «Depreciações/Amortizações» da Demonstração Consolidada da Posição Financeira. Já a depreciação económica é apresentada na Tabela 5.7 e é calculada através da seguinte fórmula:

$$Depreciação\ Económica = \frac{Custo\ de\ Capital * Ativo\ Fixo\ Bruto}{(1 + Custo\ de\ Capital)^n - 1} \quad (5.3)$$

Assim, uma vez que a vida útil dos ativos fixos tangíveis se situa entre 20-50 anos, então o valor mínimo são 20 anos e o valor máximo são 50 anos.

Tabela 5.7: Depreciação Económica (N=20 e N=50).

	2017	2018	2019	2020	2021
Depreciação Económica N=20	5.291	4.800	5.844	5.614	6.093
Depreciação Económica N=50	1.421	1.266	1.762	1.064	1.531

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, de acordo com a Tabela 5.8, o CVA foi calculado tendo em conta a fórmula (3.3) anteriormente apresentada no ponto 3.2 e é possível observar a sua evolução através da Figura 5.2.

Tabela 5.8: Cálculo do CVA.

	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT	133.593	133.984	124.724	122.511	134.399
WACC	2,37%	2,47%	1,73%	4,14%	2,72%
CI	133.375	122.205	138.229	169.615	159.140
Am	29.599	31.279	35.177	36.547	40.735
Ae (N=20)	5.291	4.800	5.844	5.614	6.093
CVA (milhares de euros)	154.742	157.448	151.666	146.422	164.712

Fonte: Elaboração própria.



Figura 5.2: Evolução do CVA.

Fonte: Elaboração própria.

5.3.3. MVA

Conforme a Tabela 5.9, o MVA foi determinado de acordo com a diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor do capital. Para efeitos de cálculo do MVA, o valor de mercado é determinado a partir da multiplicação entre o número de ações e a cotação de mercado. O valor de mercado total é a soma do valor de mercado e dos empréstimos. Por último, o valor do Capital foi determinado pela soma entre o total do capital próprio e os empréstimos.

O montante de ações foi retirado da nota nº 20 sobre Capital e Reservas, nomeadamente da informação disponibilizada relativamente ao capital social. O valor da cotação foi obtido através da consulta ao *site* <https://live.euronext.com/pt> e corresponde ao valor da última cotação de dezembro de cada ano da Corticeira Amorim SGPS, S.A..

Tabela 5.9: Cálculo do valor de mercado total.

	2017	2018	2019	2020	2021
Nº ações	133.000.000	133.000.000	133.000.000	133.000.000	133.000.000
Cotação euronext	10,30	9,00	11,30	11,60	11,28
Valor de mercado	1.369.900.000	1.197.000.000	1.502.900.000	1.542.800.000	1.500.240.000
Empréstimos	109.789	160.703	183.234	180.983	157.676
Valor de mercado total (milhares de euros)	1.370.009.789	1.197.160.703	1.503.083.234	1.542.980.983	1.500.397.676

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, de acordo com a Tabela 5.10, o MVA foi calculado tendo em conta a fórmula (3.4) anteriormente apresentada no ponto 3.3 e é possível observar a sua evolução através da Figura 5.3.

Tabela 5.10: Cálculo do MVA.

	2017	2018	2019	2020	2021
Valor de mercado total	1.370.009.789	1.197.160.703	1.503.083.234	1.542.980.983	1.500.397.676
Capital	569.779	658.937	722.777	757.639	780.958
MVA (milhares de euros)	1.369.440.010	1.196.501.766	1.502.360.457	1.542.223.344	1.499.616.718

Fonte: Elaboração própria.

EVOLUÇÃO DO MVA

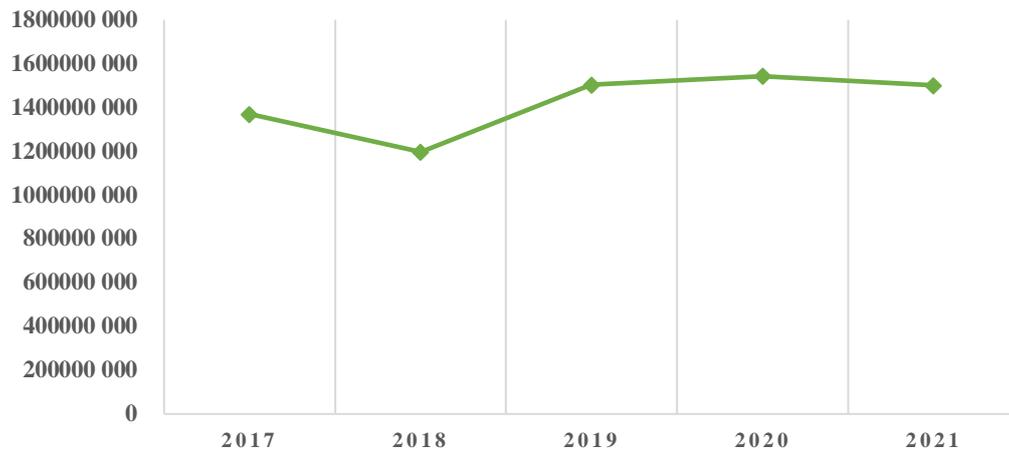


Figura 5.3: Evolução do MVA.

Fonte: Elaboração própria.

5.3.4. CFROI

Para o cálculo do CFROI apenas será considerado para análise o período de 2017 a 2020, face à falta de informação existente acerca da taxa de juro de 2021. Existem 5 passos importantes para o cálculo do CFROI que procuram reduzir algumas distorções.

1º Passo – Estimar a vida útil dos ativos, apurada através do quociente entre o ativo fixo depreciable e as depreciações do exercício.

Tabela 5.11: Vida útil estimada dos Ativos.

	2017	2018	2019	2020
Ativo corpóreo bruto	227.905	259.433	278.600	281.676
Terrenos e edifícios	98.029	109.019	116.107	118.094
Ativo bruto amortizável	129.876	150.414	162.493	163.582
Depreciações ativo corpóreo	29.599	31.279	35.177	36.547
Vida útil estimada dos ativos	4	5	5	4

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com a Tabela 5.11, o ativo corpóreo bruto corresponde ao valor da Demonstração Consolidada da Posição Financeira, rubrica «Ativos fixos tangíveis» e o valor dos terrenos e edifícios é apresentado na nota nº9, coluna «Terrenos e edifícios». As depreciações do ativo correspondem ao valor da Demonstração Consolidada de Resultados por Naturezas, rubrica «Depreciações/Amortizações». Contrariamente ao CVA onde foi apenas

considerado a vida útil dos ativos fixos tangíveis para o cálculo da depreciação económica, no entanto, como as empresas depreciam e amortizam os seus ativos de acordo com a sua vida útil para o CFROI o cálculo foi efetuado através da divisão entre o ativo bruto amortizável e as depreciações.

2º Passo – Apuramento dos fluxos de tesouraria ajustados (*Gross Cash Flow*), que corresponde à soma do resultado operacional, depreciações e rendas *leasing* operacional.

Tabela 5.12: *Gross Cash Flow*.

	2017	2018	2019	2020
Resultado Operacional	103.994	102.705	89.547	85.964
Depreciações	29.599	31.279	35.177	36.547
Rendas <i>Leasing</i> operacional	5.285	6.641	4.659	4.999
<i>Gross Cash Flow</i> (milhares de euros)	138.878	140.625	129.383	127.510

Fonte: Elaboração própria.

Conforme a Tabela 5.12, o resultado operacional corresponde à rubrica «Resultados operacionais correntes (EBIT corrente)» da Demonstração Consolidada de Resultados por Naturezas e o valor das rendas *leasing* operacional foi obtido através da nota nº27 sobre Fornecimentos e Serviços externos, da rubrica «Rendas e Alugueres».

3º Passo – Determinar o capital investido ajustado à inflação (*gross cash investment*), obtido através da soma do ativo corpóreo bruto, dos ajustamentos por inflação e do valor atual do *leasing* operacional.

Tabela 5.13: Capital Investido Ajustado.

	2017	2018	2019	2020
Ativo Corpóreo Amortizável	129.876	150.414	162.493	163.582
Ajustamentos por inflação	25.975	30.083	32.499	32.716
Valor atual do <i>leasing</i> operacional	20.420	32.232	23.087	19.996
Capital Investido Ajustado (milhares de euros)	176.272	212.728	218.078	216.294

Fonte: Elaboração própria.

Para determinar os ajustamentos por inflação procedeu-se a um ajustamento de 20% por falta dessa informação, como se pode observar na Tabela 5.13 e para o cálculo do valor atual do *leasing* operacional utilizou-se a função *time-value-money* determinados através de uma calculadora, como é possível verificar na Tabela 5.14.

Tabela 5.14: Função *time-value-money*.

	2017	2018	2019	2020
n	4	5	5	4
i	1,40%	1,00%	0,30%	0,00%
PMT	5.285	6.641	4.659	4.999
FV	0	0	0	0
PV	20.420	32.232	23.087	19.996

Fonte: Elaboração própria.

4º Passo – Cálculo do valor dos ativos não depreciáveis ajustados à inflação, que corresponde à soma dos terrenos e edifícios, dos ajustamentos por inflação, do fundo de maneo necessário, dos ajustamentos nos inventários e de outros ativos.

Tabela 5.15: Ativos não depreciáveis.

	2017	2018	2019	2020
Terrenos e edifícios	98.029	109.019	116.107	118.094
Inflação	14,92%	10,46%	3,04%	0,00%
Ajustamento por inflação	14.622	11.406	3.531	0
Fundo de maneo necessário	267.709	256.633	269.088	336.321
Inventários	359.141	406.090	397.840	364.109
Ajustamento nas existências (inventários)	1.796	2.030	1.989	1.821
Outros ativos	38.180	38.807	40.075	38.126
Ativos não depreciáveis (milhares de euros)	420.335	417.895	430.790	494.362

Fonte: Elaboração própria.

Conforme a Tabela 5.15, o valor dos inventários foi retirado da Demonstração Consolidada da Posição Financeira, rubrica «Ativos correntes» e foi considerado um ajustamento de 0,5%, já o fundo de maneo necessário é calculado através da diminuição entre ativo circulante e passivo circulante, como se pode observar no Apêndice 5, e por falta de informação para a inflação assumiu-se que os terrenos e edifícios foram adquiridos há 10 anos.

5º Passo – Determinação do CFROI.

De acordo com o autor Holler (2009), a *HoltValue Associates* promove o método do cálculo da TIR, enquanto a *Boston Consulting Group* sugere a fórmula de aproximação de período

único, neste sentido o cálculo do CFROI, como se pode observar na Tabela 5.16, foi efetuado de acordo com a seguinte fórmula:

$$CFROI = \frac{(Gross\ cash\ flow - Depreciações)}{Investimento\ Total\ Ajustado} \quad (5.4)$$

Tabela 5.16: Cálculo do CFROI.

	2017	2018	2019	2020
Capital Investido Ajustado	176.272	212.728	218.078	216.294
Ativos não depreciables ajustados	420.335	417.895	430.790	494.362
Investimento Total Ajustado	606.399	649.207	662.555	730.652
<i>Gross Cash Flow</i>	138.878	140.625	129.383	127.510
Depreciações	29.599	31.279	35.177	36.547
CFROI	18,32%	17,34%	14,52%	12,80%

Fonte: Elaboração própria.

De seguida, conforme a Tabela 5.17, procedeu-se ao cálculo do *Spread* CFROI, através da diminuição entre o CFROI e o WACC a valores reais. Já o CFROI *ratio* foi obtido através da divisão entre o CFROI e o WACC a valores reais.

Tabela 5.17: *Spread* CFROI e CFROI *ratio*.

	2017	2018	2019	2020
Passivo + Capital Próprio	869.406	966.074	994.152	1.005.685
Passivo Circulante de Exploração	276.041	345.635	316.380	259.414
Total do Capital Próprio + Capital Alheio	593.365	620.436	677.772	746.271
Capital Próprio	459.990	498.234	539.543	576.656
Capital Alheio	133.375	122.205	138.229	169.615
Capital Próprio % - peso relativo na estrutura	77,52%	80,30%	79,61%	77,27%
Capital Alheio % - peso relativo na estrutura	22,48%	19,70%	20,39%	22,73%
Taxa de juro	1,70%	1,50%	1,20%	1,30%
Remuneração Esperada Pelos Acionistas	4,23%	4,21%	2,84%	6,87%
CFROI (a valores reais)	18,32%	17,34%	14,52%	12,80%
WACC a valores correntes	3,66%	3,67%	2,50%	5,60%
WACC a valores reais	2,23%	2,65%	2,20%	5,60%
<i>Spread</i> CFROI	16,08%	14,69%	12,32%	7,20%
CFROI <i>ratio</i>	8,201	6,551	6,609	2,285

Fonte: Elaboração própria.

5.4. Análise e interpretação dos resultados

O aumento do CI ao longo dos últimos 5 anos deve-se ao consequente aumento da atividade da Corticeira Amorim, demonstrando que apesar do aumento dos custos de transporte e dos preços das matérias-primas pela COVID-19, as operações e fábricas da empresa mostraram resiliência e robustez.

No cálculo do WACC, o valor do custo de capital alheio é constante apresentando apenas ligeiras alterações, contrariamente ao custo do capital próprio que apresenta uma descida até 2019, com o valor mais baixo de 2,84%, e obtendo o valor mais alto em 2020, de 6,87%, este aumento repentino evidencia que apesar do contexto pandémico que surgiu em março de 2020 a empresa conseguiu obter lucro suficiente para pagar os juros sobre a dívida contraída, e neste sentido verificou-se que em 2020 a taxa de retorno exigida pelos investidores foi mais atrativa face aos anos anteriores permitindo maiores investimentos.

Consequentemente, o WACC no período analisado oscilou moderadamente e apresenta o valor mais baixo em 2019, de 1,73% e em 2020 atinge o seu maior valor de 4,14%, derivado do aumento do custo do capital próprio.

Até 2019 Portugal encontrava-se a recuperar da crise económica ocorrida no início da década, e em 2019 o ciclo económico apresentava sinais de maturação, refletindo um menor andamento da Procura Agregada Mundial e a uma menor predisposição política para contemplar políticas fiscais expansionistas. Assim, 2019 apresentou ser um ano com fraca rentabilidade, onde ocorreu o crescimento mais baixo da economia mundial desde a crise financeira de 2011.

Conforme era expectável a taxa efetiva de imposto apresentou um valor mais baixo em 2019 e para esta diminuição contribuiu a reversão de provisões de imposto, porém tem vindo a aumentar devido ao imóvel adquirido no Chile. A diminuição da taxa efetiva de imposto sobre o rendimento, face à taxa registada em 2017, deveu-se essencialmente à reversão de gastos não recorrentes que não deram origem ao reconhecimento de impostos diferidos, bem como à reversão de provisões para o imposto sobre o rendimento.

O ano de 2020 revelou-se particularmente adverso para a economia portuguesa e mundial já que ficou marcado pelo contexto pandémico, no entanto é de salientar que apesar das consequências derivadas do impacto da pandemia, a Corticeira Amorim demonstrou ser resiliente e obteve sempre resultados positivos, efetuando ainda uma contratação de pessoal de cerca de 8% derivado do confinamento registado.

Nesse ano ocorreu também uma quebra de atividade, nomeadamente da venda de cortiça para rolhas naturais, em que a empresa se viu forçada a reduzir a atividade de deterioração do *mix* de vendas. Além disso, o ajuste tardio da estrutura face à redução da atividade fez com que os custos operacionais não tivessem uma redução tão acentuada quanto a redução das vendas.

Apesar da pandemia ter afetado a economia em 2020 e 2021, para a Corticeira Amorim nestes anos ocorreu uma viragem no setor para o comércio eletrónico, no sentido em que o vinho embora tenha apenas uma participação de 14% no mercado, as vendas *online* aumentaram para 40%. Além disso, o enoturismo global também foi um elemento positivo em 2021 dada a sua recuperação.

Desde 2017 até 2020 que o valor do EBITDA tem vindo a diminuir, apresentando o seu valor mais baixo em 2020, o que evidencia o impacto da pandemia, no entanto aumenta de seguida em 2021 como consequência do aumento das vendas, mas também do recrutamento intenso devido à variação de produção. O ano de 2021 foi um ano de evolução para a Corticeira Amorim, nomeadamente a procura pela implementação de melhores práticas internacionais e de um modelo de governo societário mais moderno permitiu uma progressão das políticas e práticas de *governance*.

O ano 2022 deverá ser um bom ano para a Corticeira Amorim, SGPS, SA, que espera reforçar a sua quota de mercado global em todas as unidades de negócio. O aumento dos gastos não recorrentes (essencialmente devido a indemnizações e ao prémio extraordinário pago aos colaboradores pela celebração dos 150 anos) fez com que a redução dos resultados tivesse sido superior à redução do EBITDA.

De acordo com a tabela 5.6 o EVA apresenta uma subida de 2017 a 2019, sendo que em 2020 ocorreu o valor mais baixo de 34.039 milhares de euros. De 2019 para 2020 ocorre uma descida do valor do EVA derivado do custo de capital próprio que aumentou cerca de 4,03%. O EVA representa o valor que a empresa criou após remunerar os recursos investidos, seja por capital próprio ou capital alheio, e permite aos investidores avaliar se o capital investido está a ser corretamente aplicado. Conforme se pode verificar a empresa gerou sempre um EVA positivo, o que significa que criou valor e que o resultado operacional foi suficiente para cobrir os custos do investimento, ou seja, os resultados operacionais após impostos foram suficientes para cobrir os custos do capital investido.

O EVA além de analisar a criação de valor permite, através do acesso às informações dadas pelo indicador, alterar a gestão da empresa consoante os objetivos definidos e os recursos existentes e pode ser aplicado em toda a estrutura da empresa. Mediante os dados obtidos com este indicador é perceptível que os *stakeholders* podem continuar a investir na empresa, uma vez que trouxe valor para os mesmos.

O CVA evita os enviesamentos presentes no EVA, motivados pelos novos investimentos, ou seja, ultrapassa este enviesamento ao considerar a depreciação económica. Face ao período analisado, os valores obtidos estão em concordância com os valores obtidos pelo EVA, demonstrando que a política de investimento tem criado valor para a empresa.

Conforme a tabela 5.8, podemos verificar que o CVA é sempre positivo no período analisado, o que significa que a empresa criou valor. No entanto o valor do CVA apresenta ligeiras oscilações, nomeadamente este decresce de 2018 a 2020, resultado do aumento do capital investido e da redução do EBITDA, e apresenta um aumento em 2021, bem como o valor máximo no período analisado, de 164.712 milhares de euros. Além disso, apresenta o seu valor mais baixo em 2020 por consequência do WACC elevado de 4,14% face aos outros anos analisados.

O CVA, contrariamente ao EVA, traduz o valor em termos de *cash* e não permite realizar previsões contabilísticas e por isso apresenta-se como uma ferramenta disponibilizada aos gestores para ajudar na compreensão entre o desempenho financeiro e as unidades de negócio.

Numa ótica de comparação entre o EVA e o CVA existe uma consistência na evolução entre os seus valores, com exceção do ano de 2019, que como foi visto anteriormente, foi um ano de perda de rentabilidade marcado por um grande esforço de preservação de valor, todavia apresentou resultados positivos e similares aos anos anteriores. Ao analisar os valores obtidos pelos indicadores, verifica-se que o CVA apresenta valores mais consistentes com o valor do EBITDA, já o valor do EVA se compara mais com o resultado líquido.

De acordo com a hipótese 1, os valores do CVA são superiores aos valores do EVA, o que permite identificar que o CVA se traduz como uma métrica mais eficiente na análise do valor de mercado das empresas. No entanto, em situações de instabilidade financeira e incerteza quanto ao futuro, tanto o EVA como o CVA podem vir a perder capacidade explicativa na avaliação da criação de valor ao comparar com a variação das cotações.

Além disso, o facto de o CVA evitar os enviesamentos presentes no EVA e de gerar valores mais próximos do resultado residual demonstra que é mais eficiente e realista na avaliação da criação de valor e na gestão da empresa.

A abertura em bolsa do capital Corticeira Amorim ocorreu em 1988 e esta decisão permitiu além de aceder a capital, aumentar o compromisso com os investidores, no que toca à rentabilidade, *reporting*, consistência e visibilidade da atividade, da gestão e do governo da empresa. Esta mudança foi decisiva para a transformação da empresa, que por si só já era fortemente exportadora, para se tornar uma empresa ainda mais internacional, ao estabelecer uma rede de distribuição em mercados estratégicos.

Conforme a tabela 5.10, o MVA apresenta valores positivos e mostra o seu valor máximo em 2020, sendo o seu valor de mercado de 1,5 milhões de euros, superior ao capital investido, de 757 mil euros. Em 2018 os valores foram inferiores ao expectável e essa diminuição pode ser explicada pelo valor da cotação que representa uma desvalorização face ao ano de 2017. Nesse ano, a Corticeira Amorim estava direccionada para o desenvolvimento e expansão de *start-ups* em que já detém participação. Com um MVA positivo significa que a Corticeira Amorim criou valor, além disso como o valor de mercado é superior ao capital investido, os investidores supõem que a empresa irá ganhar mais do que o custo de oportunidade.

Numa relação entre EVA e MVA, o EVA é um indicador que analisa a criação de valor do passado, já o MVA tem a capacidade de analisar o futuro da empresa e com base nos valores obtidos é possível perceber que ao longo dos anos a Corticeira Amorim tem criado sempre valor e prevê-se que irá continuar a agregar valor no futuro. Além do mais, através do MVA, entende-se que a empresa tem uma grande capacidade de gestão e que os recursos operacionais estão a ser corretamente alocados.

De acordo com a hipótese 2 existe uma relação entre o EVA e o MVA e à medida que o EVA aumenta espera-se que o MVA aumente também. No entanto, os valores obtidos pelos indicadores não seguem uma relação linear de evolução, apresentando uma diferença nos anos de 2018 e 2020. Tendo em conta que o período de análise não é suficiente para analisar a relação entre estes dois indicadores, não é possível confirmar esta hipótese, ou seja, apenas se confirma a relação entre eles pelo facto de apresentarem resultados positivos.

No que concerne ao valor do CFROI e em função dos resultados obtidos, tendo em conta que o valor é sempre positivo, é possível verificar que a empresa criou valor no período analisado. Além disso, a Corticeira Amorim obteve um maior retorno no ano de 2017, com

18,32% e o retorno mais baixo em 2020, com 12,80%, demonstrando que o retorno esperado diminuiu desde 2017.

De acordo com os dados obtidos na tabela 5.16 é possível verificar que a percentagem obtida pelo CFROI é superior ao WACC corrigido de inflação, e por isso ocorreu criação de valor. Além disso, desde 2017 a percentagem do CFROI tem vindo a diminuir, o que demonstra que a criação de valor também tem vindo a diminuir.

Através dos dados da tabela 5.17 é possível identificar que a Corticeira Amorim criou valor, ou seja, que a taxa de retorno dos investimentos foi superior ao custo de capital dado que o *spread* CFROI > 0 e o CFROI *ratio* > 1. Neste sentido, o *spread* CFROI é sempre positivo, no entanto este valor vai decrescendo ao longo dos anos demonstrando que continua a ocorrer criação de valor, o mesmo acontece com o CFROI *ratio* que não apresenta valores negativos, mas também decresce no período analisado, apenas com uma ligeira subida de 0,11 de 2018 para 2019, ou seja, o *spread* CFROI e o CFROI *ratio* não acompanham o mesmo ritmo de evolução.

De acordo com a hipótese 3, e conforme a Demonstração de Resultados por Natureza, verificou-se que nas vendas ocorreu um aumento de 79.451 milhares de euros desde 2017 até 2019, apresentando um valor de 781.061 milhares de euros em 2019. No entanto o ano de 2020 evidencia uma redução de 40.947 milhares de euros devido à quebra de atividade e evolução cambial provocados pela pandemia COVID-19. Em 2021, a Corticeira Amorim, alcançou um nível de vendas notável de 837.820 milhares de euros, como consequência do crescimento da atividade, apresentando o valor mais alto do período analisado. Assim sendo, nestes cinco anos, as vendas foram sempre positivas e de acordo com os indicadores estudados ocorreu sempre criação de valor.

Com esta premissa, ao comparar as vendas com os resultados obtidos pelo EVA, conforme a hipótese 3a, verifica-se que este indicador apresenta a mesma relação de evolução e por isso é o melhor indicador que retrata a criação de valor.

Conforme a hipótese 3b, ao comparar com o CVA verifica-se que o padrão de evolução também é semelhante, apenas com exceção do ano de 2019 onde o valor das vendas aumentou, mas a criação de valor decresceu. No que diz respeito à hipótese 3c, o padrão de evolução entre as vendas e o MVA não é idêntico, pois de acordo com este indicador verificou-se uma redução da criação de valor em 2018, contrariamente ao aumento de vendas ocorrido na Corticeira Amorim. Por fim, e de acordo com a hipótese 3d, não é possível fazer

uma análise completa com o CFROI face ao período analisado imposto a este indicador, no entanto é possível verificar que a criação de valor não é consistente com o valor de vendas, pois as vendas aumentaram até 2019 e a criação de valor decresce de 2017 a 2020, demonstrando que um aumento de vendas não significa um aumento da criação de valor.

6. Conclusão

6.1. Principais conclusões da investigação

Neste capítulo são apresentadas as principais conclusões dos dados obtidos nos capítulos anteriores, as limitações do estudo bem como sugestões para futuras investigações.

Esta dissertação teve como objetivo analisar a criação ou destruição de valor, numa empresa cotada em bolsa, a Corticeira Amorim, através da análise de indicadores de *performance* empresarial como o EVA, o CVA, o MVA e o CFROI, no período de 2017 a 2021.

Foi elaborada uma revisão de literatura sobre os pontos mais pertinentes para a investigação, com o intuito de aprofundar os conhecimentos sobre o tema em questão.

A metodologia de investigação utilizada foi o estudo de caso, pois permite compreender, explorar, descrever e avaliar em simultâneo os fatores envolvidos no objeto de estudo e recorreu-se aos relatórios e contas da empresa.

O ano de 2020 ficou marcado pelo contexto pandémico, que provocou graves consequências económicas e sociais que se prolongaram para os dias de hoje e que irão marcar o futuro. Apesar da pandemia, a Corticeira Amorim conseguiu obter sempre resultados positivos, com um decréscimo expectável em 2020, mas em 2021 apresentou uma recuperação significativa face ao contexto económico provocado pela COVID-19.

O EVA é uma medida de avaliação da *performance* que mede a criação ou destruição de valor a cada ano (Holler, 2009) e permite que os objetivos, as estratégias e os recursos sejam adaptados às mudanças existentes. No período analisado apresentou sempre resultados positivos, o que significa que criou valor, nomeadamente, o EVA apresenta um valor maior em 2018, mas é em 2021 que ocorreu uma maior criação de valor na empresa.

O CVA é considerado uma medida alternativa ao lucro residual e de acordo com Ottosso e Weissenrieder (1996), a utilização deste indicador como medida de desempenho permite aos gestores deter uma ferramenta para melhorar continuamente a compreensão da ligação entre o desempenho financeiro e os negócios subjacentes. Através da análise dos valores obtidos pelo CVA, verificou-se também que estes são positivos e por isso ocorreu criação de valor, apresentando o seu valor máximo em 2021 e é nesse ano que ocorreu maior criação de valor. Ao comparar o EVA com o CVA e face aos resultados obtidos, o CVA aparenta ser uma

métrica mais eficiente na análise da criação de valor, nomeadamente pelo facto de este evitar os enviesamentos presentes no EVA.

De acordo com Neto (2014), o MVA reflete a capacidade de criação de valor para os acionistas através da capacidade da empresa de gerar resultados superiores ao custo de oportunidade. Neste sentido, como métrica que se foca na criação de valor para os *stakeholders*, os seus resultados demonstram que a empresa tem criado valor e que se prevê que venha a continuar a agregar valor no futuro. Além disso, estes resultados positivos permitem aos investidores perceber que os recursos estão a ser corretamente alocados. Ao comparar com o EVA, estes não seguem uma relação linear de evolução, no entanto espera-se que um aumento do EVA origine aumento no MVA também.

O CFROI é um grande concorrente do EVA e os seus defensores acreditam que fornece melhores estimativas acerca do valor de mercado e que facilita os investidores a identificar ações sobrevalorizadas e subavaliadas, ou seja, é uma medida de desempenho ligada ao retorno para os acionistas (Young e O’Byrne, 2001). Assim, o CFROI apresenta resultados positivos e a sua percentagem é superior ao custo de capital determinado pelo WACC corrigido de inflação, confirmando que apesar da sua percentagem decrescer desde 2017, ocorreu criação de valor. Neste sentido, o *spread* CFROI é sempre positivo, no entanto, tal como o CFROI, este valor vai decrescendo ao longo dos anos demonstrando que continua a ocorrer criação de valor, o mesmo acontece com o CFROI *ratio* que não apresenta valores negativos, mas também decresce no período analisado, ou seja, o *spread* CFROI e o CFROI *ratio* não acompanham o mesmo ritmo de evolução.

As vendas da Corticeira Amorim no período analisado apresentaram sempre valores positivos e conforme os indicadores estudados é possível concluir que ocorreu sempre criação de valor. Neste sentido, ao relacionar as vendas com os indicadores estudados, foi possível concluir o EVA é o indicador que melhor retrata a criação de valor, sendo que apresenta a mesma relação de evolução. No entanto, o mesmo não acontece com os restantes indicadores, demonstrando que o aumento das vendas não significa necessariamente um aumento na criação de valor.

De uma forma geral, através da análise dos indicadores em estudo e do Relatório e Contas da Corticeira Amorim, no período analisado os resultados foram sempre positivos e é possível concluir que ocorreu sempre capacidade de criação de valor. Para o futuro prevê-se

uma continuação do crescimento, no entanto os próximos anos serão ainda marcados pelo impacto da pandemia.

Evidencia-se neste estudo que não é apenas um indicador que analisa a criação de valor, mas sim a utilização dos benefícios de cada um que irão permitir à Corticeira Amorim retirar um melhor aproveitamento, dado que cada indicador apresenta uma função e vantagens que corretamente aplicados podem dar maior proveito para a mesma e permitir que seja mais fácil e eficaz elaborar uma melhor avaliação de desempenho.

Assim, este estudo foi desenvolvido com o intuito de dar algum contributo para os resultados conhecidos na literatura sobre a gestão baseada no valor, nomeadamente através da análise entre a relação entre os indicadores EVA, CVA, MVA e CFROI e a criação de valor obtida pela empresa Corticeira Amorim de forma a permitir uma melhor avaliação da *performance* da empresa e maximizar a criação de valor para os acionistas a longo prazo.

6.2. Limitações da investigação

Quanto a limitações do estudo, é de destacar o cálculo do custo de capital próprio do modelo CAPM devido à dificuldade de obtenção do valor do beta, que pela sua complexidade de cálculo foi necessário recorrer ao valor da cotação da Corticeira Amorim e o valor da cotação do PSI-20, nomeadamente o último valor de cada mês para cada ano. E também, o cálculo do CFROI pela falta de informação da taxa de juro de 2021, tenho sido optado por elaborar a análise desse indicador de 2017 a 2020.

6.3. Sugestões para futuras investigações

Como sugestões futuras, considera-se que pode ser pertinente aumentar o período de análise, bem como a introdução de indicadores tradicionais e outros indicadores de criação de valor de modo a realizar uma melhor comparação da análise do desempenho e do comportamento destes indicadores na empresa, de modo a expandir a dimensão do estudo.

Além disso, também pode ser interessante realizar o mesmo estudo com outras empresas cotadas em bolsa, numa ótica de comparação de resultados de empresas do PSI. Por outro lado, também efetuar o estudo, mas numa empresa não cotada em bolsa e perceber quais as suas diferenças. Por fim, como um complemento ao estudo realizado, seria também pertinente a análise de outras empresas do mesmo setor de modo a identificar os fatores determinantes de valor desse setor.

7. Referências Bibliográficas

- APCOR (2020). *Anuário de cortiça 2020*. Disponível em: https://www.apcor.pt/wp-content/uploads/2021/08/Cork_BoletimEstatistico_APCOR_2020.pdf, consultado a 9 de maio de 2022.
- Arnold, G. & Davies M. (2000). *Value-based Management: Context and Application* (1ª ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Berzakova, V., Bartosova, V. & Kicova, E. (2015). Modification of EVA in Value Based Management. *Procedia Economics and Finance*, 26, 317-324.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de Finanças Corporativas* (10ª ed.) (C. R. Paschoa, Trad.) Brasil: Bookman.
- Bukvic, V. (2016). Value based management with some practical examples in slovenian industries. *Advances in Business-Related Scientific Research Journal*, 7(2), 40-79. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/335919468_Value_Based_Management_With_Some_Practical_Examples_In_Slovenian_Industries
- Cardoso, A. N. (2013). Performance das medidas de desempenho económico e de criação de valor no setor das telecomunicações. (Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em: <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/6716>
- Campos, S. & Costa, R. (2018). Teoria da agência, stewardship e stakeholders: Um ensaio sobre sua relevância no contexto das organizações. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8 (3), 77-91. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/5416>
- Carvalho, I. R. (2008). Gestão baseada no valor. *Revista TOC* 95, 50-59: Gestão, Portugal. Disponível em: https://www.occ.pt/downloads/files/1202986089_50a59_gestao.pdf, consultado a 16 de novembro de 2021.
- Carvalho, B. (2014). *Criação de valor – O Cash Value Added como métrica de avaliação da performance empresarial* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em: <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/4182>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J., (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (3ª ed.). Estados Unidos: John Wiley & Sons, Inc.
- Corporate Finance Institute (2022). Market Value Added (MVA) [Web Site]. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/market-value-added-mva/>, consultado a 30 de abril de 2022.
- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. *Governo Societário: Estatutos, Regulamentos e Políticas*. Disponível em: <https://www.amorim.com/pt/investidores/governo-societario/estatutos-regulamentos-e-pol%C3%ADticas/>, consultado a 26 de maio de 2022.
- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. (2017). *Relatório Anual Consolidado 2017*. Disponível em: https://www.amorim.com/xms/files/v1/Investidores/5_Relatorio_e_Contas/2018CAS_GPSRelatorioAnualConsolidado.pdf

- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. (2018). *Relatório Anual Consolidado 2018*. Disponível em: https://www.amorim.com/xms/files/v1/Investidores/5_Relatorio_e_Contas/2018CASGPSrRelatorioAnual.pdf
- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. (2019). *Relatório Anual Consolidado 2019*. Disponível em: https://www.amorim.com/xms/files/v1/Investidores/5_Relatorio_e_Contas/Amorim_RC_21Mai_web.pdf
- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. (2020). *Relatório Anual Consolidado 2020*. Disponível em: https://www.amorim.com/xms/files/Investidores/Relatorio_Anual/Amorim_Relatorio_Consolidado2020.pdf
- Corticeira Amorim SGPS, S.A. (2021a). *Governo Societário: Modelo de Governo*. Disponível em: <https://www.amorim.com/pt/investidores/governo-societario/modelo-de-governo/>, consultado a 26 de maio de 2022.
- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. (2021b). *Relatório Anual Consolidado 2021*. Disponível em: https://www.amorim.com/xms/files/Investidores/Relatorio_Anual/2_PT_-_Relatorio_Anual_Consolidado.pdf
- Corticeira Amorim SGPS, S.A.. (2021c). *Relatório de Sustentabilidade*. Disponível em: https://www.amorim.com/xms/files/Sustentabilidade/Relatorio_de_Sustentabilidade-Parte_do_RAC_2021-2_PT_-_Relatorio_de_Sustentabilidade.pdf
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática* (2ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Đurišová, M., Tokarčíková, E., Virlanuta, F. O., & Chodasová, Z. (2019). The Corporate Performance Measurement and Its Importance for the Pricing in a Transport Enterprise. *Sustainability (2071-1050)*, 11(21), 6164. Disponível em: <https://b-on.ual.pt:2238/10.3390/su11216164>, consultado a 6 de maio de 2022.
- Drucker, P. (2008). *Management* (Revision Edition). New York: HarperCollins e-books.
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The real key to creating wealth*. John Wiley & Sons, Inc.: New York.
- Faupel, C. (2015). Value-Based Performance Management. *Advances in Management Accounting*, 20, 187-208.
- Galvão, R. M. M. (2017). Avaliação de desempenho com base na criação de valor: Value drivers do EVA – Estudo com empresas cotadas na Euronext Lisbon (Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal). Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19644/1/Disserta%20c3%a7%20c3%a3o-150312007-RGalv%20c3%a3o.pdf>
- Holler, A. (2009). *New Metrics for Value-Based Management: Enhancement of Performance Measurement and Empirical Evidence on Value-Relevance* (1ª ed.). Wiesbaden: Gabler.
- Koller, T. (1994). What is value-based management? *McKinsey Quarterly*, 3, 87–101.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5ª ed.). New Jersey: McKinsey & Company.
- Krauter, E. & Sousa, A. F., (2007). Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: Um Estudo de Caso. *Conference Paper - X Semead - Seminários em Administração*. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/268150563_Medidas_de_Avaliacao_de_D

[Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista Um Estudo de Caso](#)

- Madden, B. J. (1999). *CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm* (1ª ed.). Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Martin, J. D. & Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution* (1ª ed.) Boston: Harvard Business School Press
- Martin, J. D., Petty, J. W., & Wallace, J. S. (2009). *Value Based Management with Corporate Social Responsibility* (2ª ed.). Oxford: University Press.
- Martins, V. M. C. & Teixeira, A. B. S. D. (2015). *A criação de valor e o economic value added: um estudo de caso* (Comunicação, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal). Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/7940>
- Mella, P. & Pellicelli, M. (2008). The Origin of Value Based Management: Five Interpretative Models of an Unavoidable Evolution. *The International Journal of Knowledge Culture and Change Management Annual*, 8(1), 23-32. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/270340685_The_Origin_of_Value_Based_Management_Five_Interpretative_Models_of_an_Unavoidable_Evolution, consultado a 16 de novembro de 2021.
- Neely, A. (2005). The evolution of performance measurement research - developments in the last decade and a research agenda for the next. *International Journal of Operations & Production Management*, 25(12), 1264-1277.
- Neto, A. A. (2014). *Finanças Corporativas e Valor* (7ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Ottosson, E. & Weissenrieder, F. (1996). *Cash Value Added: A new method for measuring financial performance* (Trabalho académico, Department of Economics, Gothenburg University, Gotemburgo). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58436, consultado a 6 de abril de 2022.
- Pellicelli, M. (2020). Creazione di Valore e Value Based Management. *Economia Aziendale Online*, 11(1), 55-68. Disponível em: <http://riviste.paviauniversitypress.it/index.php/ea/article/view/1951>
- Pereira, I. M. R. A. (2014). *A importância da gestão baseada na criação de valor para o acionista (Value-Based Management): o caso do Grupo Galp Energia*. (Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico do Porto, Porto, Portugal). Disponível em: https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/4333/1/DM_IsaurindaPereira_2014.pdf
- Petravičius, T. & Tamošiūniene, R. (2008). Corporate performance and the measures of value added. *Transport*, 23(3), 194-201. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.3846/1648-4142.2008.23.194-201>
- Pike, R. & Neale, B. (1999). *Corporate finance and Investment: Decisions & Strategies* (5ª ed.) London: Prentice Hall Europe.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: the new standard for business performance* (1ª ed.). New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* (2ª ed.). New York: The Free Press.

- Rappaport, A. (2007). *A criação de valor para o acionista: um guia para investidores e gestores* (Edição exclusiva para o Jornal Público). Portugal: Editora Planeta DeAgostini, SA.
- Rodrigues, M. A., Morais, A. I. & Cunha, J. V., (2016). Integrated Reporting: O novo paradigma em Corporate Reporting. *Revista Revisores e Auditores*, 72(Jan-Mar), 34-41. Disponível em: <https://www.oroc.pt/publicacoes/revista/revista/anos-anteriores/2016/>, consultado a 17 de fevereiro de 2022.
- Sarmiento, M. (2014). *Metodologia científica para a elaboração, escrita e apresentação de teses*. Lisboa: Universidade Lusíada Editora.
- Sharma, A. K. & Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200-220. Disponível em: <https://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/5908>
- Stern, J., Shiely, J. & Ross, I. (2001). *The EVA Challenge: implementing value added change in an organization* (1ª ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Teixeira, N. (2016). *Criação de valor: estudo de caso* (Trabalho, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal). Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/11694>
- Titman, S. & Martin, J. D. (2016). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions* (3ª ed.). Boston: Pearson.
- Whitaker, J. K. (1988). Marshall, Alfred. In Newman, P., Eatwell, J. & Milgate, M. (Ed). *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 3 (K to P), 350-363. London: The Macmillan Press.
- Yin, R. K., & Grassi, D. (2005). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (3ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Young, S. D. & O'Byrne, S. F. (2001). *Eva and Value-based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.
- Yusbardini, Y. (2017). Economic Value Added vs Firm Performance. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 1683–1691.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DA POSIÇÃO FINANCEIRA

	2017	2018	2019	2020	2021
ATIVO					
Ativos fixos tangíveis	227.905	259.433	278.600	281.676	283.990
Ativos intangíveis	4.077	7.585	10.852	16.170	17.266
Direitos de uso			6.037	6.241	6.173
Goodwill	9.848	13.987	13.744	13.746	9.843
Ativos biológicos		240		23	62
Propriedades de Investimento	5.678	5.481	5.387	5.403	5.311
Investimentos em associadas e emp. conjuntos	11.006	9.537	22.366	24.046	42.401
Outros ativos financeiros	2.520	1.632	1.550	1.603	1.868
Impostos diferidos	13.146	13.346	14.396	14.672	12.131
Outros devedores		4.844	3.906	3.405	3.238
Ativos não correntes	274.180	316.085	356.838	366.985	382.283
Inventários	359.141	406.090	397.840	364.109	340.167
Clientes	167.604	174.483	165.484	161.360	182.653
Imposto sobre o rendimento	13.297	8.915	11.773	4.838	10.398
Outros devedores		35.704	36.967	35.724	53.697
Outros ativos	38.180	3.103	3.108	2.402	2.489
Caixa e equivalentes	17.005	21.695	22.144	70.266	109.604
Ativos correntes	595.227	649.990	637.316	638.699	699.008
Total do ativo	869.407	966.075	994.154	1.005.684	1.081.291
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital Social	133.000	133.000	133.000	133.000	133.000
Reservas e outras componentes do capital próprio	224.439	255.974	301.515	352.382	388.191
Resultado líquido do exercício	73.027	77.389	74.947	64.326	74.755
Interesses que não controlam	29.524	31.871	30.081	26.948	27.336
Total do capital próprio	459.990	498.234	539.543	576.656	623.282

PASSIVO					
Dívida remunerada	48.094	39.503	59.126	92.192	87.573
Outros empréstimos obtidos e credores diversos	36.774				
Outros passivos financeiros		30.263	23.269	21.436	14.644
Provisões	41.320	43.081	3.777	3.349	3.698
Benefícios pós-emprego		1.621	1.687	2.068	2.184
Impostos diferidos	7.187	7.737	50.370	50.570	51.041
Passivo não corrente	133.375	122.205	138.229	169.615	159.140
Dívida remunerada	61.695	121.200	124.108	88.791	70.103
Fornecedores	157.096	165.008	132.086	110.402	160.825
Outros empréstimos obtidos e credores diversos	55.019				
Outros passivos financeiros		41.039	43.040	41.238	45.883
Outros passivos		16.464	15.235	17.216	17.634
Imposto sobre o rendimento	2.231	1.924	1.911	1.767	4.421
Passivo corrente	276.041	345.635	316.380	259.414	298.866
Total do Passivo	409.416	467.840	454.609	429.029	458.006
Total do Capital Próprio e Passivo	869.406	966.074	994.152	1.005.685	1.081.288

(milhares de euros)

APÊNDICE 2: DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DE RESULTADOS POR NATUREZAS

	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas	701.609	763.117	781.060	740.113	837.820
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-333.030	-408.780	-398.334	-350.210	-410.354
Variação de produção	4.932	32.119	4 652	-13.540	-11.649
Fornecimento e serviços externos	-116.524	-124.140	-124.753	-123.200	-142.554
Gastos com pessoal	-125.630	-134.239	-139.902	-138.054	-146.098
Ajustamentos de imparidade de ativos	-2.290	73	-1.194	645	2.249
Outros rendimentos e ganhos	12.348	11.599	10.046	13.509	11.915
Outros gastos e perdas	-7.822	-5.765	-6.851	-6.752	-6.930
CashFlow operacional corrente (EBITDA corrente)	133.593	133.984	124.724	122.511	134.399
Depreciações/Amortizações	-29.599	-31.279	-35.177	-36.547	-40.735
Resultados operacionais correntes (EBIT corrente)	103.994	102.705	89.547	85.964	93.664
Resultados não recorrentes	-2.913	57	-1.620	-5.816	6.386
Gastos financeiros	-1.471	-3.547	-2.177	-2.368	-1.688
Rendimentos financeiros	191	95	81	227	102
Ganhos (perdas) em associadas e emp. conjuntos	1.039	2.691	5.581	2.105	2.995
Resultados antes de impostos	100.840	102.001	91.412	80.112	101.459
Imposto sobre os resultados	-24.263	-19.393	-11.951	-11.502	-18.422
Resultado líquido	76.577	82.608	79.461	68.610	83.037
Atribuível a:					
Interesses que não controlam	3.551	5.220	4.514	4.285	8.281
Acionistas da Corticeira Amorim	73.026	77.388	74.947	64.325	74.756
Resultado por ação - básico e diluído (euros por ação)	0,549	0,582	0,564	0,484	0,562

(milhares de euros)

APÊNDICE 3: DEMONSTRAÇÃO CONSOLIDADA DOS FLUXOS DE CAIXA

	2017	2018	2019	2020	2021
ATIVIDADES OPERACIONAIS					
Recebimentos de clientes	705.476	767.722	816.503	791.945	878.726
Pagamentos a fornecedores	-539.882	-599.191	-625.717	-591.768	-631.305
Pagamentos a pessoal	-121.914	-136.780	-139.541	-129.535	-141.240
Fluxo gerado pelas operações	43.680	31.751	51.245	70.642	106.181
Pagamento/recebimento do imposto s/ o rendimento	-24.608	-9.854	-13.361	-4.897	-18.545
Outros rec./pag. relativos à atividade operacional	55.778	37.605	48.885	54.336	69.995
Fluxos das Atividades Operacionais	74.850	59.502	86.769	120.081	157.631
ATIVIDADES DE INVESTIMENTO					
Recebimentos provenientes de:					
Ativos fixos tangíveis	1.990	934	1.081	2.873	876
Ativos intangíveis					377
Investimentos financeiros	145	872	2.589	441	44
Outros ativos	576	206	235	552	222
Juros e proveitos relacionados	431	169	369	133	84
Dividendos	500	500	500	350	1.822
Pagamentos provenientes de:					
Ativos fixos tangíveis	-42.758	-53.718	-53.048	-36.621	-36.017
Direitos de uso			-1.816	-2.180	
Investimentos financeiros	-31.421	-14.437	-12.085	-200	-15.514
Ativos intangíveis	-1.508	-3.587	-4.143	-5.890	-5.599
Aquisição Outros Ativos				-16	
Fluxos das Atividades de Investimentos	-72.045	-69.061	-66.318	-40.558	-53.705
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO					
Recebimentos provenientes de:					
Empréstimos obtidos	5.250	35.000	40.000	66.619	22.450
Subsídios de investimento	12.004	2.423	2.682	5.769	5.632
Transações com Interesses que não controlam				143	49
Outros	3.534	3.943	2.931	2.087	2.598

Pagamentos provenientes de:					
Empréstimos obtidos	-24.486	-22.167	-1.127	-68.696	-41.509
Juros e gastos similares	-2.263	-1.657	-1.940	-2.099	-1.588
Loações					-2.772
Transações com Interesses que não controlam			-5.042	-7.068	-5.000
Dividendos	-35.366	-38.355			
Dividendos pagos aos acionistas da Corticeira Amorim			-35.910	-24.605	-35.910
Dividendos pagos aos Interesses que não controlam			-2.182	-1.948	-2.232
Subsídios de Investimento	-995	-2.340	-5.031	-613	-2.403
Outros	-469	-586	-446	-484	-531
Fluxos das Atividades de Financiamento	-42.791	-23.739	-6.065	-30.895	-61.216
Variações de caixa e seus equivalentes	-39.986	-33.298	14.386	48.628	42.710
Efeito das diferenças de câmbio	-3.065	-310	6	-331	42
Variação de perímetro	2.317	216	361	0	0
Caixa e seus equivalentes no início do período	35.384	-5.349	-38.740	-23.988	24.308
Caixa e seus equivalentes no fim do período	-5.349	-38.740	-23.988	24.308	67.060

(milhares de euros)

APÊNDICE 4: CÁLCULO DO BETA

PSI-20	2017		2018		2019		2020		2021	
	Cotação	Variação								
janeiro	4475,03	0,039	5663,44	-0,034	5129,02	0,011	5252,03	-0,093	4794,55	-0,019
fevereiro	4647,90	0,077	5468,21	-0,011	5185,43	0,004	4765,73	-0,146	4702,19	0,048
março	5007,85	0,005	5405,57	0,020	5206,61	0,035	4069,55	0,053	4929,60	0,025
abril	5033,66	0,051	5512,29	-0,008	5390,56	-0,064	4284,18	0,011	5050,69	0,026
maio	5289,98	-0,026	5468,67	0,011	5043,99	0,019	4330,67	0,014	5180,18	-0,028
junho	5152,96	0,007	5528,50	0,017	5137,47	-0,025	4390,25	-0,022	5034,99	-0,002
julho	5189,23	-0,006	5619,80	-0,035	5010,90	-0,025	4295,82	0,001	5026,90	0,078
agosto	5156,67	0,049	5422,58	-0,012	4887,63	0,018	4301,08	-0,054	5417,08	0,008
setembro	5409,58	0,012	5359,23	-0,061	4973,76	0,029	4067,02	-0,030	5460,80	0,050
outubro	5475,67	-0,021	5030,71	-0,023	5119,62	0,002	3945,12	0,167	5732,03	-0,052
novembro	5363,07	0,005	4914,14	-0,037	5127,43	0,017	4604,72	0,064	5433,05	0,025
dezembro	5388,33		4731,47		5214,14		4898,36		5569,48	
Var		0,10%		0,06%		0,08%		0,63%		0,13%

Corticeira AMORIM	2017		2018		2019		2020		2021	
	Cotação	Variação								
janeiro	8,71	0,111	10,34	-0,014	9,75	0,034	10,82	-0,079	11,14	-0,016
fevereiro	9,68	0,033	10,20	0,020	10,08	0,056	9,96	-0,170	10,96	-0,077
março	10,00	0,100	10,40	0,060	10,64	0,009	8,27	0,163	10,12	0,002
abril	11,00	0,102	11,02	0,029	10,74	-0,041	9,62	-0,043	10,14	0,018
maio	12,12	0,061	11,34	-0,011	10,30	-0,012	9,21	0,094	10,32	0,027
junho	12,86	-0,082	11,22	0,007	10,18	-0,044	10,08	-0,021	10,60	-0,009
julho	11,80	-0,031	11,30	0,018	9,73	-0,060	9,87	0,019	10,50	0,107
agosto	11,44	0,038	11,50	0,000	9,15	0,090	10,06	0,044	11,62	0,019
setembro	11,87	0,008	11,50	-0,157	9,97	-0,032	10,50	-0,061	11,84	0,019
outubro	11,97	-0,026	9,70	-0,036	9,65	0,130	9,86	0,034	12,06	-0,078
novembro	11,66	-0,117	9,35	-0,037	10,90	0,037	10,20	0,137	11,12	0,014
dezembro	10,30		9,00		11,30		11,60		11,28	
Var		0,52%		0,28%		0,33%		0,89%		0,23%
Cov		0,08%		0,10%		0,06%		0,51%		0,09%
beta		0,1575		0,3342		0,1940		0,5775		0,3823

APÊNDICE 5: FUNDO DE MANEIO NECESSÁRIO.

	2017	2018	2019	2020
Ativo Corrente	595.227	649.990	637.316	638.699
Passivo Corrente	276.041	345.635	316.380	259.414
Fundo de Maneio	319.186	304.355	320.936	379.285
Inventários	359.141	406.090	397.840	364.109
Clientes	167.604	174.483	165.484	161.360
Caixa e equivalentes	17.005	21.695	22.144	70.266
Ativo Circulante	543.750	602.268	585.468	632.424
Dívida remunerada	61.695	121.200	124.108	88.791
Fornecedores	157.096	165.008	132.086	110.402
Outros empréstimos obtidos e credores diversos	55.019	57.503	58.275	58.454
Impostos	2.231	1.924	1.911	1.767
Passivo Circulante	276.041	345.635	316.380	259.414
Necessidade Fundo de Maneio	267.709	256.633	269.088	336.321
Tesouraria	51.477	47.722	51.848	42.964

(milhares de euros)