

Avaliação do desempenho financeiro e a criação de valor – uma visão integrada

Autores:

Nuno Teixeira (nuno.teixeira@esce.ips.pt)

Neide Jorge (neide.meco15@gmail.com)

Área temática:

Controlo de Gestão no setor público / setor privado

Palavras-Chave:

Avaliação do desempenho financeiro, criação de valor, construção e reparação naval.

Metodologia de investigação:

Estudo de caso

Abstract

The objective of this research is to demonstrate the relationship between the traditional indicators for evaluating financial performance and indicators that measure the creation of value, showing that an integrated analysis of the two perspectives allows for a better explanation of the origin of the value created by the business. To this end, we did a case study of Lisnave, SA which is one of the main competitors of the national shipbuilding and repair industry.

The study allowed to develop a monitoring model of value creating of the company, and concluded that during the years studied (2008 to 2012) the main determinants of the ability to create value of Lisnave business, were the decrease in activity volume, the increase in working capital and the most expensive financing through equity. Thus, it is believed that the model developed in the context of this research can be an important tool in the control of management of enterprises, because that helps to determine the sources of value creation.

Key-words: financial performance evaluation, value creation, shipbuilding and repair industry.

Introdução

Embora a avaliação do desempenho financeiro não seja um tema recente, nos últimos anos foi desenvolvida a lógica da criação de valor que tem em consideração a capacidade das empresas para criarem uma rentabilidade superior ao custo do capital utilizado para financiar a atividade. Porém, verifica-se que ao nível da diferente bibliografia, estudos empíricos e trabalhos empresariais, existe uma dificuldade na relação entre a avaliação tradicional do desempenho financeiro e os indicadores de criação de valor, parecendo que são duas realidades completamente distintas e que dificilmente podem ser integradas.

Sendo assim, este trabalho de investigação tem como grande objetivo demonstrar a relação entre os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro e os indicadores que medem a criação de valor, evidenciando que uma análise integrada das duas perspetivas permite uma melhor explicação da origem do valor criado pelo negócio. Para tal, foi realizado um estudo de caso sobre a empresa Lisnave, SA que é um dos principais competidores do setor nacional da construção e reparação naval.

Assim, para além dos pontos relativos ao enquadramento teórico e à metodologia de investigação, contempla ainda a análise e discussão dos resultados da investigação, que engloba as seguintes etapas de trabalho:

- Estudar em primeiro lugar, os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro;
- Determinar a capacidade de criação de valor financeiro, tendo como referência os indicadores apresentados no âmbito da lógica de criação de valor;
- Evidenciar as relações existentes entre ambas as perspetivas de avaliação do desempenho financeiro, determinando os fatores que condicionaram positivamente e negativamente a criação de valor.

1. Enquadramento teórico

1.1. A análise tradicional do desempenho financeiro histórico

A avaliação do desempenho financeiro histórico de empresas, é feita normalmente com base em vários indicadores e rácios financeiros e, assenta tradicionalmente, na informação que advém de demonstrações financeiras, como o Balanço, a Demonstração de Resultados e a Demonstração de Fluxos de Caixa (Teixeira, 2008a).

O Balanço permite-nos analisar a situação patrimonial de uma empresa num determinado momento. Já a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) fornece-nos informação sobre a evolução dos meios financeiros líquidos - *cash-flow*, enquanto a Demonstração de Resultados (DR) permite avaliar a criação de riqueza potencial através dos resultados gerados pela empresa, identificando se esta gerou lucro ou prejuízo num determinado período em análise (Neves, 2012).

Figura 1: Relação entre as três demonstrações financeiras

Balanço Resumido			
Ativos		Fontes de Financiamento	
Ativos não correntes		Capitais Próprios	←
Inventários		Passivo:	
Dívidas de terceiros		Passivo não corrente	
Meios financeiros líquidos	←	Passivo corrente	
Total de ativos		Total de fontes de financiamento	

Demonstração de Fluxos de Caixa

Demonstração de Resultados

Deste modo, verifica-se que as demonstrações financeiras estão interligadas, contribuindo a demonstração de fluxos de caixa para se compreender melhor as entradas e saídas monetárias e a formação do saldo dos meios financeiros líquidos, enquanto a demonstração de resultados permite-nos caracterizar a formação dos resultados e o seu impacto no património da empresa. Assim, é com base nestas demonstrações financeiras, que são calculados os indicadores que pretendem dar uma visão sobre o desempenho financeiro das empresas, podendo assim, ser de natureza económica, financeira e monetária, considerando a demonstração que os origina, ou seja, demonstração de resultados, balanço e demonstração de fluxos de caixa, respetivamente. No que diz respeito à análise económica, verifica a capacidade do negócio para gerar excedentes, capazes de cobrir os gastos e remunerar os investimentos decorrentes da atividade (Menezes, 2010). Assim, são calculados indicadores que pretendem verificar a viabilidade económica do negócio e a capacidade de autofinanciamento da atividade (por exemplo, a taxa de crescimento do volume de negócios e os meios libertos pela atividade), o risco do negócio, que verifica a capacidade para cobrir os custos decorrentes da atividade normal, considerando a estrutura de gastos variáveis e fixos e engloba os indicadores associados à teoria do custo-volume-resultado, a rentabilidade, que verifica a capacidade da empresa para remunerar os capitais investidos na atividade (por exemplo o *return on investment* – ROI e a rentabilidade dos capitais próprios) e o contributo económico, que permite verificar a capacidade do negócio em gerar margem e para criar valor para a economia nacional (valor acrescentado bruto – VAB).

A análise financeira preocupa-se essencialmente em estudar a saúde financeira da empresa, tanto a curto como a médio e longo prazo, permitindo observar a sua situação de tesouraria e a sua estrutura de capitais. Por outras palavras, permite verificar o equilíbrio financeiro da atividade, bem como a capacidade da empresa para cumprir as suas obrigações para com terceiros (Teixeira, 2008b). A interligação com a análise económica existe, através da capacidade de autofinanciamento, pois quanto mais excedentes financeiros a atividade libertar, maior é a probabilidade da empresa ser saudável financeiramente em virtude, de deter mais recursos próprios (Teixeira, 2008b).

A análise da tesouraria baseia-se em, indicadores como o fundo de maneo, as necessidades de fundo de maneo e de funcionamento, como os prazos médios de pagamento, de recebimento e de *stocks* de inventários, que permitem estudar a duração do ciclo de exploração (Teixeira, 2008b). A sustentabilidade financeira da empresa, isto é, a capacidade do seu património financiar a atividade e responder perante as obrigações a terceiros, está relacionada com a autonomia financeira e a solvabilidade e com os indicadores que caracterizam, em termos de

prazos, a estrutura do financiamento alheio. Finalmente, ainda no âmbito da análise da estrutura de capitais, são importantes os indicadores cobertura dos encargos financeiros e o período de recuperação da dívida, que permitem aferir a capacidade de endividamento em função dos excedentes criados pela atividade.

Contudo, tal como anteriormente referido, a avaliação do desempenho financeiro histórico não ficaria completa sem a análise monetária, uma vez que esta permite-nos observar mais pormenorizadamente a formação dos meios financeiros líquidos, a situação de tesouraria e, conseqüentemente, a composição da estrutura financeira da empresa. De acordo com Neves (2012), podem-se definir as seguintes tipologias de indicadores:

- Rácios de Cobertura: permitem mostrar a capacidade dos fluxos libertados pelo negócio para cobrir investimentos, compromissos com os financiadores e para distribuir lucros pelos proprietários;
- Rácios de Qualidade dos Fluxos: permitem realizar a comparação entre os resultados económicos e os fluxos monetários realmente gerados;
- Rácios de Rendibilidade Financeira: evidenciam a rendibilidade da atividade e dos detentores do capital, considerando os fluxos monetários efetivamente libertados nos períodos analisados.

1.2. A análise do desempenho financeiro histórico com base na criação de valor

A avaliação da criação de valor pode ser feita dividindo os indicadores em três grupos distintos, sendo estes, de resultados, de rendibilidade e de fluxos de caixa (Teixeira *et al*, 2012). Começando pelos indicadores de resultados, têm em consideração os resultados criados na atividade face ao custo associado ao investimento necessário. Fazem parte destes indicadores o *Economic Value Added* (EVA) e o *Cash Value Added* (CVA), que tentam medir a capacidade das empresas para gerarem lucros supranormais.

O EVA é uma medida de avaliação do desempenho financeiro da empresa, que procura medir o valor criado pela gestão. Esse valor é criado sempre que o negócio consiga gerar um resultado superior ao custo do capital. É determinado pela diferença entre os resultados operacionais líquidos de imposto (ROLI) e o montante de resultados exigidos pelos proprietários e pelos credores (Neves, 2012).

$$\text{EVA} = \text{ROLI} - \text{investimento} \times \text{custo do capital}$$

O CVA é um indicador que permite avaliar o desempenho financeiro de uma organização, tentando combinar as vantagens das medidas baseadas nos lucros supranormais com o conceito de fluxos de caixa (Young e O’Byrne, 2001). Segundo Neves (2012) a fórmula de cálculo do CVA é idêntica à do EVA, a diferença reside na substituição dos Resultados Operacionais Líquidos de Imposto (ROLI) pelos Meios Operacionais Líquidos de Impostos (MOLI – resultados operacionais líquidos de impostos acrescidos dos custos não desembolsáveis). De salientar que, este indicador inclui os custos não desembolsáveis como resultados do período, uma vez que, representam custos aceites fiscalmente, mas que não exigem qualquer saída monetária da empresa, o que significa que são rendimentos que contribuem para a criação de autofinanciamento que devem ser considerados na capacidade de libertação de excedentes do negócio.

$$\begin{array}{c} \text{CVA} = \text{MOLI} - \text{investimento} \times \text{custo do capital} \\ \text{ou} \\ \text{CVA} = \text{EVA} + \text{custos não desembolsáveis} - \text{investimento} \times \text{custo do capital} \end{array}$$

No que diz respeito, aos indicadores de criação de valor com base na rentabilidade destacam-se a Rentabilidade Supranormal (RS) e o *Cash Flow Return On Investment* (CFROI).

A RS tem por base a comparação da rentabilidade gerada com o custo do capital do investimento realizado, partindo na prática, dos mesmos princípios que o EVA (Teixeira, 2008a). A rentabilidade gerada é representada pelo ROI, uma vez que observa a relação entre os resultados criados pela atividade com o investimento necessário.

$$\text{RS} = (\text{ROI} - \text{custo do capital}) \times \text{investimento}$$

Deste modo, através da análise da fórmula, pode-se concluir que existe criação de valor se a rentabilidade criada for superior ao custo do capital. Esta margem obtida, multiplicada pelo montante do investimento evidencia-nos a capacidade de criação de valor em unidades monetárias, devendo ter um resultado idêntico ao EVA (Teixeira, 2013).

Quanto ao CFROI, surgiu como alternativa ao ROI e foi criado pela CSFB-Holt Value Associats (Neves, 2011). Porém, é o indicador mais difícil de operacionalizar e tem como objetivo a determinação de uma taxa interna de rentabilidade (TIR) que tem em consideração o valor atual do investimento (ativos não correntes e necessidades de fundo de maneio existentes, associados ao negócios), a vida útil deste e os meios libertos operacionais líquidos de impostos gerados no ano, sendo estes tidos como referência para os exercícios seguintes.

Para além destes procedimentos os valores deverão ser calculados a preços correntes e no último ano considera-se o valor residual dos ativos existentes para determinação da TIR do período de tempo analisado (Neves, 2012). Na prática a fórmula de cálculo é a seguinte:

$$CFROI = -AEPC + \frac{MLOLIPC}{1+TIR} + \dots + \frac{MLOLIPC}{(1+TIR)^n} + \frac{VR}{(1+TIR)^n}$$

Legenda:

AEPC – Ativo económico a preços correntes; MLOLIPC – Meios libertos operacionais líquidos de impostos a preços correntes; VR – Valor residual

Deste modo, pretende verificar a rentabilidade que os investimentos poderiam proporcionar, tendo em consideração a capacidade atual da atividade para gerar excedentes financeiros ao longo da vida esperada dos ativos existentes.

No que diz respeito, aos fluxos de caixa são um poderoso instrumento de planeamento e controlo financeiro, uma vez que permitem aos investidores observarem a real capacidade dos negócios para criarem *cash-flows* nos períodos e não são influenciados por critérios de registos contabilísticos, como são os casos de amortizações e depreciações e imparidades, que influenciam o nível de excedentes criados, quando estes são medidos através dos resultados ou dos meios libertos. Deste modo, permitem uma visão clara sobre a situação de tesouraria das empresas, representando os fluxos monetários reais de um investimento ou organização e são calculados pela diferença entre todas as entradas e saídas de fundos.

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) ilustra o excedente gerado pelo negócio de uma organização após cobrir os investimentos em ativos não correntes e as necessidades de fundo de maneo, necessárias para o seu funcionamento, sem ter em consideração a forma de financiamento selecionada (Neves, 2012). Sendo assim, o FCO é determinado da seguinte forma:

$$FCO = RO \times (1 - t) + A + P - \Delta NFM - I$$

Legenda:

RO – Resultado Operacional; t – Taxa de imposto; A – Amortizações e depreciações e do exercício; P – Provisões e imparidades do exercício; ΔNFM – Variação das necessidades de fundo de maneo de exploração; I – Investimento em capital fixo (exploração)

Finalmente, para se medir a capacidade de criação de valor, é essencial ter em conta o custo do capital investido, isto é, a remuneração exigida pelos investidores. Assim, Neves (2011) recomenda a utilização dos indicadores Valor Económico Criado (VEC) e Taxa Interna de Rentabilidade Efetiva (TIRE), que são indicadores baseados nos fluxos de caixa históricos. O seu cálculo baseia-se na capitalização dos diversos fluxos de caixa operacionais para o final

do último ano em análise, verificando a rentabilidade gerada ao longo da implementação dos investimentos que anteriormente foram projetados.

O VEC e TIRE podem ser calculados da seguinte forma:

$$\text{VEC} = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{custo capital})^{(n-2)} + \dots + \text{FCO}_n$$
$$0 = \text{FCO}_1 \times (1 + \text{TIRE})^{(n-1)} + \text{FCO}_2 \times (1 + \text{TIRE})^{(n-2)} + \dots + \text{FCO}_n$$

Concluindo, pode-se verificar que todos os indicadores de criação de valor, embora partindo de bases diferentes (resultados, rentabilidade e fluxos de caixa), têm sempre o objetivo de verificar se o negócio foi capaz de gerar uma remuneração superior ao custo do capital exigido pelos diferentes investidores, proprietários e instituições financeiras. Nesse sentido, irá ser abordado de seguida o conceito do custo do capital.

O conceito de "custo de capital" é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, tendo em conta o risco do negócio. Em particular, ao nível das empresas, o conceito de custo do capital prende-se com as decisões dos investidores sobre os ativos em que investir e a forma como os financiar, tendo presente a maximização do valor da organização (Neves, 2002).

A atividade das empresas pode ser essencialmente financiada através de capitais alheios e de capitais próprios, estando associado a ambos um custo específico, que varia em função do risco incorrido pelos diferentes investidores (normalmente os proprietários exigem uma remuneração superior, em virtude de, para além de terem uma maior preocupação com a gestão do negócio, no caso de falência da empresa só têm acesso ao património existente após serem cumpridas as obrigações com terceiros). É com base nesta ideia, de que existem custos diferentes para as várias fontes de financiamento, que surgiu o conceito de custo médio ponderado do capital, mais conhecido pela sua designação em inglês, o WACC - *weight average cost of capital*. A sua fórmula de cálculo é a seguinte (Teixeira, 2008a):

$$\text{WACC} = (\text{CP} / \text{A}) \times \text{Ke} + (\text{P} / \text{A}) \times \text{Kd} \times (1 - t)$$

Legenda:

CP-» Capital Próprio; A-» Ativo Líquido; Ke-» Custo do Capital Próprio; P-» Passivo; Kd-» Custo do Capital Alheio; t-» Taxa efetiva de imposto sobre o rendimento.

O WACC é constituído pela soma dos custos dos capitais próprios e dos passivos, devidamente ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo líquido. Deste modo, pretende-se que os gestores tenham em atenção as fontes de financiamento mais baratas,

tornando menor o custo do capital necessário para financiar a atividade. Assim, ao diminuírem o valor do WACC contribuem igualmente para a criação de valor porque, reduzem o custo do investimento e em simultâneo aumentam o valor dos excedentes financeiros criados (Teixeira *et al.* 2012).

Quanto ao custo das fontes de financiamento alheias remuneradas, é apurado frequentemente pelas taxas de juro contratadas junto das instituições financeiras, ou através da relação entre os gastos financeiros do período e o passivo remunerado no final do exercício anterior (Neves, 2012).

No que diz respeito ao custo do capital próprio, no caso das empresas cotadas em bolsa, é representado pela rendibilidade esperada, determinada através do *Capital Asset Price Model* (CAPM) que mede a remuneração a exigir pelos proprietários tendo por base a rendibilidade do mercado e o risco associado aos títulos; nos outros casos, poderá ser calculado, tendo por referência a rendibilidade média dos capitais próprios do setor de atividade ou, pela adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa (Neves, 2012).

2. Metodologia de investigação

Considerando que o objetivo principal deste trabalho de investigação é o estudo das relações entre os indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro e os indicadores de criação de valor, optou-se pela metodologia de investigação denominada de estudo de caso.

Para a realização do estudo de caso, escolheu-se a empresa Lisnave, Estaleiros Navais, SA, que é o maior competidor do setor de construção e reparação naval português, sendo esta uma das indústrias nacionais que apresenta maior potencial para crescer, em especial ao nível das exportações de elevado valor acrescentado para os mercados emergentes.

O período em análise corresponde a 5 anos, incluindo os exercícios económicos de 2008 a 2012. Assim, pretende-se evitar eventuais enviesamentos nas demonstrações, decorrentes de situações de carácter extraordinário que possam ter ocorrido num determinado exercício.

Quanto à avaliação do desempenho financeiro tradicional, irão ser determinados os indicadores económicos, financeiros e monetários referidos no enquadramento teórico.

No que diz respeito ao indicador a utilizar para medir a criação de valor financeiro, a opção irá recair na Rendibilidade Supranormal. De acordo com Teixeira e Amaro (2013), desde que sejam utilizados os mesmos princípios financeiros, todos os indicadores apresentados, com exceção do CVA e do CFROI, apresentam os mesmos resultados. Porém, tanto o EVA como a RS apresentam a vantagem de se poder medir facilmente a criação de valor em cada exercício, ao contrário do VEC que é mais operacionalizável através da análise de vários

exercícios económicos. Quanto ao CVA, não foi selecionado, porque na nossa opinião a atividade deve ser capaz de gerar rendibilidade capaz, inclusivamente de cobrir os custos não desembolsáveis que, embora não exijam saídas monetárias, representam desvalorizações do património das empresas. Finalmente, também não se optou pelo CFROI, por ser o indicador mais difícil de calcular e parte de pressupostos que não reúnem o consenso por parte dos investigadores (por exemplo, o facto de considerar que os excedentes criados no ano onde se inicia a análise, irão ser os mesmos ao longo dos exercícios em estudo é no mínimo discutível). Finalmente, a escolha recaiu sobre a RS e não sobre o EVA, porque o seu cálculo assenta num indicador já muito trabalhado, ou seja, o ROI o que facilita a interligação entre a criação de valor e a análise financeira tradicional.

Assim, o cálculo da RS, é feito em função da diferença entre o ROI (rendibilidade gerada) e o custo do capital investido, que depois é multiplicada pelo volume de investimento total na atividade.

Nesse sentido, quando se pretende avaliar a capacidade global da atividade para criar excedentes capazes de rentabilizar o investimento total, a fórmula de cálculo tradicional do ROI (resultado operacional / ativo líquido) deve sofrer alguns ajustamentos, obtendo-se um indicador que muitos investigadores denominam de ROIC – *Return on invested capital* (Teixeira, 2008a e Neves, 2011).

Nesse sentido, no numerador, devem ser considerados para além dos resultados operacionais, os rendimentos resultantes de aplicações de capital, pois estes são resultado de excedentes de tesouraria provenientes na generalidade dos casos da atividade operacional (Teixeira, 2008a e Neves, 2011). Para além disso, é essencial ter em referência o efeito fiscal, pois parte dos resultados obtidos na prática pertencem ao estado (Teixeira, 2008a). Salienta-se ainda que, não devem ser considerados os gastos financeiros e respetivas poupanças fiscais, pois pretende-se medir a capacidade da atividade para gerar excedentes e estas rubricas têm origem nas decisões de financiamento (Teixeira, 2008a). Deste modo, determinam-se os Resultados Líquidos Sem Alavanca Financeira (RLSAF), que são calculados através da seguinte fórmula (Teixeira, 2008a e Neves, 2011):

$$\text{RLSAF} = (\text{RO} + \text{RENDF}) \times (1 - t)$$

Legenda:

RLSAF – Resultados líquidos sem alavanca financeira; RO – Resultados operacionais; RENDF – Rendimentos financeiros; t – Taxa efetiva de imposto.

No denominador, o ativo líquido é substituído pelo investimento total, porque no ciclo de exploração os créditos obtidos junto dos fornecedores e outros credores, financiam parte do seu valor, diminuindo as necessidades financeiras (Teixeira, 2008a e Neves, 2011). Como tal, a rubrica de investimento total, contempla os valores dos bens e direitos onde o capital se encontra investido, corrigidos dos passivos não remunerados negociados pela empresa no decorrer da sua atividade (Teixeira, 2008a)

Assim, o investimento total inclui os ativos não correntes, as necessidades de fundo de maneo de exploração e necessidades de fundo de maneo extraexploração, estando excluídos apenas os passivos remunerados, como empréstimos bancários e *leasings*, que são créditos relativos à decisão de financiamento, igualmente não considerada nos resultados determinados no numerador (Teixeira, 2008a):

Quadro 1: Cálculo do Investimento Total

Ajustamento para o cálculo do Investimento Total
Ativos Fixos (1)
+ Necessidades Cíclicas
- Recursos Cíclicos
= Necessidades de Fundo de Maneio de Exploração (2)
+ Necessidades Financeiras de Extraexploração
- Recursos Financeiros de Extraexploração
= Necessidades Financeiras de Extraexploração (3)
Investimento Total (1+2+3)

Fonte: Teixeira (2008a)

Concluindo, o ROIC é determinado da seguinte forma:

$$\text{ROIC} = \text{RLSAF} / \text{Investimento total}$$

Esta forma de apresentação da informação financeira permite separar claramente o investimento, dos capitais próprios e do passivo remunerado, dando duas imagens complementares sobre o negócio: o montante de investimento necessário para o desenvolvimento da atividade e a estrutura das fontes de financiamento utilizadas, o que facilita o cálculo do custo médio ponderado do capital investido. Para uma mais fácil ilustração desta visão sobre a realidade financeira da empresa irá ser utilizado o balanço funcional na ótica da rendibilidade (Teixeira, 2008a).

Quadro 2: Balanço Funcional ótica da rendibilidade

Rubricas	Valor
Ativos Fixos Ajustados	
NFM Exploração	
- Necessidades Cíclicas	
- Recursos Cíclicos	
NFM Extra-exploração	
- Tesouraria Ativa	
- Tesouraria Passiva	
Total de Investimento	
Capitais Próprios	
Passivo Financeiro	
Total de Financiamentos	

Fonte: Teixeira, 2008a

Relativamente ao custo do capital investido irá ser determinado através do WACC. Para além do peso de cada tipologia de financiamento utilizado (capitais próprios ou alheios) que pode ser obtido através do quadro acima apresentado, era importante definir a taxa efetiva de imposto (TEI) sobre o rendimento e o custo dos capitais próprios e alheios. A TEI foi calculada pela relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas presente na demonstração de resultados de cada exercício e o valor dos resultados antes de impostos; o custo do capital próprio foi definido através da rendibilidade dos capitais próprios média do 3º quartil do setor (é constituído pelas entidades que representam os 25% de melhores resultados ao nível da rendibilidade), em virtude de que a empresa é líder de mercado em Portugal; o custo do capital alheio, foi determinado tendo como referência a relação entre os gastos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo financeiro (Neves, 2011).

Finalmente, para se determinar uma relação entre a avaliação tradicional do desempenho financeiro e a lógica da criação de valor, irão desagregar-se os diversos fatores associados à explicação da rendibilidade e do custo do capital, relacionando, em simultâneo, os diversos indicadores económicos, financeiros e monetários. Para melhor se perceber a metodologia que se pretende colocar em prática, apresenta-se a seguir uma figura, que resume o trabalho a desenvolver.

Assim, pode-se constatar que a criação de valor é condicionada por um lado, pela rentabilidade criada e por outro, pelo custo do capital investido na atividade. Por sua vez, a rentabilidade é função de duas áreas muito importantes: a capacidade de gerar resultados e a capacidade para gerir os investimentos.

A capacidade para gerar resultados, é função da dinâmica comercial da empresa para aumentar a sua quota de mercado (ritmo de crescimento dos rendimentos operacionais) e, em simultâneo, da eficiência a gerir os recursos internos de forma, a garantir a viabilidade económica do negócio que pode ser medida através dos meios libertos brutos e da rentabilidade operacional. O nível de gastos operacionais torna-se muito importante para se perceber a evolução da viabilidade do negócio, sendo os indicadores ponto crítico e margem de segurança muito importantes para aferir o nível de risco dos rendimentos não serem capazes de cobrir os custos relativos à atividade. Para além disso, é importante analisar o comportamento dos custos variáveis e fixos, de modo a observar-se o seu contributo para a definição dos resultados. Tal, pode ser efetuado através dos indicadores coeficiente de absorção dos custos variáveis e grau económico de alavanca. Finalmente, a relação entre os rendimentos operacionais e os custos variáveis permite-nos verificar a capacidade da empresa para criar valor acrescentado face aos bens e serviços adquiridos, o que nos dá uma visão da sua capacidade competitiva, ou seja, se apresenta uma oferta mais ou menos diferenciada.

A capacidade de gerir os investimentos também está dependente do ritmo de crescimento dos rendimentos operacionais, uma vez que quanto maiores forem, mais *outputs* são gerados por cada ativo que a empresa possui, sendo esta lógica fundamental para a rentabilização dos investimentos. Em simultâneo, a política comercial definida também é extremamente importante, uma vez que prazos de recebimento e de rotação de *stocks* elevados aumentam o ciclo de exploração e as necessidades financeiras (necessidades de fundo de maneo) da atividade. Finalmente, a empresa deve também ter especial cuidado na gestão das necessidades de fundo de maneo extra-exploração, visto que não sendo ativos da atividade principal não deverão pressionar a tesouraria, e com a avaliação dos investimentos em ativos não correntes, devendo estes apresentar capacidade para gerarem rendimentos suficientes para cobrirem os seus custos e remunerarem os investidores ao custo de capital exigido.

Quanto ao custo do capital exigido, este é condicionado pelo custo do capital alheio e do capital próprio, estando ambos associados ao peso que possuem nas fontes de financiamento e à remuneração exigida por cada um dos investidores (instituições financeiras ou proprietários).

Relativamente ao custo do capital alheio, para se medir o peso do passivo na atividade, podem ser usados os indicadores solvabilidade, nível de endividamento e períodos de recuperação da dívida, sendo este último igualmente condicionado pela capacidade de autofinanciamento do negócio (meios libertos líquidos retidos). Para além disso, a fim de observar-se a pressão potencial sobre a tesouraria, pode-se ainda caracterizar o passivo em médio e longo prazo e em curto prazo. No que diz respeito à remuneração exigida pelas instituições financeiras, o indicador cobertura dos encargos financeiros, permite-nos identificar o nível de risco dos custos dos financiamentos proporcionarem resultados negativos. Em relação ao custo do capital próprio, é importante aferir o peso do património no financiamento da atividade, o que pode ser feito através do indicador autonomia financeira, e observar a capacidade de autofinanciamento criada através de resultados, pelo cálculo dos meios libertos líquidos retidos. Quanto à remuneração exigida pelos proprietários é importante, aferir a rendibilidade líquida dos rendimentos gerados, dando-nos uma ideia da margem global da atividade, e sobretudo, a rendibilidade dos capitais próprios que permite verificar se a remuneração do património está a ir no caminho que os proprietários pretendem.

Fazendo a interligação entre a decisão de financiamento e a capacidade de gestão dos investimentos, podem-se comparar os indicadores fundo de maneio (que está dependente do nível de capitais próprios obtidos ao longo da história da empresa, do peso dos passivos de médio e longo prazo negociados e dos investimentos realizados em ativos não correntes) e necessidades de fundo de maneio (que nos dá uma visão das necessidades financeiras decorrentes do ciclo normal de exploração), calculando um terceiro indicador denominado de tesouraria líquida, que nos dá uma visão global da tesouraria da atividade da empresa.

Por último, a tracejado apresentam-se as ligações que originam os fluxos de caixa do negócio e da atividade global. Os fluxos de caixa do negócio, são condicionados positivamente pelos meios libertos brutos e negativamente, pelas necessidades de fundo maneio, evidenciando a capacidade da atividade de exploração para contribuir positivamente para a situação de tesouraria. Os fluxos de caixa da atividade global, para além dos *cash-flows* decorrentes do negócio, são ainda condicionados negativamente pelos investimentos em ativos não correntes e em necessidades de fundo de maneio extra-exploração, pelos reembolsos da dívida e pagamentos dos custos de financiamento, distribuição de lucros e impostos sobre o rendimento (estas três últimas rubricas estão contempladas nos meios libertos líquidos retidos); positivamente pela entrada de fundos provenientes da negociação de financiamentos e pelos fluxos decorrentes de aplicações de capitais, igualmente incluídos nos meios libertos líquidos retidos.

3. Análise e discussão dos resultados de investigação

3.1. Evolução do desempenho financeiro da Lisnave durante o período 2008 - 2012

Neste ponto, irá ser evidenciada a evolução económica, financeira e monetária da Lisnave durante os 5 anos estudados, sendo apresentados os indicadores para cada perspetiva de análise. De seguida, apresentamos um quadro com os indicadores económicos da Lisnave para o período de 2008 a 2012.

Quadro 3: Indicadores económicos no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Capacidade de gerar excedentes					
Taxa de crescimento dos Rend. OP.	22,72%	-22,05%	-14,15%	-21,19%	1,97%
Meios Libertos Brutos	24.111.130,77 €	22.206.586,61 €	18.379.223,55 €	11.189.612,91 €	9.747.694,51 €
Meios Libertos Líquidos	18.295.863,72 €	16.027.591,80 €	12.905.133,75 €	8.193.880,73 €	6.884.094,95 €
Meios Libertos Líquidos Retidos	6.295.863,72 €	4.027.591,80 €	2.405.133,75 €	4.193.880,73 €	2.884.094,95 €
Risco do Negócio					
Ponto Crítico	81.031.956,51	70.066.984,60	51.426.950,35	57.585.003,28	58.215.136,11
Margem de Segurança	96%	77%	107%	45%	47%
Margem Bruta	43.186.406,97	42.253.927,60	33.818.018,54	26.309.827,13	24.684.793,25
Coefficiente de Absorção de CV	27,21%	34,15%	31,84%	31,43%	28,92%
Grau Económico de Alavanca	2,04	2,31	1,94	3,20	3,15
Rendibilidade					
Rendibilidade operacional	13,32%	14,81%	16,42%	9,81%	9,20%
Rendibilidade líquida	9,65%	9,82%	11,27%	6,23%	5,84%
ROI	22,88%	26,95%	24,08%	14,30%	12,55%
RCP	43,75%	34,17%	33,70%	17,25%	15,97%
Contributo Económico					
VAB	43.186.406,97	42.253.927,60	33.818.018,54	26.309.827,13	24.684.793,25
VAB /colaborador	137.975,74	134.996,57	108.044,79	84.056,96	78.865,15
VAB / rendimentos operacionais	27,21%	34,15%	31,84%	31,43%	28,92%

Relativamente aos indicadores de avaliação do desempenho económico, verifica-se que embora em 2008 a empresa revele uma boa dinâmica comercial, em virtude de ter uma taxa de crescimento dos rendimentos operacionais na ordem dos 23%, nos anos seguintes houve uma quebra acentuada da atividade que se refletiu num valor do volume de negócios próximo de 50% do montante obtido no primeiro exercício. Assim, não admira que os meios libertos tenham diminuído ao longo dos anos analisados, condicionando a viabilidade económica e a própria capacidade de autofinanciamento (esta última ainda foi mais afetada por via da distribuição periódica de dividendos). No entanto, a empresa ainda apresenta em 2012 um valor de cerca de 3 milhões de meios libertos líquidos retidos, o que significa que, mesmo considerando o impacto negativo que a crise mundial teve no setor, a atividade ainda consegue gerar elevados excedentes potenciais para financiar os investimentos necessários ao funcionamento do negócio.

Deste modo, não surpreende que a empresa apresente no ano de 2012 um maior risco do negócio face a 2008, refletido numa margem de segurança inferior face ao ponto crítico. O comportamento dos custos variáveis foi muito similar ao longo dos anos e, portanto, significa que foi a diminuição do efeito escala, pelo menor volume de atividade, que incrementou o risco do negócio, aumentando a possibilidade de não cobertura dos encargos fixos. Porém, o grau económico de alavanca de 3,15 indica-nos que essa hipótese é muito remota.

Quanto à rentabilidade, seja qual for a perspetiva em análise (dos rendimentos operacionais, do investimento ou dos capitais próprios), também diminuiu ao longo dos anos analisados, derivado da menor escala da atividade, sendo de salientar a perda de valor para os acionistas na medida em que em 2008 detinham uma rentabilidade de cerca de 44%, enquanto em 2012 esse valor está na ordem dos 16%.

No que diz respeito, ao valor acrescentado gerado ao longo do período estudado, observamos que também houve uma diminuição fruto do menor volume de atividade. Face à empresa manter uma estrutura de custos semelhante ao longo dos anos, verifica-se que o VAB também diminuiu por colaborador. Porém, é curioso de verificar que o VAB criado face aos rendimentos operacionais manteve valores idênticos. Tal significa que, a empresa continua a manter uma posição competitiva forte e que não foi obrigada a descer muito os seus preços de venda para conseguir garantir o volume de clientes necessário para cobrir os custos da atividade.

Ao nível financeiro, apresentam-se de seguida os principais indicadores relativos ao período de 2008 a 2012.

Quadro 4: Indicadores financeiros no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Funcionamento					
Prazo Médio de Pagamento (em dias)	116,12	72,30	103,06	79,35	91,57
Prazo Médio de Recebimento (em dias)	64,17	29,77	66,46	37,76	73,54
Rotação de stocks (em dias)	86,03	160,98	154,07	232,85	146,27
Ciclo de exploração (em dias)	34,08	118,45	117,47	191,27	128,24
Tesouraria					
Fundo de Maneio	27.444.164,62 €	29.839.156,06 €	29.235.844,67 €	26.412.281,98 €	28.454.503,15 €
Necessidades de Fundo de Maneio	-6.660.471,45 €	-3.600.324,88 €	1.148.278,21 €	-1.438.794,33 €	4.075.348,65 €
Tesouraria Liquida	34.104.636,07 €	33.439.480,94 €	28.087.566,46 €	27.851.076,31 €	24.379.154,50 €
Sustentabilidade Financeira					
Autonomia Financeira	37,91%	52,28%	49,03%	52,66%	49,93%
Solvabilidade	61,05%	109,57%	96,19%	111,26%	99,72%
Caracterização do Endividamento					
Nível de Endividamento	62,09%	47,72%	50,97%	47,34%	50,07%
Peso do Endividamento MLP	8,17%	14,00%	10,55%	14,40%	13,40%
Peso do Endividamento CP	53,93%	33,72%	40,42%	32,93%	36,67%

Relativamente aos indicadores de funcionamento e face a 2008, houve uma diminuição do prazo de pagamento, um ligeiro aumento do prazo de recebimento e uma subida mais acentuada da rotação de *stocks*, o que fez com que o ciclo de exploração aumentasse bastante ao longo do período analisado, tendo impacto negativo na tesouraria, através do incremento das necessidades de fundo de maneo. Contudo, face à grande capacidade de autofinanciamento, o fundo de maneo apresenta valores bastante elevados, que compensam facilmente essas necessidades financeiras do ciclo de exploração, gerando uma situação de tesouraria líquida positiva todos os anos.

Como tal, a empresa apresenta uma elevada sustentabilidade financeira, comprovada por uma autonomia financeira de cerca de 50% e uma solvabilidade muito próxima dos 100%, o que significa que a empresa facilmente cumpre os seus compromissos com terceiros. Assim, o nível de endividamento é de 50%, sendo constituído sobretudo por obrigações de curto prazo, que se situam na ordem dos 37%.

No que diz respeito à análise monetária, apresenta-se também um quadro com os indicadores do período analisado.

Quadro 5: Indicadores monetários no período de 2008 a 2012

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
Indicadores de cobertura					
Cobertura da distribuição de resultados	196,65%	87,26%	49,87%	281,35%	33,30%
Cobertura dos investimentos	406,00%	407,74%	745,84%	5312,06%	765,33%
Indicadores de qualidade dos fluxos					
Qualidade dos recebimentos	103,37%	120,85%	90,08%	129,32%	93,65%
Qualidade dos fluxos operacionais	128,98%	65,33%	40,58%	137,35%	19,35%
Indicadores de rendibilidade financeira					
Rendibilidade financeira do ativo	19,25%	11,62%	6,26%	19,24%	1,85%
Rendibilidade financeira dos proprietários	31,66%	-8,20%	-19,59%	4,94%	-4,40%

Quanto à evolução da situação monetária da empresa, verifica-se que os indicadores de cobertura, evidenciam que os fluxos de caixa libertados pelo negócio cobrem facilmente os investimentos realizados na atividade, e que nos anos de 2009, 2010 e 2012, foram insuficientes para pagar os dividendos distribuídos, o que significa que a empresa se viu obrigada a recorrer a saldos de caixa formados em períodos anteriores para cumprir as suas obrigações perante os proprietários.

Em relação à qualidade dos fluxos operacionais, verifica-se que os recebimentos estão anualmente na mesma ordem de grandeza face ao volume de negócios gerado. Já a comparação entre os fluxos operacionais e os meios libertos líquidos (teve que se que usar

este indicador como referência uma vez que já inclui o impacto fiscal, tal como os fluxos operacionais calculados na demonstração de fluxos de caixa), evidencia que existem diferenças acentuadas entre os excedentes potencialmente gerados e recebidos. Esta realidade é especialmente relevante em 2012, onde por via da diminuição do volume da atividade, se verifica uma quebra do valor recebido de clientes.

Finalmente, ao nível dos indicadores de rentabilidade, calculados com base nos fluxos de caixa, verifica-se que os valores são piores que os obtidos através da utilização de rácios baseados nos resultados contabilísticos, havendo inclusivamente exercícios económicos em que a rentabilidade dos proprietários, determinada desta maneira é negativa, por via da diminuição das disponibilidades existentes na empresa.

Em conclusão, pode-se dizer que a diminuição do volume de atividade, devido à crise mundial acabou por ter impacto na evolução do desempenho financeiro da Lisnave durante o período de tempo entre 2008 e 2012, condicionando os meios libertos pela atividade e em consequência, o nível de rentabilidade gerado e a situação de tesouraria da empresa, que se tornou menos excedentária. Contudo, como as margens do negócio são elevadas e face aos excedentes acumulados em meios financeiros líquidos, relativos a exercícios anteriores, pode-se dizer que a empresa continua a ser sustentável financeiramente.

3.2. Análise da criação de valor da atividade da Lisnave no período 2008 - 2012

Para o cálculo do capital investido, foi necessária a elaboração do Balanço Funcional de acordo com os procedimentos referidos na metodologia de investigação, a fim de evidenciar como a organização obtém e investe os seus recursos financeiros.

Quadro 6: Balanço funcional no período de 2008 a 2012

Rúbricas	2008	2009	2010	2011	2012
Ativos Fixos Ajustados	7.577.760,84	5.707.117,96	6.280.587,37	3.818.507,02	2.761.493,24
NFM Exploração	-6.660.471,45	-3.600.324,88	1.148.278,21	-1.438.794,33	4.075.348,65
Necessidades Cíclicas	30.089.985,23	12.537.015,79	21.589.588,23	11.039.140,15	19.295.690,07
Recursos Cíclicos	36.750.456,68	16.137.340,67	20.441.310,02	12.477.934,48	15.220.341,42
NFM Extraexploração	34.104.636,07	33.439.480,94	28.087.566,46	27.851.076,31	24.379.154,50
Tesouraria Ativa	47.176.032,12	40.224.352,00	36.927.293,54	34.278.668,55	32.086.795,01
Tesouraria Passiva	13.071.396,05	6.784.871,06	8.839.727,08	6.427.592,24	7.707.640,51
Total de Investimento	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
Capitais Próprios	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
Passivo Financeiro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total de Financiamento	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39

Salienta-se o facto, de que a empresa não tem qualquer passivo financeiro, o que significa que perante a lógica da criação de valor, o custo do capital apenas irá ser condicionado pela rentabilidade exigida pelos proprietários e que o financiamento é exclusivamente feito através de capitais próprios.

Assim, ao nível do custo médio ponderado do capital (WACC) utilizado para financiar a atividade da empresa, este apenas incorpora a rentabilidade exigida pelos proprietários, tendo esta sido determinada em função dos valores setoriais constantes na central de balanços do Banco de Portugal. Contudo, em virtude de a empresa ser líder do mercado português, optou-se por utilizar os valores do 3º quartil do setor, que incorporam os 25% de empresas mais rentáveis da construção e reparação naval nacional.

Quadro 7: Custo médio ponderado do capital no período de 2008 a 2012

Rúbricas	2008	2009	2010	2011	2012
t- Taxa de imposto efetiva	27,51%	33,72%	31,38%	36,49%	36,48%
Kd- Custo do capital alheio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ke- Custo dos capitais próprios	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%
Capital Investido	35.021.925,46 €	35.546.274,02 €	35.516.432,04 €	30.230.789,00 €	31.215.996,39 €
Passivo Financeiro	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Peso do Passivo Financeiro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kd - ponderado	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CP- Capitais Próprios	35.021.925,46 €	35.546.274,02 €	35.516.432,04 €	30.230.789,00 €	31.215.996,39 €
Peso dos Capitais Próprios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ke ponderado	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%
WACC	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%

Ao analisar-se a capacidade de criação de valor durante o período de 2008 a 2012, tendo por referência o quadro imediatamente em baixo, pode-se chegar às seguintes conclusões:

- A rentabilidade da atividade (ROIC) diminuiu bastante ao longo do tempo, sendo uma consequência da redução acentuada da capacidade do negócio para libertar excedentes financeiros. Embora o nível de investimento também tenha diminuído ao longo dos anos, essa correção não foi suficiente para compensar os menores resultados obtidos;
- O custo do capital também foi diminuindo entre 2008 e 2012, o que nos evidencia que o impacto da crise internacional se deu a nível global do setor. Como tal, a rentabilidade das melhores empresas nacionais também foi-se tornando progressivamente inferior;
- Assim, embora a Lisnave genericamente tenha obtido uma rentabilidade superior ao custo de capital utilizado como referência para o financiamento da sua atividade, teve

uma diminuição muito grande na capacidade de criação de valor do seu negócio, uma vez que em 2008 tinha uma rentabilidade supranormal de 22,38%, enquanto que em 2012 apresentava apenas uma margem de 0,67% face ao custo do capital.

Quadro 8: Valor criado no período de 2008 a 2012 (valores em euros)

Rubricas	2008	2009	2010	2011	2012
RLSAF	15.320.842,59	12.144.409,62	11.970.158,02	5.214.356,96	4.985.207,39
Total de Investimento	35.021.925,46	35.546.274,02	35.516.432,04	30.230.789,00	31.215.996,39
ROIC	43,75%	34,17%	33,70%	17,25%	15,97%
Custo do Capital	21,37%	18,91%	18,85%	17,25%	15,30%
Rentabilidade Supranormal	22,38%	15,26%	14,85%	0,00%	0,67%
Valor Criado	7.836.657,12	5.422.609,20	5.275.310,58	-454,14	209.159,94

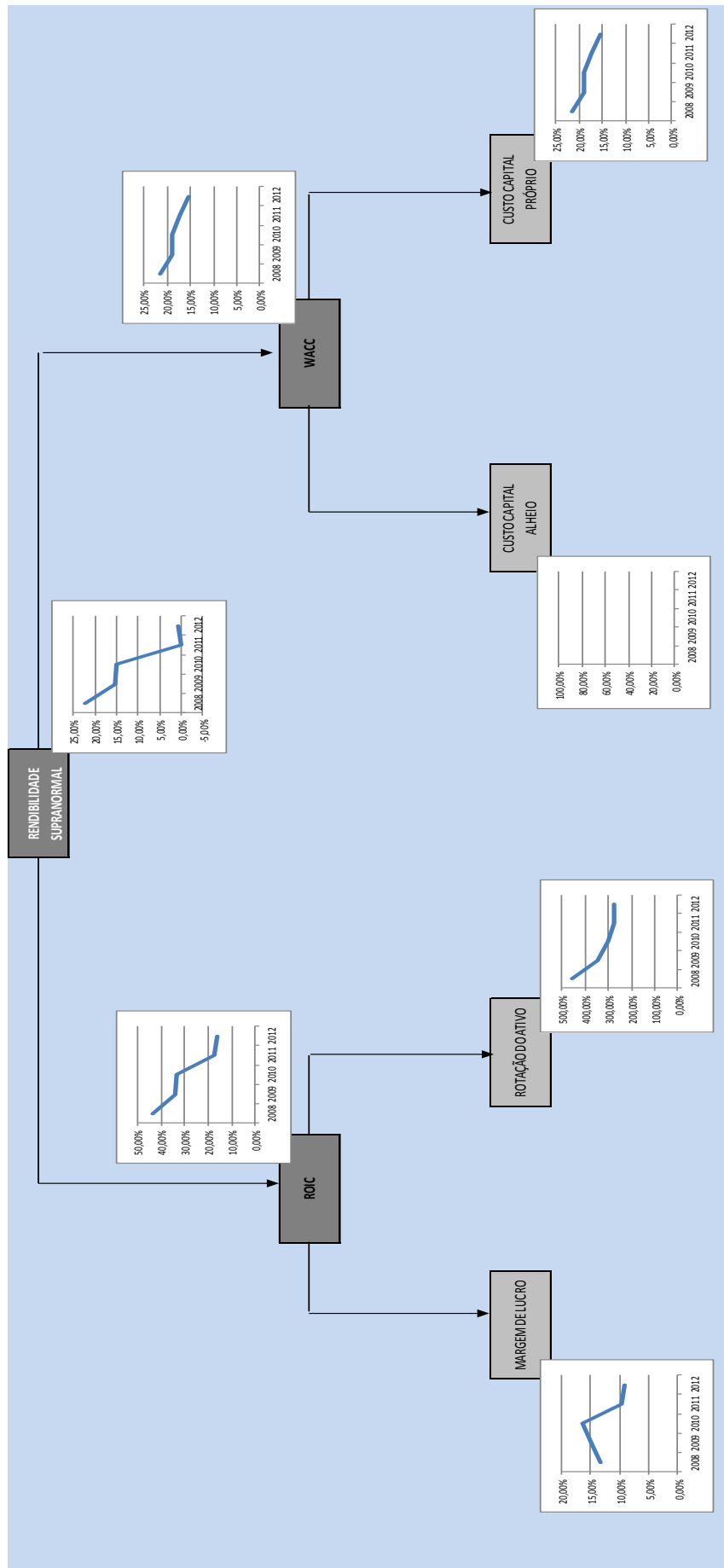
3.3. A monitorização da criação de valor através dos indicadores tradicionais de avaliação do desempenho financeiro no período 2008 - 2012

Para se identificar as origens da criação de valor, recorreu-se ao modelo apresentado no ponto relativo à metodologia de investigação, onde se pode verificar que a rentabilidade supranormal está associada a três grandes áreas da gestão financeira das empresas: capacidade de gerar resultados, capacidade de gestão dos investimentos e decisão de financiamento.

Assim, para uma análise mais pormenorizada das origens da criação de valor, dividiu-se o modelo apresentado pelas três grandes áreas de gestão financeira.

De seguida, apresenta-se o primeiro nível de análise que contempla, para além da evolução da rentabilidade supranormal, o detalhe da rentabilidade criada e do custo do capital.

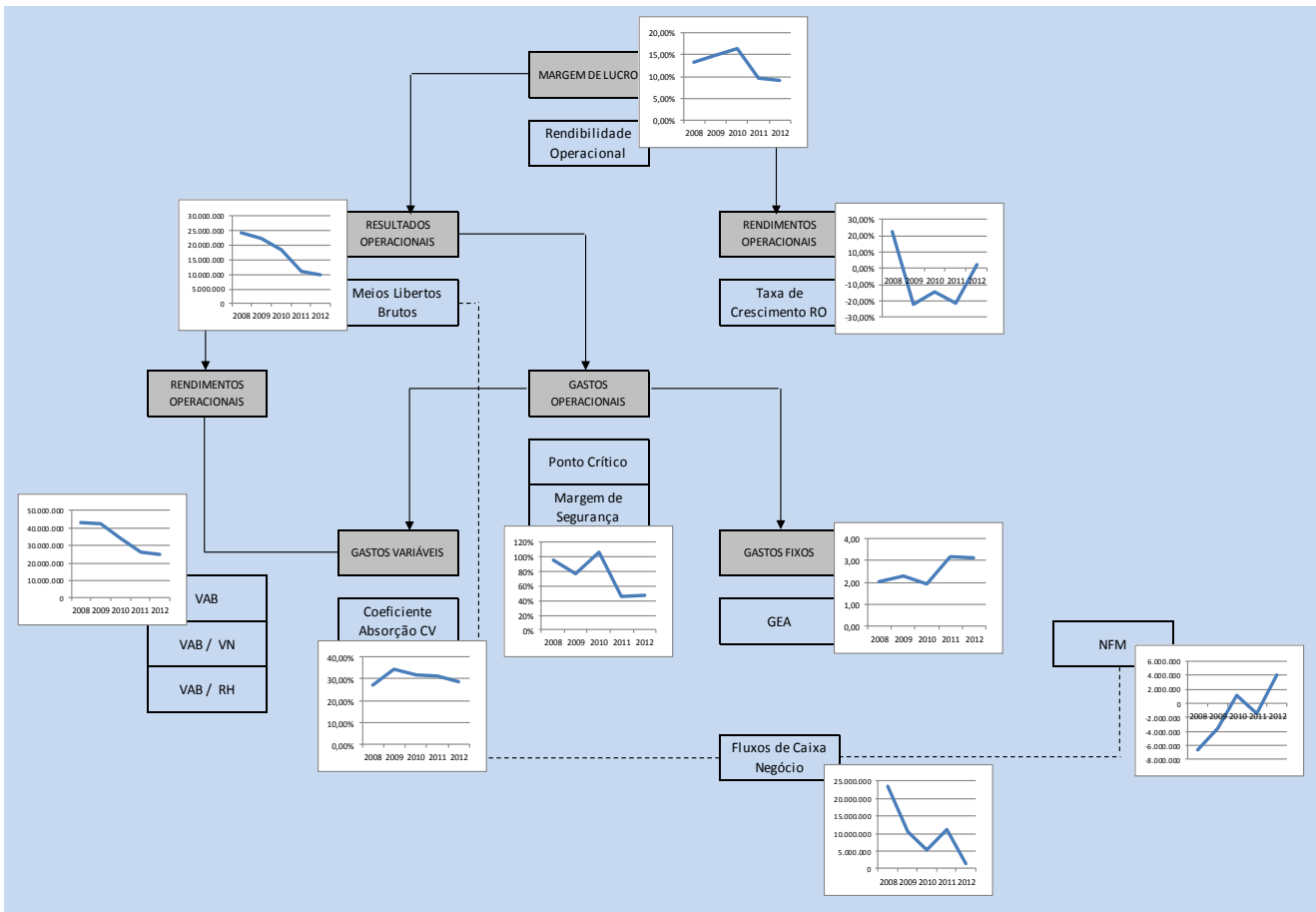
Figura 3: Evolução detalhada da Rentabilidade Supranormal



Relativamente à evolução da RS verificamos que esta foi condicionada mais pela diminuição da rentabilidade da atividade do que pelo custo do capital. Ao nível da rentabilidade criada (ROIC), constatamos que a margem de lucro embora tenha diminuído, não foi de forma tão acentuada como a redução da rotação do ativo, o que evidencia claramente que a menor criação de valor está muito relacionada com a quebra do volume de atividade. Quanto ao custo do capital das fontes de financiamento, observa-se tal como referido anteriormente, que a atividade é financiada exclusivamente através de capitais próprios, tendo o custo destes diminuído ao longo do tempo, o que está relacionado com o impacto da crise internacional na rentabilidade do setor, que serviu de referência para determinarmos o custo do capital investido pelos proprietários.

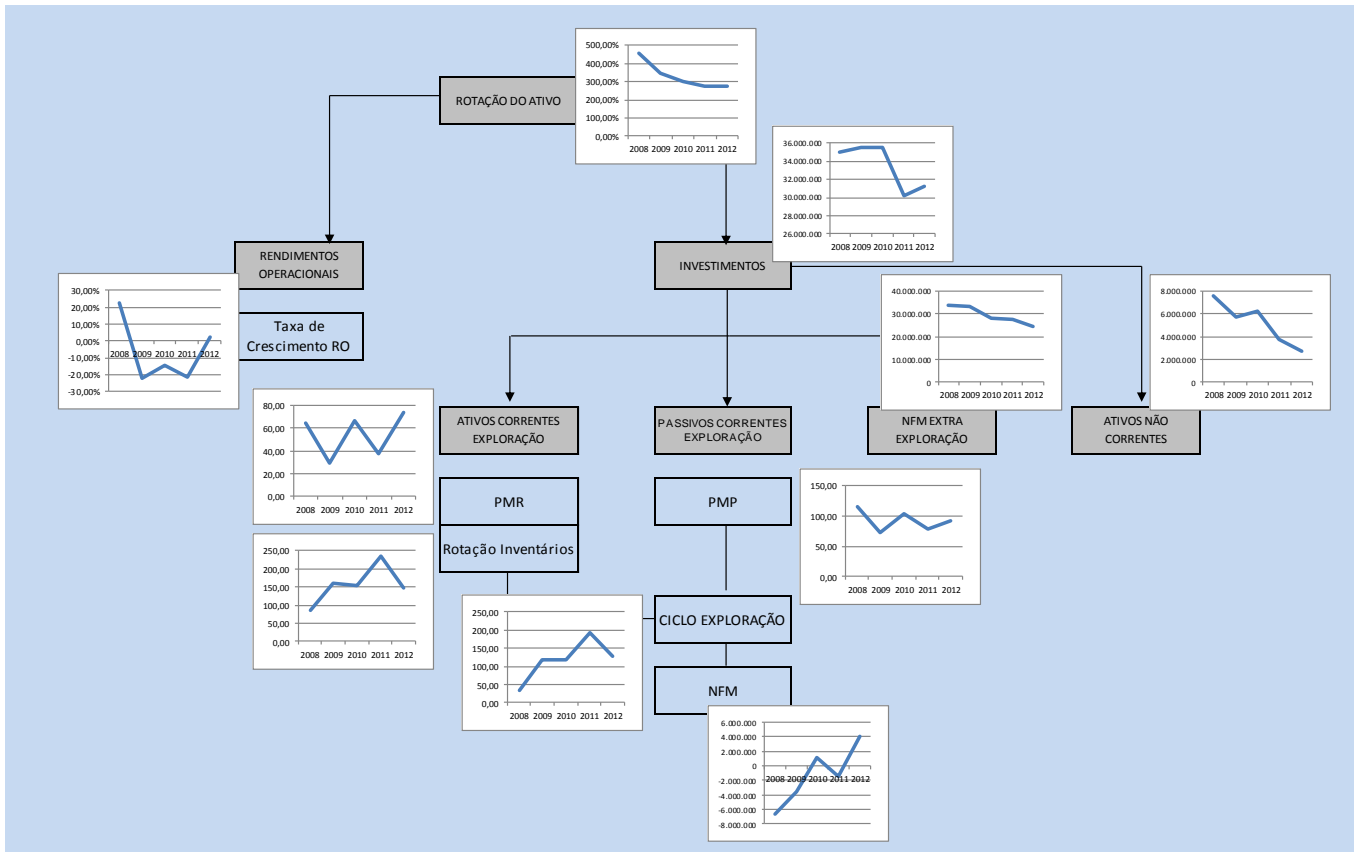
Ao analisar-se de forma mais detalhada cada um dos fatores que condiciona a rentabilidade criada, percebe-se claramente o que condicionou positivamente e negativamente a criação de valor. A margem de lucro diminuiu ao longo dos anos, por via da redução dos rendimentos operacionais, refletida nos valores da sua taxa de crescimento, tendo um forte impacto na capacidade de gerar excedentes através do negócio (meios libertos brutos). Para perceber-se o comportamento dos diferentes gastos (fixos e variáveis) é essencial observar os indicadores coeficiente de absorção dos custos variáveis e o grau económico de alavanca; através deles, constata-se que a margem bruta do negócio (CACV), embora com uma ligeira quebra, manteve-se estável durante os anos analisados, enquanto o GEA aumentou, porque os gastos fixos passaram a ter um peso superior face ao menor volume de atividade, o que aumentou o risco do negócio (margem de segurança inferior). Assim, é este o fator essencial para explicar a diminuição da margem de lucro operacional, uma vez que a empresa deixou de gerar economias de escala tão acentuadas, sendo esta situação igualmente visível na evolução do VAB. Deste modo, não é de espantar o efeito negativo nos fluxos de caixa do negócio, que para além do impacto dos menores excedentes potenciais criados, ainda contemplam o aumento das necessidades de fundo de maneo, significando maior dificuldade na transformação dos resultados em liquidez e menos capitais disponíveis.

Figura 4: Evolução detalhada da capacidade de gerar resultados



No que diz respeito à capacidade de gestão do investimento e, tal como anteriormente referido, a rotação do ativo diminuiu em virtude da quebra dos rendimentos operacionais. Contudo, verifica-se que o nível de investimentos também caiu, embora não de forma tão acentuada como os rendimentos. Essa diminuição ficou a dever-se à melhor gestão das necessidades de fundo de maneio extra-exploração, dos ativos não correntes e dos passivos de médio e longo prazo não remunerados (de recordar que para efeitos da medição da criação de valor estão a ajustar o valor dos ativos não correntes, em virtude de os financiarem). Porém, a evolução das NFM não foi positiva, fazendo com que a gestão do ativo pudesse ter contribuído mais para a criação de valor. De facto, verifica-se que enquanto o PMP teve um valor estável ao longo do tempo, o PMR e de rotação de *stocks* aumentaram, o que, obviamente, fez crescer o ciclo de exploração e as necessidades financeiras.

Figura 5: Evolução detalhada da decisão de investimento



Relativamente ao custo do capital e, também como já foi referido, foi diminuindo ao longo dos anos analisados, sendo função apenas da evolução do custo do capital próprio, uma vez que a empresa não utiliza endividamento remunerado.

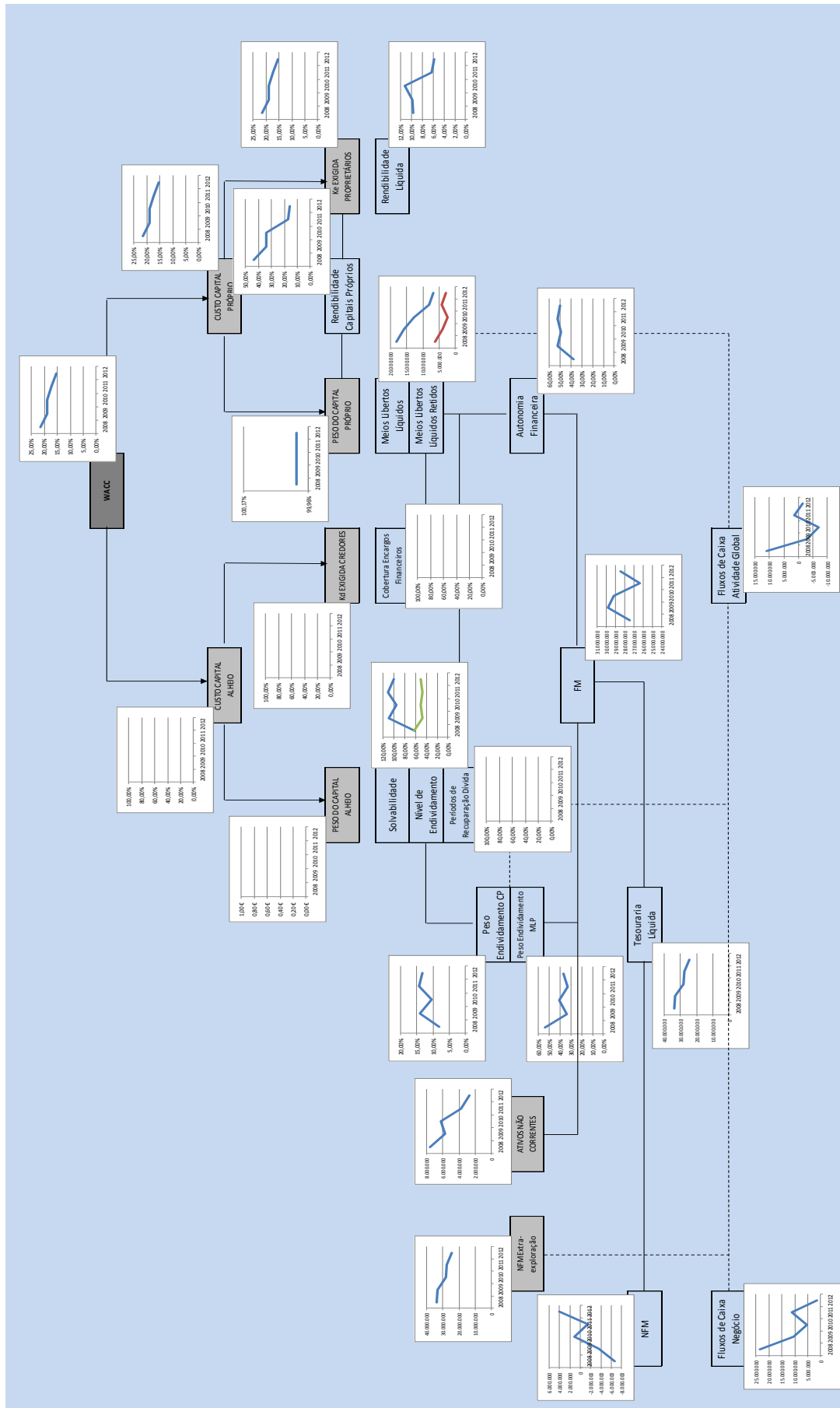
Ao nível do comportamento do endividamento não remunerado, verifica-se que cresceu face ao primeiro ano analisado (2008) mas que estabilizou nos restantes exercícios. Tal tendência, também é possível observar na solvabilidade financeira. No que respeita à evolução da maturidade dos passivos, verifica-se um crescimento do endividamento de curto prazo em prol do de médio e longo prazo, o que poderá estar associado à maior dificuldade em negociar prazos de pagamento mais dilatados. Assim, embora o endividamento não seja remunerado e como tal, não tenha impacto direto no custo do capital, a sua evolução acaba por condicionar o custo do financiamento da atividade, porque coloca o ónus do risco apenas nos proprietários, que normalmente exigem remunerações superiores aos bancos, incrementando a rentabilidade exigida pelos investidores.

Deste modo, verifica-se que embora o custo do capital próprio tenha diminuído para valores ligeiramente acima dos 15%, continua a ser uma remuneração muito superior à cobrada normalmente pelas instituições financeiras, condicionando a criação de valor obtida através da

atividade nos anos analisados. Em simultâneo, mesmo com a menor capacidade para gerar excedentes financeiros, visível nos MLL, nos MLLR e na rentabilidade líquida, a acumulação de resultados e a anteriormente referida estabilização do endividamento, permitiram um aumento da autonomia financeira face a 2008, o que significa que a empresa continua a ser sustentável financeiramente. Este aumento do património (que é investimento indireto dos proprietários pela não distribuição de dividendos) em conjunto com a diminuição dos resultados, teve um impacto negativo na RCP durante os anos estudados, mostrando a menor capacidade de criação de valor para os investidores. Finalmente, verifica-se que o facto de a atividade não libertar o mesmo nível de resultados evidenciado em 2008, condicionou a evolução do fundo de maneo, que mesmo tendo aumentado, não conseguiu cobrir o efeito negativo ocorrido nas necessidades de fundo de maneo, gerando uma tesouraria líquida menos excedentária.

Assim, observa-se que existe uma relação direta entre a criação de valor e a situação de tesouraria da empresa, seja por via dos resultados criados (o que condiciona positivamente o FM), seja pela gestão dos investimentos (valores dos ativos não correntes e das NFM).

Figura 6: Evolução detalhada da decisão de financiamento



Em resumo, pode-se referir que, em termos genéricos, a explicação da evolução da criação de valor da Lisnave no período de 2008 a 2012 assenta nos seguintes fatores principais:

- Diminuição da rendibilidade, sobretudo devido ao menor volume da atividade com impacto direto na rotação do ativo;
- Incremento das NFM, por via do aumento dos prazos de recebimento e de rotação de *stocks*, que condicionaram os níveis de investimentos e, conseqüentemente, da rendibilidade da atividade;
- Financiamento exclusivo através de capitais próprios, que tem um custo superior ao endividamento financeiro.

Conclusões

Este trabalho de investigação, permitiu observar que a atividade da empresa Lisnave nos tempos mais recentes sofreu o impacto da forte crise internacional, levando o volume dos rendimentos operacionais atuais a diminuir para cerca de metade do valor constante no primeiro ano analisado (2008), o que teve forte impacto na evolução dos indicadores económicos, financeiros e monetários, normalmente utilizados na avaliação tradicional do desempenho financeiro. Assim, conseqüentemente, o indicador utilizado para medir a criação de valor, a rendibilidade supranormal, evidenciou uma menor capacidade da atividade para gerar excedentes financeiros face ao custo do capital exigido pelos investidores.

Finalmente, o modelo elaborado de monitorização da criação de valor da empresa durante os anos estudados (de 2008 a 2012) permitiu concluir que os principais condicionantes da capacidade de criação de valor da Lisnave foram a diminuição do volume da atividade, o aumento das NFM e o financiamento mais caro através de capitais próprios.

No que diz respeito a limitações da investigação, destaca-se o facto de a empresa não ter endividamento remunerado, o que não permitiu ter uma imagem completa sobre a evolução de todos os fatores que condicionam a criação de valor.

Por isso, como linhas de investigação futuras, pretende-se estender o estudo a outras empresas de diversos setores de atividade, como forma de otimizar o modelo elaborado para monitorizar a capacidade de criação de valor.

Bibliografia

- Menezes, H. (2010). *Princípios de Gestão Financeira*. (12ª Edição). Lisboa: Editorial Presença.

- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª Edição). Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão* (5ª Edição). Lisboa: Texto Editora.
- Teixeira, N. (2008a). *A rendibilidade e a criação de valor*. XIII Encontro AECA, Aveiro (2008).
- Teixeira, N. (2008b); *A caracterização da estrutura financeira do sector das tecnologias de informação*; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Finanças (edital nº 682/2008).
- Teixeira, N. (2013), *A avaliação do risco e da criação de valor no contexto empresarial*, in Empreendedorismo, Coesão Social e Dinâmicas Empresariais, Caderno da Sociedade e Trabalho nº17, GEP/MSESS
- Teixeira, N., Amaro, A. (2013). *Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso*. Disponível em 21.01.2014 em <https://furb.br/universocontabil>
- Teixeira, N., Mata, C., Pardal, P., Teixeira, Ana (2012), *A aplicação da rendibilidade supranormal para a avaliação da criação de valor*; XXIII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica; Málaga; Espanha
- Young, S., O'Byrne, S. (2001). *EVA® and Value Based Management*, New York: MacGraw-Hill.